บทที่ 2

วรรณกรรมปริทัศน์

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

มีการงานวิจัยในอดีต ที่เสนอเกี่ยวกับ ปัจจัยที่ส่งผลต่อ ผลตอบแทนของอุตสาหกรรมหรือผลตอบแทนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ และมีอีกหลายงานวิจัยที่เสนอ ผลจากอัตราแลกเปลี่ยนและผลกระทบจากอุตสาหกรรม ที่ส่งผลต่อ ผลตอบแทนของอุตสาหกรรมในประเทศ ซึ่งงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ สามารถสรุปได้ดังนี้

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องของต่างประเทศ

- งานวิจัยเกี่ยวกับ ปัจจัยที่ส่งผล ต่อผลตอบแทนของอุตสาหกรรมหรือผลตอบแทนของบริษัทในประเทศ

ได้มีงานวิจัยหลายชิ้นศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยศึกษาความสำคัญของอุตสาหกรรม (industry factor) ปัจจัยภายในประเทศ (domestic factor) หรือผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้ง ปัจจัยอื่นๆจากนอกประเทศ ที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาด หรือผลตอบแทนของอุตสาหกรรมในตลาด เช่นงานวิจัยของ Lessard (1974) ศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงภายในประเทศ ซึ่งแทนด้วยผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์หรือหุ้นของบริษัทในตลาดมากกว่า ปัจจัยจากภายนอกประเทศ (international factor) และงานวิจัยฉบับนี้ยังพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนนั้นส่งผลน้อยมากกับผลตอบแทนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เช่นเดียวกับงานวิจัย ของ Drumman และ Zimmermann (1992) ทำการศึกษาโดยใช้ ผลตอบแทนรายวันของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ของกลุ่มประเทศยุโรป จำนวน 105 บริษัท ได้ผลสรุปว่า ปัจจัยจากภายในประเทศหรือภาวะเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม ซึ่งแทนด้วย ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นของบริษัทในตลาด มากกว่าการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรมที่บริษัทนั้นเป็นสมาชิกอยู่ ในขณะที่ การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลกระทบกับผลตอบแทนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์น้อยกว่าปัจจัยอย่างอื่น

Roll (1992) ศึกษาถึง ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนด ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศยุโรปและประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างเมษายนปี 1988 ถึงมีนาคมปี 1991 พบว่า โครงสร้างของอุตสาหกรรมที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ มีส่วนในการกำหนดผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ มากกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนหรือการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรมจากภายนอกประเทศ แต่อย่างไรก็ตาม ลักษณะโครงสร้างของอุตสาหกรรมที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์นั้น มีส่วนกำหนดผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เพียงเล็กน้อยเท่านั้น

Griffin และ Karolyi (1998) ศึกษาซ้ำงานวิจัยของ Roll (1992) โดยใช้ข้อมูลจาก Dow Jones World Stock Index ระหว่างปี 1992 ถึงมีนาคมปี 1995 โดยศึกษา ดัชนีผลตอบแทนของอุตสาหกรรมจำนวน 66 ดัชนีใน 25 ประเทศและได้ข้อสรุปคล้ายกับ Roll (1992) คือ ผลตอบแทนของอุตสาหกรรมเป็นตัวแปรที่มีความสำคัญน้อยมากในการอธิบาย ผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศ

Cavaglia ,Brightman และ Aked(2000) ได้ใช้ข้อมูลจาก MSCI World Developed Market ระหว่างปี 1986 ถึงพฤศจิกายน ปี 1999 ศึกษาใน 21 ประเทศ โดยแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรม ตาม FT/S&E เป็น 36 อุตสาหกรรม ได้ข้อสรุปว่าในกลุ่มประเทศยุโรป การเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรมส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของบริษัทในอุตสาหกรรมนั้น มากกว่าปัจจัยทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนหรือการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน

- งานวิจัยที่เกี่ยวกับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนต่อ ที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของบริษัท หรือผลตอบแทนของอุตสาหกรรม

