

# FAQ

FOCUSED AND QUICK

ISSUE 84

November 21, 2013

## พฤติกรรมการทำ FX Hedging ของผู้ประกอบการไทย และความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยน

บุญทิวา ธีระตระกูลกิจ และ ประภาพร พุ่มวานิช

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน  
ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย

พฤติกรรมการทำ FX Hedging ของผู้ประกอบการไทยและ  
ความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยน  
บุญทิวา ชีวะตระกูลกิจ และ ประภาพร ฝูงวานิช

November  
21, 2013



ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา  
ผู้ประกอบการไทยเรียนรู้ที่จะป้องกัน  
ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน  
เป็นลำดับแต่ยังมีการใช้เครื่องมือ  
ทางการเงินที่ไม่หลากหลายนัก

**บทคัดย่อ**

10 ปีที่ผ่านมา ผู้ประกอบการไทยมีแนวโน้มป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้นเป็นลำดับ โดยผู้ประกอบการไทยนิยมเลือกใช้ธุรกรรม Forward ในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมากเป็นอันดับหนึ่งเนื่องจากเป็นธุรกรรมที่ง่ายต่อการใช้งานและไม่มีค่าธรรมเนียมเริ่มต้น

ผู้ส่งออกนิยมป้องกันความเสี่ยงในอายุสัญญาที่ระยะยาวกว่าผู้นำเข้า โดยทั้งผู้ส่งออกและผู้นำเข้าจะเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนโดยมีการคาดการณ์ที่ยาวขึ้น เพื่อลดทอนความเสี่ยงที่เกิดจากทั้งความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางของที่ทำให้ผู้ประกอบการเสียประโยชน์ ในส่วนของพฤติกรรมการป้องกันความเสี่ยงในมิติจุลภาคในแง่ของอุตสาหกรรม พบว่าผู้ประกอบการมีแนวโน้มป้องกันความเสี่ยงเพิ่มขึ้นในหลากหลายอุตสาหกรรมเมื่อเทียบกับในอดีต

อัตราการป้องกันความเสี่ยงของผู้ส่งออกมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์ สรอ.คือผู้ส่งออกมีอัตราการป้องกันความเสี่ยงน้อยลงเมื่อเงินบาทอ่อนค่าขณะที่สำหรับผู้นำเข้าพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกคือมีอัตราการป้องกันความเสี่ยงมากขึ้นเมื่อเงินบาทอ่อนค่า โดยทั้งผู้ส่งออกและผู้นำเข้ามีพฤติกรรมดูทิศทางอัตราแลกเปลี่ยนก่อนการตัดสินใจทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยง

**บทนำ**

ในภาวะที่เงินทุนเคลื่อนย้ายและอัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวน ผู้ส่งออกและผู้นำเข้าต้องเผชิญกับความเสียหายจากอัตราแลกเปลี่ยน (Foreign Exchange Risk) ที่กระทบต่อผลประกอบการและความสามารถในการดำเนินธุรกิจ ผู้ประกอบการจึง

ควรป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเนื่องจากผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนอาจหักล้างกำไรของบริษัทจนหมดได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทขนาดเล็กที่กำไรไม่สูงนัก นอกจากนี้ การป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนจะอำนวยประโยชน์แก่ผู้ประกอบการให้สามารถคาดการณ์รายได้และ

\* วาดโดย คุณ บุญตระกูลกิจ ชีวะตระกูลกิจ

ต้นทุนเพื่อการวางแผนกิจการ เช่นการลงทุนเพิ่มเติม เพื่อส่งเสริมให้ธุรกิจเติบโตอย่างยั่งยืน<sup>1</sup> บทความนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาพฤติกรรมกรรมการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของผู้ประกอบการไทย ทั้งในด้านเครื่องมือป้องกันความเสี่ยง และอายุสัญญาที่เลือกใช้ รวมทั้งการป้องกันความเสี่ยงในระดับอุตสาหกรรมการผลิต และ 2) ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราการป้องกันความเสี่ยง (Hedging Ratio) กับอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์ สรอ. โดยมุ่งหวังที่จะสร้างความเข้าใจถึงพฤติกรรมกรรมการป้องกันความเสี่ยงของผู้ประกอบการไทย เพื่อประโยชน์ในการกำหนดนโยบายที่เกี่ยวข้องทั้งในมิติมหภาคและมิติจุลภาคในแง่ของอุตสาหกรรมต่อไป

### 1. การป้องกันความเสี่ยง (Hedging) คืออะไร?

John C. Hull ผู้เขียนตำราเรียนเรื่องตราสารอนุพันธ์ที่ได้รับความนิยมทั่วโลกให้คำนิยามว่า Hedging คือ “A trade designed to reduce risk” หรือการค้าขายที่ถูกออกแบบมาเพื่อใช้ลดความเสี่ยง อย่างไรก็ตาม ในการศึกษาชิ้นนี้เน้นเฉพาะการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX Hedging) โดยการทำผ่านเครื่องมือที่เรียกว่า ตราสารอนุพันธ์ (Derivatives) ซึ่งหมายถึงสินทรัพย์ทางการเงินที่มูลค่าขึ้นอยู่กับสินทรัพย์อ้างอิง (Underlying Asset)<sup>2</sup> เช่น เงินตราต่างประเทศ ตราสารหนี้ ตราสารทุน หรือ สินค้าโภคภัณฑ์ โดยตราสารอนุพันธ์ที่ใช้วิเคราะห์ในการศึกษาประกอบไปด้วย

1) Forward คือการทำสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้ากับธนาคาร ณ วันที่กำหนดไว้ในอนาคต ด้วยอัตราแลกเปลี่ยนและจำนวนเงินที่ได้ตกลงไว้ ณ ปัจจุบัน โดยมีระยะเวลาส่งมอบเงินที่มากกว่า 2 วันทำการ (กรณีระยะเวลาส่งมอบภายใน 2 วันทำการเรียกว่าธุรกรรม Spot

