

# ผลกระทบของลักษณะการประกอบธุรกิจและการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในประเทศไทย

## The Effect of Type of Firm Foreign Operation and Currency Hedging Transactions of Listed Firm on The Relationship between Changes in Exchange Rate and Stock Returns in Thailand

ธีรภัทร ดีเป็นธรรม\*  
พรอนงค์ บุษราตระกูล\*\*

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยใช้สมการถดถอยในการศึกษา การวิจัยนี้ใช้อัตราแลกเปลี่ยน 2 ประเภทคือ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงและอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยคือราคาปิดรายเดือนของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนทั้งสิ้น 244 บริษัท ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2546 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2554 ผลการวิจัยพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีนัยสำคัญ ทั้งกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นดัชนีค่าเงินบาทและอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างการ

เปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเป็นการเปลี่ยนแปลงระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐเท่านั้น ส่วนในระดับบริษัทพบว่า มีทั้งบริษัทที่ได้ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทและการเปลี่ยนแปลงระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์ทั้งในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนแปลงพ้องและตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของบริษัท สำหรับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนพบว่า ในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นดัชนีค่าเงินบาท มูลค่าตลาดเป็นปัจจัยที่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน แต่ไม่มีผลเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเป็นอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ ส่วนลักษณะการประกอบธุรกิจและการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนไม่มีผลต่อความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

**คำสำคัญ:** อัตราแลกเปลี่ยน ตลาดหลักทรัพย์ ธุรกรรมป้องกันความเสี่ยง การประกอบธุรกิจ

\* นิสิตในหลักสูตรธุรกิจมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

\*\* รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการธนาคารและการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## Abstract

This research aims to examine the relationship between changes in exchange rate and stock returns in Thailand and also examine factors that affect this relationship. This research applies regression to examine the study. The Real effective exchange rate (REER) and USD-BAHT exchange rate are used as a proxy for exchange rate series. The closing prices of the Stock Exchange of Thailand (SET) and 244 listed companies are also used in this research. All data are covered the period from January, 2003 to December, 2011. The results indicate that there is a significant relation between contemporaneous stock returns and both REER

and USD-BAHT exchange rate. While, lagged-exchange rate, there is a significant relation only on USD-BAHT. Moreover, the returns of firms that listed in SET are also significantly exposed to exchange-rate fluctuations. When we use REER as the dependent variable, market value is only one factor that affects exchange rate exposure, but this factor does not affect on USD-BATH exchange rate. However, the relationship between changes in exchange rate and stock returns is not influenced by foreign operation and the use of currency hedging transactions.

**Keywords:** Exchange Rate, Stock Market, Hedging Transactions, Foreign Operations



## บทนำ

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีบทบาทมากขึ้นในยุคปัจจุบันตามการเพิ่มขึ้นของมูลค่าการค้าระหว่างประเทศ การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนจะส่งผลกระทบต่อบริษัทที่มีการทำธุรกรรมในรูปเงินสกุลต่างประเทศผ่านกระแสเงินสดของบริษัท การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับมูลค่าบริษัทเริ่มมีการศึกษาเมื่อประเทศสหรัฐอเมริกาปรับระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวมาใช้ เป็นที่น่าแปลกใจว่า ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับมูลค่าบริษัทที่มีความขัดแย้งกัน เช่น Jorion (1990) Amihud (1994) Bartov และ Bodnar (1994) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในขณะที่ Choi และ Prasad (1995) กลับพบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ภายหลังจากได้มีการวิจัยถึงสาเหตุที่ทำให้ผลการศึกษามีความขัดแย้งกัน ตัวอย่างเช่น Bartov และ Bodnar (1994) ได้ศึกษาถึงสาเหตุที่การศึกษาของ Bodnar และ Gentry (1993) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนกับมูลค่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ และตั้งสมมติฐานว่า นักลงทุนอาจจะต้องใช้เวลาในการวิเคราะห์แนวโน้มการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ น่าจะเป็นปัจจัยที่อธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ ซึ่งผลการศึกษาก็เป็นดังสมมติฐาน นอกจากนี้ Ihrig (2001) พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่ใช้ในการศึกษาเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้ผลการศึกษามีความขัดแย้งกัน โดยถ้าใช้ดัชนีค่าเงินจะทำให้พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับมูลค่าบริษัทลดลง เป็นต้น

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศไทยเริ่มได้รับความสนใจมากขึ้นเมื่อประเทศไทยเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ. 2540

จากระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่เป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวที่มีการจัดการ ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนภายหลังจากมีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวน ภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวที่มีการจัดการ บริษัทในประเทศไทยที่ทำธุรกรรมการค้ากับต่างประเทศจะต้องคำนึงถึงความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนในการประกอบธุรกิจ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนจะส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดของบริษัทและส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันในตลาดโลก ทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นหรือลดลง สุดท้ายความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนก็ส่งผลกระทบต่อถึงนักลงทุนที่ถือตราสารทางการเงินของบริษัท

ประเทศไทยเป็นประเทศหนึ่งที่มีระบบเศรษฐกิจแบบเสรีและมีมูลค่าการค้ากับต่างประเทศเป็นสัดส่วนสูง การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับมูลค่าบริษัทจึงเป็นงานวิจัยที่น่าสนใจ การวิจัยครั้งนี้ใช้อัตราแลกเปลี่ยน 2 ชนิด คือ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate : REER) ซึ่งเป็นอัตราแลกเปลี่ยนที่สามารถบอกได้ถึงความสามารถในการแข่งขันของบริษัทไทยในตลาดโลก และอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐซึ่งเป็นเงินสกุลที่บริษัทไทยมีการทำธุรกรรมการค้าด้วยถึงร้อยละ 80 ของธุรกรรมการค้ากับต่างประเทศทั้งหมด สำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ โดยแบ่งการวิเคราะห์เป็น 2 กรณี ตามการศึกษาของ Bodnar และ Gentry (1993) และการศึกษาของ Bartov และ Bodnar (1994) คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์และการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังวิเคราะห์ผลของมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ ลักษณะการประกอบธุรกิจและการใช้ธุรกรรมทางการเงินในการ

ป้องกันความเสี่ยง ว่าเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์หรือไม่ ซึ่งผลการวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน นักวิเคราะห์ ผู้สนใจ ตลอดจนผู้บริหารของบริษัท ซึ่งสามารถนำผลการวิจัยเป็นแนวทางในการคาดการณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในภาวะที่อัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวน และยังสามารถนำผลกระทบจากปัจจัยที่มีผลต่อความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนไปช่วยในการตัดสินใจลงทุนหรือบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์
2. เพื่อวิเคราะห์ผลของลักษณะการประกอบธุรกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์
3. เพื่อวิเคราะห์ผลของธุรกรรมการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์

### คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Contemporaneous Exchange Rate Changes and Stock Returns) หมายถึง การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงในช่วงเวลาเดียวกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์

การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Lagged

Exchange Rate Changes and Stock Returns) การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงหลังจากอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ 1 ช่วงเวลา

ส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Exposure) หมายถึง ส่วนเปิดความเสี่ยงของการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

