

F

# Foreign Currency Exposure and Performance: An Empirical Study in the Stock Exchange of Thailand

Pailin Trongmateerut<sup>1,\*</sup> Adthasarn Supatthorn<sup>2</sup>

Anutchanat Jaroenjitrkam<sup>3</sup> Sakkakom Maneenop<sup>4</sup>

## Abstract

This research examines foreign currency exposure as well as whether foreign currency exposure is associated with foreign sales, liquidity levels, profitability, leverage, and firm size using public companies listed on the Stock Exchange of Thailand between 2012 and 2014. This study measures foreign currency exposure as the sensitivity of stock returns to exchange rate volatility. The findings indicate that foreign currency exposure is positively related to foreign sales, liquidity levels, profitability and leverage, while it is negatively related to firm size. The results are consistent with our expectation and the findings from prior research in other countries. When each industry sector is analyzed separately, its differential association with variables of interest are documented.

**Keywords:** foreign currency risk, foreign currency exposure, financial performance

---

<sup>1</sup> Department of Accounting, Thammasat Business School, Thammasat University

<sup>2</sup> General Manager, Bangkok Intimex Co., Ltd.

<sup>3,4</sup> Department of Finance, Thammasat Business School, Thammasat University

\* Corresponding author. E-mail: pailin@tbs.tu.ac.th



# การเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ และผลการดำเนินงาน: การศึกษาเชิงประจักษ์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ไพลิน ตรงเมธีรัตน์<sup>1\*</sup> อรรถสาร สุภัทธร<sup>2</sup>  
อนุชนาฏ เจริญจิตรกรรม<sup>3</sup> ลักกาคม มณีนพ<sup>4</sup>

## บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ และความสัมพันธ์ของการเปิดรับความเสี่ยงดังกล่าวกับระดับความเกี่ยวพันในการค้าระหว่างประเทศ สภาพคล่องทางการเงิน ระดับการก่อหนี้ และขนาดของกิจการในกลุ่มตัวอย่างที่มียอดขายต่างประเทศซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่าง พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ทั้งนี้ การศึกษานี้วัดค่าระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศจากระดับความอ่อนไหวของการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ งานวิจัยนี้พบว่า การเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศสัมพันธ์กับยอดขายระหว่างประเทศ สภาพคล่องทางการเงิน และระดับการก่อหนี้ระดับการก่อหนี้ในทิศทางเดียวกัน ส่วนขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ผลการศึกษาสอดคล้องกับการคาดการณ์และผลการวิจัยในอดีตในบริบทต่างประเทศ งานวิจัยนี้ยังแสดงระดับการเปิดรับความเสี่ยงแยกกลุ่มบริษัทตามประเภทอุตสาหกรรมแสดงให้เห็นว่าตัวชี้วัดผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ที่ต่างกันตามลักษณะการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรม

**คำสำคัญ:** ความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ การเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ ผลการดำเนินงาน

<sup>1</sup> ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

<sup>2</sup> ผู้จัดการทั่วไป บริษัท บางกอก อินโทมาร์ท จำกัด

<sup>3,4</sup> ภาควิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

\* Corresponding author. E-mail: pailin@tbs.tu.ac.th

## บทนำ

ความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศเป็นปัจจัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของธุรกิจที่มีธุรกรรมต่างประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนตามระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ (Managed float) ที่ใช้ในประเทศไทยมีความยืดหยุ่นมากขึ้นตามอุปสงค์และอุปทานในตลาดเงินตราต่างประเทศและปัจจัยทางเศรษฐกิจต่าง ๆ กิจกรรมที่มีธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับเงินตราต่างประเทศย่อมต้องมีระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศที่สูงขึ้น เนื่องจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลต่อการรับรู้รายได้และค่าใช้จ่าย รวมถึงความสามารถในการชำระหนี้ของกิจการ นอกจากนี้ความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศจะส่งผลต่อมูลค่าของกิจการผ่านรายได้ความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่อง และกระแสเงินสดของกิจการแล้ว (Choi & Prasad, 1995; Guillou & Schiavo, 2014; Zhang & Liu, 2012) ยังมีผลต่อเศรษฐกิจมหภาค ซึ่ง Dekle และ Ryoo (2007) ได้ศึกษากลุ่มตัวอย่างผู้ส่งออกในญี่ปุ่น ค้นพบว่า ปัจจัยภายนอกที่สำคัญปัจจัยหนึ่งซึ่งส่งผลต่อปริมาณการส่งออกคือ การตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับประเทศไทย ที่มีปริมาณการส่งออกต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศสูงกว่าร้อยละ 60 นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 เป็นต้นมา และคิดเป็นร้อยละ 68.9 ในปี พ.ศ. 2559 (World Bank, 2017)

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยวัดค่าระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศซึ่งพัฒนาจากตัวแบบที่ได้รับการศึกษาในงานวิจัยในอดีต

(Adler & Dumas, 1984; Bodnar & Wong, 2003; Dominguez & Tesar, 2006, 2001; He, Ng, & Wu, 1997; Kim & Kim, 2015; Lan, Chen, & Chuang, 2015; Solokoglu & Demir, 2009) ปัจจัยที่งานศึกษานี้นำมาวิเคราะห์ ได้แก่ ระดับความเกี่ยวพันในการค้าระหว่างประเทศ สภาพคล่องทางการเงิน ระดับการก่อหนี้ ความสามารถในการทำกำไร และขนาดของกิจการ ข้อมูลในการศึกษานี้ครอบคลุมระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 โดยคาดว่าปัจจัยดังกล่าวสัมพันธ์กับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ

ผลการศึกษานี้ช่วยสร้างความเข้าใจถึงความสัมพันธ์ของการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศและผลการดำเนินงาน แม้ว่าการศึกษานี้ในอดีตบันทึกความสัมพันธ์ระหว่างตัวชี้วัดผลการดำเนินงานและการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศในบริบทประเทศต่าง ๆ แต่งานศึกษาที่เกี่ยวข้องกับบริบทประเทศไทยยังมีจำกัด งานศึกษานี้แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ยืนยันความสัมพันธ์ดังกล่าวในบริบทประเทศไทย โดยมีกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการดำเนินธุรกรรมระหว่างประเทศมากขึ้น งานศึกษานี้ได้ต่อยอดองค์ความรู้ด้านนี้ด้วยการปรับรูปแบบที่ใช้ในการวัดระดับการเปิดรับความเสี่ยงในงานอดีต โดยเพิ่ม year effect ซึ่งทำให้เข้าใจระดับการเปิดความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศและความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดการดำเนินงานในรายกลุ่มอุตสาหกรรม อันเป็นแนวทางในการจัดการบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนได้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยนักลงทุนสามารถคาดการณ์ผลตอบแทนที่คาดหวังได้จากการที่บริษัทปรับเปลี่ยนโครงสร้างทางการเงิน บริษัทสามารถนำผลตอบแทนที่คาดหวังไปใช้คำนวณต้นทุนเงินทุนต่อไปได้ โครงสร้างของงานวิจัยนี้ประกอบด้วย ส่วนที่ 2 วรรณกรรม

ปริทัศน์ ส่วนที่ 3 กลุ่มตัวอย่างและข้อมูล ส่วนที่ 4 ระเบียบวิธีวิจัย ส่วนที่ 5 ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ และส่วนที่ 6 บทสรุป

## วรรณกรรมปริทัศน์

การดำเนินธุรกรรมระหว่างประเทศไม่สามารถหลีกเลี่ยงความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนจากเงินตราต่างประเทศที่มากขึ้น ผนวกกับลักษณะการดำเนินงานย่อมทำให้ระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศยิ่งมากขึ้นและส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ Adler และ Dumas (1984) ได้ประยุกต์ใช้ตัวแบบเพื่ออธิบายความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ตัวแบบนี้ยังถูกใช้แพร่หลายในงานวิจัยในอดีต เช่น Bodnar และ Wong (2003); Dominguez และ Tesar (2001, 2006); He et al. (1997); Kim และ Kim (2015); Lan et al. (2015); Solokoglu และ Demir (2009) การตอบสนองของอัตราผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัวต่อการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศในระดับที่แตกต่างกันนั้นสามารถอธิบายได้จากปัจจัยด้านการดำเนินการต่าง ๆ ดังหลักฐานจากงานวิจัยในอดีต

หลักฐานเชิงประจักษ์จากงานวิจัยอดีตที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ Jorion (1990) ซึ่งอธิบายการตอบสนองของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญต่อความเสี่ยงจากตลาดและความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน และ Lan et al. (2015) ซึ่งอธิบายว่า ระดับการเปิดรับความเสี่ยงของบริษัทมีความสัมพันธ์กับระดับการเกี่ยวพันในการค้าระหว่างประเทศ สภาพคล่องทางการเงิน ระดับการก่อหนี้ ความสามารถในการทำกำไร และขนาดของกิจการ

Allayannis และ Ofek (2001); Jorion (1990); Ito, Koibuchi, Sato, และ Shimizu (2013) ศึกษา

กลุ่มตัวอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าระดับการเกี่ยวพันในการค้าระหว่างประเทศสัมพันธ์กับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศในทิศทางเดียวกัน โดยใช้อัตราส่วนยอดขายต่างประเทศต่อยอดขายรวม (foreign sales to total sales) เพื่อแสดงถึงระดับการเกี่ยวพันในการค้าระหว่างประเทศ นอกจากนี้ He และ Ng (1998) และ Lan et al. (2015) พบว่า สภาพคล่องทางการเงินที่เพิ่มมากขึ้นทำให้ผู้ประกอบการมีความเสี่ยงต่อหายนะทางการเงินและต้นทุนตัวแทนที่น้อยลง จึงมีแรงจูงใจในการตัดสินใจป้องกันความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศลดลง ส่งผลให้การเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศเพิ่มมากขึ้น งานวิจัยนี้เลือกใช้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (current ratio) เพื่อสะท้อนสภาพคล่องของผู้ประกอบการระหว่างประเทศ เนื่องจากสามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วนที่สุด

ระดับการก่อหนี้ (leverage) สัมพันธ์กับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ หากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของทุนลดลง ได้แสดงถึงสัดส่วนหนี้สินที่ลดลงเนื่องจากกิจการสามารถชำระหนี้ได้ดีขึ้น การลดลงของความเสี่ยงจากภาวะผูกพันทำให้กิจการมีสภาพคล่องจากการชำระหนี้มากขึ้น จึงมีแนวโน้มที่กิจการจะไม่ใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ส่งผลให้การเปิดรับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงเพิ่มมากขึ้น หรือในอีกทางหนึ่ง เมื่อกิจการมีสัดส่วนหนี้สินสูงขึ้น โอกาสที่จะเกิดวิกฤตทางการเงินสูงขึ้น จึงมีแรงจูงใจในการลงทุนป้องกันความเสี่ยงเพื่อลดการเปิดรับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลง (He & Ng, 1998) ในทางกลับกัน Allayannis และ Ofek (2001) ระบุว่าสัดส่วนหนี้สินมีทิศทางความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับการใช้ตราสารอนุพันธ์ในการป้องกันความเสี่ยง

จากอัตราแลกเปลี่ยน ทำให้การเปิดรับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มมากขึ้น เช่นเดียวกับ Kim และ Kim (2015) และ Lan et al. (2015) อีกทั้ง Hunter (2005) ให้ข้อสังเกตสนับสนุนว่า บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินที่สูงอยู่แล้วอาจตัดสินใจไม่ใช้ตราสารอนุพันธ์เพื่อป้องกันความเสี่ยงเนื่องจากต้องการหลีกเลี่ยงภาวะผูกพันที่เพิ่มขึ้นจากสัญญา งานวิจัยนี้ได้เลือกใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (debt to equity ratio) ซึ่งเป็นอัตราส่วนทางการเงินในการวิเคราะห์โครงสร้างการจัดสรรต้นทุนของบริษัทและประสิทธิภาพในการจัดการภาวะผูกพันที่เกิดขึ้น เช่นเดียวกับ Kothari และ Hentschel (2001); Kim และ Kim (2015); Lan et al. (2015); Pramborg (2004)

ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร ได้แก่ อัตรากำไรต่อสินทรัพย์ (return on assets, ROA) (Ahmed, Azevedo, & Guney, 2014; Allayannis & Weston, 2001; Rossi & Laham, 2008) ผลกำไรสุทธิ (Allayannis & Ofek, 2001; Kim & Kim, 2015) และผลกำไรก่อนหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม (Allayannis & Weston, 2001) เมื่อความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น กิจกรรมมีแรงจูงใจในการใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศที่น้อยลงย่อมส่งผลต่อการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศที่สูงขึ้น

ขนาดของกิจการสัมพันธ์กับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ กิจการขนาดเล็กมีแนวโน้มที่จะได้รับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่เมื่อขนาดของบริษัทวัดจากสินทรัพย์รวม เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่ใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศมากกว่า

บริษัทขนาดเล็ก บริษัทขนาดใหญ่ย่อมมีการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศในระดับต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กที่มีการใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงน้อยกว่า (Allayannis & Ofek, 2001; Kim & Kim, 2015) แต่ He และ Ng (1998); Ito et al. (2013); Lan et al. (2015) ให้ข้อสังเกตว่าถึงแม้กิจการขนาดใหญ่มีการบริหารจัดการความเสี่ยงมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก แต่กิจการขนาดเล็กเองก็ต้องการลดความเสี่ยงทางการเงินและโอกาสที่จะเกิดการล้มละลาย ด้วยเหตุนี้ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการและการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศจึงมีทิศทางของความสัมพันธ์ที่ไม่สามารถสรุปทางใดทางหนึ่งได้ งานวิจัยฉบับนี้ใช้ลอการิทึมของสินทรัพย์รวมสะท้อนขนาดของกิจการ (Allayannis, Lel, & Miller, 2012; Clarke & Mefteh, 2010; Kim & Kim, 2015; Magee, 2013)

นอกจากนี้ Vathananonond (2009) ศึกษากลุ่มอาหารและเครื่องดื่มในประเทศไทย และพบว่าระดับการเกี่ยวพันในการค้าระหว่างประเทศ ระดับการก่อหนี้ และขนาดของกิจการสัมพันธ์กับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศในช่วงวิกฤต แต่ไม่มีความสัมพันธ์ในช่วงอื่น ส่วน Ritdumrongkul (2011) ศึกษาเฉพาะกลุ่มธนาคารและพบว่าสภาพคล่องทางการเงินและขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ ในขณะที่ระดับการก่อหนี้ของกลุ่มบริษัทในกลุ่มธนาคารไม่มีความสัมพันธ์กับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ ในขณะที่เดียวกัน Poopat (2007) รายงานความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราส่วนสำคัญทางการเงินที่ใช้วัดสภาพคล่องของกิจการความสามารถในการทำกำไร และระดับการก่อหนี้

งานวิจัยนี้ศึกษาปัจจัยสำคัญจากวรรณกรรมปริทัศน์ข้างต้น ได้แก่ อัตราส่วนยอดขายระหว่างประเทศต่อยอดขายโดยรวม (Allayannis & Ofek, 2001; Ito et al., 2013; Jorion, 1990) ขนาดของกิจการ (Allayannis et al., 2012; Clarke & Mefteh, 2010; Kim & Kim, 2015; Magee, 2013) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Pramborg, 2004) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของทุน และอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Allayannis & Ofek, 2001) ในบริบทประเทศไทย โดยศึกษาภาพรวมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และศึกษารายอุตสาหกรรมด้วย

### กลุ่มตัวอย่างและข้อมูล

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษานี้คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยไม่รวมกลุ่มสถาบันเงินตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 ถึง 2557 งานวิจัยนี้

เลือกศึกษาบริษัทในประเทศไทยเนื่องจากประเทศไทยมีอัตราส่วนการส่งออกต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศคิดเป็นร้อยละ 68.9 ในปี พ.ศ. 2559 ซึ่งมากกว่าสัดส่วนเดียวกันของทั้งโลก (ร้อยละ 28.56) และของเอเชียตะวันออก (ร้อยละ 28.33) (World Bank, 2017) แสดงให้เห็นว่าประเทศไทยพึ่งพาการส่งออกมากกว่า 2 เท่าเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ โดยกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่คัดเลือกต้องรายงานอัตราส่วนยอดขายระหว่างประเทศต่อยอดขายโดยรวม (foreign sales to total sales) มากกว่าร้อยละ 10 (Lan et al., 2015) ซึ่งจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) พบว่ามีจำนวนบริษัททั้งสิ้น 89 บริษัทที่เข้าเงื่อนไขดังกล่าว และเลือกเฉพาะบริษัทที่หลักทรัพย์มีสภาพคล่องการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ บริษัทจดทะเบียนฯ ทั้งสิ้น 80 บริษัทเป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษานี้ ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษา

ประเภทบริษัท	จำนวนบริษัท
บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปัจจุบัน	455
บริษัทที่ไม่ใช่สถาบันทางการเงิน	446
บริษัทที่มีการเปิดเผยธุรกรรมระหว่างประเทศ	175
บริษัทที่มีการเปิดเผยยอดขายต่างประเทศและการป้องกันความเสี่ยง	165
บริษัทที่มีการเปิดเผยยอดขายต่างประเทศ ช่วงปี พ.ศ. 2555-2557	110
บริษัทที่มีการเปิดเผยยอดขายต่างประเทศต่อยอดขายรวมมากกว่าร้อยละ 10	89
บริษัทที่มีราคาหุ้นปิดต่อเดือนครบใน ช่วงปี พ.ศ. 2555-2557	80

ตารางนี้แสดงกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเลือกศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2555-2557 โดยเลือกศึกษาบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน เมื่อตัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยจำนวนทั้งสิ้น 80 บริษัทในการศึกษานี้