หรือ ธุรกรรมทันที) ตัวอย่างเช่น ผู้ส่งออกสามารถป้องกันความเสี่ยงด้วยการทำสัญญา Forward กับธนาคารว่าอีก 3 เดือนข้างหน้าจะมาแลกเปลี่ยนดอลลาร์ในอัตราที่ตกลงกันไว้ ณ ปัจจุบัน เช่น 30 บาทต่อดอลลาร์ สรอ. หากเงินบาทแข็งค่าขึ้นเป็น 29 บาทต่อดอลลาร์ สรอ. ในอีก 3 เดือน ผู้ส่งออกจะไม่ได้รับผลกระทบในด้านลบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ข้อดีของ Forward คือง่ายต่อการใช้งานและไม่มีค่าธรรมเนียมเริ่มต้น ขณะที่ข้อจำกัดที่สำคัญ คือลักษณะสัญญาที่เป็นภาระผูกพัน โดยผู้ประกอบการจะต้องซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศตามเงื่อนไขที่ระบุในสัญญาแม้อัตราแลกเปลี่ยนในตลาดขณะนั้นจะทำให้ผู้ประกอบการได้ประโยชน์มากกว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่ได้ตกลงไว้ก็ตาม

2) Swap คือการทำสัญญาระหว่างผู้ประกอบการ 2 ฝ่าย (ส่วนใหญ่มักใช้ธนาคารเป็นตัวกลาง) ที่มีความต้องการที่จะแลกเปลี่ยนเงินต่างสกุลกันในปัจจุบันก่อนจะแลกเปลี่ยนในอนาคตตามจำนวนเงิน วันส่งมอบ และอัตราแลกเปลี่ยนที่ระบุไว้ในสัญญา ข้อดีของ Swap คือผู้ประกอบการสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารสภาพคล่องเงินตราต่างประเทศได้ ตัวอย่างเช่น ผู้ส่งออกที่มีการนำเข้าวัตถุดิบจากต่างประเทศเพื่อใช้ในการผลิตสามารถทำ Swap โดยการนำเงินบาทไปแลกเปลี่ยนดอลลาร์ สรอ. ในปัจจุบันเพื่อนำไปจ่ายค่าวัตถุดิบก่อนที่จะนำเงินดอลลาร์ สรอ. ที่ได้มาจากการส่งออกในอนาคตไปแลกเปลี่ยนบาทคืน อย่างไรก็ตาม ข้อจำกัดของ Swap คือเป็นสัญญาที่เป็นภาระผูกพันและมีจำนวนเงินขั้นต่ำในการทำธุรกรรมสูงกว่า Forward

3) Option คือ สิทธิในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า โดยมีความคล้ายคลึงกับ Forward แต่ต่างกันตรงที่ผู้ถือ Option สามารถเลือกที่จะใช้สิทธิในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าตามที่ตกลงไว้หรือไม่ใช้สิทธิก็ได้ ดังนั้น ข้อดีของ Option คือมีความยืดหยุ่นมากกว่า ตัวอย่างเช่น ผู้ส่งออกซื้อสิทธิที่จะขายเงินตราต่างประเทศ (Put Option) อีก 3 เดือนโดยตกลง

<sup>1</sup> เรื่องน่ารู้เกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ธปท.

<sup>2</sup> คำนิยามจาก [www.settrade.com](http://www.settrade.com)

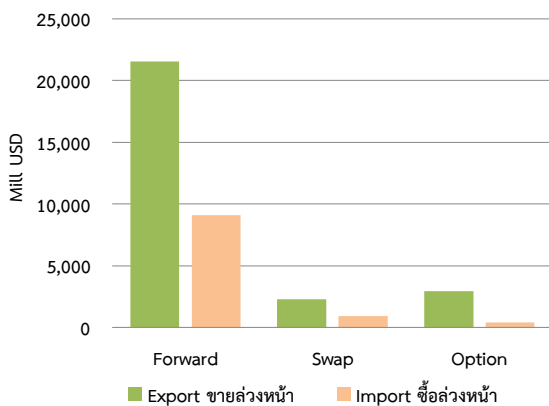
อัตราแลกเปลี่ยนไว้ที่ 30 บาทต่อดอลลาร์ สรอ. หากเงินบาทแข็งค่าไปอยู่ที่ 29 บาทต่อดอลลาร์ สรอ. ผู้ส่งออกจะเลือกที่จะใช้สิทธิ เพราะสามารถแลกเงินบาทได้มากกว่า ขณะที่ถ้าเงินบาทอ่อนค่าเป็น 31 บาทต่อดอลลาร์ สรอ. ผู้ส่งออกสามารถเลือกที่จะไม่ใช้สิทธิและขายดอลลาร์ในตลาดซื้อขายทันทีได้อย่างไรก็ดี ข้อจำกัดสำคัญของ Option คือจะต้องมีการชำระค่า Premium ให้ธนาคารตอนเริ่มทำสัญญา และมีจำนวนเงินขั้นต่ำในการทำธุรกรรมสูงกว่า Forward

## 2. พฤติกรรมการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของผู้ประกอบการไทย

งานศึกษาวิจัยเกี่ยวกับพฤติกรรมกรรมการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของผู้ประกอบการในประเทศไทยส่วนใหญ่มักใช้วิธีการศึกษาจากแบบสำรวจจากกลุ่มตัวอย่างบริษัท แต่การศึกษานี้จะมีความแตกต่างจากการศึกษาในอดีตและถือเป็นครั้งแรกที่มีการศึกษาวิจัยโดยใช้ข้อมูลการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าของลูกค้าธนาคารพาณิชย์ที่รายงานมายังธนาคารแห่งประเทศไทยทุกรายการ ซึ่งถือว่าครอบคลุมธุรกรรมการใช้ตราสารอนุพันธ์การป้องกันความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนทั้งหมด ระยะเวลา 10 ปี ตั้งแต่ปี 2004 ถึงปี 2013

### 2.1 พฤติกรรมการเลือกใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงของผู้ประกอบการไทยในภาพรวม

รูปที่ 1 : ยอดคงค้างการซื้อขายธุรกรรมป้องกันความเสี่ยง ณ กรกฎาคม 2013



ที่มา: ธพท.

