

บทที่ 3

ทฤษฎีและแนวคิดที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าภายใต้การใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ ได้นำทฤษฎีมาประกอบการพิจารณาดังนี้

ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Interest rate parity theory – IRP)

อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราทั้งอัตราทันทีและอัตราล่วงหน้าได้รับอิทธิพลอย่างมากจากนโยบายการเงินของแต่ละประเทศ การเปลี่ยนแปลงเรื่องอัตราดอกเบี้ยในประเทศ จะก่อให้เกิดความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ ซึ่งยังมีผลต่อไปยังผู้แสวงหากำไร จากการเคลื่อนไหวของเงินทุนระยะสั้นในตลาดเงินแต่ละประเทศ ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค นับเป็นสิ่งที่ช่วยโยงตลาดเงินในประเทศกับเงินตราต่างประเทศเข้าด้วยกัน ทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค อธิบายว่า ถ้าไม่พิจารณาเรื่องต้นทุนในการทำธุรกรรม (transaction costs) แล้ว หลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเหมือนกัน และมีกำหนดการไถ่ถอนเท่ากันของแต่ละประเทศอาจจะมีอัตราดอกเบี้ยแตกต่างกัน ซึ่งความแตกต่างกันนี้จะมีค่าเท่ากับ “forward discount” หรือ “forward premium” ของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ แต่จะมีเครื่องหมายตรงกันข้าม¹⁵

การเคลื่อนย้ายเงินทุนระยะสั้นเพื่อหาผลตอบแทนที่สูงกว่าจะเป็นตัวกำหนดความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนทันทีกับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าว่าจะแตกต่างกันมากน้อยเพียงใด ซึ่งโดยทั่วไป ถ้าไม่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน นักลงทุนก็จะเคลื่อนย้ายเงินทุนไปลงทุนยังแหล่งที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า หรือลงทุนในสกุลเงินที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า โดยไม่มีข้อจำกัดด้านภาษี และการควบคุมการโอนเงินต่างๆ เป็นต้น แต่ในโลกของความเป็นจริงนักลงทุนจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่สืบเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์และอุปทานของเงินตราต่างประเทศ ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนแปลง ขึ้นๆ ลงๆ ไม่แน่นอน ดังนั้น นักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยง (Risk Averse) ก็จะทำการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน โดยการทำสัญญาขายสกุลเงินของเงินต้นและผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุน เพื่อให้ได้

¹⁵วัฒนพร พึ่งบุญ ณ อยุธยา และพัชรารัตน์ ชัยปาณี, การเงินระหว่างประเทศ (บทวิชาการพิมพ์, 2531), หน้า 51.

สกุลเงินท้องถิ่นของตนเองในตลาดล่วงหน้า ณ วันที่ลงทุน ซึ่งทำให้ทราบรายรับในอนาคตที่แน่นอน กระบวนการดังกล่าวนี้ เรียกว่า Covered Interest Arbitrage (CIA)

การที่ตลาดเงินเป็นตลาดเสรี และมีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ก็จะทำให้การแสวงหากำไรดังกล่าวข้างต้นจะเกิดขึ้นไม่นาน เพราะกระบวนการ Covered Interest Arbitrage จะผลักดันให้ตลาดเงินและตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศเข้าสู่ภาวะดุลยภาพตามทฤษฎีอัตราดอกเบี้ยเสมอภาค (Interest Rate Parity Theory) ซึ่งก็หมายความว่า ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราผลตอบแทน จากการลงทุนระหว่างตลาด 2 ตลาด ถูกชดเชยด้วยความแตกต่างของอัตราแลกเปลี่ยนทันที กับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าที่มีเครื่องหมายตรงข้ามกันนั่นเอง โดยจะอธิบายรายละเอียดเพิ่มเติมดังต่อไปนี้

สมมติให้

1. มีประเทศ 2 ประเทศ และเงินตรา 2 สกุล คือ ประเทศสหรัฐฯ ใช้เงินดอลลาร์สหรัฐฯ และประเทศไทย ใช้สกุลเงินบาท
2. อัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศไม่เท่ากัน โดยที่อัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ เท่ากับ i_S และอัตราดอกเบี้ยในไทยเท่ากับ i_B

ถ้าอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ นักลงทุนในสหรัฐฯ ก็จะย้ายเงินมาลงทุนในประเทศไทย เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงกว่า และเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงสุด นอกจากจะคำนึงถึงเรื่องอัตราดอกเบี้ยแล้ว นักลงทุนจะต้องคำนึงถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราของทั้งสองประเทศด้วย ดังนี้

กรณีที่ 1 ถ้าไม่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (No Exchange Risk) นักลงทุนก็จะไปลงทุนในประเทศที่ให้อัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่า คือ จะย้ายเงินมาลงทุนในประเทศไทย

กรณีที่ 2 ถ้ามีความเสี่ยงหรือการเปลี่ยนแปลงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Risk) กรณีนี้นักลงทุนจะต้องคำนึงถึงความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศไทยกับประเทศสหรัฐฯ ไปพร้อมกับอัตราแลกเปลี่ยนด้วย เพราะถ้านักลงทุนเคลื่อนย้ายเงินไปลงทุนในประเทศไทย แต่ถ้าหาก ในอีก 1 ปี ข้างหน้า ค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนตัวลงมากกว่าส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย นักลงทุนก็จะขาดทุนจากการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนจากประเทศสหรัฐฯ ไปลงทุนในประเทศไทยแต่ในทางตรงกันข้าม ถ้าค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ นักลงทุนนอกจากจะได้กำไรจากความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยกับสหรัฐฯ แล้ว ยังได้กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนในส่วนของค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นด้วย

