

พฤติกรรมของผู้บริหารและส่วนเปิดความเสี่ยงต่ออัตราแลกเปลี่ยน
ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นายอรรถชัย ยงเจริญ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชา การเงิน ภาควิชา การธนาคารและการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2548

ISBN 974-14-2379-9

ลิขสิทธิ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

MANAGERIAL BEHAVIOR AND EXCHANGE RATE EXPOSURE OF COMPANIES LISTED ON THE
STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Mr. Atthachai Yongcharoen

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Science Program in Finance

Department of Banking and Finance

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic year 2005

ISBN 974-14-2379-9

481708

หัวข้อวิทยานิพนธ์

พฤติกรรมของผู้บริหารและส่วนเปิดความเสี่ยงต่ออัตรา
แลกเปลี่ยนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นาย อรรถชัย ยงเจริญ

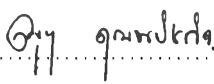
สาขาวิชา

การเงิน

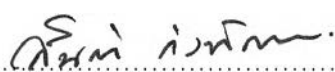
อ.ที่ปรึกษา

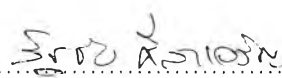
ดร.รัฐชัย ศีลาเจริญ

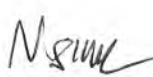
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้
วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหาร
ศาสตรบัณฑิต

 คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ดนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

 ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร. สันติ ภิรพัฒน์)

 อาจารย์ที่ปรึกษา
(ดร.รัฐชัย ศีลาเจริญ)

 กรรมการ
(ดร.นาถฤดี สุขกิจจักษ์)

อรรถชัย ยงเจริญ : พฤติกรรมของผู้บริหารและส่วนเปิดความเสี่ยงต่ออัตราแลกเปลี่ยนของ
บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (MANAGERIAL BEHAVIOR AND
EXCHANGE RATE EXPOSURE OF COMPANIES LISTED ON THE STOCK
EXCHANGE OF THAILAND) อ. ที่ปรึกษา ดร.รัฐชัย ศีลาเจริญ, 66 หน้า. ISBN 974-14-
2379-9.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ศึกษาส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัทจดทะเบียนใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยพิจารณาถึงพฤติกรรมกรรมการบริหารความเสี่ยงด้านอัตรา
แลกเปลี่ยนแบบเชิงรุกของผู้บริหารด้วย ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวสามารถอธิบายด้วยความสัมพันธ์ที่ไม่
เป็นเชิงเส้นระหว่างอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์และอัตราแลกเปลี่ยน ผลการศึกษาพบว่ามีความ
ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์และอัตราแลกเปลี่ยนโดยเฉพาะอย่างยิ่งช่วงที่เกิด
วิกฤติทางการเงิน อย่างไรก็ตามไม่พบความแตกต่างของส่วนเปิดความเสี่ยงทั้งในช่วงระบบตะกร้า
เงินและระบบลอยตัว สรุปได้ว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนไม่ได้ส่งผลกระทบต่อส่วนเปิดความเสี่ยงด้าน
อัตราแลกเปลี่ยนของตลาดในภาพรวม และพบหลักฐานถึงความไม่เป็นเชิงเส้นของส่วนเปิดความ
เสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน สรุปยังคงได้ว่าผู้บริหารมีลักษณะการบริหารความเสี่ยงด้านอัตรา
แลกเปลี่ยนแบบเชิงรุก

ในส่วนของปัจจัยกำหนดส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน ได้ทำการทดสอบบทบาท
ของการใช้ตราสารอนุพันธ์ด้านอัตราแลกเปลี่ยน รวมถึงปัจจัยที่อธิบายถึงบรรษัทภิบาล เช่น สัดส่วน
การถือหุ้นของผู้บริหาร ผลการศึกษาพบว่าในกรณีส่วนเปิดความเสี่ยงที่มีลักษณะเป็นเชิงเส้น
อัตราส่วนยอดขายต่างประเทศและการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เป็นบวกและลบตามลำดับ
ในกรณีพฤติกรรมกรรมการบริหารความเสี่ยงแบบเชิงรุก (ส่วนเปิดความเสี่ยงที่มีลักษณะไม่เป็นเชิงเส้น)
พบว่า ขนาดของบริษัท อัตราส่วนยอดขายต่างประเทศและการถือหุ้นของผู้บริหาร มีความสัมพันธ์
เป็นบวก ลบ และบวกกับส่วนเปิดความเสี่ยงตามลำดับ ซึ่งผลที่ได้ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นถึงบทบาท
ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่อการตัดสินใจบริหารความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัท
ในประเทศไทย

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน
สาขาวิชา การเงิน
ปีการศึกษา 2548

ลายมือชื่อนิสิต...
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา...