### ข้อจำกัดของการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีข้อมูลครบถ้วน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2546 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2554 การเลือกกลุ่มตัวอย่างเช่นนี้อาจทำให้เกิด Selection Bias ได้

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน นักวิเคราะห์ และผู้สนใจ สามารถประยุกต์ผลการศึกษาเพื่อเป็นแนวทางในการคาดการณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่มีลักษณะการดำเนินธุรกิจแตกต่างกันในภาวะที่อัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวน
2. หากผลการศึกษาพบว่า การป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แล้ว จะเป็นแนวทางให้ผู้บริหาร นักลงทุน นักวิเคราะห์ หรือผู้สนใจ นำปัจจัยเรื่องการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมาใช้ในการตัดสินใจ
3. เพื่อเป็นแนวทางในการวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยต่างๆ ที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ตลอดจนงานวิจัยที่มีลักษณะคล้ายคลึงกัน

## เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนกับมูลค่าบริษัท เริ่มมีการศึกษาอย่างจริงจังตั้งแต่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวถูกนำมาใช้ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลต่อกระแสเงินสดของบริษัท วรรณกรรมที่ถือเป็นต้นแบบของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับมูลค่าบริษัทคือ การวิจัยของ Adler และ Dumas (1984) ทั้งสองได้เสนอแนวคิดในการวัดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัท โดยความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัทสามารถวัดได้ด้วยค่าสัมประสิทธิ์จากสมการถดถอยระหว่างอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน เช่นเดียวกับวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบที่สามารถวัดได้จากค่าสัมประสิทธิ์จากสมการถดถอยระหว่างอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนตลาด โดยค่าสัมประสิทธิ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนนี้จะแสดงถึงความอ่อนไหวของมูลค่าบริษัทต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน แนวคิดนี้ได้รับการยอมรับเนื่องจากการใช้ราคาหลักทรัพย์ซึ่งเป็นมูลค่าปัจจุบันทั้งหมดของกระแสเงินสดของบริษัทและยังเป็นข้อมูลสาธารณะ

ต่อมา Jorion (1990) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา ใช้ข้อมูลของบริษัทจำนวนทั้งสิ้น 287 บริษัท การศึกษาครั้งนี้นำแนวคิดของ Adler และ Dumas (1984) เป็นต้นแบบในการหาความสัมพันธ์ แต่มีการเพิ่มปัจจัยอัตราผลตอบแทนจากตลาดเข้าไปในสมการถดถอย เพื่อควบคุมปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์มหภาคที่เคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับอัตราแลกเปลี่ยนและส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่าในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราแลกเปลี่ยนไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของบริษัทในสหรัฐอเมริกาอย่างมีนัย

สำคัญ นอกจากนี้ Jorion ยังได้เสนอแนวคิดในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน โดยทำการทำวิจัยเป็น 2 ชั้น และทำการทดสอบขั้นที่ 2 ด้วยสมการถดถอยแบบภาคตัดขวาง ซึ่งแนวคิดนี้ถือเป็นต้นแบบการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

ภายหลังได้มีการนำเอาแนวคิดของ Jorion (1990) มาใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งผลการศึกษาที่มีความแตกต่างกัน ตัวอย่างเช่น Bodnar และ Gentry (1993) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนและผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างในประเทศแคนาดา ญี่ปุ่น และสหรัฐอเมริกา ผลการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าบริษัทในประเทศเหล่านี้ เมื่อศึกษาในระดับอุตสาหกรรมพบว่า แต่ละอุตสาหกรรมมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนแตกต่างกัน และยังพบว่าลักษณะการประกอบธุรกิจมีผลต่อความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน หลักจากนั้น Bartov และ Bodnar (1994) ได้ตั้งสมมติฐานว่าการที่ Bodnar และ Gentry (1993) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนกับผลตอบแทนบริษัท อาจจะมีสาเหตุจากการที่นักลงทุนต้องใช้เวลาในการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน จึงศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ โดยใช้บริษัทในสหรัฐอเมริกาเป็นกลุ่มตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ มีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนของบริษัทในสหรัฐอเมริกา ต่อมา Choi และ Prasad (1995) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับมูลค่าบริษัท โดยใช้บริษัทข้ามชาติจำนวน

409 บริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นกลุ่มตัวอย่าง ผลการศึกษากลับมีความแตกต่างกับผลการศึกษาที่ผ่านมา โดยพบว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าบริษัท นอกจากนี้ Dominguez และ Tesar (2006) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับมูลค่าของบริษัท กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาคือ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ 8 ประเทศ ได้แก่ ประเทศชิลี ฝรั่งเศส เยอรมัน อิตาลี ญี่ปุ่น เนเธอร์แลนด์ อังกฤษ และประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ นอกจากนี้ยังศึกษาว่าขนาดและประเภทอุตสาหกรรมของบริษัทมีผลต่อความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลต่อมูลค่าบริษัทแตกต่างกันในแต่ละประเทศ สำหรับประเทศไทยพบว่า ร้อยละ 21 ของบริษัทมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของบริษัทมีผลต่อความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน บริษัทที่มีขนาดเล็กจะมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมากกว่า

## วิธีการวิจัย

แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูลของการวิจัยนี้แบ่งออกเป็น 2 ส่วน โดยใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดตามการวิจัยของ Bodnar และ Gentry (1993) และการวิจัยของ Bartov และ Bodnar (1994) คือ 1. การหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ 2. การหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ สำหรับอัตราแลกเปลี่ยนที่ใช้ในการวิจัยใช้อัตราแลกเปลี่ยน 2 ประเภทคือ ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง และอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ

1. การหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แบ่งเป็น 3 ส่วน

ส่วนที่ 1 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์จะใช้สมการถดถอยอย่างง่ายเป็นเครื่องมือในการศึกษา โดยสมการแบบโครงสร้างที่ใช้ในการศึกษามีลักษณะดังสมการที่ (1)

$$R_{mt} = \alpha_{it} + \beta_1 FX_t + e_{it} \quad (1)$$

โดยที่  $R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  $FX_t$  คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทหรือการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ  $\beta_1$  คือ ความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  $e_{it}$  คือ ความคลาดเคลื่อนสุ่ม

ส่วนที่ 2 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ใช้สมการของ Jorion (1990) ในการศึกษา โดยมีสมการที่ใช้ในการศึกษาดังสมการที่ (2)

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1i} FX_t + \beta_{2i} R_{mt} + e_{it} \quad (2)$$

โดยที่  $R_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $FX_t$  คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทหรือการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ  $R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  $\beta_{1i}$  = ความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของหลักทรัพย์  $\beta_{2i}$  คือ ค่าเบต้าของหลักทรัพย์  $e_{it}$  คือ ความคลาดเคลื่อนสุ่ม

ส่วนที่ 3 ศึกษาผลกระทบของลักษณะการประกอบธุรกิจและการใช้ตราสารอนุพันธ์เพื่อป้องกัน



ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ป้องกันการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ใช้สมการถดถอยแบบภาคตัดขวางที่ Jorion (1990) ใช้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน มีต้นแบบเป็นดังสมการที่ (3) โดยนำบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนจากสมการที่ (2) เป็นตัวแปรตามในการศึกษา จะได้สมการแบบโครงสร้างดังนี้

$$|\beta_{ii}| = \alpha_i + \sum_{j=1}^3 \gamma_j A_{ji} + \gamma_4 S_i + \gamma_5 H_i + e_{it} \quad (3)$$

โดยที่  $\beta_{ii}$  คือ ความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของหลักทรัพย์  $A_{ji}$  คือ ตัวแปรเทียมแทนลักษณะการประกอบธุรกิจของหลักทรัพย์  $S_i$  คือ Natural Log ของมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์  $H_i$  คือ ตัวแปรเทียม แทนการใช้ตราสารอนุพันธ์ทางการเงินป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อมีการใช้ตราสารอนุพันธ์ มีค่าเท่ากับ 0 เมื่อไม่มีการใช้ตราสารอนุพันธ์  $e_{it}$  คือ ความคลาดเคลื่อนสุ่ม

2. การหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ แบ่งเป็น 3 ส่วน

ส่วนที่ 1 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ จะนำสมการที่ (1) มาเพิ่มตัวแปรการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ได้สมการโครงสร้างเป็นสมการที่ (4) ดังนี้

$$R_{mt} = \alpha_{it} + \beta_{1i} FX_t + \beta_{2i} FX_{t-1} + e_{it} \quad (4)$$

โดยที่  $R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  $FX_t$  คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทหรือการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน

ระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐที่เวลา  $t$   $FX_{t-1}$  คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทหรือการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐที่เวลา  $(t - 1)$   $\beta_{1i}$  คือ ความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของหลักทรัพย์  $\beta_{2i}$  คือ ความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $e_{it}$  คือ ความคลาดเคลื่อนสุ่ม

ส่วนที่ 2 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ใช้สมการของ Bartov และ Bodnar (1994) ในการศึกษา มีสมการที่ (5) เป็นสมการโครงสร้างดังนี้

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1i} FX_t + \beta_{2i} FX_{t-1} + \beta_{3i} R_{mt} + e_{it} \quad (5)$$

โดยที่  $R_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $FX_t$  คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทหรือการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐที่เวลา  $t$   $FX_{t-1}$  คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทหรือการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐที่เวลา  $(t - 1)$   $R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  $\beta_{1i}$  คือ ความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของหลักทรัพย์  $\beta_{2i}$  คือ ความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $\beta_{3i}$  คือ ค่าเบต้าของหลักทรัพย์  $e_{it}$  คือ ความคลาดเคลื่อนสุ่ม

ส่วนที่ 3 สำหรับศึกษาว่าลักษณะการประกอบธุรกิจและการใช้ตราสารอนุพันธ์เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะนำสมการที่ (3) มาเปลี่ยนแปลงโดยนำบริษัทที่มี

ความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนจากสมการที่ (5) เป็นตัวแปรตามในการศึกษา จะได้สมการแบบโครงสร้างดังนี้

$$|\beta_{2i}| = \alpha_i + \sum_{j=1}^3 \gamma_j A_{ji} + \gamma_4 S_i + \gamma_5 H_i + e_{it} \quad (6)$$

โดยที่  $\beta_{2i}$  คือ ความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของหลักทรัพย์  $A_{ji}$  คือ ตัวแปรเทียมแทนลักษณะการประกอบธุรกิจของหลักทรัพย์  $S_i$  คือ Natural Log ของมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์  $H_i$  คือ ตัวแปรเทียม แทนการใช้ตราสารอนุพันธ์ทางการเงินป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อมีการใช้ตราสารอนุพันธ์ มีค่าเท่ากับ 0 เมื่อไม่มีการใช้ตราสารอนุพันธ์  $e_{it}$  คือ ความคลาดเคลื่อนสุ่ม

## สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนมีผลต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 2 นักลงทุนต้องใช้เวลาในการคาดการณ์แนวโน้มการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนก่อนตัดสินใจลงทุน

สมมติฐานที่ 3 ปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

สมมติฐานที่ 3.1 การใช้ธุรกรรมการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนความสัมพันธ์เป็นลบกับส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

สมมติฐานที่ 3.2 มูลค่าตลาดของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เป็นลบกับส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

สมมติฐานที่ 3.3 ธุรกิจประเภทนำเข้า ส่งออก และทั้งนำเข้าและส่งออกมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ส่วนธุรกิจประเภททำธุรกิจในประเทศมีความสัมพันธ์เป็นลบกับส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

## ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ โดยมีความถี่ในการเก็บข้อมูลเป็นรายเดือน เนื่องจากการศึกษาของ Bodnar และ Wong (2003) พบว่าการใช้ข้อมูลที่มีความถี่สูง เช่น รายสัปดาห์ จะทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มีความคลาดเคลื่อน ข้อมูลต่างๆ มีดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ( $R_m$ ) ใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) จาก Datastream ซึ่งคำนวณแบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด

2. การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน (FX) ใช้ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทและการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐจากธนาคารแห่งประเทศไทย สำหรับดัชนีค่าเงินบาทเป็นอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับตะกร้าเงินคู่ค้าและคู่แข่งของประเทศไทยที่มีการถ่วงน้ำหนักด้วยสัดส่วนการค้า (Trade-Weighted Index)

3. อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ( $R_i$ ) ใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจาก Datastream ไม่รวมบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งมีบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนจำนวน 244 บริษัท

4. มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ ( $S_i$ ) ใช้ข้อมูลมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมาคำนวณเป็น Natural Log ซึ่งข้อมูลมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก่อนที่จะคำนวณเป็น Natural Log จะต้องนำมูลค่าตลาดของบริษัทรายเดือน



ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2546 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2554 มาคำนวณหาค่าเฉลี่ยก่อน

5. ลักษณะการประกอบธุรกิจของหลักทรัพย์ ( $A_1$ ) เป็นข้อมูลลักษณะการประกอบธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยใช้ข้อมูลจากกรมพัฒนาธุรกิจการค้า สังกัดกระทรวงพาณิชย์ ซึ่งข้อมูลนี้จะเป็นตัวแปรเทียมโดยแบ่งบริษัทออกเป็น 4 กลุ่ม กลุ่มนำเข้า ( $A_1=1, A_2=A_3=0$ ) กลุ่มส่งออก ( $A_2=1, A_1=A_3=0$ ) กลุ่มที่ทั้งนำเข้าและส่งออก ( $A_3=1, A_1=A_2=0$ ) และกลุ่มที่ทำธุรกิจภายในประเทศ ( $A_1=A_2=A_3=0$ )

6. การใช้ตราสารอนุพันธ์ในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ( $H_1$ ) เป็นข้อมูลการใช้ตราสารอนุพันธ์ในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งข้อมูลนี้จะเป็นตัวแปรเทียม หากบริษัทมีการเปิดเผยว่ามีการใช้ตราสารอนุพันธ์ในการป้องกันความเสี่ยงอย่างต่อเนื่องมากกว่าร้อยละ 50 ของช่วงเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2546 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2554 แสดงว่าบริษัทมีการใช้ตราสารอนุพันธ์ทางการเงินในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้นตัวแปรเทียมมีค่าเป็น 1 แต่หากบริษัทไม่มีการใช้ตราสารอนุพันธ์ทางการเงินตัวแปรเทียมจะมีค่าเป็น 0

