



## การศึกษาปัจจัยและแนวทางการประเมินอัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า

ประเภทระยะยาวมากกว่า 1 ปี กรณีศึกษา เครือเจริญโภคภัณฑ์

The study of factors and methods of swap points calculation

for long-term forward contract, case study of Charoen Pokphand Group

ศรินตรา นุ่มนวล<sup>1</sup> และประสิทธิ์ มะหะหมัด<sup>2</sup>

<sup>1</sup> หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต กลุ่มวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, sarintra.ammy@gmail.com

<sup>2</sup> อาจารย์ประจำ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, pmahamad2004@hotmail.com

### บทคัดย่อ

การศึกษาปัจจัยและแนวทางการประเมินอัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ประเภทระยะยาวมากกว่า 1 ปี กรณีศึกษา เครือเจริญโภคภัณฑ์ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาค้นคว้าวิธีการคำนวณหาอัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าระยะยาวเพื่อลดความสูญเสียในการป้องกันความเสี่ยงจากธุรกรรมของเครือเจริญโภคภัณฑ์จากราคาสัญญาที่สูงเกินไป ทั้งนี้ ในการศึกษาทฤษฎีและแนวทางในการคำนวณอัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศ ได้เลือกใช้แนวทางการคำนวณ 3 แนวทาง ได้แก่ 1) แนวคิดอัตราดอกเบี้ยทบต้น 2) แนวคิดตราสารหนี้ที่ไม่มีดอกเบี้ยของรัฐบาล 3) แนวคิดสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ โดยมีการเก็บข้อมูลอัตราดอกเบี้ยประเภทต่าง ๆ ตั้งแต่วันที่ 6 มกราคม พ.ศ.2563 ถึงวันที่ 14 กุมภาพันธ์ พ.ศ.2563 เพื่อคำนวณหาอัตราซื้อเงินดอลลาร์อายุ 3 ปีของแต่ละแนวคิด และนำข้อมูลดังกล่าวมาวิเคราะห์เพื่อหาแนวทางการคำนวณที่ใกล้เคียงกับราคาจริงจากธนาคารพาณิชย์มากที่สุด โดยการวิเคราะห์ได้ใช้สถิติ Paired-sample t-test เพื่อทดสอบสมมติฐาน ซึ่งพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะยาวที่คำนวณได้ตามแนวคิดสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ไม่แตกต่างจากอัตราจริงที่ได้จากธนาคารพาณิชย์ โดยทดสอบ ณ ระดับนัยสำคัญ 5% ผลการทดสอบแสดงความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกัน อย่างไรก็ตามข้อเสนอแนะสำหรับใช้เป็นแนวทางการปฏิบัติงานเพื่อแก้ปัญหานั้น ทางฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยนสามารถใช้อัตราแลกเปลี่ยนอ้างอิงที่คำนวณได้ เทียบกับอัตราแลกเปลี่ยนจากธนาคารพาณิชย์คู่แข่งเพื่อประกอบการพิจารณาในการทำสัญญาจริง

**คำสำคัญ:** อัตราแลกเปลี่ยน, สัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า, อัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า, อัตราดอกเบี้ย, สัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

### ABSTRACT

The purpose of this study is mainly to study the factors and compare the methods of swap points calculation for long-term forward contract of Charoen Pokphand Group in order to reduce the loss of firm value from receiving overpriced forward rates quotation. In this study, there are 3 theories and methods used to calculate long-term swap points as follows: 1) Compound Interest Rate method. 2) Zero-Coupon Bond method. 3) Cross



Currency Swap method. The interest rate data is collected from 6 January 2020 to 14 February 2020 to calculate the 3-year swap points for buying US dollars forward contract by each method and then analyze the data and compare each method that provide the swap points close to the real price offered by commercial banks. The hypothetical testing suggests that Cross currency swap method provides the swap points that is statistically insignificant at 5% level. This means that Cross currency swap method provides the rate that is not different from actual price quote by commercial bank. While the swap points by Compound Interest rate method and Zero-Coupon Bond method are different from actual price at 5% level of significance base on Paired-sample t-test. However, as far as implementation is concerned, the F/X management team will use the calculated swap point rate as reference and compare with the prices offered by the competitive commercial banks for consideration before deciding the long-term forward contract offers.

**Keywords:** Exchange Rates, Forward Contracts, Swap Points, Interest Rates, Cross Currency Swap

## 1. บทนำ

เครือเจริญโภคภัณฑ์ คือ กลุ่มบริษัทชั้นนำของประเทศไทยที่ดำเนินธุรกิจหลากหลายและครอบคลุมหลายประเทศ โดยมีบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด เป็นบริษัทแม่ มีการดำเนินกิจกรรมในลักษณะบริษัทโฮลดิ้ง (Holding Company) ถือหุ้นบริษัทในเครือฯ ทั้งในและต่างประเทศ ปัจจุบันมีฐานการดำเนินธุรกิจทั้งหมด 20 ประเทศและมีการส่งออกสินค้าไปกว่าร้อยประเทศทั่วโลก โดยมีประเทศไทยเป็นสถานที่ตั้งของสำนักงานใหญ่ ในด้านการบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยน (F/X Management Department) ซึ่งอยู่ในสายงานของฝ่ายบริหารการเงินระหว่างประเทศจะมีหน้าที่ในการดูแลธุรกรรมการเงินซึ่งเกี่ยวข้องกับการนำเข้าส่งออก รวมทั้งธุรกรรมการเงินอื่น ๆ ที่มีการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศให้กับบริษัทในเครือเจริญโภคภัณฑ์ที่ตั้งอยู่ในประเทศไทยทั้งหมด โดยมีหน้าที่หลัก คือการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนให้กับธุรกรรมของเครือเจริญโภคภัณฑ์ ด้วยการทำสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Forward Contract) ตามนโยบายการป้องกันความเสี่ยงของเครือฯ โดยในการทำธุรกรรมซื้อขายเงินตราต่างประเทศกับทางธนาคารนั้น ธนาคารพาณิชย์จะไม่มีการคิดค่าธรรมเนียมในการทำสัญญา แต่จะมีการคิดส่วนต่าง (Spread) จากราคาตลาด ซึ่งถือเป็นส่วนกำไรของทางธนาคาร ขณะที่ฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยนจำเป็นต้องมีการต่อรองราคากับทางธนาคารเพื่อลดค่าส่วนต่างนั้น และเพื่อให้บริษัทได้รับราคาอัตราแลกเปลี่ยนที่ดีที่สุด โดยในการต่อรอง ทางฝ่ายฯ จะอ้างอิงข้อมูลราคาตลาด ทั้งราคาอัตราแลกเปลี่ยนทันที (Spot rate) และอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward rate) รวมทั้ง อัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Swap Points) จากผู้ให้บริการข้อมูล Thomson Reuters เป็นหลัก

อย่างไรก็ตาม ธุรกรรมการซื้อขายเงินตราต่างประเทศของเครือเจริญโภคภัณฑ์ ยังมีธุรกรรมอื่น ๆ ที่มีระยะเวลาการส่งมอบเกิน 1 ปีขึ้นไป อาทิ ธุรกรรมที่เกิดจากสัญญาการกู้ยืมเงินระหว่างประเทศ ธุรกรรมการนำเข้าวัตถุดิบและเครื่องจักรจากสัญญาซื้อขายระยะยาว และธุรกรรมค่าลิขสิทธิ์ที่มีการทำสัญญาระยะยาว เป็นต้น ขณะที่ข้อมูลราคาจาก Thomson Reuters สามารถแสดงราคาตลาดของอัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Swap Points) ในระยะเวลาไม่เกิน 1 ปีเท่านั้น และแม้ว่าจะสามารถคำนวณอัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าได้ตามสูตรการคำนวณ แต่การหาอัตราดอกเบี้ยระยะยาวสำหรับใช้อ้างอิงในการคำนวณนั้น ยังไม่มีทฤษฎีที่ระบุอย่างแน่ชัด



ว่า ควรใช้อัตราดอกเบี้ยประเภทใด ซึ่งการเลือกใช้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ไม่ถูกต้องอาจนำไปสู่ผลการการคำนวณที่คลาดเคลื่อนได้

ทั้งนี้ การไม่มีราคาตลาดอ้างอิงในการทำสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าระยะยาว ทำให้ฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยนขาดอำนาจในการต่อรองราคาธุรกรรมอันเนื่องมาจากการไม่ทราบราคาที่แท้จริงของตลาด และอาจส่งผลให้บริษัทเกิดค่าเสียโอกาสจากการได้รับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในราคาที่ดีกว่า โดยเฉพาะธุรกรรมที่มีมูลค่าสูงหลายรายการ เมื่อพิจารณาจากข้อมูลตามตารางที่ 1 หากตั้งสมมติฐานว่า บริษัทจะเกิดค่าเสียโอกาสจากอัตราแลกเปลี่ยนอย่างน้อย 0.01 บาทต่อ 1 ดอลลาร์ในการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าระยะยาวโดยไม่ทราบราคาที่แท้จริง จะทำให้ในช่วงครึ่งปีแรกของปี พ.ศ.2562 เครือเจริญโภคภัณฑ์จะมีความสูญเสียคิดเป็นมูลค่าอย่างน้อย 1,171,416.02 บาท ซึ่งในการทำธุรกรรมจริง บริษัทอาจมีค่าเสียโอกาสจากอัตราแลกเปลี่ยนในมูลค่าที่มากกว่า 0.01 บาทต่อ 1 ดอลลาร์ ดังนั้น จึงถือเป็นประเด็นเร่งด่วนที่ฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยนต้องหาทางแก้ไข เพื่อลดความสูญเสียของบริษัทจากกรณีดังกล่าว

**ตารางที่ 1** แสดงมูลค่าความสูญเสียจากการทำธุรกรรมสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Forward Contract) ระยะยาว กรณีตั้งสมมติฐานว่า บริษัทอาจมีค่าเสียโอกาสจากอัตราแลกเปลี่ยน 0.01 บาท/ดอลลาร์ในทุก ๆ ธุรกรรม

		ความสูญเสียจากการทำธุรกรรมสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Forward Contract) ระยะยาว	
เดือน	จำนวนเงิน (USD)	มูลค่าต่อหนึ่งดอลลาร์	มูลค่าต่อธุรกรรมทั้งหมด (บาท)
ม.ค.	12,512,379.90	0.01	125,123.80
ก.พ.	10,665,027.48	0.01	106,650.27
มี.ค.	26,510,501.45	0.01	265,105.01
เม.ย.	-	0.01	-
พ.ค.	48,606,846.79	0.01	486,068.47
มิ.ย.	18,846,846.64	0.01	188,468.47
รวม	117,141,602.26	รวม	1,171,416.02

ที่มา : รายงานแสดงผลการดำเนินงานฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยน เครือเจริญโภคภัณฑ์ พ.ศ.2562

ทั้งนี้ แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องเพื่อนำมาประกอบการศึกษาค้นคว้าแนวทางการประเมินอัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ประเภทระยะยาวมากกว่า 1 ปี มีดังนี้

ทฤษฎีความเสมอภาคของดอกเบี้ย (Interest Rate Parity Theory - IRP)

ราคาอัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าจะถูกกำหนดโดยทฤษฎีความเสมอภาคของดอกเบี้ย ดังนั้น หากเงิน 2 สกุลมีอัตราดอกเบี้ยแตกต่างกัน อัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตของเงิน 2 สกุลดังกล่าวจะเป็นตัวปรับเพื่อชดเชยความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ย ทั้งนี้ ในทางปฏิบัติ ราคาธุรกรรมการขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าจะเกิดขึ้นจากการที่ธนาคารพาณิชย์กู้สกุลเงินต่างประเทศเพื่อขาย ณ อัตราแลกเปลี่ยนปัจจุบัน จากนั้นจึงนำสกุลเงินท้องถิ่นที่ได้รับไปฝาก ณ อัตราดอกเบี้ยท้องถิ่น โดยธนาคารลูกค้าจะทำการส่งมอบเงินสกุลท้องถิ่นให้ลูกค้า ณ วันครบกำหนด



ตามสัญญา ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สกุลเงินต่างประเทศ และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสกุลเงินท้องถิ่น จึงสะท้อนออกมาในรูปของอัตราขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า อย่างไรก็ตาม ในกรณีสัญญาซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะยาวอาจมีข้อจำกัดในการประเมินราคา โดยอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมกับการนำมาคำนวณราคาสัญญาซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะยาวมากที่สุด คือราคาอัตราดอกเบี้ยจากตลาดตราสารหนี้ระหว่าง 2 สกุลเงิน แม้ว่าราคาที่คำนวณได้อาจมีความคลาดเคลื่อนเนื่องจากมีปัจจัยความเสี่ยงจากระยะเวลาเข้ามาเกี่ยวข้อง (A.V. Rajwade, 2553 : 44 – 45)

ทั้งนี้ เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าและอัตราแลกเปลี่ยน ณ ปัจจุบัน มีความแตกต่างกันเนื่องจากความแตกต่างของมูลค่าเงินในปัจจุบันและมูลค่าของเงินในอนาคต ดังนั้น สิ่งที่มีอิทธิพลต่อราคาอัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้ามากที่สุด ก็คืออัตราดอกเบี้ยระหว่าง 2 สกุลเงินที่มีการแลกเปลี่ยนกัน ทำให้แนวคิดความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยถูกนำมาใช้เป็นมาตรฐานในการคำนวณราคาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ซึ่งหากเป็นการคำนวณหาอัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าระยะยาว ซึ่งมีระยะเวลาเกินกว่า 1 ปี จำเป็นต้องใช้แนวคิดของอัตราดอกเบี้ยทบต้น (Compound Interest Rate) เข้ามาประยุกต์ใช้ในการคำนวณ (Shani Shamah, 2551 : 59 – 71)

#### แนวคิดสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Cross Currency Swap : CCS)

สัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Cross Currency Swap: CCS) เกี่ยวข้องกับการแลกเปลี่ยนกระแสเงินสดระหว่าง 2 สกุลเงิน โดยตกลงกันระหว่างคู่สัญญา 2 ฝ่ายเพื่อแลกเปลี่ยนเงินต้น และ/หรือดอกเบี้ย ระหว่าง 2 สกุลเงินตามระยะเวลาที่สัญญาระบุไว้ โดยอัตราดอกเบี้ย CCS จะมีการแสดงราคาตลาดในระยะยาวมากกว่า 1 ปี โดยสามารถใช้ราคา CCS ในการคำนวณหาอัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าระยะยาวได้ด้วยหลักการพื้นฐานเดียวกับทฤษฎีความเสมอภาคของดอกเบี้ย (A.V. Rajwade, 2553 : 111 - 115)

โดยสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ คือ สัญญาระหว่าง 2 ฝ่ายที่จะแลกเปลี่ยนกระแสเงินสดต่างประเทศระหว่างกันในอนาคต ด้วยระยะเวลา อัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ยตามสัญญาที่ระบุไว้ ทั้งนี้ ราคาสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศหรือ CCS ในตลาด ถือเป็นอีกหนึ่งเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงที่มีสภาพคล่องและมีประสิทธิภาพสูง อีกทั้งยังเป็นเครื่องมือสำคัญในการใช้บริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยในระยะยาว ซึ่งทำให้ผู้ประกอบการสามารถคาดการณ์กระแสเงินสดในอนาคตระยะยาวได้ในอัตราที่แม่นยำ (Shani Shamah, 2551 : 92 – 98)

#### แนวคิดการป้องกันความเสี่ยงด้วยการบริหารรายได้และรายจ่ายที่เป็นเงินตราต่างประเทศให้อยู่สกุลเดียวกัน (Natural Hedge)

การป้องกันความเสี่ยงโดยกลไกธรรมชาติ สามารถนำมาปฏิบัติได้โดยมีหลักการสำคัญ คือ หลักการจับคู่ (Matching Concept) ระหว่างกระแสเงินสดรับและจ่ายของกิจการ ให้ตรงหรือสอดคล้องกัน ทั้งสกุลเงิน จำนวนเงิน และระยะเวลาครบกำหนดการจ่ายชำระ ซึ่งจะสามารถลดระดับการเปิดรับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราให้แก่กิจการได้ โดยกิจการไม่จำเป็นต้องพึ่งพาเครื่องมือบริหารความเสี่ยงทางการเงินบางประเภทที่ต้องเสียค่าใช้จ่ายในการประกันความเสี่ยง (ศาสตราจารย์ ดร.พรชัย ชุนหิณดา, 2553 : 385)



## 2. วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อทำความเข้าใจในทฤษฎีและวิธีการคำนวณอัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Swap Points) ระยะยาวอย่างเป็นระบบ
2. เพื่อคำนวณหาราคาอัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Swap Points) ระยะยาวตามทฤษฎีความเสมอภาคของดอกเบี้ย (Interest Rate Parity Theory - IRP) และใช้ในการเทียบเคียงกับราคาจริงที่ธนาคารนำเสนอ เพื่อประเมินความได้เปรียบหรือเสียเปรียบในการทำสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าระยะยาวมากกว่า 2 ปีขึ้นไป
3. เพื่อศึกษาแนวทางการบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนในรูปแบบอื่น ๆ และเพิ่มทางเลือกในการบริหารจัดการความเสี่ยงให้กับเครือข่ายธุรกิจภาคเอกชน อันจะนำไปสู่การสร้างมูลค่าให้กับเครือข่ายสูงสุด

## 3. การดำเนินการวิจัย

**กลุ่มตัวอย่าง** การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหาแนวทางคำนวณที่สามารถสะท้อนราคาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะยาวได้ใกล้เคียงราคาซื้อขายของธนาคารพาณิชย์มากที่สุด จากการศึกษพบว่า ทฤษฎีที่สามารถใช้อ้างอิงการคำนวณและทีมงานวิจัยรองรับมากที่สุด คือ ทฤษฎีความเสมอภาคของดอกเบี้ย (Interest Rate Parity Theory - IRP) ซึ่งจากงานวิจัยต่าง ๆ จะเห็นได้ว่า ราคาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าเกิดขึ้นจากความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยแต่ละประเทศเป็นหลัก นอกจากนี้ ทฤษฎีดังกล่าว ยังเป็นมาตรฐานหลักในการคำนวณราคาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าในตลาดการเงินทั่วโลกใช้กันในปัจจุบัน โดยทฤษฎีความเสมอภาคของดอกเบี้ยสามารถนำมาประยุกต์ในการคำนวณอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะยาวได้หลายวิธี โดยเลือกใช้ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่แตกต่างกัน ซึ่งในการศึกษาค้างนี้จะทำการเก็บรวบรวมข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยที่ใช้อ้างอิงทั้งหมดจากแหล่งข้อมูลของ Thomson Reuters ตั้งแต่เดือนวันที่ 6 มกราคม พ.ศ.2563 ถึงวันที่ 14 เดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ.2563 โดยมีกรอบการศึกษาเพื่อคำนวณหาอัตราซื้อเงินดอลลาร์ล่วงหน้า อายุสัญญา 3 ปีจากดอกเบี้ยอ้างอิงประเภทต่าง ๆ เพื่อเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยอัตราซื้อเงินดอลลาร์ล่วงหน้า อายุสัญญา 3 ปีในตลาดที่ได้รับจากธนาคารพาณิชย์

### **การเก็บรวบรวมข้อมูล**

1. ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยน ณ ปัจจุบัน (Spot rate) ของราคาซื้อเงินดอลลาร์เมื่อเทียบกับเงินบาทเพื่อใช้คำนวณหาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward rate) ตามวิธีคำนวณของแนวคิดต่าง ๆ
2. อัตราดอกเบี้ยอ้างอิง Thai Baht Interest Rate Fixing (THBFIX) อายุ 6 เดือน ซึ่งถือเป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงสำหรับสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงินประเทศไทย
3. อัตราดอกเบี้ย London Interbank Offered Rate (LIBOR) อายุ 6 เดือน โดยในการศึกษาค้างนี้ จะใช้ดอกเบี้ย LIBOR สกุลเงินดอลลาร์สหรัฐในการคำนวณ ซึ่งถือเป็นอัตราดอกเบี้ยที่มักถูกนำไปใช้อ้างอิงในหลายธุรกรรมทางการเงิน เช่น ธุรกรรมซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Forward) ธุรกรรมแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Swap) และ ธุรกรรมแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยและเงินต้นต่างสกุลเงิน (Cross Currency Swap)
4. อัตราผลตอบแทน (Yield) ของตราสารหนี้ที่ไม่มีการจ่ายดอกเบี้ย (Zero-Coupon Bond) ของรัฐบาลไทย อายุ 3 ปี
5. อัตราผลตอบแทน (Yield) ของตราสารหนี้ที่ไม่มีการจ่ายดอกเบี้ย (Zero-Coupon Bond) ของรัฐบาลสหรัฐอเมริกาอายุ 3 ปี



6. อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Cross Currency Swap: CCS) สกุลเงินบาทต่อเงินดอลลาร์อายุสัญญา 3 ปี

7. อัตราซื้อเงินดอลลาร์ล่วงหน้า อายุสัญญา 3 ปีที่ได้รับจากธนาคารพาณิชย์ในประเทศ 3 แห่ง ได้แก่ ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) และธนาคารซีไอเอ็มบีไทย จำกัด เพื่อใช้เป็นราคาอ้างอิงในการเปรียบเทียบกับราคาที่ได้จากทฤษฎีต่าง ๆ

**เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา**

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้ใช้ทฤษฎีความเสมอภาคของดอกเบี้ย (Interest Rate Parity Theory - IRP) เป็นพื้นฐานในการคำนวณหาอัตราซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า โดยจากการศึกษาแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้จะมีการใช้แนวคิดต่าง ๆ ในการคำนวณ 3 รูปแบบด้วยกัน ดังนี้

- 1) แนวคิดอัตราดอกเบี้ยทบต้น (Compound Interest Rate) จากสูตรการคำนวณ ดังนี้

$$F_0 = S_0 \left[ \frac{1 + \frac{(r_0^{THBFIX\ 6M})}{2}}{1 + \frac{(r_0^{LIBOR\ USD\ 6M})}{2}} \right]^{3 \times 2}$$

เมื่อ  $F_0$  = อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะ 3 ปี ณ วันที่ทำธุรกรรมซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยน

$S_0$  = อัตราแลกเปลี่ยนทันที ณ เวลา 0 หรือ เวลาปัจจุบัน

$r_0^{THBFIX\ 6M}$  = อัตราดอกเบี้ยต่อปีของ THBFIX ประเภท 6 เดือน

$r_0^{LIBOR\ 6M}$  = อัตราดอกเบี้ยต่อปีของ US Dollar LIBOR ประเภท 6 เดือน

$n$  = จำนวนงวดที่ใช้คำนวณ

- 2) แนวคิดอัตราผลตอบแทน (Yield) ของตราสารหนี้ที่ไม่มีการจ่ายดอกเบี้ย (Zero-Coupon Bond) จากสูตรการคำนวณ ดังนี้

$$F_0 = S_0 \left[ \frac{1 + r_0^d}{1 + r_0^f} \right]^3$$

เมื่อ  $F_0$  = อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะ n ปี ณ วันที่ทำธุรกรรมซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยน

$S_0$  = อัตราแลกเปลี่ยนทันที ณ เวลา 0 หรือ เวลาปัจจุบัน

$r_0^d$  = อัตราดอกเบี้ยต่อปีของตราสารหนี้ที่ไม่มีการจ่ายดอกเบี้ยของรัฐบาลไทยอายุ 3 ปี

$r_0^f$  = อัตราผลตอบแทนต่อปีของตราสารหนี้ที่ไม่มีการจ่ายดอกเบี้ยของรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 3 ปี

- 3) แนวคิดสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Cross Currency Swap : CCS) จากสูตรการคำนวณ ดังนี้



$$F_0 = S_0 \left[ \frac{1 + (r_0^{CCS \ 3 \ years})}{1 + \left[ \frac{(r_0^{LIBOR \ USD6M})^2}{2} \right]} \right]^3$$

เมื่อ  $F_0$  = อัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะ 3 ปี ณ วันที่ทำธุรกรรมซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยน

$S_0$  = อัตราแลกเปลี่ยนทันที ณ เวลา 0 หรือ เวลาปัจจุบัน

$r_0^{CCS \ 3 \ years}$  = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ต่อปีในตลาด CCS สกุลเงินบาทต่อเงินดอลลาร์อายุสัญญา 3 ปี

$r_0^{LIBOR \ 6 \ M}$  = อัตราดอกเบี้ยต่อปีของ US Dollar LIBOR ประเภท 6 เดือน

โดยสามารถคำนวณหาราคาอัตราซื้อเงินดอลลาร์ล่วงหน้าระยะเวลา 3 ปีได้จากทั้ง 3 วิธี โดยใช้

สูตร

Swap points 3 years = Forward rate 3 years ( $F_0$ ) – Spot rate ( $S_0$ )

#### การวิเคราะห์ข้อมูล

ในศึกษาครั้งนี้เน้นการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) เป็นหลัก โดยใช้การทดสอบสมมติฐานจากเครื่องมือสถิติ t-test for dependent samples โดยใช้โปรแกรม Paired-sample t-test ซึ่งมีการกำหนดสมมติฐานดังนี้

$$H_0: \mu_1 = \mu_{2.1}, \mu_{2.2}, \mu_{2.3}$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_{2.1}, \mu_{2.2}, \mu_{2.3}$$

นัยสำคัญทางสถิติกำหนดให้  $\alpha$  เท่ากับ .05 โดยกำหนดให้

$\mu_1$  = ค่าเฉลี่ยข้อมูลราคาอัตราซื้อเงินดอลลาร์ล่วงหน้า อายุสัญญา 3 ปีที่ได้รับจากธนาคารพาณิชย์

$\mu_{2.1}$  = ค่าเฉลี่ยข้อมูลราคาอัตราซื้อเงินดอลลาร์ล่วงหน้า อายุสัญญา 3 ปีซึ่งคำนวณได้จากแนวคิดอัตราดอกเบี้ยทบต้น

$\mu_{2.2}$  = ค่าเฉลี่ยข้อมูลราคาอัตราซื้อเงินดอลลาร์ล่วงหน้า อายุสัญญา 3 ปีซึ่งคำนวณได้จากแนวคิดอัตราผลตอบแทน (Yield) ของตราสารหนี้ที่ไม่มีดอกเบี้ย (Zero-Coupon Bond)

$\mu_{2.3}$  = ค่าเฉลี่ยข้อมูลราคาอัตราซื้อเงินดอลลาร์ล่วงหน้า อายุสัญญา 3 ปีซึ่งคำนวณได้จากแนวคิดสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Cross Currency Swap: CCS)

ในการทดสอบสมมติฐานนั้น จะทำการเสนอผลการวิเคราะห์ที่ละกลุ่ม โดยจับคู่กันระหว่าง  $\mu_1$  กับ  $\mu_{2.1}$ ,  $\mu_1$  กับ  $\mu_{2.2}$  และ  $\mu_1$  กับ  $\mu_{2.3}$  เพื่อวิเคราะห์ค่า Sig. หรือค่า p-value เปรียบเทียบกับค่านัยสำคัญทางสถิติ หรือ  $\alpha$  ซึ่งเท่ากับ 0.05 โดยจะปฏิเสธ  $H_0$  ในกรณีที่ค่า Sig. มีค่าน้อยกว่า 0.05 และไม่สามารถปฏิเสธ  $H_0$  ได้ ในกรณีที่ค่า Sig. มีค่ามากกว่า 0.05 ซึ่งแสดงว่า ค่าเฉลี่ยของวิธีดังกล่าวไม่แตกต่างจากค่าเฉลี่ยของราคาจริงจากธนาคารพาณิชย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

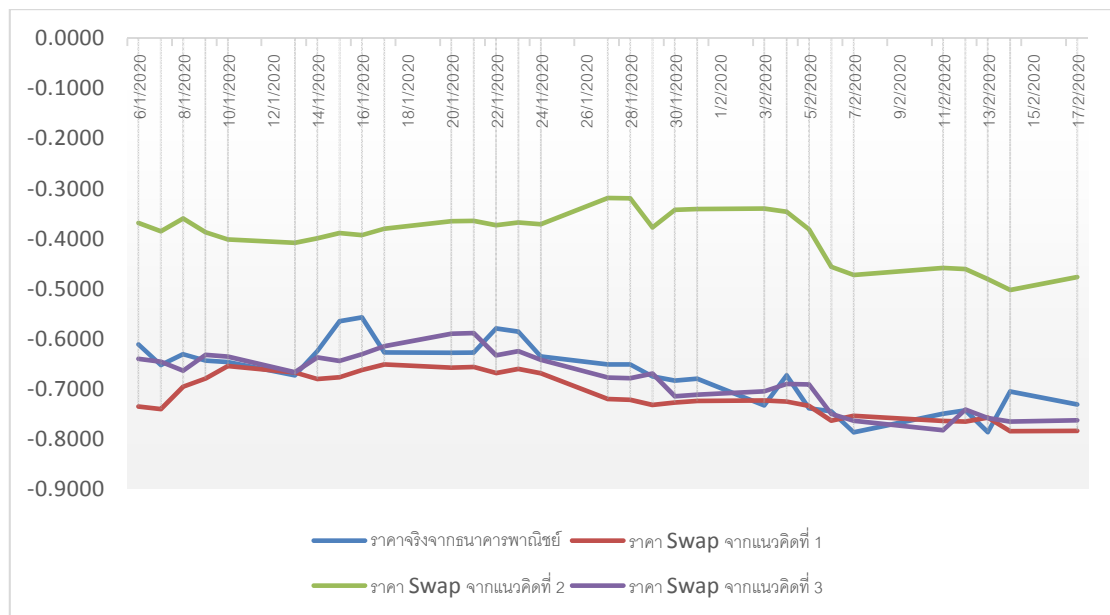


#### 4. ผลการวิจัย

สามารถแสดงผลการคำนวณของทั้ง 3 แนวคิดโดยใช้โปรแกรม Pair-sample t-test ได้ดังนี้

ตารางที่ 2 แสดงการเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์ราคาอัตราซื้อเงินดอลลาร์ล่วงหน้าอายุสัญญา 3 ปีจากแนวคิดต่าง ๆ เปรียบเทียบกับราคาจริงจากธนาคารพาณิชย์โดยใช้โปรแกรม Paired-sample t-test

	Compound Interest Rate	Zero-Coupon Bond	Cross Currency Swap
Mean	-0.7089	-0.3902	-0.6758
Variance	0.0017	0.0023	0.003
Observations	29	29	29
	Compound Interest Rate	Zero-Coupon Bond	Cross Currency Swap
Pearson Correlation	0.7652	0.5403	0.8438
df	28	28	28
t Stat	5.7489	-27.1422	1.6583
P(T<=t) one-tail	0.0000	0.0000	0.0542
t Critical one-tail	1.7011	1.7011	1.7011
P(T<=t) two-tail	0.0000	0.0000	0.1084
t Critical two-tail	2.0484	2.0484	2.0484



รูปที่ 1 แสดงการเปรียบเทียบเคลื่อนไหวราคาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ระหว่างราคาที่ได้รับจากธนาคารพาณิชย์ และราคาที่คำนวณได้จากแนวคิดต่าง ๆ





## 5. การอภิปรายผล

จากผลการวิเคราะห์ค่าทางสถิติในตารางที่ 2 แสดงให้เห็นว่า อัตราซื้อเงินดอลลาร์ล่วงหน้า อายุสัญญา 3 ปี จากแนวคิดแนวคิดสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Cross Currency Swap: CCS) เป็นวิธีเดียวที่มีค่า  $P(T \leq t)$  one-tail มากกว่า ค่านัยสำคัญทางสถิติ (Significant level) ที่ตั้งไว้คือ 0.05 ทำให้ไม่สามารถปฏิเสธ  $H_0$  ได้ นอกจากนี้ ยังสามารถวิเคราะห์จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation) ซึ่งมีค่า 0.8438 โดยแสดงให้เห็นว่าตัวแปรทั้งสองค่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันในระดับสูง (Strong Positive) เช่นเดียวกับภาพแสดงการเปรียบเทียบการเคลื่อนไหวของราคาปรากฏในภาพที่ 1 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ราคาจริงจากธนาคารพาณิชย์และราคาจากแนวคิดที่ 3 มีระดับราคาใกล้เคียงกัน

### ข้อจำกัดในการวิจัย

จากผลการคำนวณ จะเห็นได้ว่าราคาอัตราซื้อขายล่วงหน้าในแต่ละวันไม่ได้มีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันอย่างสมบูรณ์ ทั้งนี้ การที่ราคาที่คำนวณได้ตามทฤษฎีมีความแตกต่างจากราคาจริงที่ได้จากธนาคารพาณิชย์นั้น เนื่องมาจากการเสนอราคาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะยาวในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนจริง เทคเดอรัจจะมีนำปัจจัยอื่น ๆ เข้ามาใช้ประกอบการวิเคราะห์ด้วย ได้แก่ การประเมินทิศทางของอัตราดอกเบี้ยในระยะยาว ทิศทางเศรษฐกิจ ทิศทางของนโยบายการเงินจากธนาคารกลางของแต่ละประเทศ ความเสี่ยงด้านสภาพคล่องในระยะยาว ความเสี่ยงทางการเมืองของประเทศคู่ค้า และความเสี่ยงด้านอื่น ๆ ซึ่งขึ้นอยู่กับสถานการณ์ ณ เวลานั้น เช่น สถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสสายพันธุ์ใหม่จากประเทศจีน เป็นต้น

### ข้อเสนอแนะจากผู้บริหาร

จากข้อจำกัดในงานวิจัย ได้มีการสัมภาษณ์เพื่อขอข้อเสนอแนะเพิ่มเติมจากผู้บริหารฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยน เครือเจริญโภคภัณฑ์ ทั้งนี้ ผู้บริหารได้ให้ความเห็นโดยการอ้างอิงจากการปฏิบัติงานจริงเป็นหลัก ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

1. ในการปฏิบัติงานจริง ทางฝ่ายฯ สามารถขอราคาอ้างอิงจากธนาคารพาณิชย์แห่งอื่นได้เพื่อประกอบการตัดสินใจ ซึ่งถือเป็นแนวทางปฏิบัติโดยทั่วไปของทางฝ่ายฯ โดยเฉพาะในกรณีที่ธุรกรรมนั้น ๆ มีมูลค่าสูง ซึ่งสามารถนำแนวทางดังกล่าวมาใช้ประกอบการพิจารณาร่วมกับวิธีการคำนวณที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้

2. ในการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าโดยส่วนใหญ่ ทางฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยนจะเลือกทำสัญญาในระยะเวลา 6 เดือนซึ่งตรงกับระยะเวลาส่งมอบจริงสำหรับธุรกรรมการค้าทั่วไป แต่ในการปฏิบัติงานจริง หลายครั้งที่บริษัทจำเป็นต้องมีการต่ออายุสัญญา (Rollover) ออกไปหลายครั้ง เนื่องจากธุรกรรมดังกล่าวไม่เกิดขึ้นตามเวลาที่กำหนดด้วยสาเหตุต่างๆ อาทิ ลูกค้านำเงินมาชำระ หรือการนำเข้ามีการเลื่อนระยะเวลาการจ่ายเงินออกไป ซึ่งแนวคิดการต่ออายุสัญญานี้ สามารถนำมาใช้แทนการทำสัญญาซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะยาวได้เช่นกัน

3. นอกจากการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าแล้ว เครือเจริญโภคภัณฑ์ยังมีการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนด้วยวิธีอื่น ๆ อาทิ บางบริษัทมีการบริหารรายได้และรายจ่ายให้อยู่ในสกุลเงินเดียวกัน (Natural Hedge) ซึ่งถือเป็นการดำเนินงานแตกต่างหากจากการดำเนินงานของฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยน และมีการบริหารความเสี่ยงโดยฝ่ายการเงินและฝ่ายบัญชีของบริษัทย่อยนั้นๆ ทั้งนี้ อาจมีการนำวิธีดังกล่าวมาศึกษาเพิ่มเติมเพื่อหาแนวทางแก้ปัญหาได้



## 6. บทสรุปและข้อเสนอแนะ

จากผลการศึกษาทั้งหมด พบว่า แนวคิดทั้ง 3 วิธีให้ผลการคำนวณที่แตกต่างจากราคาจริงที่ได้รับจากธนาคารพาณิชย์ แต่จากการวิเคราะห์พบว่า การคำนวณโดยใช้วิธีที่ 3 หรือ การใช้แนวคิดสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (CCS) สามารถให้ราคาอัตราซื้อเงินดอลลาร์ล่วงหน้าใกล้เคียงกับราคาจริงที่ได้รับจากธนาคารพาณิชย์มากที่สุด ดังนั้น ในการทำงานจริงของฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยนจึงสามารถนำวิธีการคำนวณดังกล่าวมาใช้อ้างอิงได้ อย่างไรก็ตาม จากข้อจำกัดในการวิจัย ฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยนจึงควรมีแนวทางเลือกอื่น ๆ ในการแก้ไขปัญหา เพื่อให้สามารถพิจารณาราคาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าได้ถูกต้อง และลดความเสี่ยงของบริษัทได้มากขึ้น

### แนวทางเลือกการแก้ปัญหา

จากผลการศึกษาทั้งหมด ประกอบกับข้อจำกัดในการวิจัย รวมทั้งข้อเสนอแนะจากผู้บริหารฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยน สามารถสรุปแนวทางเลือกในการแก้ปัญหาที่เหมาะสมกับเครือเจริญโภคภัณฑ์ได้ 3 แนวทาง ดังต่อไปนี้

#### 1. การคำนวณราคาอ้างอิงโดยใช้แนวคิดสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Cross Currency Swap: CCS) ร่วมกับการใช้ราคาอ้างอิงที่ได้จากธนาคารพาณิชย์อื่น (Benchmark)

แม้ว่าราคาการคำนวณที่ได้จากแนวคิด CCS จะมีความใกล้เคียงกับราคาที่ได้จากธนาคารพาณิชย์มากที่สุด แต่เพื่อความถูกต้องสูงสุดในการประเมินราคา ฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยนจึงควรใช้ราคาที่ได้รับจากธนาคารอื่น ๆ มาใช้ประกอบการตัดสินใจด้วย โดยวิธีนี้มีข้อดีคือ ทางฝ่ายมีการเปรียบเทียบราคา ทั้งจากการคำนวณเอง และราคาของธนาคารพาณิชย์ ทำให้มีความแม่นยำสูง ช่วยลดความเสี่ยงจากการทำธุรกรรมอัตราแลกเปลี่ยนระยะยาวของบริษัทได้ รวมทั้งเป็นวิธีที่เริ่มดำเนินการได้ทันที สามารถแก้ปัญหาที่เกิดขึ้นได้อย่างรวดเร็ว และไม่จำเป็นต้องเปลี่ยนวิธีการทำงานในด้านอื่น ๆ อย่างไรก็ตาม วิธีนี้ยังมีความเป็นไปได้ที่ราคาจากการคำนวณจะแตกต่างจากราคาอ้างอิงจากธนาคารพาณิชย์แห่งอื่น ซึ่งอาจทำให้เป็นอุปสรรคต่อการตัดสินใจทำธุรกรรม

#### 2. การใช้วิธีต่ออายุสัญญา (Rollover) แทนการทำสัญญาระยะยาว

เนื่องจากผู้ให้บริการข้อมูลทางการเงิน Thomson Reuters สามารถให้ราคาอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งเป็นราคาตลาดได้ตั้งแต่อัตราแลกเปลี่ยนทันทีไปจนถึงอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า ระยะเวลา 1 ปี ดังนั้น ฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยนจึงสามารถทำสัญญาซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าเพียงแค่ 1 ปี และทำการต่ออายุสัญญา (Rollover) ทุก ๆ ปีจนกว่าจะมีการส่งมอบจริง โดยข้อดีของวิธีนี้คือ ทางฝ่ายฯ สามารถลดความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากราคาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะยาวที่ไม่เหมาะสมจากธนาคารพาณิชย์ได้ เนื่องจากมีราคาจากรอยเตอร์ในการอ้างอิง อย่างไรก็ตาม วิธีนี้มีข้อเสียค่อนข้างมาก โดยจะทำให้การทำงานซ้ำซ้อน เพิ่มกระบวนการในการทำงาน เนื่องจากการต่ออายุสัญญาหลายครั้ง รวมทั้งยังมีค่าใช้จ่ายแฝงที่เพิ่มมาจากการธุรกรรมที่เพิ่มขึ้นจากการต่ออายุสัญญาหลายครั้ง เช่น ค่าส่วนต่างที่เสียให้ธนาคาร (Spread) และ ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Operation Costs) ที่เพิ่มขึ้น

#### 3. การบริหารรายได้และรายจ่ายให้อยู่ในสกุลเงินเดียวกัน (Natural Hedge)

เนื่องจากเครือเจริญโภคภัณฑ์ถือเป็นบริษัทที่มีธุรกรรมการซื้อขายเงินตราต่างประเทศจากหลายส่วน ดังนั้น จึงมีความเป็นไปได้ที่จะใช้วิธี Natural Hedge เข้ามาช่วยลดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน โดยใช้บัญชีเงินฝากเงินตราต่างประเทศ (Foreign Currency Deposit: FCD) เพื่อเก็บเงินดอลลาร์ที่ได้รับจากการส่งออกและการกู้ยืมเงินดอลลาร์และสำรองเงินดอลลาร์ในบัญชีสำหรับรอจ่ายค่าสินค้าเข้าที่จะเกิดขึ้นในภายหลัง ซึ่งทำให้บริษัทสามารถหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการแปลงค่าเงินระหว่างเงินดอลลาร์และเงินบาทได้จำนวนมาก นอกจากนี้ยังสามารถใช้วิธี



นี้ร่วมกับการป้องกันความเสี่ยงด้วยการซื้อสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Forward Contract) โดยทำสัญญาเฉพาะมูลค่าธุรกรรมส่วนเกินจากวิธี Natural Hedge ซึ่งจะช่วยให้บริษัทลดค่าใช้จ่ายในการทำประกันความเสี่ยงได้ อย่างไรก็ตาม วิธีนี้ในทางปฏิบัติสามารถทำได้ยาก เนื่องจากบริษัทในเครือฯ มีการแบ่งออกเป็นหลายกลุ่ม และมีบริษัทย่อยมากมาย โดยแต่ละแห่งนั้นมีการแยกการบันทึกบัญชีต่างหาก ดังนั้น การบริหารความเสี่ยงด้วยวิธีนี้อาจต้องมีการเปลี่ยนแปลงการทำงานหลายฝ่าย และต้องใช้ระยะเวลาในการแก้ปัญหาค่อนข้างนาน บริษัทอาจต้องมีการสร้างโปรแกรมขึ้นใหม่สำหรับบริหารเงินตราต่างประเทศทั้งหมดจากบริษัทย่อยต่าง ๆ เพื่อไม่ให้เกิดปัญหาสภาพคล่องและความผิดพลาดในการทำงาน นอกจากนี้ วิธีดังกล่าวยังมีต้นทุนจากค่าธรรมเนียมในการฝากหรือถอนเงิน (Commission in Lieu) จากบัญชีเงินฝากเงินตราต่างประเทศ (FCD) อีกด้วย

#### **แนวทางแก้ปัญหาที่เสนอพร้อมเหตุผล**

จากการศึกษาข้อดีและข้อเสียของแนวทางแก้ไขปัญหาดังกล่าว 3 วิธี ทางเลือกที่ดีที่สุดคือ การใช้วิธีการทำสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าระยะยาว โดยใช้แนวคิดสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Cross Currency Swap: CCS) ในการอ้างอิงการทำธุรกรรม ร่วมกับการใช้ราคาอ้างอิงที่ได้จากธนาคารพาณิชย์อื่น (Benchmark) เนื่องจากเป็นวิธีที่สามารถป้องกันความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาวได้อย่างสมบูรณ์ มีต้นทุนที่ต่ำ และเป็นแนวทางการแก้ปัญหาที่สามารถเริ่มทำได้ทันทีโดยไม่ต้องปรับเปลี่ยนระบบการทำงานในฝ่ายอื่น ๆ โดยการที่ฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยนมีอัตราแลกเปลี่ยนอ้างอิงที่เชื่อถือได้ ทั้งจากการคำนวณตามทฤษฎีที่ได้ศึกษา และจากราคาอ้างอิงที่ได้รับจากธนาคารอื่น เชื่อว่าจะสามารถแก้ปัญหาการเสียเปรียบจากการทำธุรกรรมซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะยาวได้ ซึ่งการลดความเสี่ยงดังกล่าวจะช่วยเพิ่มมูลค่าโดยรวมของเครือเจริญโภคภัณฑ์ได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยสามารถสรุปกระบวนการทำงานได้ดังนี้

1. สร้างไฟล์สำหรับคำนวณอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าระยะยาวจากสูตรการคำนวณตามแนวคิด CCS
2. เก็บข้อมูลอัตราดอกเบี้ยที่จำเป็นต้องใช้เพื่อคำนวณอัตราซื้อเงินดอลลาร์ระยะยาว อายุสัญญาตั้งแต่ 2-5 ปี โดยเก็บข้อมูลเป็นประจำทุกวันเพื่อความสะดวก รวดเร็วในการคำนวณเนื่องจากมีมาตรฐานในการบันทึกข้อมูลในเวลาเดิมของ ทุก ๆ วัน
3. ทำรายงานสรุปภาวะเงินตราต่างประเทศ โดยทำเป็นสรุปรายวันและรายสัปดาห์ เพื่อเพิ่มความสามารถในการพิจารณา ในกรณีที่ราคาที่ได้รับจากธนาคารพาณิชย์ไม่ตรงกับราคาที่คำนวณได้ รวมทั้งยังสามารถเสนอข้อมูลให้ผู้บริหารใช้ประกอบการตัดสินใจในกรณีอื่น ๆ
4. โทรศัพท์ไปขอราคาอ้างอิงจากธนาคารคู่แข่ง เพื่อประกอบการพิจารณาเมื่อมีการทำธุรกรรมจริง
5. บันทึกมูลค่าเงินบาทที่จ่ายลดลงจากการต่อรองราคาในแต่ละธุรกรรม
6. บรรลุผลการดำเนินงานในวาระการประชุมรายเดือนของฝ่ายบริหารการเงินระหว่างประเทศเพื่อรายงานต่อผู้บริหาร

#### **ข้อเสนอแนะ**

จากแนวทางการแก้ปัญหาที่เลือก สามารถนำมาตั้งเป็นดัชนีตัวชี้วัด (Key Performance Index) โดยวัดจากการลดลงของมูลค่าของเงินบาทที่ต้องจ่ายจากการทำสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าระยะยาวเป็นหลัก ซึ่งในกรณีนี้ ตัวชี้วัด (KPI) คือ การลดลงของจำนวนเงินบาทที่ต้องจ่ายในแต่ละธุรกรรม อันเกิดขึ้นจากการต่อรองราคาของ



ฝ่ายบริหารอัตราแลกเปลี่ยน โดยมีเป้าหมายคือ สามารถลดจำนวนเงินบาทที่ต้องจ่ายในการทำธุรกรรมคิดเป็นร้อยละ 0.07 ของเงินบาทที่ต้องจ่ายในการทำธุรกรรมซื้อเงินตราต่างประเทศระยะยาวทั้งหมด

ทั้งนี้ อ้างอิงตามข้อมูลในตารางที่ 1 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในช่วงครึ่งปีแรกของปี เครือเจริญโภคภัณฑ์มีการทำสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าระยะยาวมากกว่า 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ดังนั้น หากผลการดำเนินงานแก้ปัญหานั้นไปตามเป้าหมาย โดยสามารถต่อรองเพื่อลดการสูญเสียเงินบาทหลงร้อยละ 0.07 จะสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้บริษัทจากการแก้ปัญหานี้ได้ถึง 14 ล้านบาทต่อปี

อย่างไรก็ตาม ปัจจัยแห่งความสำเร็จของปัญหานี้ ได้แก่ ความแม่นยำในการคำนวณและความถูกต้องของตัวเลขอัตราดอกเบี้ยที่ใช้ เนื่องจากสูตรการคำนวณค่อนข้างซับซ้อน การคำนวณที่ผิดพลาดอาจนำไปสู่ผลลบต่อการทำงานได้ นอกจากนี้ ผู้ประเมินราคายังต้องมีความสามารถในการประเมินทิศทางอัตราดอกเบี้ยในอนาคตและการประเมินความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน โดยในการเจรจาทำสัญญา ยังต้องอาศัยความสัมพันธ์อันดีกับทางธนาคารพาณิชย์ ซึ่งถือเป็นปัจจัยทางอ้อมที่ส่งผลกระทบต่อการทำงาน ไม่ว่าจะเป็นการทำงานของฝ่ายฯ และการทำงานในส่วนอื่นของเครือฯ โดยอาจช่วยเพิ่มความสามารถในการต่อรองเพื่อให้ได้ราคาที่ดีขึ้น รวมทั้งได้รับการสนับสนุนในการทำธุรกรรมต่าง ๆ ให้มีความถูกต้อง สะดวกและรวดเร็วยิ่งขึ้น

#### ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารoundต่อไป

เนื่องจากเครือเจริญโภคภัณฑ์ถือเป็นบริษัทที่มีการทำธุรกรรมผ่านสกุลเงินต่างประเทศจำนวนมาก ดังนั้นควรมีการศึกษาเครื่องมือการป้องกันความเสี่ยงอื่น ๆ เพิ่มเติม เช่น การใช้ตราสารสิทธิเงินตรา (Currency Options) หรือการพัฒนาาระบบเพื่อรองรับการป้องกันความเสี่ยงด้วยการบริหารรายได้และรายจ่ายที่เป็นเงินตราต่างประเทศให้อยู่สกุลเดียวกัน (Natural Hedge) และนำมาปรับใช้ร่วมกับวิธีการป้องกันความเสี่ยงที่มีในปัจจุบัน เพื่อหาแนวทางป้องกันความเสี่ยงที่หลากหลาย และช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับเครือฯ สูงสุด

#### **เอกสารอ้างอิง**

เครือเจริญโภคภัณฑ์. (2559). รายงานความยั่งยืน ประจำปี 2559. เข้าถึงได้จาก [www.cpgroupglobal.com](http://www.cpgroupglobal.com).

ศาสตราจารย์ ดร.พรชัย ขุนจินดา. (2553). การบริหารการเงินระหว่างประเทศ (พิมพ์ครั้งที่ 5).

กรุงเทพมหานคร: ศูนย์หนังสือจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

รองศาสตราจารย์ ดร.พรอนงค์ บุษราตระกูล และผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.รัฐชัย ศีลาเจริญ. (2560). อนุพันธ์

ทางการเงิน : การประเมินราคาและการนำไปใช้ (พิมพ์ครั้งที่ 1). กรุงเทพมหานคร: ศูนย์หนังสือ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

A V Rajwade. (2010). Cash and Derivatives Markets in Foreign Exchange: Tata McGraw Hill.

Shani Shamah. (2008). A Foreign Exchange Primer. 2nd edition: Wiley Trading.

Brian Twomey. (2012). Inside the Currency Market: mechanics, valuation and strategies: Bloomberg financial series.