468 25121 26 : MAJOR FINANCE

KEY WORD: MANAGERIAL BEHAVIOR / EXCHANGE RATE EXPOSURE / NON LINEAR / DETERMINANT

ATTACHAI YONGCHAROEN : MANAGERIAL BEHAVIOR AND EXCHANGE RATE EXPOSURE OF COMPANIES LISTED ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR: RUTTACHAI SEELAJAROEN, Ph.D, 66 pp. ISBN 974-14-2379-9.

This paper studies exchange rate exposure of companies listed on the stock exchange of Thailand considering the active management behavior. The active management behavior can be explained by non-linear relationship between stock return and exchange rate change. The study finds significant evidence of exchange rate exposure especially in the crisis period. In addition, there is no difference of the exposure in both basket of currency and floating exchange rate period. Therefore, the exchange rate arrangement does not affect the exchange rate exposure in the market as a whole. Moreover, there are some evidences of the active management by the managers.

The last part, this study tests for determinants of exchange rate exposure taking the role of using foreign currency derivative usage and corporate governance variable such as managerial ownership into account. In the case of linear exposure, foreign sale and managerial ownership have positive and negative relationship respectively. The non linear exposure can be explained by size foreign sale and managerial ownership with positive negative and positive relationship respectively. The results reflect the role of managerial ownership on foreign exchange rate risk management decision of Thai firms.

Department Banking and Finance
Field of study Finance
Academic year 2005

Student's signature.....*Attachai Yongcharoen*
Advisor's signature.....*R. Seelajaroen*

กิตติกรรมประกาศ

ผู้เขียนขอขอบคุณ อ. ดร.รัฐชัย ศีลาเจริญ อ. ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ สำหรับคำแนะนำที่มีค่าตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา ตั้งแต่เริ่มหัวข้อร่างวิทยานิพนธ์ จนกระทั่งวิทยานิพนธ์เสร็จสมบูรณ์ งานวิจัยนี้คงสำเร็จไม่ได้หากไม่มีการช่วยเหลือจากอาจารย์

ขอขอบคุณคณะกรรมการวิทยานิพนธ์ รศ. ดร. สันติ ถิรพัฒน์ และ อ.ดร.นาถฤดี ศุภกิจจักษ์ สำหรับการวิจารณ์ที่มีประโยชน์และให้แนวทางการวิจัย ตลอดจนคำแนะนำ ข้อมูล และแนวความคิดต่างๆ จาก อ.โทมัส คอลเนลลี อ.ดร. พรอนงค์ บุษราตระกูล อ.ดร.อนันต์ ชัยวงษ์ ที่ช่วยหาเอกสารงานวิจัยที่สำคัญ

ขอขอบคุณ เพื่อนๆ พี่ ในชั้นเรียนการเงินทุกคน นายชาติรี เลิศสินธนากร สำหรับความช่วยเหลือในการทดสอบข้อมูล ขอขอบคุณอย่างสูงสำหรับข้อมูลจาก นางสาวอัจฉราพร ใจเอี่ยม และ ชาติไม่ได้สำหรับการช่วยเหลือ และแนะนำการเพื่อนๆ นายวรชัย เตชะไพบูลย์ นายชลิต สุขนิมิตร เจริญ นายเกษมชัย ธนโชติศิริวิบูลย์

สุดท้ายนี้ ขอขอบคุณครอบครัว คุณพ่อ คุณแม่ และพี่สาว ที่ให้กำลังใจและสนับสนุนการเรียนมาโดยตลอด

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 บริบทของปัญหา.....	3
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	3
1.4 ข้อจำกัด.....	4
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	4
1.6 โครงสร้างงานวิจัย.....	4
บทที่ 2 เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	5
2.1 หลักการและทฤษฎี.....	5
2.1.1 การศึกษาเรื่องส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน.....	6
2.1.2 ส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่มีลักษณะไม่เป็นเชิงเส้น.....	6
2.1.3 ปัจจัยกำหนดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน.....	8
2.2 เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	9
2.2.1 ส่วนเปิดความเสี่ยงที่มีลักษณะเป็นเชิงเส้น.....	9
2.2.2 ส่วนเปิดความเสี่ยงที่มีลักษณะไม่เป็นเชิงเส้น.....	11
2.2.3 ผลของการกำจัดความเสี่ยงต่อส่วนเปิดความเสี่ยง.....	12
ด้านอัตราแลกเปลี่ยน	
2.2.4 บรรษัทภิบาลกับส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน.....	14
บทที่ 3 สมมติฐาน แนวทางการวิเคราะห์ และข้อมูล.....	16
3.1 สมมติฐานการวิจัย.....	16
3.2 แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล.....	22
3.2.1 เปรียบเทียบส่วนเปิดความเสี่ยงต่ออัตราแลกเปลี่ยน.....	23
ช่วงตระกร้าเงินและช่วงลอยตัว	
3.2.2 ส่วนเปิดความเสี่ยงแบบไม่เป็นเชิงเส้น (Non-linear exposure).....	24