จากการที่นักลงทุนต้องเผชิญกับความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าว นักลงทุนก็สามารถทำการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนได้ โดยการเข้าไปซื้อขาย

เงินตราต่างประเทศในตลาดซื้อขายเงินตราล่วงหน้า ด้วยการขายเงินบาทล่วงหน้า ทั้งเงินต้นและผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุน ให้กับธนาคารพาณิชย์ ณ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

จากที่กล่าวข้างต้น สามารถสรุปได้ดังนี้

ก. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า = อัตราแลกเปลี่ยนทันที (กรณีที่ไม่มี การเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน) นักลงทุนก็จะเคลื่อนย้ายเงินทุนไปลงทุนในประเทศไทย เพราะจะได้ผลตอบแทนเท่ากับ ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยทั้งสองประเทศ

ข. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า > อัตราแลกเปลี่ยนทันที (กรณีที่ค่าเงินบาทอ่อนตัวลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ) นักลงทุนก็จะทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนจากความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของทั้งสองประเทศและการขาดทุนจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ถ้าผลตอบแทนจากความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของทั้งสองประเทศมีมากกว่าผลขาดทุนจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน นักลงทุนก็จะเข้ามาลงทุนในประเทศไทย แต่ถ้าได้ผลในทางตรงกันข้าม เขาก็จะไม่เข้ามาลงทุนในประเทศไทย

ค. อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า < อัตราแลกเปลี่ยนทันที (กรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ) นักลงทุนก็จะเคลื่อนย้ายเงินมาลงทุนในประเทศไทย เพราะทำให้ได้ผลตอบแทนจากความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของทั้งสองประเทศ และได้กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน

จากที่กล่าวข้างต้น จะเห็นว่า การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศขึ้นอยู่กับ 2 ปัจจัย คือ

1. ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ย
2. การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน

สามารถคำนวณ Forward Premium (Discount) ได้ดังนี้

โดยให้ F_t = Forward Rate (อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 1 ปีของเงินดอลลาร์สหรัฐ ในรูปเงินบาท)

S_o = Spot Rate (อัตราแลกเปลี่ยนทันทีของเงินดอลลาร์สหรัฐ ในรูปเงินบาทที่มีการซื้อขายและส่งมอบทันที)

F_{Pt} = Forward Premium (Discount)

Forward Premium (Discount) = $\frac{F_t - S_o}{S_o}$

S_o

ถ้า $F_{Pt} > 0$ แสดงว่า เงินดอลลาร์สหรัฐมีค่าเป็นส่วนเพิ่ม (Premium) เมื่อเทียบกับเงินบาท

$F_{Pt} < 0$ แสดงว่า เงินดอลลาร์สหรัฐมีค่าเป็นส่วนลด (Discount) เมื่อเทียบกับเงินบาท

จากภาวะตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศที่ไม่อยู่ในภาวะดุลยภาพ คือ ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยไม่เท่ากับ Forward Premium (Discount) ก็จะเกิดการทำให้ Covered Interest Arbitrage (CIA) ต่อไปเรื่อย ๆ จนกระทั่ง ตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศ เข้าสู่ภาวะดุลยภาพโดยที่ไม่ถูกทางการแทรกแซง ซึ่งหมายความว่า ความแตกต่างของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าและอัตราแลกเปลี่ยนทันที เท่ากับ ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ย 2 ประเทศ ที่พิจารณา ซึ่งเรียกว่าเกิด Interest Rate Parity or Neutrality Condition นั้นเอง

กรณีที่อัตราดอกเบี้ยในไทยสูงกว่าในสหรัฐฯ นักลงทุนก็จะใช้ประโยชน์จากความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ย โดยเข้ามาลงทุนในประเทศไทย ทำให้มีการขายดอลลาร์เพื่อเงินบาทในตลาดซื้อขายทันที (The Spot Market) เพื่อนำเงินบาทไปลงทุน และในขณะเดียวกันนักลงทุนก็จะขายเงินต้นและผลตอบแทนในตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าเพื่อให้ได้เงินดอลลาร์สหรัฐกลับคืนมา จากการกระทำดังกล่าวจะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนทันที (Spot Rate) ของเงินบาทสูงขึ้น เมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐ และอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Rate) ของเงินดอลลาร์สหรัฐลดลง เพราะอุปสงค์ในเงินบาทจะเพิ่มขึ้น ในขณะที่อุปสงค์ในดอลลาร์สหรัฐในตลาดทันทีจะลดลง การกระทำดังกล่าว จะมีผลต่อ อัตราส่วนลดล่วงหน้า (Forward Discount) ของเงินบาทในทางเพิ่มขึ้น ในเมื่อจะมีอุปทานของเงินบาทล่วงหน้ามากกว่าอุปสงค์ของเงินบาทที่มีอยู่ ณ ขณะนั้น อัตราส่วนลดล่วงหน้า (Forward Discount) ของเงินดอลลาร์ เมื่อเทียบกับเงินบาท(\$/฿) ก็จะสูงขึ้น ในเวลาเดียวกัน ขณะที่เงินทุนไหลออกจากสหรัฐฯก็ทำให้อัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้น และการที่เงินทุนไหลเข้าประเทศไทยก็จะทำให้อัตราดอกเบี้ยลดต่ำลงซึ่งเราเรียกกระบวนการนี้ว่า Covered Interest Arbitrage ซึ่งก็จะดำเนินต่อไปเรื่อยๆ ในที่สุดก็จะทำให้การลงทุนในสหรัฐฯและประเทศไทยให้ผลตอบแทนเท่ากัน คือ ความแตกต่างของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และ อัตราแลกเปลี่ยนทันที เท่ากับความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯ

อย่างไรก็ตาม ในความเป็นจริงการทำกำไรจากส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของทั้ง 2 ประเทศ (Arbitrage) ในเวลาเดียวกันนั้นทำได้ค่อนข้างยาก เนื่องจากมีข้อจำกัดและการควบคุมของรัฐบาลหลายๆ ประเทศ ในการไหลเข้าออกของเงินทุนต่างประเทศ และการทำกำไรจากส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของ 2 ตลาดนี้ จะมีประสิทธิภาพดีก็ต่อเมื่อความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ 2 ประเทศ มีความแตกต่างกันมาก¹⁶ นอกจากนี้ การเคลื่อนย้ายเงินทุนก็จะต้องมี Transaction Cost เกิดขึ้นทุกครั้งด้วย เช่น ต้นทุนในการโอนเงิน เป็นต้น

¹⁶ Alan C. Shapiro, *Foundations of Multinational Financial Management*, 149.