## ผลการศึกษา

การวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนาในการศึกษาค้างนี้ ได้ผลการวิเคราะห์ดังตารางที่ 1 พบว่าอัตราผลตอบแทน

ของตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงต่ำที่สุด คือ -24.353 สูงที่สุดคือ 20.478 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.606 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 7.165 การเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงต่ำที่สุดเท่ากับ -3.086 สูงที่สุดเท่ากับ 2.475 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.129 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.055 การเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงต่ำที่สุดเท่ากับ -3.086 สูงที่สุดเท่ากับ 2.475 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.145 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.041 การเปลี่ยนแปลงระหว่างค่าเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -3.552 สูงสุดเท่ากับ 3.391 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.271 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.365 และการเปลี่ยนแปลงระหว่างค่าเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -3.552 สูงสุดเท่ากับ 3.391 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.293 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.360

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรเป็นดังตารางที่ 2 จะเห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงดัชนีค่าเงินบาทกับอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์มีค่าเป็นบวกซึ่งเมื่อเงินบาทแข็งค่าขึ้นเทียบกับเงินคู่ค้าและคู่แข่งของประเทศไทยอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะสูงขึ้น สำหรับค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์มีค่าเป็นลบชี้ให้เห็นว่าเมื่อเงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์จะมีสูงขึ้นเช่นกัน

### ตารางที่ 1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตารางนี้แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา โดยที่  $R_M$  = การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนรายเดือนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (%)  $FX_{REER}$  แทนการเปลี่ยนแปลงดัชนีค่าเงินบาทที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (%)  $Lagged-FX_{REER}$  แทนการเปลี่ยนแปลงดัชนีค่าเงินบาทที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (%)  $FX_{Baht/Dollar}$  แทนการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (%)  $Lagged-FX_{Baht/Dollar}$  แทนการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (%)

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
$R_M$	-24.353	20.478	1.606	7.165
$FX_{REER}$	-3.086	2.475	0.129	1.055
$Lagged-FX_{REER}$	-3.086	2.475	0.145	1.041
$FX_{Baht/Dollar}$	-3.552	3.391	-0.271	1.365
$Lagged-FX_{Baht/Dollar}$	-3.552	3.391	-0.293	1.360

### ตารางที่ 2 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

ตารางนี้แสดงผลค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรโดยที่  $R_M$  แทนอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  $FX_{REER}$  แทนการเปลี่ยนแปลงดัชนีค่าเงินบาทที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์  $Lagged-FX_{REER}$  แทนการเปลี่ยนแปลงดัชนีค่าเงินบาทที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์  $FX_{Baht/Dollar}$  แทนการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์  $Lagged-FX_{Baht/Dollar}$  แทนการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์

	$R_M$	$FX_{REER}$	$Lagged-FX_{REER}$	$FX_{Baht/Dollar}$	$Lagged-FX_{Baht/Dollar}$
$R_M$	1.000				
$FX_{REER}$	0.247	1.000			
$Lagged-FX_{REER}$	0.077	0.283	1.000		
$FX_{Baht/Dollar}$	-0.412	-0.598	-0.139	1.000	
$Lagged-FX_{Baht/Dollar}$	-0.359	-0.378	-0.591	0.388	1.000

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมานตามวิธีวิจัยแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์และการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ดังนี้

1. การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ การวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์แบ่งเป็น 3 ส่วน คือ

ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์โดยใช้สมการที่ (1) ในการวิเคราะห์ ผลการศึกษาเป็นดังตารางที่ 3 ซึ่งพบว่า ในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นดัชนีค่าเงินบาท ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงดัชนีค่าเงินบาทที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ส่วนในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% เช่นกัน ซึ่งเป็นดังสมมติฐาน เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศที่มีเศรษฐกิจเปิด บริษัทต่าง ๆ จึงมีการค้าขายกับต่างประเทศเป็นจำนวนมาก การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนจึงเป็น

ปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจ เมื่อพิจารณาทิศทางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พบว่า ในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นการเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาททิศทางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเป็นบวก แสดงว่าเมื่อเงินบาทแข็งค่าขึ้นเทียบกับคู่ค้าและคู่แข่งของประเทศไทยอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็มากขึ้น ส่วนเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเป็นการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ ทิศทางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเป็นลบ แสดงว่าเมื่อเงินบาทแข็งค่าขึ้นเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็สูงขึ้น จากทิศทางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ดังกล่าวแสดงว่า บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนทางด้านหนี้สิน เมื่อพิจารณาค่า Adjusted R<sup>2</sup> พบว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐมีค่า Adjusted R<sup>2</sup> เท่ากับ 0.162 ซึ่งมากกว่าในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นดัชนีค่าเงินบาท ซึ่งชี้ให้เห็นว่า การทำธุรกรรมการค้ากับต่างประเทศมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มากกว่าความสามารถในการแข่งขันของประเทศไทย และเมื่อเงินบาทแข็งค่าขึ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีผลตอบแทนมากขึ้น ดังนั้นนักลงทุนอาจเลือกใช้อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐในการคาดการณ์อัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์

### ตารางที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์

ตารางนี้แสดงผลที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด โดยใช้ข้อมูลระหว่างรายเดือนในช่วงปี พ.ศ. 2546-2554 สมการที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ  $R_{mt} = \alpha_{it} + \beta_i FX_t + e_{it}$  โดยที่  $R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  $FX_t$  คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทหรือการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ (\* หมายถึงมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% \*\* หมายถึงมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% \*\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ตัวเลขในวงเล็บคือค่า t-statistic)

ตัวแปร	FX <sub>REER</sub>	FX <sub>Baht/Dollar</sub>
Intercept	1.390** (2.056)	1.019 (1.583)
FX	1.678*** (2.627)	-2.164*** (-4.658)
Adjusted R2	0.052	0.162
F-Statistic	6.899***	21.697***

ส่วนที่ 2 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งสิ้น 244 บริษัท โดยใช้สมการที่ (2) ผลการศึกษาเป็นดังตารางที่ 4 ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน โดยพบว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงดัชนีค่าเงินบาทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% มีทั้งสิ้น 20 บริษัท คิดเป็น 8.19% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ส่วนบริษัทที่มีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% มีทั้งสิ้น 15 บริษัท คิดเป็น 6.14% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ซึ่งพบว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศไทยมีค่าน้อยลงเมื่อเทียบการการศึกษาของ Dominguez และ Tesar (2006) ที่ศึกษาข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2523-2542 โดยใช้อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักตามปริมาณการค้ากับอัตรา

แลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ พบว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักตามปริมาณการค้าที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% มีทั้งสิ้น 14.70% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด และบริษัทที่มีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% มีทั้งสิ้น 15.40% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ผลการศึกษามีความแตกต่างกัน อาจจะมีสาเหตุจากการที่ประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนในปี พ.ศ. 2540 ทำให้แต่ละบริษัทมีการจัดการความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมากขึ้น บริษัทที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีจำนวนลดลง ผลการศึกษาแสดงในตารางที่ 4 สำหรับทิศทางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พบว่า บริษัทที่มีความเสี่ยงจากดัชนีค่าเงินบาทมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นบวกทั้งสิ้น 20 บริษัท คิดเป็น 6.97% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