3.2.3 การบริหารความเสี่ยงโดยการคาดการณ์ทิศทาง.....	25
ของอัตราแลกเปลี่ยน	
3.2.4 การบริหารความเสี่ยงโดยการคาดการณ์ความผันผวน.....	25
ของอัตราแลกเปลี่ยน	
3.3.5 ตัวกำหนดส่วนเปิดความเสี่ยงต่ออัตราแลกเปลี่ยน.....	26
3.3 ข้อมูลและแนวทางการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง.....	28
3.3.1 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์.....	30
3.3.2 อัตราผลตอบแทนของตลาด.....	31
3.3.3 อัตราแลกเปลี่ยน.....	31
3.3.4 ข้อมูลทางบัญชีของบริษัท.....	34
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	37
4.1 ส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนในแต่ละช่วงเวลา.....	37
4.2 ส่วนเปิดความเสี่ยงแบบไม่เป็นเชิงเส้น.....	41
4.3 การบริหารความเสี่ยงโดยการคาดการณ์ทิศทางของอัตราแลกเปลี่ยน.....	46
4.4 การบริหารความเสี่ยงโดยการคาดการณ์ความผันผวนของ.....	48
อัตราแลกเปลี่ยนของอัตราแลกเปลี่ยน	
4.5 ตัวกำหนดส่วนเปิดความเสี่ยงต่ออัตราแลกเปลี่ยน.....	49
4.5.1 ปัจจัยกำหนดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน.....	49
4.5.2 ปัจจัยกำหนดส่วนเปิดความเสี่ยงเมื่อพิจารณาปัญหา.....	53
(endogeneity)	
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย.....	55
รายการอ้างอิง.....	57
ภาคผนวก.....	62
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	66

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
1 เครื่องหมายที่คาดหวังของปัจจัยกำหนดความเสี่ยง.....	22
2 น้าหนัก (สัดส่วนทางการค้า) ของประเทศคู่ค้าจำนวน 22 ประเทศ ณ ปี 2537.....	33
3 สหสัมพันธ์ของอัตราแลกเปลี่ยน.....	34
4 ข้อมูลทางสถิติของตัวแปรภายในและภายนอกในสมการถดถอย.....	35
5 เมตริกซ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรภายในและภายนอกในสมการถดถอย.....	36
6 ส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนตามช่วงเวลา.....	40
7 ส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนตามรายอุตสาหกรรม.....	41
8 ส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนแบบไม่เป็นเชิงเส้น.....	44
9 นัยสำคัญทางเศรษฐศาสตร์ของส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่มีลักษณะ เป็นเชิงเส้นและไม่เป็นเชิงเส้น.....	46
10 การบริหารความเสี่ยงโดยการคาดการณ์ทิศทางของอัตราแลกเปลี่ยน.....	47
11 การบริหารความเสี่ยงโดยการคาดการณ์ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน.....	48
12 ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่มีลักษณะเป็นเชิงเส้น..... และไม่เป็นเชิงเส้นกับปัจจัยต่างๆที่อธิบายส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน	52
13 ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่มีลักษณะเป็นเชิงเส้น..... และไม่เป็นเชิงเส้นกับปัจจัยต่างๆที่อธิบายส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน	54
13 ส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนในแต่ละช่วงเวลา.....	63
14 การบริหารความเสี่ยงโดยการคาดการณ์ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน.....	64
15 การบริหารความเสี่ยงโดยการคาดการณ์ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน.....	65

สารบัญภาพ

ภาพประกอบ	หน้า
1 ส่วนเปิดความเสี่ยงที่มีลักษณะไม่เป็นเชิงเส้น.....	18
2 แนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงดัชนีอัตราแลกเปลี่ยน.....	29
3 แนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ.....	30
4 ส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนตามช่วงเวลา.....	40
5 ส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่มีลักษณะเป็นเชิงเส้น.....	45
(กรณีพิจารณาความไม่เป็นเชิงเส้น)	
6 ส่วนเปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่มีลักษณะไม่เป็นเชิงเส้น.....	45
(กรณีพิจารณาความไม่เป็นเชิงเส้น)	