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนโดยใช้ดัชนีค่าเงินบาท (Nominal Effective Exchange Rate, NEER) จากฐานข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย<sup>5</sup> เนื่องจากดัชนี NEER เป็นตัวแปรสำคัญที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ในการวิเคราะห์เศรษฐกิจของประเทศและกิจการใช้ในการบริหารความเสี่ยงเป็นหลัก ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ปรับฐานการคำนวณดัชนี NEER ในปี พ.ศ. 2555 โดยการปรับน้ำหนักทางการค้าให้สอดคล้องกับโครงสร้างทางการค้าที่มีการเปลี่ยนแปลง ปัจจุบันจากเงินตราต่างประเทศ 25 สกุลเงินถูกคำนวณในดัชนี NEER (Bank of Thailand [BOT], 2015) ดังนั้นการศึกษานี้จึงเริ่มใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555

ส่วนข้อมูลต่าง ๆ ได้แก่ กำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ขนาดของกิจการ (total assets) ได้มาจาก Thompson Reuter's Worldscope

### ระเบียบวิธีวิจัย

งานวิจัยนี้พัฒนาจาก Allaynis และ Ofek (2001) ซึ่งใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด ในขั้นแรกจะทำการประมาณค่าระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศตามสมการ (1) ความถี่ของข้อมูล  $t$  เป็นรายเดือน โดยเพิ่มตัวแปรหุ่นของบริษัทและตัวแปรหุ่นของปีข้อมูลแสดงถึง Interaction ระหว่างพจน์  $ER$  และ  $Cd$  และ Interaction ระหว่างพจน์  $ER$  และ  $Yd$  เพื่อให้ค่าสัมประสิทธิ์ เปลี่ยนไปในแต่ละบริษัท และแต่ละปีในช่วงปี พ.ศ. 2555-2557

$$R_{i,t} = \beta_{0,j} + \beta_{1,i}R_{m,t} + \beta_{2,j}ER_t + \beta_{3,j}(ER_t \times Cd) + \beta_{4,j}(ER_t \times Yd) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

โดย  $R_{i,t}$  คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$

$R_{m,t}$  คือ อัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา  $t$

$ER$  คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนี NEER

$Cd$  คือ ตัวแปรหุ่นของบริษัท (Company Dummy variable)

$Yd$  คือ ตัวแปรหุ่นของปีข้อมูล (Year Dummy variable)

ค่าสัมประสิทธิ์  $\beta_{2,j}$  ประมาณจากสมการ (1) แสดงระดับความอ่อนไหวของการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  ซึ่งเทียบได้กับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ โดยในแต่ละบริษัทจะได้อัตราสัมประสิทธิ์ ทั้งหมด 3 ค่า แสดงค่าได้เป็น  $\beta_{2,j,T}$  โดย  $T$  มีหน่วยความถี่เป็นปี ตั้งแต่  $T = 1$  (พ.ศ. 2555) จนถึงปีที่  $T = 3$  (พ.ศ. 2557) ในขั้นต่อมาจะนำค่าสัมประสิทธิ์  $\beta_{2,j,T}$  เป็นตัวแปรตามในสมการ (2) โดยใช้สมการถดถอยแบบ panel data เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ ดังแสดงตามสมการที่ (2)

$$\beta_{2,j,T} = \alpha_0 + \alpha_1 FSALE_{i,T} + \alpha_2 LIQ_{i,T} + \alpha_3 DE_{i,T} + \alpha_4 PROF_{i,T} + \alpha_5 SIZE_{i,T} + e_{i,T} \quad (2)$$

โดย  $FSALE_{i,T}$  คือ อัตราส่วนยอดขายระหว่างประเทศต่อยอดขายโดยรวมของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $T$

$LIQ_{i,T}$  คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $T$

<sup>5</sup> ดัชนี NEER คือค่าดัชนีที่ทำการเปรียบเทียบเงินบาทกับค่าเงินของประเทศต่าง ๆ โดยการถ่วงน้ำหนักแต่ละสกุลเงินตามน้ำหนักหรือความสำคัญทางการค้าที่ประเทศนั้น ๆ มีต่อประเทศไทย

$DE_{i,T}$  คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของ  
ทุนของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $T$

$PROF_{i,T}$  คือ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท  
 $i$  ณ เวลา  $T$

$SIZE_{i,T}$  คือ ล็อกการิทึมของสินทรัพย์รวม  
ของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $T$

สมการ (2) เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของ  
ตัวแปรด้านผลการดำเนินงานกับระดับการเปิดรับ  
ความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ งานศึกษานี้  
จะศึกษาทั้งในภาพรวมของทั้งตลาดหลักทรัพย์ไทย  
โดยใช้กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด และแยกตามกลุ่ม  
อุตสาหกรรม

### ผลการศึกษาเชิงประจักษ์

ตารางที่ 2 แสดงค่าสัมประสิทธิ์  $\beta_2$  ที่ได้จาก

ตารางที่ 2 ระดับการเปิดรับความเสี่ยงการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน

อุตสาหกรรม (จำนวนบริษัท-ปี)	ค่าสัมประสิทธิ์แสดงระดับการเปิดรับความเสี่ยง จากเงินตราต่างประเทศ			
	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่ามากที่สุด	ค่าน้อยที่สุด
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (48)	2.502	0.021	2.556	2.464
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (27)	2.453	0.013	2.477	2.43
บริการ (18)	1.880	0.018	1.901	1.840
เทคโนโลยี (30)	1.527	0.017	1.569	1.498
สินค้าอุตสาหกรรม (54)	1.329	0.012	1.363	1.310
ทรัพยากร (15)	1.151	0.018	1.192	1.130
สินค้าอุปโภคบริโภค (48)	0.554	0.008	0.570	0.532
รวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม (240)	1.590	0.708	2.556	0.532

ตารางนี้แสดงค่าสถิติของค่าสัมประสิทธิ์ ( $\beta_2$ ) แสดงระดับความอ่อนไหวของการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน  
ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ซึ่งเทียบได้กับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ โดยแจกแจง  
กลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ และค่าเฉลี่ยของ  $\beta_2$  ของทั้งกลุ่มตัวอย่าง จากสมการ (1) ซึ่งแสดงผ่าน  $\beta_{2,i}$  และ  $\beta_{3,i}$

$$R_{i,t} = \beta_{0,j} + \beta_{1,i}R_{m,t} + \beta_{2,j}ER_t + \beta_{3,j}(ER_t \times Cd) + \beta_{4,j}(ER_t \times Yd) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