จากข้อมูลยอดคงค้างการซื้อขายธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงแยกเป็นธุรกรรม Forward, Swap และ Option ณ เดือน กรกฎาคม 2013 (รูปที่ 1) พบว่า ผู้ส่งออกมียอดคงค้างการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนในทุกเครื่องมือมากกว่าผู้นำเข้า โดยผู้ส่งออกและผู้นำเข้าเลือกใช้ธุรกรรม Forward สูงสุดคิดเป็นร้อยละ 81 และร้อยละ 88 ของการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงทั้งหมดของแต่ละกลุ่ม ตามลำดับ

รูปที่ 2 : สัดส่วนยอดคงค้างการป้องกันความเสี่ยงของแต่ละธุรกรรม ตั้งแต่ปี 2004 ถึง 2013



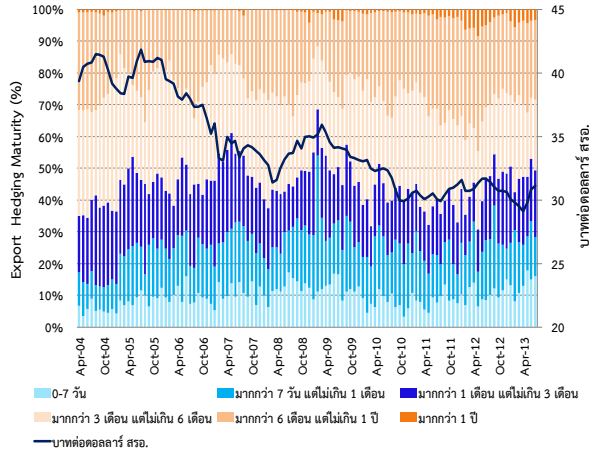
ที่มา: ธพท.

หากพิจารณาถึงพัฒนาการการเลือกใช้ตราสารทางการเงินเพื่อป้องกันความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนของผู้ประกอบการ ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ตั้งแต่ปี 2004-2013 (รูปที่ 2) พบว่าพฤติกรรมการเลือกใช้ตราสารอนุพันธ์เพื่อป้องกันความเสี่ยงของผู้ส่งออกและนำเข้าไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก โดยยังคงเลือกใช้ธุรกรรม Forward สูงสุด คิดเป็นเฉลี่ยต่อปีร้อยละ 80 ของการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงทั้งหมดของทั้งกลุ่มผู้ส่งออกและผู้นำเข้า

เป็นที่น่าสังเกตว่า ผู้ประกอบการไทยเลือกทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงที่ง่ายต่อการใช้งาน และไม่มีค่าธรรมเนียมเริ่มต้น เช่น ธุรกรรม Forward มากเป็นอันดับหนึ่ง ในขณะที่ธุรกรรม Swap และ Option นั้นยังไม่เป็นที่นิยมแพร่หลายเนื่องจากเป็นเครื่องมือที่ซับซ้อนและเข้าใจยากกว่า อีกทั้งผู้ให้บริการตราสารอนุพันธ์ดังกล่าวยังมีจำนวนน้อย จึงทำให้มีต้นทุนที่ค่อนข้างสูง

## 2.2 พฤติกรรมการป้องกันความเสี่ยงจำแนกตามอายุสัญญา

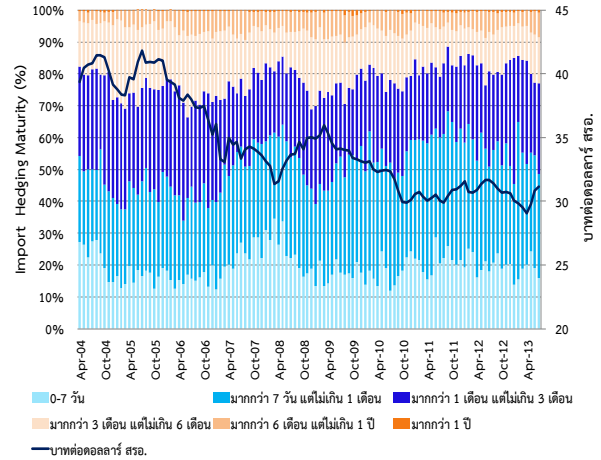
รูปที่ 3 : สัดส่วนการป้องกันความเสี่ยงของผู้ส่งออกจำแนกตามอายุสัญญาและอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อ ดอลลาร์ สรอ.



ที่มา: ธพท.