และมีบริษัทที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นลบ 3 บริษัท คิดเป็น 1.22% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด แสดงว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงดัชนีค่าเงินบาทส่วนใหญ่ มีผลตอบแทนมากขึ้น เมื่อเงินบาทแข็งค่าขึ้นเทียบกับคู่ค้า และคู่แข่งของประเทศไทย ส่วนทิศทางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของบริษัทที่มีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์พบว่า มีค่าเป็นบวกทั้งสิ้น 2 บริษัท คิดเป็น 0.82% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด มีค่าเป็นลบทั้งสิ้น 13 บริษัท คิดเป็น 5.32% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด แสดงว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์ จะมีผลตอบแทนมากขึ้น เมื่อเงินบาทแข็งค่าขึ้นเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐ จากทิศทางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ดังกล่าวพบว่า บริษัทส่วนใหญ่ที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนจะมีส่วนเปิดความเสี่ยงทางด้านหนี้สิน

สำหรับข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของบริษัทที่มีส่วนเปิดความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% เป็นดังตารางที่ 5 ในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นดัชนีค่าเงินบาท ส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัทมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 1.383 สูงสุดเท่ากับ 9.388 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.787 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.728 ตัวแปร  $A_1$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนบริษัทที่ทำธุรกิจนำเข้าซึ่งไม่พบว่าบริษัทที่ทำธุรกิจนำเข้ามีส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน  $A_2$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนบริษัทที่ทำธุรกิจส่งออกมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 สูงสุดเท่ากับ 1.000 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.050 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.224  $A_3$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนบริษัทที่ทำ

ธุรกิจทั้งนำเข้าและส่งออกมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 สูงสุดเท่ากับ 1.000 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.150 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.366  $S_1$  แทนลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าบริษัทมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 4.413 สูงสุดเท่ากับ 11.068 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.222 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.596  $H_1$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนการใช้ธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 สูงสุดเท่ากับ 1.000 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.250 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.444 ในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ ส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัทมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.835 สูงสุดเท่ากับ 6.365 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.551 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.566 ตัวแปร  $A_1$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนบริษัทที่ทำธุรกิจนำเข้าซึ่งไม่พบว่าบริษัทที่ทำธุรกิจนำเข้ามีส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน  $A_2$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนบริษัทที่ทำธุรกิจส่งออกมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 สูงสุดเท่ากับ 1.000 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.133 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.352  $A_3$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนบริษัทที่ทำธุรกิจทั้งนำเข้าและส่งออกมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 สูงสุดเท่ากับ 1.000 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.133 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.352  $S_1$  แทนลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าบริษัทมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 6.357 สูงสุดเท่ากับ 11.433 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.927 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.325  $H_1$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนการใช้ธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 สูงสุดเท่ากับ 1.000 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.333 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.488

**ตารางที่ 4 จำนวนบริษัทที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนและทิศทางของความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน**

ตารางนี้แสดงผลที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด โดยใช้ข้อมูลระหว่างรายเดือนในช่วงปี พ.ศ. 2546-2554 สมการที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ  $R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1i}FX_t + \beta_{2i}R_{mt} + e_{it}$  โดยที่  $R_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  $R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  $FX$  คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทหรือการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ (บริษัทที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%) ตัวเลขในวงเล็บคือ ร้อยละเมื่อเทียบกับกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 244 บริษัท

ตัวแปร	บริษัทที่มีความเสี่ยงทั้งหมด	บริษัทที่มีทิศทางความเสี่ยงเป็นบวก	บริษัทที่มีทิศทางความเสี่ยงเป็นลบ
จำนวนบริษัททั้งหมด			
244 บริษัท			
$FX_{REER}$	20 (8.19)	17 (6.97)	3 (1.22)
$FX_{Baht/Dollar}$	15 (6.14)	2 (0.82)	13 (5.32)

**ตารางที่ 5 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของบริษัทที่ส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%**

ตารางนี้แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนา โดยที่  $\beta_1$  คือ ส่วนเปิดความเสี่ยงของบริษัทที่ได้จากสมการที่ (2) A แทนตัวแปรหุ่นที่แสดงถึงลักษณะการประกอบธุรกิจของบริษัท S แทนมูลค่าตลาดของบริษัท และ H แทนตัวแปรหุ่นที่มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทมีการใช้ธุรกรรมป้องกันความเสี่ยง และเป็น 0 เมื่อไม่มีการใช้ธุรกรรมป้องกันความเสี่ยง

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง				
$\beta_1$	1.383	9.388	2.787	1.728
$A_1$	0.000	0.000	0.000	0.000
$A_2$	0.000	1.000	0.050	0.224
$A_3$	0.000	1.000	0.150	0.366
$S_1$	4.413	11.068	8.222	1.596
$H_1$	0.000	1.000	0.250	0.444
อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ				
$\beta_1$	0.835	6.365	2.551	1.566
$A_1$	0.000	0.000	0.000	0.000
$A_2$	0.000	1.000	0.133	0.352
$A_3$	0.000	1.000	0.133	0.352
$S_1$	6.357	11.433	8.927	1.325
$H_1$	0.000	1.000	0.333	0.488



ส่วนที่ 3 การศึกษาว่าลักษณะการประกอบธุรกิจและการใช้ตราสารอนุพันธ์เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยนำบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% จากสมการที่ (2) เป็นตัวแปรตามในการศึกษา ซึ่งใช้สมการที่ (3) ในการศึกษา ผลลัพธ์จากการวิเคราะห์เป็นดังตารางที่ 6 ซึ่งพบว่า เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเป็นการเปลี่ยนแปลงดัชนีค่าเงินบาท มูลค่าบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ซึ่งเป็นดังสมมติฐานและสอดคล้องกับงานวิจัยของ Bodnar และ Wong (2003) และงานวิจัยของ Dominguez และ Tesar (2006) ที่พบว่า บริษัทขนาดใหญ่มีการใช้ตราสารอนุพันธ์ทางการเงิน

เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทำให้บริษัทขนาดใหญ่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก เมื่อพิจารณาทิศทางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ว่ามีค่าเป็นลบ แสดงว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนต่ำกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก สำหรับลักษณะการทำธุรกิจและการใช้ธุรกรรมทางการเงินในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนพบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนทั้งในกรณีใช้อัตราแลกเปลี่ยนเป็นดัชนีค่าเงินบาท และอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ เมื่อพิจารณาผลการศึกษาและค่า Adjusted R<sup>2</sup> ซึ่งมีค่าค่อนข้างต่ำ ซึ่งให้เห็นว่าลักษณะการประกอบธุรกิจและการใช้ธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนค่อนข้างน้อย