โดย  $R_{i,t}$  คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้น  $i$  ณ เวลา  $t$ , คือ อัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา  $t$ ,  $ER$  คือ อัตรา  
การเปลี่ยนแปลงของดัชนี NEER,  $Cd$  คือ ตัวแปรหุ่นของบริษัท (Company Dummy variable),  $Yd$  คือ ตัวแปรหุ่นของปีข้อมูล  
(Year Dummy variable) กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยจำนวนทั้งสิ้น 80 บริษัทในช่วงปี พ.ศ. 2555 - 2557



สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรนำแสดงในตารางที่ 3 กลุ่มตัวอย่างในการศึกษานี้มีสัดส่วนของยอดขายต่างประเทศต่อยอดขายรวมมากกว่าร้อยละ 40 โดยพิจารณาจากอัตราส่วนยอดขายต่างประเทศต่อยอดขายรวม (FSALE) โดยเฉลี่ยมีค่าพิสัย 42.37-69.35 กลุ่มเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยสูงสุด คือ 69.35 (ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน คือ 20.75) กลุ่มตัวอย่างมีสภาพคล่องดังแสดงด้วยอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (LIQ) คือ 2.53 กลุ่มเทคโนโลยีมีสภาพคล่องในระดับที่สูงถึง 4.79 ระดับการก่อกำหนดของตัวอย่างแสดงด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE) โดยเฉลี่ย คือ 1.04 ทั้งนี้กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้างมีระดับการก่อกำหนดที่พึ่งพาหนี้สินสูงที่สุด คือ 1.85 ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (PROF) ของกลุ่มตัวอย่าง คือ 0.08 หรือ ร้อยละ 8 ขนาดของกิจการซึ่งวัดด้วยค่าล็อกการิทึมของมูลค่าสินทรัพย์รวม (SIZE) แสดงให้เห็นว่า ค่าเฉลี่ยคือ 6.94 โดยกลุ่มทรัพยากรมีค่าเฉลี่ยของขนาดกิจการสูงที่สุด 7.6

เนื่องจากตัวแปรอิสระบางตัว เช่น อัตราส่วนยอดขายต่างประเทศต่อยอดขายรวม (FSALE) และอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (PROF) อาจมีความสัมพันธ์กันเอง อันจะก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของผลการศึกษา งานวิจัยนี้จึงทำการทดสอบค่าสถิติ VIF (Variance inflation factors) โดยได้ค่าสถิติเท่ากับ 1.25 ซึ่งน้อยกว่า 10 จึงแสดงว่าตัวแปรอิสระไม่ได้มีปัญหา Multicollinearity ในระดับที่ร้ายแรง งานวิจัยยังได้ทดสอบสมมติฐานว่าสมการที่ (2) มิได้มีปัญหา Omitted variables โดยทดสอบด้วยวิธีการ Ramsey RESET และพบว่าแบบจำลองมิได้มีปัญหาดังกล่าว นอกจากนี้ ตัวคลาดเคลื่อน (Error terms) ก็มีได้มีปัญหา Heteroscedasticity โดยหลังจากทดสอบค่าสถิติ Breusch-Pagan แล้วพบว่าไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าตัวคลาดเคลื่อนมีลักษณะ Homoscedasticity ได้

**ตารางที่ 3** สถิติเชิงพรรณนาตัวแปรอิสระ

อุตสาหกรรม (จำนวนบริษัท-ปี)	FSALE	LIQ	DE	PROF	SIZE	SIZE (พันบาท)
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (48)	61.74 (30.05)	1.98 (1.24)	1.11 (0.99)	0.09 (0.08)	6.84 (0.67)	50,941,989 (97,175,023)
สินค้าอุปโภคบริโภค (48)	59.32 (27.41)	3.38 (2.08)	0.54 (0.53)	0.05 (0.05)	6.57 (0.42)	8,543,478 (8,337,429)
สินค้าอุตสาหกรรม (54)	47.53 (21.11)	2.31 (2.07)	0.81 (0.57)	0.08 (0.07)	6.87 (0.68)	46,009,875 (102,498,416)
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (27)	42.87 (21.64)	1.38 (0.58)	1.85 (1.21)	0.1 (0.07)	7.35 (0.65)	31,773,708 (24,056,367)
ทรัพยากร (15)	57.29 (35.28)	1.47 (0.32)	1.4 (0.61)	0.13 (0.06)	7.6 (0.87)	206,186,103 (448,757,203)
บริการ (18)	59.53 (21.31)	1.25 (0.5)	1.66 (1.57)	0.03 (0.21)	7.21(0.88)	33,194,942 (54,151,175)
เทคโนโลยี (30)	69.35 (20.75)	4.79 (8.27)	0.84 (0.89)	0.07 (0.12)	6.99 (0.7)	33,949,892 (55,214,630)
กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด (240)	56.45 (26.85)	2.53 (3.42)	1.04 (0.98)	0.08 (0.1)	6.94 (0.72)	57,875,631 (182,220,998)

ตารางนี้แสดงค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานในวงเล็บของตัวแปร ประกอบด้วย FSALE คือ อัตราส่วนยอดขายต่างประเทศต่อยอดขายรวม LIQ คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน DE คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของทุน PROF คือ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม และ SIZE คือ ค่าล็อกการิทึมของสินทรัพย์รวม SIZE (พันบาท) คือ สินทรัพย์รวมแสดงด้วยหน่วยพันบาท กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยจำนวนทั้งสิ้น 80 บริษัทในช่วงปี พ.ศ. 2555-2557 รวมทั้งสิ้น 240 บริษัท-ปี

ตารางที่ 4 แสดงค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยที่ประมาณจากสมการ (2) พบว่า ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยในภาพรวมทุกบริษัทเป็นไปตามที่คาดการณ์และสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต นั่นคือ อัตราส่วนยอดขายต่างประเทศต่อยอดขายรวม (FSALE) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (LIQ) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน(DE) และอัตรากำไรจากการดำเนินงาน (PROF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญ

ทางสถิติ ในขณะที่ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

งานวิจัยนี้แสดงค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยจากสมการ (2) แยกรายอุตสาหกรรมด้วย เมื่อพิจารณาจากกลุ่มอุตสาหกรรมตามตารางที่ 4 พบว่า ในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค อัตราส่วนยอดขายต่างประเทศต่อยอดขายรวม (FSALE) อัตราส่วนเงินทุน

หมุนเวียน (LIQ) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE) และ อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (PROF) มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญ และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารพบว่า มีเพียงอัตรากำไรจากการดำเนินงานที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ ในขณะที่ตัวแปรที่เหลือไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับ Vathananond (2009) ที่พบว่าตัวแปรดังกล่าวไม่มีความสัมพันธ์การเปิดรับความเสี่ยงในช่วงเวลาปกติ นอกจากนี้ ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม สภาพคล่อง ความสามารถในการทำกำไร และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราในทิศทางเช่นเดียวกับที่คาดการณ์ สำหรับกลุ่มเทคโนโลยี สัดส่วนยอดขายต่างประเทศต่อยอดขายรวมเท่านั้นที่สัมพันธ์กับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ และความสามารถในการทำกำไรมีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารแบบจำลองแยกรายอุตสาหกรรมมีกลุ่มตัวอย่างจำกัด อันเนื่องมาจากจำนวนบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลธุรกรรมต่างประเทศ ยอดขายต่างประเทศและการป้องกันความเสี่ยง (ตามตารางที่ 1) ความจำกัดของข้อมูลดังกล่าวอาจทำให้การกระจายตัวของตัวคลาดเคลื่อนในระดับอุตสาหกรรมไม่เป็นปกติได้ แต่ มิได้เป็นปัญหาที่ร้ายแรงเนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้ยังคงมีความสม่ำเสมอ (Consistency) ทั้งนี้การแปลความผลทางสถิติโดยเฉพาะกลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการที่มีจำนวนตัวอย่างน้อยจึงควรเป็นไปด้วยความระมัดระวัง

งานศึกษานี้แสดงหลักฐานที่สอดคล้องกับ

Jorion (1990) และ Ito et al. (2013) ที่กล่าวว่าระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับสัดส่วนของมูลค่าขายต่างประเทศต่อมูลค่าขายโดยรวม นอกจากนี้ Allayannis และ Ofek (2001) สรุปว่าปริมาณการขายในต่างประเทศเป็นปัจจัยที่สำคัญต่อระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ ส่วนความสัมพันธ์ที่เป็นบวกระหว่างระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ และอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนใกล้เคียงกับ He และ Ng (1998) แต่ Lan et al. (2015) ชี้ว่าอัตราส่วนนี้ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ ซึ่งสามารถอ้างอิง He และ Ng (1998) ได้ว่าเมื่อกิจการมีการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนจะเพิ่มสภาพคล่องและความมั่นคงทางการเงิน แต่หากกิจการที่มีความสามารถในการจัดการสภาพคล่องที่ดีอยู่แล้ว แนวโน้มที่จะใช้เครื่องมือในการป้องกันความเสี่ยงน้อยลงจึงส่งผลให้การเปิดรับความเสี่ยงของกิจการสูงขึ้น

หลักฐานในอดีตยังชี้ถึงทิศทางความสัมพันธ์ของอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนกับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ He และ Ng (1998) ระบุว่าการที่มีภาระหนี้สินมากขึ้น โอกาสในการประสบความหายนะทางการเงินจึงสูง ทำให้แรงจูงใจในการใช้เครื่องมือในป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนจึงมีมากขึ้นทำให้ การเปิดรับความเสี่ยงจึงลดลง แต่งานวิจัยในเวลาถัดมา ดังเช่น Allayannis และ Ofek (2001); Kim และ Kim (2015); Lan et al. (2015) ให้เหตุผลว่ากิจการที่มีภาระผูกพันจากหนี้สินในสัดส่วนที่สูงมีความเป็นไปได้ที่จะประสบหายนะทางการเงิน หากกิจการไม่ใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงก็จะทำให้ผลกระทบที่ได้รับจากการเปิดรับความเสี่ยงเพิ่มมากขึ้นด้วย

**ตารางที่ 4** ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศและผลการดำเนินงาน

ตัวแปร	ตัวอย่างทั้งหมด	อุตสาหกรรม <sup>2</sup>						
		เกษตร	สินค้าอุปโภคฯ	สินค้าอุตสาหกรรม	อสังหาฯ	ทรัพยากร	บริการ	เทคโนโลยี
$a_0$	1.590* (0.00)	2.517* (0.00)	0.589* (0.00)	1.349* (0.00)	2.476* (0.00)	1.266* (0.00)	1.751* (0.00)	1.46* (0.00)
FSALE	0.009* (0.008)	0.016 (0.135)	0.009* (0.024)	0.006 (0.278)	0.02 (0.082)	-0.011 (0.603)	0.042 (0.07)	0.050* (0.002)
LIQ	0.001* (0.000)	-0.004 (0.225)	0.001* (0.045)	0.004* (0.000)	0.008 (0.104)	-0.043 (0.109)	0.009 (0.467)	0.001 (0.365)
DE	0.003* (0.024)	-0.003 (0.489)	0.008* (0.003)	0.005 (0.059)	0.001 (0.56)	-0.012 (0.501)	-0.06 (0.196)	-0.005 (0.296)
PROF	0.036* (0.000)	0.095* (0.037)	0.042* (0.024)	0.043* (0.047)	-0.073 (0.087)	0.064 (0.389)	-0.001 (0.968)	0.003 (0.914)
SIZE	-0.003* (0.022)	-0.003 (0.511)	-0.008* (0.004)	-0.006* (0.001)	-0.005 (0.186)	-0.005 (0.388)	0.014 (0.099)	0.005 (0.478)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.118	0.129	0.395	0.58	0.245	0.288	0.039	0.25
F statistic	7.4	2.394	7.145	15.616	2.688	2.13	1.139	2.935
p-value	0.000	0.05	0.00	0.00	0.05	0.153	0.392	0.033
Observations	240	48	48	54	27	15	18	30