ผู้ส่งออกนิยมป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนในอายุสัญญาในระยะที่ยาวกว่า 3 เดือนขึ้นไปโดยมีค่าเฉลี่ยต่อเดือนคิดเป็นร้อยละ 55 ของการป้องกันความเสี่ยงทั้งหมด ทั้งนี้ผู้ส่งออกได้เปลี่ยนแปลงการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนที่ยาวขึ้นเมื่อเงินบาทแข็งค่า เห็นได้จากการใช้ตราสารอนุพันธ์ที่มีอายุสัญญาที่ยาวขึ้น ตัวอย่างเช่น เมื่อเงินบาทแข็งค่าขึ้นในเดือนมีนาคม 2008 ผู้ส่งออกมีการเพิ่มการป้องกันความเสี่ยงในอายุสัญญาที่ระยะยาวกว่า 3 เดือนเป็นประมาณร้อยละ 60 ของการป้องกันความเสี่ยงทั้งหมด ขณะที่เมื่อเงินบาทอ่อนค่าลงซึ่งเป็นด้านที่ผู้ส่งออกได้ประโยชน์ เช่นในเดือนมีนาคม 2009 ผู้ส่งออกได้ลดการป้องกันความเสี่ยงในอายุสัญญาในระยะยาวมากกว่า 3 เดือนเหลือร้อยละ 40 ของการป้องกันความเสี่ยงทั้งหมด (รูป 3)

รูปที่ 4 : สัดส่วนการป้องกันความเสี่ยงของผู้นำเข้าจำแนกตามอายุสัญญาและอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อ ดอลลาร์ สรอ.



ที่มา: ธพท.

ในทางตรงกันข้าม ผู้นำเข้านิยมป้องกันความเสี่ยง ในอายุสัญญาในระยะที่สั้นกว่า 3 เดือน โดยมีค่าเฉลี่ยต่อเดือนคิดเป็นร้อยละ 79 ของการป้องกันความเสี่ยงทั้งหมด (หรืออายุสัญญาในระยะยาวกว่า 3 เดือนร้อยละ 21) ทั้งนี้ผู้นำเข้าได้มีการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนที่ยาวขึ้นเมื่อเงินบาทอ่อนค่าลงซึ่งเป็นด้านที่ผู้นำเข้าเสียประโยชน์ เช่นในเดือนมีนาคม 2009 ผู้นำเข้ามีการใช้ตราสารอนุพันธ์ที่มีอายุสัญญาที่ยาวขึ้น เพิ่มเป็นร้อยละ 30 ของการป้องกันความเสี่ยงทั้งหมด (รูป 4)

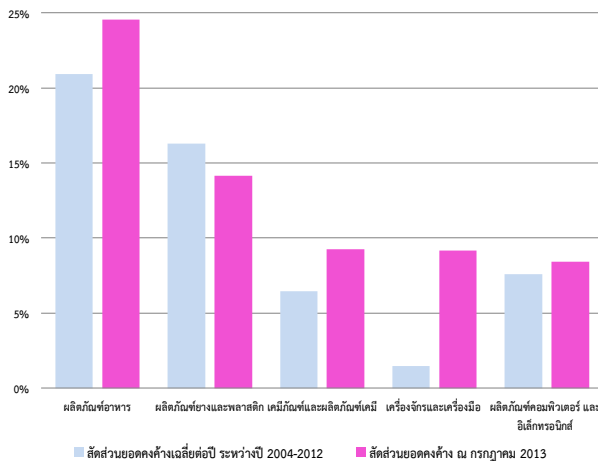
ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับกรณีศึกษาของประเทศนิวซีแลนด์เกี่ยวกับพฤติกรรมป้องกันความเสี่ยงของผู้ส่งออกนำเข้า จัดทำโดย Corporate Treasury Advisor (2012) พบว่าเมื่อเงินนิวซีแลนด์ดอลลาร์ (NZD) มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น ผู้ส่งออกจะเปลี่ยนแปลงการป้องกันความเสี่ยงให้มีอายุสัญญาที่ยาวขึ้น ในทำนองเดียวกัน ผู้นำเข้ามีพฤติกรรมการป้องกันความเสี่ยงในระยะที่ยาวขึ้นเมื่อเงินนิวซีแลนด์ดอลลาร์ (NZD) อ่อนค่าลง และยังคงสอดคล้องกับกรณีศึกษาของประเทศแคนาดา (Staskov และ Kozak, 2012) ที่พบว่าเมื่อเงินแคนาดาดอลลาร์ (CAD) มีแนวโน้มแข็งค่าในปี 2012 ผู้ส่งออกในประเทศแคนาดามีพฤติกรรมการป้องกันความเสี่ยงระยะยาวขึ้น ขณะที่ผู้นำเข้าป้องกันความเสี่ยงในระยะที่สั้นลง

กล่าวโดยสรุป ภาคธุรกิจปรับตัวผ่านการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนโดยมีคาดการณ์ที่ยาวขึ้น เพื่อลดทอนความเสี่ยงที่เกิดจากทั้งความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางของที่ทำให้ผู้ประกอบการเสียประโยชน์ ซึ่งได้จากมีพฤติกรรม การเลือกใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงที่มีอายุ สัญญาที่ยาวขึ้น

**2.3 พฤติกรรมการป้องกันความเสี่ยงในมิติจุลภาค ในแง่ของอุตสาหกรรม**

ในส่วนนี้เป็นการวิเคราะห์ถึงพฤติกรรมการ ป้องกันความเสี่ยงในมิติจุลภาคในแง่ของ อุตสาหกรรม โดยวิเคราะห์ลึกลงไปเฉพาะ ผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมการผลิต เนื่องจากเป็น ภาคอุตสาหกรรมที่ผู้ส่งออกและนำเข้ามีการใช้ เครื่องมือทางการเงินป้องกันความเสี่ยงสูงสุดเมื่อ เทียบกับอุตสาหกรรมอื่นๆ ถึงร้อยละ 67 และ ร้อยละ 57 ของยอดคงค้างการป้องกันความเสี่ยง ณ เดือน กรกฎาคม 2013 ของผู้ส่งออกและผู้นำเข้า ตามลำดับ

**รูปที่ 5 : สัดส่วนยอดคงค้างการป้องกันความเสี่ยงของผู้ส่งออก จำแนกตามอุตสาหกรรมการผลิตที่มีการป้องกันความเสี่ยงสูงเป็น อันดับแรก ณ เดือน กรกฎาคม 2013 เทียบกับค่าเฉลี่ยต่อปีระหว่างปี 2004- 2012**