**ตารางที่ 6 ปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์**

ตารางนี้แสดงผลที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด โดยใช้ข้อมูลระหว่างรายเดือนในช่วงปี พ.ศ. 2546-2554 สมการที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ

$$|\beta_{ii}| = \alpha_i + \sum_{j=1}^3 \gamma_j A_{ji} + \gamma_4 S_i + \gamma_5 H_i + e_i$$

โดยที่  $\beta_{ii}$  ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จากสมการที่ (2),  $A_{ji}$  คือ ลักษณะการประกอบธุรกิจของหลักทรัพย์  $S_i$  คือ Natural Log ของมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์  $H_i$  คือ การใช้ตราสารอนุพันธ์ทางการเงินป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (\* หมายถึงมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% \*\* หมายถึงมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% \*\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ตัวเลขในวงเล็บคือค่า t-statistic)

ตัวแปร	FX <sub>REER</sub>	FX <sub>Baht/Dollar</sub>
Intercept	7.979*** (3.237)	7.899** (2.459)
A <sub>1</sub>	0.000 0.000	0.000 0.000
A <sub>2</sub>	-0.797 (-0.398)	-0.444 (-0.362)
A <sub>3</sub>	-0.051 (-0.041)	2.219 (1.397)
S <sub>1</sub>	-0.650* (-2.083)	-0.591 (-1.588)
H <sub>1</sub>	0.798 (0.578)	-0.914 (-0.860)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.072	0.040
F-Statistic	1.368	1.147

2. การใช้การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์แบ่งออกเป็น 3 ส่วนดังนี้

ส่วนที่ 1 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราแลกเปลี่ยนที่ใช้ในการศึกษาคือ ดัชนีค่าเงินบาทและอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ

โดยใช้สมการที่ (4) ในการศึกษา ผลการวิเคราะห์เป็นดังตารางที่ 7 ซึ่งพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์ที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งเป็นดังสมมติฐาน ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนอาจจะต้องใช้เวลาในการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนก่อนตัดสินใจลงทุนเมื่อพิจารณาทิศทางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พบว่าทิศทางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตรา

ผลตอบแทนหลักทรัพย์มีทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ เป็นที่น่าสังเกตว่าเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเป็นการเปลี่ยนแปลงระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐและมีการเพิ่มการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ค่า Adjusted R<sup>2</sup> มีค่า 0.201 ซึ่งมากกว่าค่า Adjusted R<sup>2</sup> เมื่อใช้อัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์เพียงปัจจัยเดียวที่มีค่า 0.162 ดังนั้น หากนักลงทุนเพิ่มปัจจัยการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์จะทำให้สามารถคาดการณ์อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น

**ตารางที่ 7 ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์**

ตารางนี้แสดงผลที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด โดยใช้ข้อมูลระหว่างรายเดือนในช่วงปี พ.ศ. 2546-2554 สมการที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ  $R_{mt} = \alpha_{it} + \beta_1 FX_t + \beta_2 FX_{t-1} + e_{it}$  โดยที่ R<sub>mt</sub> คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, FX<sub>t</sub> คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทหรือการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ FX<sub>t-1</sub> คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทหรือการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐที่เวลา t - 1 (\* หมายถึงมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% \*\* หมายถึงมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% \*\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ตัวเลขในวงเล็บคือค่า t-statistic)

ตัวแปร	FX <sub>REER</sub>	FX <sub>Baht/Dollar</sub>
Intercept	1.384** (2.025)	0.788 (1.240)
FX <sub>t</sub>	1.663** (2.484)	-1.687*** (-3.428)
FX <sub>t-1</sub>	0.058 (0.082)	-1.231** (-2.494)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.043	0.201
F-Statistic	3.420**	14.494***

ส่วนที่ 2 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้สมการที่ (5) ในการวิเคราะห์ ผลการวิเคราะห์เป็นดังตารางที่ 8 พบว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงดัชนีค่าเงินบาทที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีจำนวนทั้งสิ้น 22 บริษัท จาก 244 บริษัท ซึ่งคิดเป็น 7.80% ของกลุ่มตัวอย่าง สำหรับทิศทางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเป็นบวกทั้งสิ้น 15 บริษัท คิดเป็น 5.32% ของกลุ่มตัวอย่าง เป็นลบทั้งสิ้น 7 บริษัท คิดเป็น 2.48% ของกลุ่มตัวอย่าง ส่วนบริษัทที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีทั้งสิ้น 20 บริษัท คิดเป็น 7.09% ของกลุ่มตัวอย่าง สำหรับทิศทางของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเป็นบวกทั้งสิ้น 4 บริษัท คิดเป็น 1.42% ของกลุ่มตัวอย่าง เป็นลบทั้งสิ้น 16 บริษัท คิดเป็น 5.67% ของกลุ่มตัวอย่าง ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับการวิจัยของ Bartov และ Bodnar (1994) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องใช้เวลาในการวิเคราะห์แนวโน้มการเคลื่อนไหวของการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน สำหรับผลการศึกษาเมื่อเทียบกับกรณีที่ใช้อัตราแลกเปลี่ยนที่พ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์พบว่า มีค่าใกล้เคียงกัน แสดงว่าอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยมีทั้งที่เปลี่ยนแปลงพ้องกับการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนและเปลี่ยนแปลงตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน

สำหรับข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของบริษัทที่มีส่วนเปิดความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% เป็นดังตารางที่ 9 ในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นดัชนีค่าเงินบาท ส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัทมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 1.462 สูงสุดเท่ากับ 4.744 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.614 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

เท่ากับ 2.614 ตัวแปร  $A_1$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนบริษัทที่ทำธุรกิจนำเข้าซึ่งไม่พบว่าบริษัทที่ทำธุรกิจนำเข้ามีส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน  $A_2$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนบริษัทที่ทำธุรกิจส่งออกมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 สูงสุดเท่ากับ 1.000 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.118 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.332  $A_3$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนบริษัทที่ทำธุรกิจทั้งนำเข้าและส่งออกมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 สูงสุดเท่ากับ 1.000 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.059 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.243  $S_1$  แทนลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าบริษัทมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 3.950 สูงสุดเท่ากับ 10.925 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.957 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.809  $H_1$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนการใช้ธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 สูงสุดเท่ากับ 1.000 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.353 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.493 ในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ ส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัทมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.889 สูงสุดเท่ากับ 3.753 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.061 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.913 ตัวแปร  $A_1$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนบริษัทที่ทำธุรกิจนำเข้ามีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 สูงสุดเท่ากับ 1.000 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.071 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.267  $A_2$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนบริษัทที่ทำธุรกิจส่งออกมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 สูงสุดเท่ากับ 1.000 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.286 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.469  $A_3$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนบริษัทที่ทำธุรกิจทั้งนำเข้าและส่งออกมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 สูงสุดเท่ากับ 1.000 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.071 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.267  $S_1$  แทนลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าบริษัทมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 4.772 สูงสุดเท่ากับ 10.177 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.802 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.555  $H_1$  เป็นตัวแปรหุ่นแทนการใช้ธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.000 สูงสุดเท่ากับ 1.000 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.357 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.497

**ตารางที่ 8 จำนวนบริษัทที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนและทิศทางของความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน**