ตารางนี้แสดงความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานต่อการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศโดยใช้สมการดังนี้

$$\beta_{2,j,T} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{FSALE}_{i,T} + \alpha_2 \text{LIQ}_{i,T} + \alpha_3 \text{DE}_{i,T} + \alpha_4 \text{PROF}_{i,T} + \alpha_5 \text{SIZE}_{i,T} + e_{i,T} \quad (2)$$

โดย  $\text{FSALE}_{i,T}$  คือ อัตราส่วนยอดขายระหว่างประเทศต่อยอดขายโดยรวมของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $T$ ,  $\text{LIQ}_{i,T}$  คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $T$ ,  $\text{DE}_{i,T}$  คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท  $i$ ,  $\text{PROF}_{i,T}$  คือ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $T$ ,  $\text{SIZE}_{i,T}$  คือ ล็อกการิทึมของสินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $T$ , ค่า p-value ปรากฏในวงเล็บ เป็นการทดสอบสถิติด้านเดียว (one-tailed test) โดย \* แสดงถึงระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยจำนวนทั้งสิ้น 80 บริษัทในช่วงปี พ.ศ. 2555-2557

นอกจากนี้ ทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างความสามารถในการทำกำไรซึ่งแสดงถึงการเติบโตของกิจการต่อระดับการเปิดรับความเสี่ยง

จากเงินตราต่างประเทศสอดคล้องกับ Chow และ Chen (1998); Kim และ Kim (2015) ที่ระบุว่าสาเหตุที่ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์

ในทิศทางเดียวกันกับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ เนื่องจากกิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรที่ดีและมีความเป็นไปได้ที่จะเป็นอิสระจากข้อจำกัดทางการเงิน จึงทำให้กิจการไม่มีแรงจูงใจในการใช้เครื่องมือในการป้องกันความเสี่ยง การเปิดรับความเสี่ยงของกิจการจึงสูงกว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานด้อยกว่า ที่มีแรงจูงใจในการใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เพื่อเพิ่มความมั่นคงทางการเงินและผลกำไร หรืออีกนัยหนึ่ง ความสามารถในการทำกำไรที่สูงทำให้โอกาสเกิดหายนะทางการเงินต่ำ แรงจูงใจในการลดความเสี่ยงของบริษัทลดลง จึงไม่มีความจำเป็นที่บริษัทต้องใช้เครื่องมือในการป้องกันความเสี่ยง ส่วนความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามระหว่างขนาดของกิจการกับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศสอดคล้องกับ Allayannis และ Ofek (2001); Kim และ Kim (2015) อาจกล่าวได้ว่า บริษัทขนาดเล็กมีแนวโน้มจะใช้เครื่องมือในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนน้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ด้วยเหตุนี้ ระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศของบริษัทขนาดเล็กจึงสูงกว่าของบริษัทขนาดใหญ่ อีกนัยหนึ่งกิจการที่มีขนาดใหญ่มีธุรกรรมระหว่างประเทศในสัดส่วนที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก จึงมีการใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนในสัดส่วนที่สูงกว่าและทำให้ระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศลดน้อยลง อย่างไรก็ตามผลวิจัยนี้ขัดแย้งกับ He และ Ng (1998); Ito et al. (2013); Lan et al. (2015) ซึ่งอธิบายว่าบริษัทขนาดใหญ่มีธุรกรรมระหว่างประเทศมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทำให้ระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศจึงสูงตาม

## บทสรุป

งานวิจัยนี้ พบว่า ในภาพรวมแล้วกลุ่มตัวอย่างของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ช่วงปี พ.ศ. 2555-2557 อัตราส่วนยอดขายต่างประเทศต่อยอดขายรวม อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตรากำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ขนาดของกิจการสัมพันธ์กับระดับการเปิดรับความเสี่ยงในทิศทางตรงกันข้าม หลักฐานนี้ยืนยันผลการศึกษาเชิงประจักษ์ในอดีตในต่างประเทศ

ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ยังพบว่า การเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศแตกต่างกันในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม การเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศของกลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภคสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระในทิศทางเช่นเดียวกับภาพรวม นั่นคือ ระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศเพิ่มขึ้นตามสัดส่วนการขายต่างประเทศ สภาพคล่อง ระดับการก่อหนี้ และความสามารถในการทำกำไร ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศสูงที่สุด และความสามารถในการทำกำไรสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ การสร้างกำไรจากการดำเนินงานนั้นส่งผลให้กลุ่มตัวอย่างต้องมีการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศที่สูงขึ้น สำหรับกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีระดับการเปิดความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศที่สัมพันธ์กับการบริหารสภาพคล่อง ในกลุ่มเทคโนโลยีมีสัดส่วนยอดขายต่างประเทศต่อยอดขายรวมที่สูงกว่ากลุ่มอื่น ๆ และสัดส่วนยอดขายต่างประเทศต่อยอดขายรวมเท่านั้นที่สัมพันธ์กับระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ นั่นคือ

รายได้หลักจากการขายต่างประเทศย่อมมีระดับการเปิดความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศที่สูง

จะเห็นได้ว่า ระดับการขายต่างประเทศ สภาพคล่อง ระดับการก่อหนี้ และความสามารถในการก้าวเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานส่งผลต่อระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศ ทั้งนี้ การเปิดรับความเสี่ยงจากเงินตราต่างประเทศในงานศึกษานี้เป็นการประมาณจากค่าความอ่อนไหวของการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้น ระดับการเปิดรับความเสี่ยงดังกล่าวส่งผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ จากความสัมพันธ์ดังกล่าว ผู้บริหารควรให้ความสำคัญในการบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดต่อผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากความสามารถในการทำกำไรของกิจการสูง มูลค่าของกิจการจะมีการตอบสนองต่ออัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้น หรือการที่กลุ่มอุตสาหกรรมมีพฤติกรรมการตอบสนองต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แตกต่างกัน ย่อมแสดงให้เห็นถึงประโยชน์ของการกระจายความเสี่ยงในการลงทุน ทั้งนี้บริษัทอาจตั้งคณะกรรมการบริหารความเสี่ยงเพื่อกำหนดนโยบายความเสี่ยงให้เหมาะสมกับการดำเนินธุรกิจต่างประเทศ ผู้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ไทยอาจจะขอให้บริษัทที่จดทะเบียนรายงานธุรกรรมใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับต่างประเทศ เช่น ยอดขายจากต่างประเทศ เพื่อเปิดเผยข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการประมาณการผลตอบแทนหลักทรัพย์