การคาดการณ์อย่างมีประสิทธิภาพ (Rational Expectations)¹⁷

การคาดการณ์อย่างมีประสิทธิภาพ เป็นการคาดการณ์ที่เน้นถึงการรวบรวมและการเป็นเจ้าของข้อมูลของหน่วยเศรษฐกิจต่าง ๆ เพื่อที่จะนำข้อมูลเหล่านี้ไปใช้ให้เกิดประโยชน์ในการคาดการณ์เกี่ยวกับพฤติกรรมของตัวแปรที่ต้องการในแหล่งข้อมูล (Information Set) ของผู้คาดการณ์อย่างมีประสิทธิภาพนี้จะประกอบด้วยข้อมูลในอดีตของตัวแปรที่ต้องการพยากรณ์และตัวแปรอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง ข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างของระบบเศรษฐกิจ และข้อมูลเกี่ยวกับนโยบายของภาครัฐบาลซึ่งหมายความว่า ข้อมูลที่สามารถหาได้ (Available Information) ถูกรวบรวมไว้ในแหล่งข้อมูลเพื่อที่จะนำมาใช้ในการคาดการณ์ ในกรณีที่แบบจำลองที่กระทบจากตัวรบกวนในระบบผู้พยากรณ์จะรู้ถึงคุณสมบัติทางสถิติของตัวรบกวน (Random Disturbances หรือ Random Shocks) เหล่านี้ด้วย

ในการคาดการณ์ ผู้คาดการณ์จะนำข้อมูลเหล่านี้มาใช้อย่างมีประสิทธิภาพ ด้วยเหตุนี้ความผิดพลาดในการคาดการณ์จะไม่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งมีได้หมายความว่า การคาดการณ์จะไม่มีการผิดพลาดเกิดขึ้น แต่เมื่อมีการผิดพลาดเกิดขึ้น ผู้คาดการณ์จะเรียนรู้ถึงความผิดพลาดดังกล่าวอย่างรวดเร็วและนำมาแก้ไขในการคาดการณ์ครั้งต่อไป จะส่งผลให้การคาดการณ์เกี่ยวกับตัวแปรที่กำลังสนใจโดยเฉลี่ยแล้วถูกต้องเสมอ

ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษานี้ได้มีการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องและนำมาเป็นพื้นฐานในการศึกษาดังต่อไปนี้

สนอง แซ่มรัมย์ (2533) : ทำการศึกษาประสิทธิภาพตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศของไทยในช่วงเดือนพฤศจิกายน 2527 ถึงเดือนมีนาคม 2531 และศึกษาเฉพาะอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐเทียบกับเงินบาทชนิดรายเดือน โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ประเด็นคือ

ประเด็นแรกเป็นการทดสอบแนวคิดที่ว่าตลาดสามารถใช้อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Rate) เป็นตัวทำนายอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต (Future Spot Rate) ได้อย่างถูกต้องเพียงใด

¹⁷ จานิสร์ จาตุรงค์กุล. "การคาดการณ์อย่างมีประสิทธิภาพ (Rational Expectations) กับนโยบายเศรษฐกิจมหภาค". วารสารเศรษฐศาสตร์ธรรมศาสตร์. 7,4 (ธันวาคม 2532) : 45-46.

ประเด็นที่สอง เป็นการทดสอบว่าตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศของไทยมีประสิทธิภาพในระดับ Weakly Efficient Market หรือไม่ โดยถ้าตลาดมีประสิทธิภาพแล้วการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในแต่ละช่วงเวลาจะต้องเป็นไปแบบสุ่ม ตลาดไม่สามารถใช้ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนในอดีต มาเป็นประโยชน์ในการแสวงหากำไรส่วนเกินปกติ (Unusual Profit) ได้ เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนจะมีการปรับตัวไปตามข้อมูลหรือข่าวสารใหม่ ๆ ที่เกิดขึ้นและมีการเผยแพร่ออกสู่ตลาดโดยการทดสอบนี้จะอยู่บนสมมติฐาน คือ คนมีการคาดการณ์แบบ Risk Neutral ธนาคารกลางจะต้องไม่เข้าแทรกแซงการซื้อขายเงินตราต่างประเทศในตลาดและค่า Risk Premium มีค่าเป็นศูนย์ หรือมีค่าคงที่

ผลการศึกษา พบว่า ผลการทดสอบได้ปฏิเสธแนวความคิดที่ว่า อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Rate) เป็นตัวทำนายอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต (Future Spot Rate) ได้อย่างถูกต้อง โดยอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 1 เดือน ระหว่างเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ เทียบกับเงินบาทที่คิดมาจากค่าเฉลี่ย Forward Premium 1 เดือน สามารถอธิบายอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต 1 เดือน ได้เพียงร้อยละ 18.7 และพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนในอดีตมีความสัมพันธ์กับอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต นอกจากนี้จากผลการทดสอบ พบว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนแต่ละช่วงเวลามีความสัมพันธ์ต่อกัน และ อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 1 เดือน ระหว่างเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐเทียบกับเงินบาท สามารถทำนายอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต 1 เดือน ได้เพียงร้อยละ 59 และอัตราแลกเปลี่ยนในอดีต 2 เดือน สามารถอธิบายอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต 1 เดือนได้ร้อยละ 35.5 ซึ่งเป็นข้อสรุปว่า ตลาดเงินตราต่างประเทศของไทยในช่วง เดือน พฤศจิกายน 2527 ถึง เดือนมีนาคม 2531 ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับ Weakly Efficient Market เนื่องจากตลาดสามารถใช้อัตราแลกเปลี่ยนในอดีตมาเป็นประโยชน์ในการทำนายอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตได้

ลลิตพันธุ์ พิริยะพันธุ์ (2536) : ทำการศึกษาค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าในประเทศไทย เป็นกรณีศึกษาของค่าพรีเมียมในการซื้อขยล่วงหน้าระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งเป็นการศึกษาเชิงพรรณนาและการศึกษาเชิงปริมาณควบคู่กันไป โดยเริ่มตั้งแต่เดือนมกราคม 2525 ถึง มิถุนายน 2535 ซึ่งครอบคลุมช่วงที่ประเทศไทยใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ (Fixed Exchange Rate) จนกระทั่งเดือน พฤศจิกายน 2527 ประเทศไทยได้เปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้า (Basket of Currencies) ลักษณะข้อมูลที่นำมาศึกษาจะเป็นข้อมูลรายเดือนและรายไตรมาส ในการศึกษานี้มีพื้นฐานในการวิเคราะห์ คือ มี Risk Premium เกิดขึ้นในตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศของไทย

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อค่าพรีเอมิยมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า คือ

$$FP_t = a_1 + b_1 Dr_t + b_2 EXG_{t-1} + b_3 DINF_{t-1} + b_4 RESIMP_{t-2} + b_5 CAGDP_{t-3} + b_6 DUM_t$$

โดยที่

FP_t	= ค่าพรีเอมิยม ในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า
Dr_t	= ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของเงินบาทกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของเงินดอลลาร์สหรัฐ
EXG_{t-1}	= อัตราแลกเปลี่ยนใน period ที่แล้ว
$DINF_{t-1}$	= ส่วนต่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อของไทยกับอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ
$RBSIMP_{t-2}$	= เงินสำรองระหว่างประเทศเทียบกับมูลค่าการนำเข้า
$CAGDP_{t-3}$	= ดุลบัญชีเดินสะพัดเทียบกับ GDP
DUM_t	= การแทรกแซงของทางการ

ผลการศึกษา พบว่า ในช่วงที่ประเทศไทยใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ การเปลี่ยนแปลงของค่าพรีเอมิยมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าจะไม่ค่อยสอดคล้องกับการเคลื่อนไหวของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของเงินบาทกับอัตราดอกเบี้ยของเงินดอลลาร์สหรัฐ ทั้งนี้เนื่องจากธุรกิจต่าง ๆ ไม่เห็นความจำเป็นในการทำการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ในขณะที่ประเทศไทยใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้า ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินบาทกับอัตราดอกเบี้ยเงินดอลลาร์สหรัฐเป็นปัจจัยหลักที่มีอิทธิพลต่อค่าพรีเอมิยม นอกจากนี้ปัจจัยที่ส่งผลต่อการคาดการณ์ค่าของเงินในอนาคต ระหว่างค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐก็มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าพรีเอมิยม ทั้งในช่วงการใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่และอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน อันได้แก่ ดุลบัญชีเดินสะพัดเมื่อเปรียบเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศและเงินสำรองระหว่างประเทศเมื่อเทียบกับมูลค่าการนำเข้า รวมทั้งภาวะเศรษฐกิจและการเมืองของประเทศสหรัฐฯ และประเทศมหาอำนาจต่าง ๆ และการแทรกแซงตลาดของทางการก็เป็นปัจจัยที่สำคัญอีกประการหนึ่งที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าพรีเอมิยมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าของไทย

ในช่วงเดือน มกราคม 2528 – ธันวาคม 2535 (ซึ่งเป็นการศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทกับสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่เป็น อัตราดอกเบี้ยชนิดเฉลี่ยรายเดือน)

พิเชษฐ์ พรหมมุข (2541) : ทำการศึกษาการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อค่าพรีเมียมและค่าชดเชยความเสี่ยงในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าในช่วงเดือนมกราคม 2528 ถึง ธันวาคม 2535 ซึ่งเป็นการศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทกับสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่เป็นอัตราดอกเบี้ยชนิดเฉลี่ยรายเดือน โดยได้แบ่งการศึกษาเป็นสามส่วน ส่วนแรก ศึกษาการคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยนโดยใช้เทคนิค Co-integration และ Error Correction ซึ่งใช้ข้อมูลในช่วงเดือน มกราคม 2528 – ธันวาคม 2535 มาทำการคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงเดือน มกราคม 2536 – ธันวาคม 2538 โดยอิงสมมติการคาดการณ์อย่างมีเหตุผล (Rational Expectation) ส่วนที่สอง เป็นการทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ Expected Risk Premium โดยทดสอบตัวแปรที่ได้จากการศึกษาของ Fama (1984), Domowitz และ Hakio (1985) ส่วนที่สาม ทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าของไทย ซึ่งใช้ข้อมูลทางค่าพรีเมียมชนิด 1 เดือน

แบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อค่าพรีเมียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าของไทย คือ

$$fp_t = \alpha + \beta_1 exc_{t-1} + \beta_2 fp_{t-1} + \beta_3 i_t + \beta_4 cpi_t + \beta_5 (cpi)_t^* + \beta_6 (ca/gdp)_t + \beta_7 (res/m)_t + \beta_8 ms_t + \beta_9 \sigma_{m,t+1}^2 + \beta_{10} \sigma_{n,t+1}^2 + u_t$$

exc_{t-1} = ค่า log ของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาก่อนหน้า

fp_{t-1} = ค่า log ของ Forward Premium ในช่วงเวลาก่อนหน้า

i_t = ค่า log ของ สัดส่วนอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยกับสหรัฐฯ

cpi_t = ค่า log ของอัตราเงินเฟ้อ โดยเปรียบเทียบระหว่างไทยกับสหรัฐฯ

$(cpi)_t^*$ = อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อ โดยเปรียบเทียบระหว่างไทยกับสหรัฐฯ

$(ca/gdp)_t$ = ดุลบัญชีเดินสะพัดเทียบกับ GDP

$(res/m)_t$ = ค่า log ของเงินสำรองระหว่างประเทศเทียบกับมูลค่าการนำเข้าของไทย

ms_t = ค่า log ของปริมาณเงิน โดยเปรียบเทียบระหว่างไทยกับสหรัฐฯ

$\sigma_{m,t+1}^2$ = ความแปรปรวนของปริมาณเงินในประเทศไทย ณ เวลา t+1

$\sigma_{n,t+1}^2$ = ความแปรปรวนของปริมาณเงินในประเทศสหรัฐฯ ณ เวลา t+1

ผลการศึกษาพบว่า การคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตเป็นไปตามสมมติฐานของ Rational Expectation และในระยะยาว อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า สัดส่วนของอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยกับสหรัฐฯ และเงินสำรองระหว่างประเทศเทียบกับมูลค่าการนำเข้าของไทย มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต ในขณะที่ระยะสั้น อัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาที่ผ่านมา อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า สัดส่วนของอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยกับสหรัฐฯ ควบบัญชีเดินสะพัดเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และเงินสำรองระหว่างประเทศเทียบกับมูลค่าการนำเข้าของไทย มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต

ส่วนผลการทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ Expected Risk Premium พบว่าความแปรปรวนทางปริมาณเงินทั้งในและต่างประเทศ มีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของ Risk Premium ในขณะที่ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระหว่างไทยกับสหรัฐฯ ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ Risk Premium ได้

นอกจากนี้ ค่าพรีเมียในอดีต สัดส่วนของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ และ ควบบัญชีเดินสะพัดเทียบกับ GDP มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงค่าพรีเมียในปัจจุบัน

Eugene F. Fama (1984) ทำการศึกษาวัดการเปลี่ยนแปลงใน Risk Premium และอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตที่คาดการณ์ไว้ (Expected Future Spot Rate) ซึ่งเป็นองค์ประกอบของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Rate) ในช่วง 31 สิงหาคม ค.ศ. 1973 ถึง 10 ธันวาคม ค.ศ. 1982 โดยศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนทันที (Spot Exchange Rates) และ อัตราล่วงหน้าชนิด 1 เดือน (Thirty - day Forward Rates) ของอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินของประเทศสหรัฐฯ เทียบกับสกุลเงินตราต่างประเทศอีก 9 สกุล ได้แก่ สกุลเงินของประเทศเบลเยียม แคนาดา ฝรั่งเศส อิตาลี ญี่ปุ่น เนเธอร์แลนด์ สวิตเซอร์แลนด์ อังกฤษ และเยอรมันตะวันตก ในการศึกษาครั้งนี้มีสมมติฐานว่าตลาดเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพเป็นตลาด Efficient Market คือสามารถใช้ข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่และสามารถหาได้มาทำการคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต และมีการคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีเหตุผล (Rational Expectation)

Fama มองว่าอัตราล่วงหน้า (Forward Rate) สามารถแยกออกได้เป็น 2 ส่วน คือ อัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคตที่คาดการณ์ไว้ (Expected Future Spot Rate) และ Risk Premium ดังสมการ

$$F_t = E(S_{t+1}) + P_t$$

$$\begin{aligned} \text{โดยที่ } F_t &= \text{Forward Rate ที่อยู่ในเทอม logarithm} \\ E(S_{t+1}) &= \text{Expected Future Spot Rate ที่อยู่ในเทอม logarithm} \\ P_t &= \text{Risk Premium} \end{aligned}$$

ผลการศึกษาพบว่า องค์ประกอบของอัตราล่วงหน้า (Forward Rate) จะแปรผันอยู่ตลอดเวลา (Vary Through Time) ซึ่งสามารถสรุปได้ว่า การเปลี่ยนแปลงในอัตราล่วงหน้าส่วนใหญ่ เป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงใน Risk Premium เนื่องจากความแปรปรวนของ Risk Premium มีมากกว่าความแปรปรวนของ Expected Future Spot Rate และจากการทดสอบความสัมพันธ์ของ Risk Premium กับ Expected Future Spot Rate โดยวิธี Ordinary Least Square โดยใช้ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนรายเดือนในประเทศที่สำคัญ 9 ประเทศดังกล่าวข้างต้น พบว่า Risk Premium และ Expected Future Spot Rate ซึ่งเป็นองค์ประกอบของ Forward Rate นั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกัน

นอกจากนี้ Fama ยังได้อธิบายถึงความสัมพันธ์ ของ Forward Rate, Risk Premium และ Expected Future Spot Rate ภายใต้เงื่อนไขของ Interest Rate Parity, Purchasing Power Parity และ Fisher Equation ไว้ว่า Risk Premium หรือ ความแตกต่างของ Forward Rate กับ Expected Future Spot Rate เกิดจากความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงที่คาดหวัง (Expected Real rate of Return) จากการถือสินทรัพย์ของประเทศใด ๆ ดังนั้น ถ้ามีการคาดการณ์ว่าค่าเงินสกุล I จะมีค่าเพิ่มขึ้น (Expected Future Spot Rate ลดลง) เนื่องจากคาดว่าภาวะเงินเฟ้อของประเทศที่ใช้เงินสกุล I จะมีค่าต่ำกว่าเงินเฟ้อของต่างประเทศ การคาดการณ์เงินเฟ้อในลักษณะดังกล่าวจะทำให้ Expected Real Rate of Return จากการถือสินทรัพย์ของประเทศที่ใช้เงินสกุล i มีค่าเพิ่มขึ้น ซึ่งหมายถึง Risk Premium มีค่าเพิ่มขึ้นนั่นเอง

Russell S. Boyer และ F. Charles Adams (1988) : ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง Forward Premium, Risk Premium และ Expected Rate of Appreciation ในตลาดเงินตราต่างประเทศของแคนาดาในช่วงเดือน กรกฎาคม ค.ศ. 1973 ถึง พฤศจิกายน ค.ศ. 1986 ซึ่งยึดตามการศึกษาที่เกี่ยวข้องโดยเฉพาะงานวิจัยของ Fama (1984) และ Hodrick and Srivastava (1986) ในการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้ทฤษฎี Purchasing Power Parity, Interest Rate Parity, Money Demand และ Money Supply มาเป็นพื้นฐานในการสร้างแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา โดย Boyer และ Adams ได้พิจารณาให้ Risk Premium เช่น Regressor Variable และ Forward premium เป็นตัว Regressand แต่เนื่องจาก Risk Premium เป็นตัวแปรที่ไม่สามารถ Observe ได้จึงแทนด้วยความแตกต่างของ

Forward Rate กับ Future Spot Rate ซึ่งอยู่ภายใต้ข้อสมมติของ Market Rationality ที่เป็นจริง และ ได้ใช้วิธี Error-in-Variables Techniques เข้าช่วย เพื่อให้ค่าที่ประมาณได้มีความเที่ยงตรง (Unbiased Estimates) มากขึ้น

ผลการศึกษาพบว่า Risk premium และ Forward Premium มีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันแต่ Risk Premium จะมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับ Expected Rate of Appreciation of Foreign Currency ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Fama (1984) นั่นเอง

Kees G. Koedijk และ Mack Ott (1987) ได้เสนอบทความเกี่ยวกับการพิจารณา (review) ถึงการวิเคราะห์ทางด้านเศรษฐศาสตร์เกี่ยวกับบทบาทของ Risk Premium ในตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศ เริ่มต้นโดยการอธิบายถึงทฤษฎี Covered and Uncovered Interest Parity และความสัมพันธ์ระหว่างทฤษฎีข้างต้นกับ Risk Premium นอกจากนี้ยังได้พิจารณาการทดสอบประสิทธิภาพของตลาด ซึ่งได้ปฏิเสธสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดและการไม่มี Risk Premium ใน ตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า โดยได้กล่าวถึงผลการศึกษานักวิจัยหลาย ๆ ท่าน ที่ใช้สมมติฐาน ข้อมูล ช่วงเวลาที่ศึกษา และเทคนิคในการคาดการณ์ ที่หลากหลาย ซึ่งมีข้อสรุปที่สำคัญ 3 ประการ คือ

1. Forward Exchange Rate เป็นตัวทำนาย Future Spot Rate ได้ไม่ดี
2. จากการทดสอบโดยวิเคราะห์การถดถอย พบว่า Forward Rate กับ Spot Exchange Rate มีความสัมพันธ์กันในแต่ละช่วงเวลา
3. มีระบบที่สามารถทำกำไรจากการเก็งกำไรในตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศ โดยการซื้อสินทรัพย์ที่เป็นเงินตราต่างประเทศแล้วทำการขาย (ซื้อ) อัตราแลกเปลี่ยนนั้นล่วงหน้า หรืออาจใช้กลยุทธ์ Hold Strategies

นอกจากนี้ Koedijk และ Ott ยังได้พิจารณางานของ Fama (1984) และ Frankel and Froot (1986) ที่แสดงให้เห็นว่าในตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศมี Risk Premium เกิดขึ้น แต่ข้อสรุปเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดแตกต่างกัน (Market Efficiency) พร้อมกันนี้ Koedijk และ Ott ยังได้ขยายแนวการศึกษาของ Fama (1984) ออกไป โดยแบ่งช่วงการศึกษาออกเป็น Subperiod ต่าง ๆ และได้สนับสนุนผลการศึกษานักวิจัยของ Fama ที่ว่า Risk Premium เกิดขึ้น นอกจากนี้ ผู้ศึกษายังได้แนะนำว่า การทดสอบว่ามี Risk Premium เกิดขึ้นหรือไม่นั้น ไม่จำเป็นเท่ากับการสร้างแบบจำลองเพื่อศึกษาโดยตรงว่า Risk Premium ถูกกำหนดจากปัจจัยใดบ้าง

R. MacDonald and T.S. Torrance (1990) ได้นำเอาฐานข้อมูลการคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยนของ Money Market Services Ltd. (UK) ที่ได้รวบรวมไว้มาทำการทดสอบกลไกของการคาดการณ์ (Tests of Various Expectational Mechanisms) ในแต่ละสกุลเงินอัตราแลกเปลี่ยนที่ทำการศึกษาได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนของสกุลดอลลาร์สหรัฐเทียบกับเงินปอนด์อังกฤษ คอยซ์มาร์กเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ฟรังก์สวิสเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ และเยนญี่ปุ่นเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ โดยได้ทำการศึกษาในช่วง ค.ศ. 1982 – 1987 ในระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ซึ่งครอบคลุมช่วงที่เงินสกุลหลัก ๆ เหล่านี้อ่อนค่าลงและแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ ภายใต้ข้อสมมติฐานของ Rational Expectation

ผลการศึกษาพบข้อสรุปที่สำคัญดังต่อไปนี้

1. Risk Premium และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนทันที (Spot Rate) ที่คาดการณ์ไว้ เป็นองค์ประกอบที่สำคัญของ Forward Premium
2. ต่อเนื่องจากข้อสรุปในข้อ 1 ยังพบว่าการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนจะมีลักษณะที่ไม่แน่นอน ซึ่งจะมีผลต่อการสร้างแบบจำลองในเชิงทฤษฎี รวมทั้งการตั้งสมมติฐาน
3. Forward Premium ไม่สามารถใช้คาดคะเนการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนได้ดี ทั้งนี้เนื่องจากพฤติกรรมการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Aversion) และลักษณะของข้อมูลที่คาดการณ์ไว้ของ Agents
4. การคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนนั้นดูเหมือนจะตรงข้ามกับอัตราแลกเปลี่ยนของตลาด (Exchange Market) และ จากตัวอย่างย่อมนั้นก็ยังยืนยันถึงความแตกต่างดังกล่าว

จากข้อสรุปดังกล่าว รวมทั้งข้อมูลที่น่ามาศึกษา MacDonald และ Torrance ได้ให้ข้อสังเกตว่า Agents ไม่ได้ประโยชน์จากข้อมูลข่าวสารที่ได้รับ ก็คือ ไม่เป็นไปตาม ข้อสมมติฐานของ Rational Expectation ซึ่งบางทีการปฏิเสธสมมติฐานอาจเป็นผลมากจากการที่นักลงทุนใช้ข้อมูลข่าวสารที่ปราศจากเหตุผล (Irrational Information)

Cavaglia, Verxchoor และ Wolff (1994) ได้ทำการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดเงินตราต่างประเทศ โดยนำเอาเงินตราสกุลต่าง ๆ มาทำการศึกษา ซึ่งประกอบด้วยสกุลเงินเยน ญี่ปุ่น ฟรังก์สวิส ปอนด์อังกฤษ ดอลลาร์แคนาดา ฟรังก์ฝรั่งเศส กิลเดอร์ฮอลแลนด์ โลราอิตาดี ฟรังก์เบลเยียม มาร์คเยอรมัน และดอลลาร์สหรัฐ โดย 10 สกุลเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ และอีก 8 สกุล เทียบกับมาร์คเยอรมัน ข้อมูลทั้งหมดในช่วงปี ค.ศ. 1985 – 1990 ได้นำมาคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยนเงินสกุลต่าง ๆ ในช่วงปี ค.ศ. 1991 – 1992

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้ศึกษาได้มองว่า ถ้าตลาดเป็นไปตามเงื่อนไขของตลาดที่มีประสิทธิภาพ และเงื่อนไขของ Rational Expectation แล้ว Forward Premium จะประกอบไปด้วย Expected Future Spot Rate บวกกับ Risk Premium ดังสมการ

$$F_{t+k} - S_t = (E_t S_{t+k} - S_t) + P_t^k$$

โดยที่

F_{t+k}	คือ Forward Rate ที่ซื้อขายกัน ณ เวลา t แต่มีการส่งมอบกัน ณ เวลา t+k
S_t	คือ Spot Rate
$E_t S_{t+k} - S_t$	คือ Expected Rate of Depreciation ของสกุลเงินท้องถิ่นเทียบกับสกุลเงินตราต่างประเทศ
P_t^k	คือ Risk Premium

สำหรับการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาด ผู้ศึกษาได้ตั้งสมมติฐานว่า Forward Discount (Premium) เป็นตัวทำนายการเปลี่ยนแปลงของ Spot Rate ได้ดี โดยแบบจำลองที่ได้ทดสอบคือ

$$S_{t+k} - S_t = \alpha + \beta(F_{t+k} - S_t) + e_{t+k}$$

โดยที่ Null Hypothesis คือ $\alpha = 0$ และ $\beta = 1$, e_{t+k} มีค่า Mean เท่ากับศูนย์ และไม่มีความสัมพันธ์กับ F_{t+k} และจากการทดสอบโดยวิธี OLS พบว่าในทุกสกุลเงินตราต่าง ๆ Forward Discount ไม่สามารถคาดคะเนการเปลี่ยนแปลงใน Spot Rate ได้ดี ซึ่งจากการที่ Forward Discount มีความลำเอียง (Biased) ดังกล่าวมานี้ ผู้ศึกษา จึงได้ทำการทดสอบต่อไปอีก และพบว่าการละเลยเงื่อนไขของการทดแทนกันอย่างสมบูรณ์ของเงินตราหรือมี Risk Premium เกิดขึ้น

วิเชียร สุทธิเลิศวรกุล (1994) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนด Forward Premium ของเงินดอลลาร์สหรัฐ ในประเทศไทย และความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยดังกล่าวกับ Forward Premium ในการศึกษาจะใช้วิธีการวิเคราะห์ Zero-Order Correlation Coefficients และ Step-Wise Multiple Regression Analyses มาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล โดยรวบรวมข้อมูล

ทุติยภูมิ (Secondary Data) ของตัวแปรทั้งหมดจาก ธนาคารแห่งประเทศไทย U.S. Department of Commerce กระทรวงพาณิชย์ และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

ผลการศึกษา สามารถสรุปได้ดังนี้

1) Forward Premium ของเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐในประเทศไทย และความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศไทยและสหรัฐฯ มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมาก (High)

2) Forward Premium ของเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐในประเทศไทย และดุลบัญชีเดินสะพัดเมื่อเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายใน ประเทศของประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน ในระดับปานกลาง (Moderate)

3) Forward Premium ของเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐในประเทศไทยและอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์กันเล็กน้อย (Weak)

Giorgianni, Lorenzo (1996) ได้ทำการศึกษาถึงพฤติกรรมการคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนทันที (Spot Exchange Rate) และ Risk Premium ของเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ ในตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศ โดยใช้วิธีการสำรวจจากความคิดเห็นของผู้เชี่ยวชาญ (Professional Opinion Surveys) ข้อมูลที่ได้จากการสำรวจจะมีจุดเด่น คือ ปราศจากความลำเอียง เมื่อเปรียบเทียบกับ การคาดการณ์จากข้อมูลในอดีต

ผลการศึกษาสามารถตอบข้อสงสัยได้ 3 ประการดังนี้

1. การคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนมีความลำเอียง (Bias) หรือไม่
การคาดการณ์หรือพยากรณ์อัตราแลกเปลี่ยนในระยะสั้น (1 เดือน) จะไม่มีความลำเอียง (Bias) และมีลักษณะคงที่ (Static Way) ส่วนการคาดการณ์ในระยะกลาง (3 – 6 เดือน) จะมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพแบบ 1 ต่อ 1 (Cointegrated One – to – One) กับอัตราแลกเปลี่ยนทันที (Spot Rate) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าจะไม่มีความลำเอียงเกิดขึ้น เมื่อส่วนประกอบของข้อมูลมีความถี่ต่ำ

2. การคงอยู่และเสถียรภาพของ Uncovered Interest Parity (UIP)

จากการทดสอบอย่างมีเหตุผลกับส่วนประกอบต่าง ๆ ของ Uncovered Interest Parity (UIP) ในช่วงเวลาเดียวกัน แสดงให้เห็นว่า แม้ว่า Uncovered Interest Parity (UIP) จะไม่ถูกปฏิเสธจากส่วนประกอบของข้อมูลที่มีความถี่ต่ำ การเปลี่ยนแปลงที่กระทบต่อนโยบายอัตราดอกเบี้ยและปัจจัยการคาดการณ์ที่มีอยู่อย่างต่อเนื่องก่อให้เกิด Long-Lasting Diviations จาก

Uncovered Interest Parity (UIP) ซึ่งสอดคล้องกับการคงอยู่ของ Time – Varying Currency Risk Premium

3. ผลกระทบของการคาดการณ์นโยบายการคลังที่มีต่อ Risk Premium ของเงินไลรา (LIRA) อิตาลี

Risk Premium จะมีความสัมพันธ์กับ Forward Premium เป็นอย่างมาก องค์ประกอบที่ทำนายได้ของ Risk Premium สามารถอธิบายได้บางส่วนจากการเคลื่อนไหวของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ตัวอย่างเช่น การคาดการณ์ความผันผวนของตัวแปรด้านนโยบายการคลังในอิตาลี จะผันแปรไปในทิศทางเดียวกันกับ Risk Premium ของเงินไลรา (LIRA) อิตาลี

สรุปผลงานศึกษาที่เกี่ยวข้อง

จากงานศึกษาหลาย ๆ งานที่ผ่านมาที่เกี่ยวกับตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศทั้งในและต่างประเทศ ส่วนใหญ่จะเป็นการศึกษาเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศ ซึ่งเป็นการพิจารณาว่าตลาดสามารถใช้ข้อมูลข่าวสารในอดีต (อัตราแลกเปลี่ยนในอดีต) มาทำนายอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตได้หรือไม่ และศึกษาว่าอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Rate) จะเป็นตัวทำนายอัตราแลกเปลี่ยนทันทีในอนาคต (Future Spot Rate) ได้ดีหรือไม่ ตัวอย่างงานศึกษา เช่น งานของสโนง แซ่มรัมย์ Fama (1984) และงานของ Boyer and Adams เป็นต้น

งานศึกษาในฉบับนี้จะอยู่ในประเด็นศึกษาเดียวกับงานของ ลิตพิพันธุ์, วิเชียร และ พิเชษฐ์ คือเป็นการศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อค่า Premium ในตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า งานของทั้ง 3 ท่านที่กล่าวข้างต้น จะเป็นการศึกษาที่ครอบคลุมช่วงเวลาที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัวและแบบตะกร้าเงิน ดังนั้นเพื่อให้การศึกษาดังกล่าวครอบคลุมทุกช่วงเวลาของการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบต่าง ๆ ในประเทศไทย การศึกษานี้จึงได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดค่า Premium ในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าภายหลังจากที่ประเทศไทยเปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบการจัดการ

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าจะมีงานศึกษาของอีกหลายๆ ท่านที่ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ของการศึกษาเช่นเดียวกับงานศึกษาในครั้งนี้ เช่น งานของ Fama (1984), Boyer and Adams (1988) และ MacDonald and Torrance (1990) เป็นต้น ซึ่งงานเหล่านี้เป็นการพิจารณาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง Risk Premium กับ Expected Future Spot Rate โดยทั้ง Fama และ Boyer ได้ยอมรับว่า Forward Rate ไม่เท่ากับ Future Spot Rate หรือมี Risk Premium เกิดขึ้นในทางปฏิบัตินั่นเอง และจากการ

ศึกษาของ Kee G. Koedijk and Mack Ott (1987) Cavaglia, Verxchoor and Wolff (1994) และ Giorgia, Lorenzo (1996) พบว่า Risk Premium เป็นองค์ประกอบของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ซึ่งสอดคล้องกับงานของ Fama (1984) แต่งานศึกษาเหล่านี้ก็มีความสำคัญในการเป็นพื้นฐานการศึกษาวิเคราะห์และสร้างแบบจำลองของการศึกษาครั้งนี้ในเรื่องขององค์ประกอบที่สำคัญของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Rate) ก็คือ การคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตและ Risk Premium