Dinermeier และ Solink (2001) ศึกษาโดยใช้ ข้อมูลรายสัปดาห์ของผลตอบแทนของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ ระหว่าง ปี 1989 ถึง 1999 ใน ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศญี่ปุ่น และประเทศในยุโรปอีก 6 ประเทศ ได้ข้อสรุปว่า การเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจในภูมิภาคหรือกลุ่มประเทศ ซึ่งแทนด้วยดัชนีผลตอบแทนในหลักทรัพย์ของภูมิภาค และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ส่งผลกระทบต่อ ผลตอบแทนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศที่ศึกษา มากกว่าการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจหรือปัจจัยภายในประเทศนั้น และงานวิจัยฉบับนี้ พบว่า การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนของบริษัทที่มีการนำเข้าหรือส่งออกไปยังต่างประเทศ ซึ่งงานวิจัยฉบับนี้แทนด้วย อัตราส่วนของยอดขายในต่างประเทศต่อยอดขายรวมของบริษัท มีผลกับผลตอบแทนของบริษัทที่นำเข้าหรือส่งออกสินค้าไปยังต่างประเทศ ซึ่งเป็นที่น่าสังเกตว่าในงานวิจัยชิ้นนี้ ศึกษาในกลุ่มประเทศยุโรปที่มีการรวมตัวเป็นกลุ่มเศรษฐกิจอย่างแนบแน่น และมีการค้าระหว่างกันมาก และผลการศึกษาที่ได้นั้นแตกต่างจากงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา

Griffin และ Stulz (2001) ศึกษาเปรียบเทียบความสำคัญระหว่าง ผลจากอัตราแลกเปลี่ยน และผลจากอุตสาหกรรมเดียวกันจากต่างประเทศที่มีการแข่งขันกันกับอุตสาหกรรมในประเทศ ต่อการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรมภายในประเทศ โดยงานวิจัยเรื่องนี้ พบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ส่งผลกระทบต่อ ผลตอบแทนของอุตสาหกรรมในประเทศน้อยกว่า การเปลี่ยนแปลงจากอุตสาหกรรมต่างประเทศ ทำให้ได้ข้อสรุปว่า การเติบโตของอุตสาหกรรมหนึ่งๆในโลกส่งผลกระทบกับอุตสาหกรรมนั้นในประเทศ มากกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน และพบว่าอุตสาหกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกาส่วนใหญ่ ไม่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเลย

Bodner และ Gentry (1993) ศึกษา ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของอุตสาหกรรมใน 3 ประเทศ คือ ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศ แคนนาดา และประเทศญี่ปุ่น พร้อมทั้งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนกับลักษณะของ อุตสาหกรรม (industry characteristics) คือ อุตสาหกรรมที่มีการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศ อุตสาหกรรมที่มีการส่งออกสินค้าไปยังต่างประเทศ อุตสาหกรรมที่มีการลงทุนในต่างประเทศ อุตสาหกรรมที่ไม่มีการค้ากับต่างประเทศ และอุตสาหกรรมซึ่งใช้วัตถุดิบซึ่งถูกกำหนดราคาโดยตลาดโลก เช่น ราคาน้ำมัน ราคาถ่านหิน พบว่าร้อยละ 25 ถึงร้อยละ 30 ของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ทำการศึกษา ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญ และงานวิจัยฉบับนี้พบว่า ประเทศญี่ปุ่น และประเทศแคนนาดา ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนมากกว่าประเทศสหรัฐอเมริกา และงานวิจัยฉบับนี้ได้สรุปว่า ผลกระทบที่เกิดจาก การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนจะเกิดขึ้นมาก ในประเทศที่มีเศรษฐกิจขนาดเล็ก แต่มีลักษณะเป็นประเทศที่มีปริมาณการค้าระหว่างประเทศมาก เมื่อเปรียบเทียบกับ ประเทศที่มีเศรษฐกิจขนาดใหญ่ นอกจากนี้งานวิจัยชิ้นนี้พบว่า ลักษณะของอุตสาหกรรม แต่ละแบบได้รับความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนแตกต่างกันไปโดย อุตสาหกรรมที่ไม่มีการค้ากับต่างประเทศ และ อุตสาหกรรมที่มีการนำเข้า รวมทั้ง อุตสาหกรรมที่ราคาของ วัตถุดิบถูกกำหนดโดยราคาของตลาดโลก จะได้รับประโยชน์จากค่าของเงินของประเทศที่แข็งขึ้น แต่ในส่วนของ อุตสาหกรรมที่มีการส่งออกไปยังต่างประเทศ และ อุตสาหกรรมที่มีการลงทุนในต่างประเทศ จะได้รับประโยชน์จากการอ่อนลงของค่าเงินของประเทศ

Choi, Hiraki และ Takazawa (1998) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ผลจากอัตราแลกเปลี่ยนและการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย ที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของอุตสาหกรรมในประเทศญี่ปุ่น ซึ่งแทนด้วยการเปลี่ยนแปลงในดัชนีหลักทรัพย์ของอุตสาหกรรม ระหว่างเดือนมกราคมปี 1974 ถึงเดือนธันวาคมปี 1995 ในสมการแสดงความสัมพันธ์แบบมีเงื่อนไข (condition model) ที่แสดงถึงผลกระทบที่เปลี่ยนแปลงไปตามระยะเวลา เปรียบเทียบกับการใช้สมการที่ไม่มีเงื่อนไข