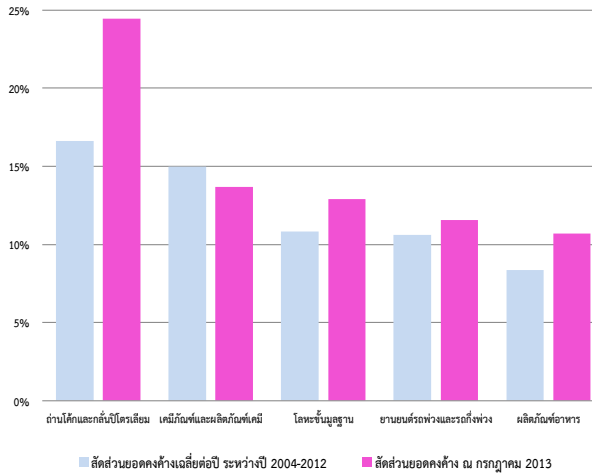
ที่มา: ธปท.

จากข้อมูลสัดส่วนยอดคงค้างการป้องกัน ความเสี่ยงของผู้ส่งออกจำแนกตามอุตสาหกรรม การผลิต พบว่าอุตสาหกรรมการผลิตที่ผู้ส่งออกมีการใช้ เครื่องมือทางการเงินป้องกันความเสี่ยงจากอัตรา

แลกเปลี่ยนสูงสุด 5 อันดับแรก (คำนวณจากยอด คงค้าง ณ เดือน กรกฎาคม 2013) ได้แก่ อันดับแรก คือ ผู้ส่งออกในอุตสาหกรรมการผลิตผลิตภัณฑ์ อาหาร (ร้อยละ 24.6) รองลงมาคือ การผลิต ผลิตภัณฑ์ยางและพลาสติก (ร้อยละ 14.2) การ ผลิตเคมีภัณฑ์และผลิตภัณฑ์เคมี (ร้อยละ 9.3) การผลิตเครื่องจักรและเครื่องมือ (ร้อยละ 9.2) และการผลิตผลิตภัณฑ์คอมพิวเตอร์และ อิเล็กทรอนิกส์ (ร้อยละ 8.4) ตามลำดับ (คิดเป็น ร้อยละ 65.6 ของอุตสาหกรรมการผลิตทั้งหมด) ซึ่ง สอดคล้องกับงานศึกษาโดย สุรีย์พร และคณะ (2011) ที่ใช้ข้อมูลจากการสำรวจความเห็นของ ผู้ประกอบการ พบว่าอุตสาหกรรมอาหาร และ การ ผลิตผลิตภัณฑ์ยาง ซึ่งเป็นกลุ่มการผลิตที่ส่วนใหญ่มี สัดส่วนการใช้วัตถุดิบในประเทศค่อนข้างสูงได้รับ ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนค่อนข้างมาก ขณะที่ กลุ่มสินค้าที่ใช้เทคโนโลยีสูงเช่น กลุ่มผลิตภัณฑ์ คอมพิวเตอร์และอิเล็กทรอนิกส์ กลุ่มผลิตเครื่องจักร และเครื่องมือ และกลุ่มเคมีภัณฑ์และผลิตภัณฑ์เคมี เป็นกลุ่มที่ได้รับผลกระทบน้อยกว่า

เมื่อพิจารณาสัดส่วนยอดคงค้างของ อุตสาหกรรมดังกล่าว ณ กรกฎาคม 2013 เทียบกับ ค่าเฉลี่ยต่อปีระหว่างปี 2004- 2012 พบว่าผู้ส่งออก มีแนวโน้มป้องกันความเสี่ยงเพิ่มขึ้นในหลากหลาย อุตสาหกรรมเมื่อเทียบกับในอดีต โดยเฉพาะกลุ่ม การผลิตเครื่องจักรและเครื่องมือที่มีสัดส่วนการ ป้องกันความเสี่ยงสูงขึ้นมากเมื่อเทียบกับอดีต (รูปที่ 5)

รูปที่ 6 : สัดส่วนยอดคงค้างการป้องกันความเสี่ยงของผู้นำเข้า  
จำแนกตามอุตสาหกรรมการผลิตที่มีการป้องกันความเสี่ยงสูงเป็น 5  
อันดับแรก ณ เดือน กรกฎาคม 2013  
เทียบกับค่าเฉลี่ยต่อปีระหว่างปี 2004- 2012



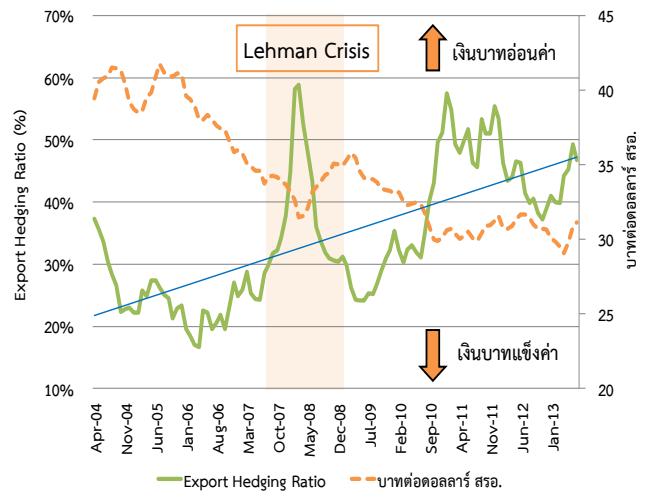
ที่มา: ธปท.

