



บทที่ 1

บทนำ

การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนสามารถส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัทได้ทั้งทางตรงและทางอ้อม ผ่านการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าที่เป็นเงินสกุลท้องถิ่นของธุรกรรมที่ทำให้เป็นเงินตราต่างประเทศและผ่านการเปลี่ยนแปลงในความสามารถในการแข่งขันทางด้านราคาต่อสินค้าจากต่างประเทศ ตามลำดับ เป็นที่น่าแปลกใจว่างานวิจัยที่ผ่านมา เช่น Jorion (1990) Amihud (1994) Levi (1994) Choi and Prasad (1995) และ Bartov and Bodnar (1994) กลับไม่พบว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งในเชิงเศรษฐศาสตร์และเชิงสถิติ ถึงแม้ว่าบริษัทเหล่านั้นจะมีธุรกรรมระหว่างประเทศสูงก็ตาม สาเหตุของการไม่พบความมีนัยสำคัญของส่วนเปิดความเสี่ยงต่ออัตราแลกเปลี่ยนอาจมาจาก 2 แหล่ง คือ การออกแบบการวิจัย และกิจกรรมการบริหารความเสี่ยงของบริษัท

ในส่วนของสาเหตุแรก Fraser and Panzalis (2003) และ Batram (2004) กล่าวว่างานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ (งานวิจัยข้างต้น) นำดัชนีอัตราแลกเปลี่ยน (currency index) มาใช้ในกระบวนการประมาณค่า ซึ่งไม่เหมาะสมเพราะบริษัทต่างๆ จะมีลักษณะการดำเนินงานที่ก่อให้เกิดส่วนเปิดความเสี่ยงกับเงินตราต่างประเทศและมีส่วนเปิดความเสี่ยงกับเงินตราบางสกุลเท่านั้น นอกจากนี้การใช้ดัชนียังอาจทำให้เกิดการหักล้างความเสี่ยงกันเอง (diversification) ของอัตราแลกเปลี่ยนที่อยู่ในดัชนี ดังนั้นการเลือกใช้ดัชนีอัตราแลกเปลี่ยนเพียงอย่างเดียวอาจทำให้ไม่เห็นภาพของส่วนเปิดความเสี่ยงที่ชัดเจนและนำไปสู่ข้อสรุปที่ผิดพลาดว่าส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนไม่มีนัยสำคัญ

ในส่วนของสาเหตุที่สอง Jorion (1990, 1991) และ Bodnar and Gentry (1993) อ้างว่าอาจเกิดจากการที่บริษัทใช้อนุพันธ์ของเงินตราต่างประเทศ (foreign currency derivatives) ในการกำจัดความเสี่ยง อย่างไรก็ตามประเด็นนี้ยังคงเป็นคำถามที่ต้องการผลจากการวิจัยเชิงประจักษ์ว่าการใช้อนุพันธ์ของผู้บริหารเป็นการใช้เพื่อการลดความเสี่ยง (hedge) หรือเพื่อการเก็งกำไร (speculation) จากอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งจะทำให้ส่วนเปิดความเสี่ยงสูงขึ้น ในประเด็นนี้ Allyanis and Ofek (2001) และ Nguyen and Faff (2003) อ้างถึงจากมุมมองของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และสร้างสมมุติฐานว่ามีความเป็นไปได้ที่อนุพันธ์จะถูกใช้ในการเก็งกำไร นอกเหนือจากการกำจัดความเสี่ยง จึงทำการวิจัยเพื่อทดสอบจุดประสงค์ของการใช้และพบว่าบริษัทมีการใช้อนุพันธ์เพื่อกำจัดความเสี่ยง