(unconditional model) หรือไม่เปลี่ยนไปตามระยะเวลา พบว่า ความเสี่ยงในเรื่องอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนในอุตสาหกรรมของประเทศญี่ปุ่น โดยใน สมการแสดงความสัมพันธ์แบบไม่มีเงื่อนไข (unconditional model) เกิดผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนต่อผลตอบแทนของอุตสาหกรรม ทั้งในช่วง ก่อนและหลังข้อตกลงพลาซ่า (Plaza Accords) ซึ่งผลการศึกษานี้ ได้ผล เช่นเดียวกับ การศึกษาโดยใช้สมการแสดงความสัมพันธ์แบบมีเงื่อนไข (condition model) ทำให้สามารถสรุป ได้ว่า ความเสี่ยงจาก การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนนั้นเปลี่ยนแปลงไปตามระยะเวลา

Jorion (1990) งานวิจัยชิ้นนี้ ศึกษาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนต่อบริษัทข้ามชาติ (Multinational company) ในประเทศ สหรัฐอเมริกาจำนวน 287 บริษัท โดยใช้ผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์บริษัทข้ามชาติ และอัตราแลกเปลี่ยนถ่วงน้ำหนักทางการค้า (Trade weight exchange rate) ระหว่างปี 1977 ถึง ปี 1987 พบว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทข้ามชาติในประเทศสหรัฐอเมริกา และผลกระทบจะเพิ่มมากขึ้นเมื่อบริษัทนั้นมีสัดส่วนของยอดขายในต่างประเทศต่อยอดขายรวมของเพิ่มขึ้น งานวิจัยชิ้นนี้ สรุปว่าการอ่อนค่าของเงินดอลล่าร์สหรัฐ จะส่งผลกระทบทำให้ยอดขายโดยรวมเพิ่มมากขึ้น

He และ Ng (1998) งานวิจัยชิ้นนี้ ศึกษาบริษัทข้ามชาติ (Multinational company) จำนวน 171 บริษัทในประเทศ ญี่ปุ่น โดยใช้ ข้อมูลของอัตราแลกเปลี่ยนถ่วงน้ำหนักทางการค้า (Trade weight exchange rate) และ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทข้ามชาติ ในประเทศญี่ปุ่น เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Jorion (1990) แต่ใช้ข้อมูลระหว่างช่วง เดือนมกราคม ปี 1978 ถึง เดือนธันวาคม ปี 1993 พบว่า ร้อยละ 25 ของกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน และ ยังพบอีกว่า ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนจะมีเพิ่มขึ้น ในบริษัทที่มีอัตราส่วนระหว่าง ยอดส่งออกหรือนำเข้าต่อยอดขายโดยรวมเพิ่มขึ้น นอกจากนี้พบว่า บริษัทในอุตสาหกรรมที่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนมากที่สุด ได้แก่ บริษัทในอุตสาหกรรม Electric machinery และงานวิจัยฉบับนี้ได้ศึกษา ในบริษัทที่มีแนวโน้ม ใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงในเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยน โดยศึกษา ลักษณะบริษัทที่มีการใช้หนี้สินในการดำเนินงานสูง บริษัทซึ่งมีสภาพคล่องต่ำ และบริษัทซึ่งมีขนาดใหญ่หรือมีมูลค่าในตลาดหลักทรัพย์(Market Value)มาก ได้ข้อสรุปว่า ในบริษัทซึ่งมีสภาพคล่องต่ำ และบริษัทซึ่งมีการใช้หนี้สินสูง มีความเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนน้อยกว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องสูง หรือ บริษัทที่มีหนี้สินต่ำ งานวิจัยชิ้นนี้ยังได้พบว่า ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนมีแนวโน้ม ที่จะเพิ่มขึ้นตามขนาดของบริษัทหรือมูลค่าของบริษัทที่เพิ่มขึ้น สุดท้ายงานวิจัยชิ้นนี้ได้ศึกษา กลุ่มบริษัทของประเทศญี่ปุ่น (Industries grouping , Keiretsu) พบว่า ในกลุ่มบริษัทของประเทศญี่ปุ่น มีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยน

แปลงในอัตราแลกเปลี่ยนมากกว่าบริษัทซึ่งไม่อยู่เป็นกลุ่มบริษัท โดยงานวิจัยนี้ได้สรุปว่า เกิดจากการที่ไม่จำเป็นต้องป้องกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนมากเท่ากับ บริษัทที่มีขนาดเล็ก และพบอีกว่ามีการเหลื่อม (lagged) ของการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนและ ราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทในประเทศญี่ปุ่นด้วย