ในส่วนของผู้นำเข้า ผู้นำเข้าในอุตสาหกรรมการผลิตถ่านโค้กและผลิตภัณฑ์จากการกลั่นปิโตรเลียม มีสัดส่วนยอดคงค้างการป้องกันความเสี่ยงมากที่สุด (ร้อยละ 24.4) รองลงมาได้แก่ การผลิตเคมีภัณฑ์และผลิตภัณฑ์เคมี (ร้อยละ 13.7) การผลิตโลหะขั้นมูลฐาน (ร้อยละ 12.9) การผลิตยานยนต์ รถพ่วง และรถกึ่งพ่วง (ร้อยละ 11.5) และ การผลิตผลิตภัณฑ์อาหาร (ร้อยละ 10.7) ตามลำดับ (คิดเป็นร้อยละ 73.2 ของอุตสาหกรรมการผลิตทั้งหมด) ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวแตกต่างจากผลการศึกษาของสุรียพร และคณะ (2011) ที่พบว่ากลุ่มการผลิตถ่านโค้กและผลิตภัณฑ์จากการกลั่นปิโตรเลียม และกลุ่มยานยนต์ไม่ได้รับผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน ผู้นำเข้าในหลายกลุ่มมีแนวโน้มป้องกันความเสี่ยงเพิ่มขึ้นโดยเฉพาะกลุ่มการผลิตถ่านโค้กและผลิตภัณฑ์จากการกลั่นปิโตรเลียมที่มีสัดส่วนการป้องกันความเสี่ยงสูงขึ้นมากเมื่อเทียบกับอดีต (รูปที่ 6)

### 3. ความสัมพันธ์ของอัตรการป้องกันความเสี่ยง (Hedging Ratio) กับอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์ สรอ.

ในส่วนนี้เป็นการหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตรการป้องกันความเสี่ยง (Hedging Ratio)<sup>3</sup> กับอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์ สรอ. โดยใช้ข้อมูลอัตรการป้องกันความเสี่ยงรายเดือนตั้งแต่เดือนเมษายน 2004 ถึง เดือนกรกฎาคม 2013

รูปที่ 7: Hedging Ratio ของผู้ส่งออกเปรียบเทียบกับอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์ สรอ.



ที่มา: คำนวณโดยผู้เขียน

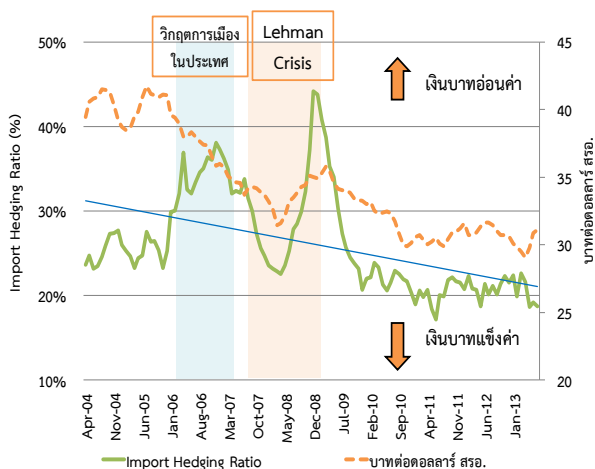
จากรูปที่ 7 พบว่า อัตรการป้องกันความเสี่ยง (Hedging Ratio) ของผู้ส่งออกไทยมีแนวโน้มสูงขึ้น โดย Hedging Ratio ของผู้ส่งออก ณ เดือน กรกฎาคม 2013 คิดเป็นร้อยละ 46.8 ซึ่งมากกว่าค่าเฉลี่ยต่อเดือนในอดีตที่มีค่าเท่ากับ 34.5 และมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราแลกเปลี่ยนคือผู้ส่งออกป้องกันความเสี่ยงน้อยลงเมื่อบาทอ่อนค่า และป้องกันความเสี่ยงมากขึ้นเมื่อบาทแข็งค่า โดยมีค่าสหสัมพันธ์ประมาณ -0.8 เนื่องจากผู้ส่งออกได้รายรับเป็นสกุลเงินต่างประเทศ เมื่อเงินบาทอ่อนค่าผู้ส่งออกจะได้ประโยชน์เนื่องจากสามารถแลกเงินต่างประเทศกลับมาเป็นเงินบาทได้

<sup>3</sup> ข้อมูลยอดคงค้างการป้องกันความเสี่ยงของผู้ส่งออกและผู้นำเข้าหารด้วยมูลค่าการส่งออกหรือมูลค่านำเข้า 3 เดือน

ในจำนวนที่มากขึ้น นอกจากนี้ จะสังเกตเห็นได้ว่า Hedging Ratio มีการพุ่งขึ้นไปแตะจุดสูงสุดที่เกือบร้อยละ 60 ในช่วงวิกฤต Lehman เนื่องจากผู้ประกอบการมีความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนที่อาจเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ เมื่อใช้วิธี Cross Correlation<sup>4</sup> เพื่อหาความสัมพันธ์นำและความสัมพันธ์ตาม พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนมีความสามารถในการเป็นดัชนีชี้หน้า Hedging Ratio อยู่ 1 เดือน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) เท่ากับ -0.28 ซึ่งหมายถึง หากอัตราแลกเปลี่ยนแข็งค่าขึ้น ผู้ส่งออกจะป้องกันความเสี่ยงมากขึ้นหลังจากนั้น 1 เดือน แสดงนัยได้ว่าผู้ส่งออกมีพฤติกรรมที่จะรอดูทิศทาง การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนก่อนการตัดสินใจทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยง

รูปที่ 8: Hedging Ratio ของผู้นำเข้าเปรียบเทียบกับอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์ สรอ.