ตารางนี้แสดงผลที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด โดยใช้ข้อมูลระหว่างรายเดือนในช่วงปี พ.ศ. 2546-2554 สมการที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ  $R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1i}FX_t + \beta_{2i}FX_{t-1} + \beta_{3i}R_{mt} + e_{it}$  โดยที่  $R_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  $R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  $FX_t$  คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทหรือการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ  $FX_{t-1}$  คือ การเปลี่ยนแปลงของดัชนีค่าเงินบาทหรือการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐที่เวลา  $t - 1$  (บริษัทที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 5%) ตัวเลขในวงเล็บคือ ร้อยละเมื่อเทียบกับกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 244 บริษัท

ตัวแปร	บริษัทที่มีความเสี่ยงทั้งหมด	บริษัทที่มีทิศทางความเสี่ยงเป็นบวก	บริษัทที่มีทิศทางความเสี่ยงเป็นลบ
จำนวนบริษัททั้งหมด			
244 บริษัท			
$FX_{REER}$	17 (6.97)	11 (4.51)	6 (2.46)
$FX_{Baht/Dollar}$	14 (5.73)	4 (1.63)	10 (4.10)

**ตารางที่ 9 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของบริษัทที่ส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%**

ตารางนี้แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนา โดยที่  $\beta_2$  คือ ส่วนเปิดความเสี่ยงที่ได้จากสมการที่ (5) A แทนตัวแปรหุ่นที่แสดงถึงลักษณะการประกอบธุรกิจของบริษัท S แทนมูลค่าตลาดของบริษัท และ H แทนตัวแปรหุ่นที่มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทมีการใช้ธุรกรรมป้องกันความเสี่ยง และเป็น 0 เมื่อไม่มีการใช้ธุรกรรมป้องกันความเสี่ยง

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริง				
$\beta_2$	1.462	4.744	2.614	0.973
$A_1$	0.000	0.000	0.000	0.000
$A_2$	0.000	1.000	0.118	0.332
$A_3$	0.000	1.000	0.059	0.243
$S_1$	3.950	10.925	7.957	1.809
$H_1$	0.000	1.000	0.353	0.493
อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ				
$\beta_2$	0.889	3.753	2.016	0.913
$A_1$	0.000	1.000	0.071	0.267
$A_2$	0.000	1.000	0.286	0.469
$A_3$	0.000	1.000	0.071	0.267
$S_1$	4.722	10.177	7.802	1.555
$H_1$	0.000	1.000	0.357	0.497

ส่วนที่ 3 การศึกษาว่าลักษณะการประกอบธุรกิจและการใช้ตราสารอนุพันธ์เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ใช้สมการที่ (6) ในการวิเคราะห์ ได้ผลลัพธ์ดังตารางที่ 10 พบว่าในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นการเปลี่ยนแปลงดัชนีค่าเงินบาท ผลการวิเคราะห์มีความคล้ายคลึงกับตารางที่ 6 โดยมูลค่าบริษัทมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% สำหรับลักษณะการประกอบธุรกิจและการใช้ตราสารอนุพันธ์ทางการเงินเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนไม่พบว่ามีผลสัมพันธ์กับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจมีสาเหตุจากบริษัทกำจัดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนด้วยวิธีอื่น เช่น กำจัดความเสี่ยงแบบดำเนินงาน (Operational Hedge) เป็นต้น ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าลักษณะการประกอบธุรกิจและการใช้ธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลกระทบต่อส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ค่อนข้างน้อย

ในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นการเปลี่ยนแปลงระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ บริษัทที่มีลักษณะการประกอบธุรกิจนำเข้ามาความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% นอกจากนี้บริษัทที่ทำธุรกิจส่งออกมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% เช่นกัน โดยมีทิศทางของสัมประสิทธิ์เป็นบวก ซึ่งเป็นดังสมมติฐาน เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีการทำธุรกรรมในรูปแบบเงินสกุลต่างประเทศ ในขณะที่บริษัทที่ทำธุรกิจนำเข้าและส่งออกไม่พบความสัมพันธ์กับส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนอาจจะมีสาเหตุจากการที่บริษัทเหล่านี้ใช้วิธีจัดการความเสี่ยงภายในกิจการ เช่น Natural Hedge

เป็นต้น นอกจากนี้มูลค่าของบริษัทและการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนไม่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเช่นกัน

### สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าในกรณีที่การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนป้องกันการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทั้งเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเป็นดัชนีค่าเงินบาทและอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์ ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนจึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนควรให้ความสำคัญเมื่อมีการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ผลการศึกษายังชี้ให้เห็นว่า ราคาหลักทรัพย์สามารถสะท้อนการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนได้อย่างรวดเร็ว และการใช้อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐทำให้นักลงทุนสามารถคาดการณ์อัตราผลตอบแทนตลาดได้ดีกว่าดัชนีค่าเงินบาท เมื่อพิจารณาระดับบริษัทพบว่า มีบริษัทที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมากกว่าร้อยละ 5 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ทั้งในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นดัชนีค่าเงินบาทและอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ ดังนั้น บริษัทต่างๆ จึงควรให้ความสำคัญกับการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนเช่นเดียวกัน สำหรับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ พบว่า เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเป็นดัชนีค่าเงินบาทมูลค่าตลาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน โดยบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีส่วนเปิดความเสี่ยงน้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ซึ่งอาจจะมีสาเหตุจากการที่บริษัทขนาดใหญ่



มีเครื่องมือที่ใช้การป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ตัวอย่างเช่น การกำจัดความเสี่ยงภายในกิจการด้วยวิธี Natural Hedge เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ไม่พบว่ามูลค่าตลาดของบริษัทที่มีผลต่อความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเป็นการเปลี่ยนแปลงระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ ส่วนลักษณะการ

ประกอบธุรกิจและการใช้ธุรกรรมทางการเงินในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนไม่มีผลกระทบต่อส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งอาจจะมีสาเหตุจากการที่บริษัทเหล่านี้ใช้เครื่องมือในการป้องกันความเสี่ยงด้วยวิธีอื่น

**ตารางที่ 10 ปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์**

ตารางนี้แสดงผลที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอยด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด โดยใช้ข้อมูลระหว่างรายเดือนในช่วงปี พ.ศ. 2546-2554 สมการที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ

$$|\beta_{2i}| = \alpha_i + \sum_{j=1}^3 \gamma_j A_{ji} + \gamma_4 S_i + \gamma_5 H_i + e_i$$

โดยที่  $\beta_{2i}$  ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จากสมการที่ (2),  $A_{ji}$  คือ ลักษณะการประกอบธุรกิจของหลักทรัพย์  $S_i$  คือ Natural Log ของมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์  $H_i$  คือ การใช้ตราสารอนุพันธ์ทางการเงินป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (\* หมายถึงมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% \*\* หมายถึงมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% \*\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ตัวเลขในวงเล็บคือค่า t-statistic)

ตัวแปร	FX <sub>REER</sub>	FX <sub>Baht/Dollar</sub>
Intercept	4.703*** (3.889)	1.690** (1.523)
A <sub>1</sub>	0.000 0.000	2.125** (2.731)
A <sub>2</sub>	-0.797 (-1.026)	1.387** (2.396)
A <sub>3</sub>	-0.032 (-0.030)	1.274 (1.379)
S <sub>1</sub>	-0.265* (-1.869)	-0.009 (-0.062)
H <sub>1</sub>	0.335 (0.635)	-0.682 (-1.104)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.018	0.365
F-Statistic	1.075	2.496

สำหรับการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ พบว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเป็นอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐเท่านั้น และยังพบว่าค่า Adjusted R<sup>2</sup> เพิ่มขึ้นด้วย ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์ที่ตามหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์จึงเป็นอีกปัจจัยที่นักลงทุนควรให้ความสนใจเมื่อต้องการคาดการณ์อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ส่วนในระดับบริษัทพบว่า มีบริษัทที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมากกว่าร้อยละ 5 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ทั้งในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นดัชนีค่าเงินบาทและอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐชี้ให้เห็นว่า ราคาหลักทรัพย์ของบางบริษัทใช้เวลาในการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน สำหรับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนพบว่าเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเป็นดัชนีค่าเงินบาท มูลค่าบริษัทเป็นปัจจัยเดียวที่ส่งผลกระทบต่อส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน โดยบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีส่วนเปิดความเสี่ยงน้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก สำหรับลักษณะการประกอบธุรกิจและการใช้ธุรกรรมทางการเงินไม่มีผลกระทบต่อส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ส่วนกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาทและเงินดอลลาร์สหรัฐ พบว่าลักษณะการทำธุรกิจนำเข้าหรือส่งออกส่งผลกระทบต่อ

ส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทที่ทำธุรกิจนำเข้าหรือส่งออกจะมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมากขึ้น ส่วนมูลค่าบริษัทและการใช้ธุรกรรมทางการเงินไม่มีผลกระทบต่อส่วนเปิดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน จากการศึกษาทั้งสองกรณีจะพบว่าหากนักลงทุนต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในบริษัทที่มีขนาดใหญ่ หรือบริษัทที่มีการทำธุรกิจทั้งนำเข้าและส่งออก สำหรับการศึกษานี้มีข้อพึงระวังข้อหนึ่งคือ จำนวนบริษัทที่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่มีนัยสำคัญมีจำนวนน้อยกว่า 30 บริษัท

อย่างไรก็ตาม การศึกษาในครั้งนี้ไม่ได้คำนึงถึง ทัศนคติการใช้ตราสารอนุพันธ์ในการป้องกันความเสี่ยงเมื่อเทียบกับปริมาณการทำธุรกรรมกับเงินสกุลต่างประเทศทั้งหมดของบริษัท นอกจากนี้ลักษณะการประกอบธุรกิจของบริษัทอาจจะมีการเปลี่ยนแปลงตามสภาพเศรษฐกิจ ตัวอย่างเช่นหากค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นอาจจะทำให้วัตถุดิบจากต่างประเทศมีค่าราคาถูกลง บริษัทบางบริษัทอาจจะมีการนำเข้าวัตถุดิบแทนการซื้อจากในประเทศ เป็นต้น และการเคลื่อนไหวของค่าเงินสกุลต่างๆ ทำให้ผลการศึกษานี้ อาจจะมีการคลาดเคลื่อนได้ สำหรับการศึกษารั้งต่อไป อาจจะพิจารณาอัตราดอกเบี้ย ภาพรวมเศรษฐกิจของไทย และการเคลื่อนย้ายเงินทุน เนื่องจากปัจจัยเหล่านี้จะเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์เช่นกัน

## เอกสารอ้างอิง

### ภาษาไทย

- ซัชชญา เลิศปิยะทัศน์. (2548). ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินต่างประเทศ และ ตลาดหุ้นประเทศไทย. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, ภาควิชาการธนาคารและการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- อัจฉรา เรืองสุวรรณ. (2549). ผลกระทบของการใช้ตราสารอนุพันธ์อัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่อมูลค่าของกิจการก่อนและหลังการรับรู้ตราสารอนุพันธ์. วิทยานิพนธ์ปรัชญามหาบัณฑิต, ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### ภาษาอังกฤษ

- Adler, M. and Dumas, B. (1984). Exposure to currency risk : definition and measurement. **Financial Management**, 13(2): 41-50.
- Allayannis, G. and Weston, J. P. (2001). The use of foreign currency derivatives and firm market value. **Review of Financial Studies**, 14(1): 243-276.
- Allayannis, G. and Ofek, E. (2001). Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. **Journal of International Money and Finance**, 20(2): 273-296
- Amihud, Y. (1994). Exchange rates and the valuation of equity shares. **Exchange Rates and Corporate Performance**, 49-59.
- Bartov, E. and Bodnar, G. M. (1994). Firm valuation, earnings expectations and the exchange-rate exposure effect. **Journal of Finance**, 49(5): 1755-1785
- Bodnar, G. M., Hayt, G., Marston, R. and Smithson C. (1995). Wharton survey of derivatives usage by U.S. non-financial firms. **Financial Management**, 24(2): 104-114
- Bodnar, G. M. and Wiliam M. G. (1993). Exchange rate exposure and industry characteristics: Evidence from Canada, Japan and the USA. **Journal of International Money and Finance**, 12(1): 29-45.
- Bodnar, G. M. and Franco, M. H. (2003). Estimating exchange rate exposure: Issues in model structure. **Financial Management**, 32(1): 35-67.
- Choi, J. J. and Prasad, A. M. (1995). Exchange risk sensitivity and its determinants : A firm and industry analysis of U.S. Multinationals. **Financial Management**, 24(3): 77-88
- Dominguez, M.E. and Tesar, L. L. (2006). Exchange rate exposure. **Journal of International Economics**, 68(1): 188-218.

- Doukas, J. A., Hall, P. H. and Lang, H.P. (1999). The pricing of currency risk in Japan. **Journal of Banking & Finance**, 23(1): 1-20
- Doukas, J. A., Hall, P. H. and Lang, H.P. (2003). Exchange rate exposure at the firm and industry level. *Financial Markets, Institution & Instrument*, 12(5): 291-346.
- Ihrig, J. (2001) Exchange rate exposure of multinationals : Focusing on exchange rate issues. **Journal of international money and finance**, 17: 542-559
- Jorion, P. (1990). The exchange-rate exposure of US multinationals. **Journal of Business**, 63(3): 331-345.
- Jorion, P. (1991). The pricing of exchange rate risk in the stock market. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 26(3): 363-376
- Marshall, A. (2000). Foreign exchange risk management in UK, USA and Asia Pacific multinational companies. **Journal of Multinational Financial Management**, 10(2): 185-211.
- Hutson, E. and Stevenson, S. (2009). Openness, hedging incentives and foreign exchange exposure: A firm-level multi-country study. **Journal of International Business Studies**, 41: 105-122.
- Luiz Rossi, J. (2011). Exchange rate exposure, foreign currency debt and the use of derivatives: Evidence from Brazil. **Emerging Markets Finance & Trade**, 47(1): 67-89.
- Stulz, R. (1981). A Model of international asset pricing. **Journal of Financial and Economics**, 9:383-406
- Williamson, R. (2001). Exchange rate exposure and competition: Evidence from the automotive industry. **Journal of Financial Economics**, 59(3): 441-475