งานวิจัยที่ผ่านมาส่วนใหญ่ตั้งอยู่บนข้อสมมติที่ว่าส่วนเปิดความเสี่ยงต่ออัตราแลกเปลี่ยนของบริษัทมีความสมมาตรกัน ไม่ว่าจะการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนจะเป็นขาขึ้นหรือขาลง และไม่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนจะอยู่ในช่วงที่มีความผันผวนมากหรือน้อย ซึ่งข้อสมมตินี้ไม่น่าจะตรงกับความเป็นจริงมากนัก Di Iorio and Faff (2000) และ Koutmos and Martin (2003) อ้างถึงลักษณะการบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนแบบเชิงรุก (active risk management) ซึ่งน่าจะทำให้เกิดส่วนเปิดความเสี่ยงที่มีลักษณะที่ไม่สมมาตร เช่น ในกรณีผู้ส่งออกที่มีส่วนเปิดความเสี่ยงด้านสินทรัพย์อาจมีความพยายามที่จะเพิ่มส่วนเปิดความเสี่ยงในช่วงที่คาดว่าอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศจะสูงขึ้น (เงินบาทอ่อนค่าลง) และลดส่วนเปิดความเสี่ยงในช่วงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศจะลดลง (เงินบาทแข็งค่าขึ้น) หรือพยายามลดส่วนเปิดความเสี่ยงเฉพาะในช่วงที่อัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวนมาก เมื่อเป็นเช่นนี้การใช้สมการเชิงเส้นในการวิเคราะห์จะทำให้ได้ค่าประมาณความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความเบี่ยงเบน (bias) จากความสัมพันธ์ที่แท้จริง

งานวิจัยนี้จะศึกษาถึงส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากระบบเศรษฐกิจของไทยเป็นแบบเปิด ขึ้นกับการค้าระหว่างประเทศสูง (มูลค่าการนำเข้าและส่งออก/ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ=1.91 ในปี 2546) เทียบกับประเทศขนาดใหญ่ เช่น สหรัฐอเมริกา (มูลค่าการนำเข้าและส่งออก/ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ = 0.25 ในปี 2546) จึงน่าสนใจว่าอัตราแลกเปลี่ยนมีอิทธิพลต่อมูลค่าของบริษัทเหล่านี้หรือไม่ อีกประเด็นสำคัญที่งานวิจัยนี้พยายามจะหาคำตอบ คือ มีหลักฐานหรือไม่ที่แสดงว่าผู้บริหารมีความพยายามในการบริหารความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนในเชิงรุกและความพยายามเหล่านั้นประสบความสำเร็จหรือไม่² การใช้ตัวอย่างจากประเทศไทยทำให้สามารถศึกษาส่วนเปิดความเสี่ยงในช่วงที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนต่างกัน คือ ช่วงที่ใช้ระบบตะกร้าเงิน ช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ และช่วงที่ใช้ระบบลอยตัว นอกจากนี้งานวิจัยที่ผ่านมาในอดีตส่วนใหญ่ จะทำการศึกษารisk敞开ความเสี่ยงของบริษัทในประเทศพัฒนาแล้ว (USA: Jorion (1990), Bodnar and Gentry (1993); JP: He and Ng (1998); AUS: Di Iorio and Faff (2000), etc.) จึงเป็นที่น่าสนใจที่จะทำการศึกษาในประเทศที่มีขนาดเล็ก เช่น ประเทศไทย

¹ งานวิจัยของ Parsley and Popper (2002) ทำการศึกษาวิจัยส่วนเปิดความเสี่ยงหลายๆช่วงเวลาในประเทศไทย และพบว่าส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนมีความสำคัญ โดยทำการศึกษารายอุตสาหกรรม

² มีหลายงานวิจัยที่กล่าวถึงพฤติกรรมของบริษัทที่ไม่สมมาตรต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน เช่น Knetter (1994) กล่าวถึงการตอบสนองที่ไม่สมมาตรต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน เช่น pricing to market อย่างไรก็ตาม งานวิจัยส่วนมากยังคงไม่คำนึงถึงเรื่องเหล่านี้ จึงยังไม่มีหลักฐานในเชิงประจักษ์มากนัก