ที่มา: คำนวณโดยผู้เขียน

อัตราการป้องกันความเสี่ยงของผู้นำเข้าไทยมีแนวโน้มลดลงเล็กน้อย โดย Hedging Ratio ของผู้นำเข้า ณ เดือนกรกฎาคม 2013 คิดเป็นร้อยละ 18.7 ซึ่งน้อยกว่าค่าเฉลี่ยต่อเดือนในอดีตที่อยู่ที่ร้อยละ 26.1 และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราแลกเปลี่ยน (รูป 8) กล่าวคือผู้นำเข้าป้องกัน

ความเสี่ยงน้อยลงเมื่อบาทแข็งค่า และป้องกันความเสี่ยงมากขึ้นเมื่อบาทอ่อนค่า โดยมีค่าสหสัมพันธ์ประมาณ 0.4 เนื่องจากผู้นำเข้าต้องชำระค่าสินค้าเป็นเงินตราต่างประเทศ เมื่อเงินบาทแข็งค่า ผู้นำเข้าจะได้ประโยชน์เนื่องจากสามารถแลกเงินตราต่างประเทศโดยใช้เงินบาทในจำนวนที่น้อยลง นอกจากนี้ จะสังเกตเห็นได้ว่า Hedging Ratio ของผู้นำเข้าพุ่งสูงขึ้นเป็นร้อยละ 38 ในช่วงที่มีวิกฤตการณ์เมืองในประเทศ และแตะจุดสูงสุดที่ร้อยละ 44 ในช่วงวิกฤต Lehman

สำหรับผู้นำเข้า พบว่าอัตราแลกเปลี่ยน มีความสามารถในการเป็นดัชนีชี้หน้า Hedging Ratio อยู่ 1 เดือนเช่นกัน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.27 ซึ่งหมายถึง หากอัตราแลกเปลี่ยนอ่อนค่าลงผู้นำเข้าจะป้องกันความเสี่ยงมากขึ้นหลังจากนั้น 1 เดือน ซึ่งแสดงนัยได้ว่าผู้นำเข้ามีพฤติกรรมที่จะรอดูทิศทางอัตราแลกเปลี่ยนก่อนการตัดสินใจทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยง เช่นเดียวกับผู้ส่งออกซึ่งสอดคล้องกับผลสำรวจบริษัทในไทยที่มีการป้องกันความเสี่ยง โดย ยรรยง และคณะ (2005) พบว่าบริษัทส่วนใหญ่ (ร้อยละ 73) มักป้องกันความเสี่ยงเพียงบางส่วนและมีการปรับสัดส่วนมากน้อยตามทิศทางแนวโน้มอัตราแลกเปลี่ยนในขณะนั้น

หากพิจารณาถึงระดับอัตราการป้องกันความเสี่ยงเปรียบเทียบกับต่างประเทศ พบว่าอัตราการป้องกันความเสี่ยงของผู้ประกอบการไทยยังน้อยกว่าประเทศพัฒนาแล้วอย่างนิวซีแลนด์ และแคนาดา แต่อยู่ในระดับใกล้เคียงกับประเทศกำลังพัฒนาในเอเชียเช่น อินโดนีเซีย จากผลการสำรวจของ PwC New Zealand ในปี 2012 พบว่าบริษัทในประเทศนิวซีแลนด์มีอัตราการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนคิดเป็นร้อยละ 77 ของธุรกรรมที่เปิดรับความเสี่ยง (FX Exposure) และจากผลการสำรวจของ Staskov และ Kozak (2012) ในปี 2012 พบว่า บริษัทในประเทศแคนาดามีอัตราการป้องกันความเสี่ยงประมาณร้อยละ 50 ของธุรกรรมที่

<sup>4</sup> Correlation Significant ที่ 5 % Level



เปิดรับความเสี่ยง อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันหลายบริษัทได้มีการเพิ่มนโยบายการป้องกันความเสี่ยงจากเดิมร้อยละ 40 ถึง 50 เป็นร้อยละ 60 ถึง 70 ของธุรกรรมที่เปิดรับความเสี่ยงของบริษัท ในส่วนของประเทศอินโดนีเซีย พบว่า รัฐวิสาหกิจต่างๆ ยังมีการทำธุรกรรม Spot สูงถึงร้อยละ 73 อย่างไรก็ตามทิศทางการกำลังส่งเสริมและหวังว่าผู้ประกอบการในประเทศจะเพิ่มการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงเช่น Forward หรือ Swap มากขึ้น<sup>5</sup>

ทั้งนี้ ปัจจัยหลักสำคัญที่ทำให้ผู้ประกอบการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงน้อย (ครธาฤทธิ์ และ ธนา, 2010) คือ การขาดความรู้ความเข้าใจในการป้องกันความเสี่ยง ความเชื่อว่าการจะดูแลค่าเงินไม่ให้ผันผวน และการที่ค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงค่อนข้างสูง สอดคล้องกับงานวิจัยที่ใช้วิธีการสำรวจและการสัมภาษณ์เชิงลึก (In-depth Interview) โดย อาชนัน (2013) ที่พบว่าผู้ประกอบการไม่นิยมป้องกันความเสี่ยงเนื่องจากเห็นว่าเป็นเรื่องยุ่งยากและมีค่าธรรมเนียมที่แพง

อย่างไรก็ดี ในปัจจุบันหน่วยงานต่างๆ รวมทั้ง ธปท. ได้มีการเผยแพร่ความรู้เรื่องการป้องกันความเสี่ยงมากขึ้นเช่นการจัดอบรมและการจัดทำหนังสือ “เรื่องน่ารู้เกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน” โดยมุ่งหวังที่จะเพิ่มความเข้าใจให้ผู้ประกอบการในด้านการบริหารความเสี่ยงให้มากขึ้น โดยผู้ประกอบการควรมุ่งเน้นการทำกำไรจากดำเนินงานของธุรกิจไม่ใช่การหวังกำไรจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน

#### 4. ข้อสรุป

10 ปีที่ผ่านมา อัตราการป้องกันความเสี่ยงของผู้ส่งออกมีแนวโน้มสูงขึ้น ขณะที่ของผู้นำเข้ามีแนวโน้มลดลงเล็กน้อยเนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยผู้ประกอบการไทยนิยมเลือกใช้ธุรกรรม Forward ในการป้องกัน

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมากเป็นอันดับหนึ่งเนื่องจากเป็นธุรกรรมที่ง่ายต่อการใช้งานและไม่มีค่าธรรมเนียมเริ่มต้น

ผู้ส่งออกนิยมป้องกันความเสี่ยงในระยะที่ยาวกว่า 3 เดือนขึ้นไป ขณะที่ผู้นำเข้านิยมป้องกันความเสี่ยงในระยะที่สั้นกว่า 3 เดือน โดยทั้งผู้ส่งออกและผู้นำเข้าจะเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนโดยมีคาดการณ์ที่ยาวขึ้น เพื่อลดทอนความเสี่ยงที่เกิดจากทั้งความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางของที่ทำให้ผู้ประกอบการเสียประโยชน์

ในส่วนของพฤติกรรมกรรมการป้องกันความเสี่ยงในมิติจุลภาคในแง่ของอุตสาหกรรม พบว่าผู้ประกอบการมีแนวโน้มป้องกันความเสี่ยงเพิ่มขึ้นในหลากหลายอุตสาหกรรมเมื่อเทียบกับในอดีต

อัตราการป้องกันความเสี่ยงของผู้ส่งออกมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์ สรอ.คือผู้ส่งออกมีอัตราการป้องกันความเสี่ยงน้อยลงเมื่อเงินบาทอ่อนค่าขณะที่สำหรับผู้นำเข้าพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกคือมีอัตราการป้องกันความเสี่ยงมากขึ้นเมื่อเงินบาทอ่อนค่า โดยทั้งผู้ส่งออกและผู้นำเข้ามีพฤติกรรมดูทิศทางอัตราแลกเปลี่ยนก่อนการตัดสินใจทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยง นอกจากนี้ อัตราการป้องกันความเสี่ยงของผู้ประกอบการไทยยังน้อยกว่าประเทศพัฒนาแล้วอย่างนิวซีแลนด์ และแคนาดา แต่ใกล้เคียงกับประเทศกำลังพัฒนาในเอเชียเช่น อินโดนีเซีย

<sup>5</sup> Bank Indonesia Regulates Currency Hedging for Stable Rupiah, Bloomberg retrieved on 28<sup>th</sup> October 2013

## References

Corporate Treasury Advisors Asia-Pacific Risk Management (2012), Treasury Broadsheet, p. 7

Hull, John C. (2006), Fundamental of Futures and Options market, Pearson Education, Inc., New Jersey, p. 707

Staskow, Rhonda and Kozak (2012), Summary of the 2012 Survey on Canadian Foreign Exchange Hedging

ศธาฤทธิ์ สิทธิกุล และ ณชา อนันต์โชติกุล (2010) “พฤติกรรมและปัญหาอุปสรรคในการบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของผู้ประกอบการไทย” ธนาคารแห่งประเทศไทย

ยรรยง ไทยเจริญ, พรรณพิลาส เรืองวิสุทธิ และ จิระพล มหุดติการ (2005) “การเสริมสร้างความแข็งแกร่งของเศรษฐกิจไทยในการรองรับความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน” บทความสัมมนาวิชาการประจำปี 2548 ธนาคารแห่งประเทศไทย

สุรียพร วนานุกันต์ พรนภา สิลลาพรชัย ไพบูลย์ พงษ์ไพเชษฐ และ ปริญญา สุทธิสถิต (2011) “ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนและข้อจำกัดในการป้องกันความเสี่ยง” ธนาคารแห่งประเทศไทย

อาชนัน เกาะไพบูลย์ (2013) “ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนกับพฤติกรรมกรรมการประกันความเสี่ยง: นัยต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของไทย” เสนอต่อ มูลนิธิ 50 ปี ธนาคารแห่งประเทศไทย

ผู้เขียนขอขอบคุณ หลายท่านในสายนโยบายการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง คุณเสาวณี จันทะพงษ์ คุณศุภโชค ถาวรไกรวงศ์ และคุณสุรัช แทนบุญ สำหรับหัวข้อการศึกษา และคำแนะนำเกี่ยวกับวิธีการศึกษา คุณชิตชนก อันโนนจารย์ และ คุณพลิชฐ์ โชติวัฒนะกุล สำหรับวิธีการเลือกใช้และวิเคราะห์ข้อมูล คุณสมบุญ รัตนสุวรรณ และ คุณอังสุปาลี วัชรเกียรติ ฝ่ายสถิติ และข้อสนเทศ สำหรับข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ คุณพรวิภา ตั้งเจริญมั่นคง คุณณชา อนันต์โชติกุล คุณทิพวรรณ ทนนกลิ่น และคุณอวิกา พุทธานุกาพ สำหรับคำแนะนำในด้านการเขียนที่ช่วยทำให้บทความนี้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น

## Contact authors :



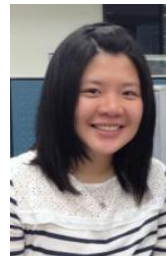
**บุญทิศา ชีวะตระกูลกิจ**

เศรษฐกร

ฝ่ายนโยบายเศรษฐกิจการเงิน

สายนโยบายการเงิน

[BoondhiC@bot.or.th](mailto:BoondhiC@bot.or.th)



**ประภาพร ผู่วานิช**

นักศึกษาฝึกงาน

University of Washington

[Antf@uw.edu](mailto:Antf@uw.edu)