สำหรับงานวิจัยในอนาคต อาจพัฒนาการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ในการตัดสินใจใช้ตราสารอนุพันธ์ในการป้องกันความเสี่ยงของธุรกิจกับการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน

(Allayannis & Ofek, 2001; Allayannis & Weston, 2001; Bellone, Musso, Nesta, & Shaivo, 2010)

## บรรณานุกรม

- Adler, M., & Dumas, B. (1984). Exposure to currency risk: Definition and measurement. *Financial Management*, 13(2), 41-50.
- Ahmed, H., Azevedo, A., & Guney, Y. (2014). *The effect of hedging of firm value and performance: Evidence from the nonfinancial UK Firms*. European Financial Management Association (EFMA) 2014 conference paper. Rome, Italy: EFMA.
- Allayannis, G., & Ofek, E. (2001). Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. *Journal of International Money and Finance*, 20, 273-296.
- Allayannis, G., & Weston, J. P. (2001). The use of foreign currency derivatives and firm market value. *The Review of Financial Studies*, 14(1), 243-276.
- Allayannis, G., Leil, U., & Miller, D. P. (2012). The use of foreign currency derivatives, corporate governance, and firm value around the world. *International Economics*, 87, 65-79.
- Bank of Thailand. (2015). Foreign exchange rate. Retrieved August 20, 2015, from <https://www.bot.or.th/Thai/Statistics/FinancialMarkets/ExchangeRate/Pages/ExchangeRate.aspx> (in Thai).

- Bellone, F., Musso, P., Nesta, L., & Schiavo, S. (2010). Financial constraints and firm export behavior. *The World Economy*, 33(3), 347-373.
- Bodnar, G. M., & Wong, M. H. F. (2003). Estimating exchange rate exposure issues in model structure. *Financial Management*, 32(1), 35-67.
- Choi, J. J., & 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.
- Chow, E. H., & Chen, H. L. (1998). The determinants of foreign exchange rate exposure: Evidence on Japanese. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 153-174.
- Clarke, E., & Mefteh, S. (2010). Foreign currency derivatives use, firm value and the effect of the exposure profile: Evidence from France. *International Journal of Business*, 15(2), 183-196.
- Dekle, R., & Ryoo, H. H. (2007). Exchange rate fluctuations, financing constraints, hedging, and exports: Evidence from firm level data. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 17, 437-451.
- Dominguez, K. M. E., & Tesar, L. L. (2001). A re-examination of exchange rate exposure. *American Economic Review*, 91(2), 369-399.
- Dominguez, K. M. E., & Tesar, L. L. (2006). Exchange rate exposure. *Journal of International Economics*, 68, 188-218.
- Guillou, S., & Schiavo, S. (2014). Exchange rate exposure under liquidity constraints. *Industrial and Corporate Change*, 23(6), 1541-1561.
- He, J., & Ng, L. K. (1998). The foreign exchange exposure of Japanese multinational corporations. *The Journal of Finance*, 53(2), 733-753.
- He, J., Ng, L. K., & Wu, X. (1997). *Foreign exchange exposure, risk and the Japanese stock market*. Hong Kong: University of Hong Kong.
- Hunter, D. M. (2005). *Time-varying exchange rate exposure of small and large firms*. Tampa, FL: University of South Florida.
- Ito, T., Koibuchi, S., Sato, K., & Shimizu, J. (2013). Exchange rate exposure and exchange rate risk management: The case of Japanese exporting firms. *RIETI Discussion Paper Series*, 13(25), 1-22.
- Jorion, P. (1990). The exchange-rate exposure of U.S. multinationals. *The Journal of Business*, 63, 331-345.
- Kim, J. H., & Kim, J. (2015). Financial regulation, exchange rate exposure, and hedging activities: Evidence from Korean firms. *Emerging Markets Finance & Trade*, 51, 152-173.
- Kothari, S. P., & Hentschel, L. (2001). Are corporations reducing of taking risks with derivatives? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 93-118.

- Lan, L. H., Chen, C. C., & Chuang, S. S. (2015). Exchange rate risk management: What can we learn from financial crises? *Economic Modelling*, 45, 187-192.
- Magee, S. (2013). The effect of foreign currency hedging on the probability of financial distress. *Accounting and Finance*, 53, 1107-1127.
- Poopat, C. (2007). *Fundamental analysis strategy and predictability in the cross-section of Thai stock returns* (Unpublished master independent study). Thammasat University, Bangkok, Thailand.
- Pramborg, B. (2004). Derivatives hedging, geographical diversification, and firm market value. *Journal of Multinational Financial Management*, 14, 117-133.
- Ritdumrongkul, A. (2011). *Derivative activities and Thai banks' interest rate and exchange rate exposures* (Unpublished master independent study). Thammasat University, Bangkok, Thailand.
- Rossi, J. L., Junior, & Laham, J. (2008). The impact of hedging on firm value: Evidence from Brazil. *Journal of International Finance and Economics*, 8, 76-91.
- Solakoglu, M. N., & Demir, N. (2009). Exchange-rate exposure and the financial factor. *Journal of Economic and Social Research*, 11(2), 29-42.
- Vathananond, S. (2009). Foreign exchange exposure: Evidence of Thailand foods and beverages industry. *The Journal of Social Science*, 67, 65-83.
- World Bank. (2017). Exports of goods and services. Retrieved March 8, 2018, from <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS?locations=TH>
- Zhang, X., & Liu, X. (2012). How responsive are Chinese exports to exchange rate changes? Evidence from firm-level data. *Journal of Development Studies*, 48(10), 1489-1504.