จากที่กล่าวมาข้างต้น หากมีผู้จัดการมีลักษณะการบริหารความเสี่ยงแบบเชิงรุกเข้ามาเกี่ยวข้อง เป็นที่น่าสนใจว่ามีปัจจัยใดที่สามารถอธิบายถึงพฤติกรรมดังกล่าว งานวิจัยนี้จึงทำการศึกษาคำกำหนดส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนทั้งสองลักษณะ (เชิงเส้นและไม่เป็นเชิงเส้น) โดยเลือกปัจจัยต่างๆ ที่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน เช่น ขนาดของบริษัท สัดส่วนหนี้สิน (Chow and Chen (1998) และ He and Ng (1998) กล่าวว่าปัจจัยซึ่งเป็นตัวกำหนดพฤติกรรมกำจัดการความเสี่ยงของบริษัท) และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร เป็นต้น มาทำการศึกษาในเชิงประจักษ์

1.1 บริบทของปัญหา (Statement of Problem/Research Questions)

- 1.1.1 ส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนมีความสำคัญต่อมูลค่าของกิจการหรือไม่
- 1.1.2 ความแตกต่างในระบบอัตราแลกเปลี่ยนมีผลต่อส่วนเปิดความเสี่ยงต่ออัตราแลกเปลี่ยนของบริษัทหรือไม่
- 1.1.3 ผู้บริหารมีลักษณะการบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนแบบเชิงรุกหรือไม่ ถ้ามีผู้บริหารประสบความสำเร็จในการบริหารเชิงรุกหรือไม่
- 1.1.4 ปัจจัยใดเป็นตัวกำหนดส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัท

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย (Objectives)

- 1.2.1 เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์และการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน
- 1.2.2 เพื่อศึกษาความแตกต่างของส่วนเปิดความเสี่ยงต่ออัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงระบบตะกร้าเงินและระบบลอยตัว
- 1.2.3 เพื่อศึกษาว่ามีลักษณะการบริหารความเสี่ยงแบบเชิงรุกโดยการเพิ่มหรือลดส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนให้สอดคล้องกับการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตหรือไม่
- 1.2.4 เพื่อศึกษาถึงปัจจัยกำหนดส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งประกอบด้วย ยอดขายต่างประเทศ ขนาดบริษัท สัดส่วนหนี้สิน การใช้ตราสารอนุพันธ์ การเจริญเติบโต และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

1.3 ขอบเขตของการวิจัย (Scope of the study)

งานวิจัยชิ้นนี้ จะทำการศึกษารายบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่รวมบริษัทที่ประกอบธุรกิจเป็นสถาบันการเงิน โดยใช้ข้อมูลราคารายสัปดาห์ ตั้งแต่ปี 2537 ถึงปี

1.4 ข้อจำกัด (Limitation)

เนื่องจากข้อมูลการใช้ตราสารอนุพันธ์เริ่มมีกฎหมายบังคับใช้ในปี 2543 ดังนั้นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการใช้อนุพันธ์กับส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนจึงทำได้ในช่วง 2543-2546 เท่านั้น

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ (Contribution)

1.5.1 เพื่อตระหนักถึงความสำคัญของการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนต่อการทำกำไรของบริษัท

1.5.2 ปรับปรุงการประมาณค่าส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนให้ถูกต้องมากขึ้น โดยคำนึงถึงลักษณะความไม่เป็นเชิงเส้นของส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน รวมทั้งการเลือกใช้ตัวแปรต่างๆ เช่น ดัชนีอัตราแลกเปลี่ยน

1.5.3 เพื่อสนับสนุนทฤษฎีตัวแทน เรื่องสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร มีผลกระทบต่อการจัดสินใจทางการเงินและส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท

1.6 โครงสร้างงานวิจัย (Organization of the paper)

งานวิจัยนี้มีโครงสร้างตามลำดับดังนี้ บทที่ 2 กล่าวเกี่ยวกับงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง บทที่ 3 นำเสนอแนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล ข้อมูล และสมมติฐาน บทที่ 4 สรุปผลการทดสอบเรื่องส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน และบทที่ 5 สรุป