Allayannis (1996) ศึกษาอุตสาหกรรมในประเทศ สหรัฐอเมริกา โดยใช้ข้อมูลระหว่างปี 1976 ถึง ปี 1990 ถึงผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนต่อผลกระทบกับอุตสาหกรรม โดยทำการศึกษาในอุตสาหกรรมที่มี ยอดขายจากการส่งออกต่อยอดขายโดยรวมสูง พบว่า ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น ถ้าอุตสาหกรรมมีการนำเข้า หรือ ส่งออกเพิ่มขึ้น และยังพบว่าเกิดการเหลื่อม (lagged) ของราคาหลักทรัพย์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน งานวิจัยฉบับนี้ยังพบว่า ผลกระทบจาก การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในระยะเวลาที่ยาวหรือกินระยะเวลานานขึ้นจะส่งผ ลกระทบมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาสั้นๆ และ ผลกระทบที่เกิดจากอัตราแลกเปลี่ยนนั้น เกิดขึ้นใน บริษัทที่ดำเนินงานมานาน น้อยกว่าบริษัทที่เริ่มดำเนินงาน โดยที่งานวิจัยฉบับนี้ได้สรุปว่าเกิดเนื่องจาก บริษัทที่มีการดำเนินงานมานาน มีความสามารถ ที่จะจัดการกับความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยน ได้ดีกว่า บริษัทที่เริ่มดำเนินงาน

Ceglowski (1989) ศึกษาอุตสาหกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยศึกษาอุตสาหกรรม ที่มีการขายเฉพาะในประเทศ อุตสาหกรรมที่มีการส่งออก และอุตสาหกรรมที่มีการนำเข้า โดยงานวิจัยฉบับนี้ศึกษา ผลจาก การเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน และการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยต่อผลกระทบกับตอบแทนของอุตสาหกรรมทั้ง 3ลักษณะข้างต้น พบว่า การอ่อนค่าหรือแข็งค่าของเงินดอลล่าร์ มีผลกระทบโดยตรงต่ออุตสาหกรรมที่มีการส่งออกหรือนำเข้า นอกจากนี้ งานวิจัยฉบับนี้พบว่า เกิดผลกระทบทางอ้อมจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน กับอัตราดอกเบี้ยในประเทศ

Doidge, Griffin และ Williamson (2000) ศึกษาผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลของอัตราแลกเปลี่ยน และ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ตั้งแต่ปี 1975 ถึง ปี 1999 พบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลกระทบกับประเทศที่กำลังพัฒนามากกว่าประเทศที่พัฒนาแล้ว โดยจะมีผลกระทบอย่างเห็นได้ชัดในช่วงที่มีความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนสูง แต่อย่างไรก็ดี ผลกระทบนั้นก็มีความสำคัญเพียงเล็กน้อยเท่านั้น โดยงานวิจัยฉบับนี้ ได้ทำศึกษาในบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ โดยแบ่งลักษณะของบริษัทเป็น บริษัทที่มียอดขายในต่างประเทศต่อ และหลักทรัพย์ของบริษัทที่ไม่มียอดขายในต่างประเทศ พบว่า ระดับของยอดขายจากต่างประเทศเป็น ปัจจัยหนึ่งที่เป็นตัวกำหนดผลตอบแทนในหลักทรัพย์ของบริษัท และที่บริษัทที่มีขนาดใหญ่ หรือบริษัทที่มีอัตราส่วนยอดขายในต่างประเทศต่อยอดขายโดยรวมมาก จะ

ได้รับผลกระทบมากกว่า บริษัทที่มีขนาดเล็ก และงานวิจัยฉบับนี้ ได้พบว่า ไม่เกิดการเหลื่อมกัน (lagged) ในผลกระทบที่เกิดจากอัตราแลกเปลี่ยนและผลตอบแทนของหลักทรัพย์

Robert F. Engleและ Victor K. NG. (1993) ทำการศึกษา การวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของประเทศ ญี่ปุ่นโดยใช้ข้อมูล ในช่วงมกราคม ปี 1980 ถึงเดือนธันวาคมปี 1988 โดยใช้ข้อมูลจาก ฐานข้อมูลของ PACAP เพื่อที่จะหารูปแบบของสมการ (model) ที่เหมาะสมในการวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งทุกรูปแบบของสมการที่ใช้พบว่า ในช่วงที่มีผลกระทบในทางลบ หรือช่วงที่มีข่าวร้ายมากระทบนั้น ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจะมีความผันผวนมากกว่าช่วงที่มีข่าวดีมากระทบ หรือได้รับผลกระทบในทางบวก ซึ่งรูปแบบของสมการที่เหมาะสมที่สุดในการอธิบาย ผลกระทบของข่าวกับราคาหลักทรัพย์ คือ รูปแบบสมการของ Glosten, Jaganathhan และ Runkle หรือ TARCH Model

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย