



ตลาดซื้อขายล่วงหน้าในเอเชีย: การศึกษาเปรียบเทียบ

สุภาวดี สุวิธ

คณะเศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ตุลาคม พ.ศ.2541

Abstract

Project Code : PDF/15/2540

Project Title : ตลาดซื้อขายล่วงหน้าในเอเชีย : การศึกษาเปรียบเทียบ

Investigator : ดร.สุกานดา ลูวิส, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

E-mail Address : sukanda@econ.tu.ac.th

Objectives : ศึกษาความจำเป็นของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทย จุดอ่อนและจุดแข็งของตลาดการเงินและระบบการเงินของไทยกับความเป็นไปได้ในการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน โครงสร้างของตลาดซื้อขายล่วงหน้าและบทบาทของหน่วยงานที่กำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าในทวีปเอเชียโดยเน้นที่มาเลเซียและสิงคโปร์ รวมทั้งสรุปข้อเสนอแนะทางนโยบายเพื่อให้การดำเนินการของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทยประสบความสำเร็จ

Methodology : การศึกษาจะใช้ข้อมูลในระดับปฐมภูมิจากการสัมภาษณ์ผู้เกี่ยวข้องทั้งในและต่างประเทศ พร้อมทั้งข้อมูลเอกสารจากแหล่งทุติยภูมิมาช่วยในการวิเคราะห์ ในการสัมภาษณ์ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน จะเลือกสัมภาษณ์ในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย และไทย การเปรียบเทียบตลาดทั้งในประเทศสิงคโปร์และมาเลเซียเป็นการหาข้อสรุปทั้งจากตลาดที่พัฒนาแล้วและตลาดที่เพิ่งเริ่มดำเนินการ ส่วนการสัมภาษณ์ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในประเทศไทยเป็นการศึกษาถึงแนวทางและความพร้อมในการจัดตั้งตลาดอนุพันธ์ในประเทศไทย

Results : ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาประเทศเนื่องจากสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเป็นเครื่องมือที่ผู้ประกันความเสี่ยงสามารถใช้ในการบริหารความเสี่ยงของตน สัญญาซื้อขายล่วงหน้าดังกล่าวได้แก่ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ย และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศ การที่ไม่มีเครื่องมือในการประกันความเสี่ยงโดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานการณ์ที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจจะเป็นผลเสียต่อนักลงทุน การเกิดขึ้นของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินจะเอื้อประโยชน์แก่ผู้ที่ต้องการประกันความเสี่ยง ขณะเดียวกันปัจจัยสำคัญในการอยู่รอดของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินคือ โครงสร้างของกฎหมายและระเบียบข้อบังคับที่ชัดเจน ตลอดจนการกำกับดูแลโดยองค์กรที่รับผิดชอบให้มีการปฏิบัติตามกฎข้อบังคับดังกล่าว ดังนั้น ก.ล.ต. และตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินที่จะเกิดขึ้นในอนาคตจะต้องสร้างความเชื่อถือในตัวตลาดและในตัวสินค้าให้เกิดขึ้น โดยที่จะต้องมีการตรวจสอบที่ทันกาลและมีบทลงโทษที่เหมาะสมกับความผิดในระดับต่างๆ การเลือกสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใดเพื่อนำมาซื้อ

ขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้าควรมาจากความต้องการในตลาด ไม่ว่าจะเป็นตลาดหุ้น ตลาดพันธบัตร ตลาดเงินระยะสั้น หรือตลาดอัตราแลกเปลี่ยน ความต้องการของผู้ใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดชนิดและขนาดของสัญญา ตลอดจนลักษณะอื่นๆ นอกจากนี้ถ้าหากตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินสามารถสนองตอบความต้องการในการประกันความเสี่ยงของการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีประสิทธิภาพและด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่าตลาด Forward ก็มีความเป็นไปได้ที่ตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะดึงดูดลูกค้าขนาดกลางและเล็กที่ไม่สามารถใช้บริการในตลาด Forward ได้ และธนาคารพาณิชย์ที่มีสถานะซื้อหรือขายสุทธิของสัญญา Forward จะสามารถปิดสถานะดังกล่าวในตลาดซื้อขายล่วงหน้า

Discussion Conclusion: ในกรณีการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าของไทย ผู้วิจัยเห็นว่าควรจะมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าแห่งเดียวที่มีการซื้อขายทั้งสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรและสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน โดยอยู่ภายใต้การกำกับดูแลขององค์กรเดียวและอยู่ภายใต้กฎหมายฉบับเดียว เนื่องจากจะทำให้ระบบมีประสิทธิภาพมากขึ้นและต้นทุนในการดำเนินงานตลอดจนต้นทุนในการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าลดลง ข้อที่ควรคำนึงอีกประการหนึ่งคือ ตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางเศรษฐกิจของประเทศ ดังนั้นผู้บริหารนโยบายควรคำนึงถึงผลกระทบในทางลบของนโยบายทางเศรษฐกิจที่มีต่อตลาดซื้อขายล่วงหน้าด้วย สำหรับการให้ความรู้ ความเข้าใจในเรื่องตลาดซื้อขายล่วงหน้า ทั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะต้องให้การศึกษาแก่เจ้าหน้าที่ของคนที่มีความเข้าใจเกี่ยวกับการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้า ยิ่งกว่านั้นควรมีการฝึกอบรมอย่างต่อเนื่องให้แก่เจ้าหน้าที่ของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ธนาคารพาณิชย์ และธุรกิจอื่นๆ ให้ความรู้เข้าใจเกี่ยวกับการใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าในการบริหารความเสี่ยง

Suggestion / Further Study : หลังจากที่มีการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าขึ้นในประเทศไทยแล้ว ควรจะมีการศึกษาในด้านความมีประสิทธิภาพของตลาดซื้อขายล่วงหน้า การประกันความเสี่ยง และการเชื่อมโยงระหว่างตลาดซื้อขายล่วงหน้าและตลาดซื้อขายทันทีเป็นต้น

Project Period : 1 ปี

Key Words : ตลาดซื้อขายล่วงหน้า, สัญญาซื้อขายล่วงหน้า, การบริหารความเสี่ยง

Abstract

Project Code : PDF/15/2540

Project Title : Futures Market in Asia : A Comparative Study

Investigator : Dr.Sukanda Lewis, Thammasat University

E-mail Address : sukanda@econ.tu.ac.th

Objectives : To study the necessity of having a financial futures market in Thailand, the weaknesses and strength of the Thai financial market and financial system, the structure of futures market and the role of supervisory agencies in futures market in Asia, with the special cases of Malaysia and Singapore. Finally, this study aims to summarize some policy suggestions in order to have a successful financial futures market in Thailand.

Methodology : This study uses primary data by interviewing experts on futures markets both in Thailand and abroad. Secondary data by various documents will be used. Interviews in Singapore and Malaysia are done to obtain conclusions from a developed and a new market, respectively. Interviews in Thailand are about the framework and the readiness in setting up a derivatives market.

Results : Financial futures markets are beneficial for economic development since hedgers can use financial futures contracts for their risk management. These financial futures contracts are stock index futures, interest rate futures and foreign exchange futures. The unavailability of risk management tools, especially in the period of economic crisis, can cause damage to investors. Therefore, the emergence of financial futures contracts and financial futures markets will be useful for hedgers. At the same time, the main factors contributing to the viability of financial futures markets are the clear structure of law and regulation and the enforcement of regulators. The Securities and Exchange Commission and the futures market must build confidence in the market and the contracts. There needs to be an appropriate investigating system and appropriate punishment for violation of the regulation. The choice of contracts has to come from the need in the market, whether it will be a stock market, a bond market, a short-term money market or a foreign exchange market. Users' demand will be the main determinant of the type

and size of the contract and other characteristics. If the financial futures market can respond to hedging needs for the foreign exchange risk more efficiently and less costly than the forward market, there is a possibility that the financial futures market will attract medium-sized and small-sized customers who cannot use the services in the forward market. Furthermore, commercial banks with net long or short position can close their positions in the futures market.

Discussion Conclusion: In the case of setting up a financial futures market in Thailand, there should be only one exchange that has both financial and commodity futures, under one regulatory agency and one regulatory act, because there will be more efficiency and less operating and trading costs. Another suggestion is that financial futures markets are affected by the change of macroeconomic policy. Therefore, policy makers should be concerned with such negative effects of the policy change. In addition, the Securities and Exchange Commission and the Stock Exchange of Thailand should educate their staff about the regulation of a financial futures market. Finally, there should be continuing training for personnels in finance and securities companies, commercial banks and other businesses on the use of financial futures in risk management.

Suggestion / Further Study : After the setting up of a financial futures market in Thailand in the future, there should be more studies on the efficiency of a financial futures market, hedging efficiency and the linkage between a futures market and a cash market.

Project Period : 1 year

Key Words : Futures market, Futures Contracts, Risk Management

คำนำ

ผู้วิจัยมีความต้องการวิจัยค้นคว้าเกี่ยวกับตลาดซื้อขายล่วงหน้า เนื่องจากเป็นงานวิจัยต่อเนื่องกับงานวิทยานิพนธ์ระดับปริญญาเอกของผู้วิจัยที่มหาวิทยาลัยวิสคอนซิน ณ เมืองเมดิสัน เมื่อกลับมาถึงประเทศไทยจึงได้เขียนข้อเสนองานวิจัยและได้รับทุนจากสำนักงานคณะกรรมการส่งเสริมการวิจัย เมื่อปี พ.ศ. 2540 ในระยะเวลาของการทำวิจัยเรื่องนี้ ผู้วิจัยได้มีโอกาสศึกษาค้นคว้าจากเอกสารต่างๆ และเดินทางไปสัมภาษณ์และดูงานในประเทศมาเลเซีย และสิงคโปร์ ตลอดจนได้รับความรู้อย่างมากจากเจ้าหน้าที่ระดับสูงในสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ผู้วิจัยหวังว่างานวิจัยฉบับนี้น่าจะมีประโยชน์ในการเสริมสร้างองค์ความรู้เกี่ยวกับตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทย และให้ข้อเสนอแนะทางนโยบายที่อาจเป็นประโยชน์ในการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทยในอนาคต

ผู้วิจัยขอขอบคุณ รศ.ดร. เพ็ญพิศ สัตย์สงวน นักวิจัยที่ปรึกษาของโครงการนี้ และ ดร.พิชิต อัคราทิตย์ แห่งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ให้คำแนะนำอย่างดียิ่งตลอดมา นอกจากนี้ผู้วิจัยยังขอขอบคุณคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่เป็นสถานที่ทำงานที่มีบรรยากาศทางวิชาการที่ส่งเสริมการทำงานของวิจัย สุดท้ายนี้ผู้วิจัยขอขอบคุณผู้ช่วยวิจัย คุณ ภรวิรุทธิ์ พุทธิวาริ ในการช่วยเหลือจนกระทั่งงานวิจัยนี้สำเร็จ หากมีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับไว้เพียงผู้เดียว

สุกานตา ลูวิส

คณะเศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

สารบัญ

บทที่ 1: บทนำ	1
1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	2
1.3 ระเบียบวิธีวิจัย	2
1.4 องค์ประกอบของรายงานวิจัย	2
บทที่ 2: ความจำเป็นของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้า	3
2.1 สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures Contracts)	3
2.2 ตลาดซื้อขายล่วงหน้า (Futures Exchange)	3
2.3 ความจำเป็นของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้า	3
บทที่ 3: การกำกับดูแลในตลาดซื้อขายล่วงหน้า	6
3.1 บทบาทขององค์กรที่ทำหน้าที่กำกับดูแล	6
3.2 ปัจจัยที่ต้องคำนึงถึงในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้า	9
3.3 วรรณกรรมปริทัศน์	15
3.4 สรุป	19
บทที่ 4: โครงสร้างของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน และ บทบาทของหน่วยงานที่กำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน	
กรณีศึกษา : ประเทศสิงคโปร์ และมาเลเซีย	21
4.1 ประเทศสิงคโปร์	21
4.2 ประเทศมาเลเซีย	31
บทที่ 5: การจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทย	40
5.1 ความจำเป็นของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทย	40
5.2 จุดอ่อนและจุดแข็งของตลาดการเงินไทยกับการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน	42
5.3 ปัจจัยสำคัญที่ต้องคำนึงถึงในการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน	56
บทที่ 6: สรุปและข้อเสนอแนะทางนโยบาย	59
ภาคผนวก ก: รายชื่อบุคคลผู้ให้การสัมภาษณ์	
ภาคผนวก ข: คำจำกัดความของสมาชิกประเภทต่างๆของ National Futures Association	

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหา

ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินมีความสำคัญต่อการพัฒนาประเทศ เนื่องจากเครื่องมือทางการเงินที่เรียกว่าสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเป็นเครื่องมือทางการเงินแบบใหม่ที่สามารถตอบสนองความต้องการในการลงทุนและการบริหารความเสี่ยงของภาคธุรกิจ ตลอดจนนักลงทุนเอกชน ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเป็นส่วนหนึ่งของตลาดตราสารอนุพันธ์ซึ่งมีขนาดใหญ่มาก¹

ตลาดซื้อขายล่วงหน้าแบบสมัยใหม่เริ่มที่ตลาดขายสัญญาฟิวเจอร์ที่นครชิคาโก สหรัฐอเมริกา เมื่อปี ค.ศ.1848 สัญญาซื้อขายล่วงหน้าในสมัยแรกคือสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตร ส่วนสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเริ่มมีการซื้อขายที่ Chicago Mercantile Exchange เมื่อปี ค.ศ. 1972 หลังจากนั้นได้มีการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าในประเทศต่างๆ เช่น อังกฤษ ญี่ปุ่น และสิงคโปร์ เป็นต้น นอกจากนี้ประเทศที่กำลังพัฒนาหลายประเทศได้มีการริเริ่มหรือศึกษาเพื่อเตรียมก่อตั้งตลาดอนุพันธ์ขึ้น

ขณะนี้ประเทศไทยยังไม่มีตลาดซื้อขายล่วงหน้า แต่ได้มีการเตรียมการโดยแยกเป็น 2 สาขา คือ ตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรโดยกระทรวงพาณิชย์ และตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ในงานวิจัยนี้ผู้วิจัยจะศึกษาเฉพาะตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเท่านั้น

เมื่อ พ.ศ.2537 ก.ล.ต.ได้จ้าง Powers Research ศึกษาเรื่อง “ศูนย์ซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย: ประเด็นพิจารณาเพื่อการจัดตั้ง” การศึกษาของผู้วิจัยจะแตกต่างจากการศึกษาของ Powers Research โดยผู้วิจัยจะเน้นศึกษาในประเด็นของความจำเป็นของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทย ตลอดจนศึกษาจุดอ่อนและจุดแข็งของระบบการเงินไทยในแง่ที่เกี่ยวข้องกับความเป็นไปได้ในการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้า โดยจะนำประสบการณ์จากบางประเทศในเอเชียมาช่วยในการวิเคราะห์

¹ จากการศึกษาของ Ito and Folkerts-Landau (1996) พบว่าตลาดตราสารอนุพันธ์มีขนาดใหญ่กว่า 2 เท่าของผลผลิตรวมของโลก

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

- 1.2.1 ศึกษาความจำเป็นของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทย
- 1.2.2 ศึกษาจุดอ่อนและจุดแข็งของตลาดการเงินและระบบการเงินของไทย กับความเป็นไปได้ในการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน
- 1.2.3 ศึกษาโครงสร้างของตลาดซื้อขายล่วงหน้า และบทบาทของหน่วยงานที่กำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าในทวีปเอเชีย โดยเน้นที่มาเลเซีย และสิงคโปร์
- 1.2.4 สรุปข้อเสนอแนะทางนโยบาย เพื่อให้การดำเนินการของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทยประสบความสำเร็จ

1.3 ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษานี้จะใช้ข้อมูลในระดับปฐมภูมิจากการสัมภาษณ์ผู้เกี่ยวข้องทั้งในและต่างประเทศ พร้อมทั้งข้อมูลเอกสารจากแหล่งทุติยภูมิมาช่วยในการวิเคราะห์

ในการสัมภาษณ์ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน จะเลือกสัมภาษณ์ในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย และไทย เนื่องจากตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศสิงคโปร์เป็นตลาดที่จัดตั้งขึ้นมาเป็นเวลานานและมีการพัฒนามาก ส่วนตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศมาเลเซียเป็นตลาดเกิดใหม่ การเปรียบเทียบตลาดทั้ง 2 ประเทศเป็นการหาข้อสรุปทั้งจากตลาดที่พัฒนาแล้วและตลาดที่เพิ่งเริ่มดำเนินการ ส่วนการสัมภาษณ์ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในประเทศไทยเป็นการศึกษาถึงแนวทางและความพร้อมในการจัดตั้งตลาดอนุพันธ์ในประเทศไทย

การวิจัยนี้จะเป็นการวิจัยเชิงพรรณนาและมีการใช้ข้อมูลประกอบเพื่อตอบคำถามตามที่เสนอไว้ในหัวข้อวัตถุประสงค์

1.4 องค์ประกอบของรายงานวิจัย

บทที่ 1 จะกล่าวถึงความสำคัญและที่มาของปัญหา วัตถุประสงค์ของการวิจัย และระเบียบวิธีวิจัย บทที่ 2 จะวิเคราะห์ความจำเป็นของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้า บทที่ 3 จะวิเคราะห์ความสำคัญของการกำกับดูแลที่มีผลต่อการดำเนินการของตลาดซื้อขายล่วงหน้า ในบทที่ 4 ผู้วิจัยจะศึกษาโครงสร้างของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินและบทบาทของหน่วยงานที่กำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในทวีปเอเชียโดยเน้นที่มาเลเซียและสิงคโปร์ ในบทที่ 5 ผู้วิจัยจะศึกษาความจำเป็นของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทย ตลอดจนจุดอ่อนและจุดแข็งของตลาดการเงินและระบบการเงินของไทยกับความเป็นไปได้ในการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน การสรุปข้อเสนอแนะทางนโยบายจะอยู่ในบทที่ 6

บทที่ 2

ความจำเป็นของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้า

2.1 สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures Contracts)

สัญญาซื้อขายล่วงหน้าคือ ข้อตกลงระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย โดยที่ฝ่ายหนึ่งตกลงที่จะขายสินค้าหรือหลักทรัพย์ให้อีกฝ่ายหนึ่ง ณ ราคาที่กำหนดไว้ และการส่งมอบกระทำ ณ วันใดวันหนึ่งในอนาคต² การส่งมอบจะเป็นการส่งมอบตัวสินค้า (Physical Delivery) หรือ การส่งมอบที่เป็นตัวเงิน (Cash Settlement) ก็ได้ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าแบ่งเป็นประเภทใหญ่ๆได้แก่ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ย สัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศ และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้า สัญญาซื้อขายล่วงหน้า 3 ประเภทแรกอาจรวมเรียกว่า สัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน สัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกิดขึ้นก่อนสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน

2.2 ตลาดซื้อขายล่วงหน้า (Futures Exchange)

ตลาดซื้อขายล่วงหน้าคือ สถานที่ที่มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า วิธีการซื้อขายแบบดั้งเดิม คือวิธีการ Open Outcry ที่ผู้ซื้อและผู้ขายมาพบกัน และตกลงราคาซื้อขาย ณ สถานที่หนึ่งในตลาดซื้อขายล่วงหน้า สถานที่นี้เรียกว่า Trading Pit แต่ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่ตั้งขึ้นมาในระยะหลัง วิธีการซื้อขายจะกระทำโดยใช้คอมพิวเตอร์ (Computerized Trading System)

2.3 ความจำเป็นของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้า

นักเศรษฐศาสตร์จำนวนมากได้ทำการศึกษานโยบายของตลาดซื้อขายล่วงหน้า และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ตัวอย่างเช่น Duffie (1989) ได้เสนอว่าประชาชนจะได้ประโยชน์จากสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดังนี้

1. ตลาดซื้อขายล่วงหน้าเปรียบเสมือนตลาดประกัน กล่าวคือผู้ประกันความเสี่ยงสามารถลดความเสี่ยงของตนเอง ขณะเดียวกันผู้เก็งกำไรก็คาดหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนจากการยอมรับความเสี่ยง
2. ตลาดซื้อขายล่วงหน้ามีบทบาทในด้านการค้นพบราคา หมายความว่า ราคาในตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารในตลาดซื้อขายทันที การตัดสินใจ

² Daniel R. Siegel and Diane F. Siegel. The Futures Markets: Arbitrage, Risk Management and Portfolio Strategies. McGraw-Hill Book Company 1990.

เกี่ยวกับการผลิต การบริโภค การตั้งราคาสินค้า และการลงทุนจะได้ประโยชน์จาก การค้นพบราคาในตลาดซื้อขายล่วงหน้า

3. ฐานะในตลาดซื้อขายล่วงหน้ามีบทบาทเป็นค่าประมาณของฐานะในตลาดซื้อขายทันที นอกจากนั้นตลาดซื้อขายล่วงหน้ายังมีสภาพคล่องสูงกว่า และต้นทุนการซื้อขายต่ำกว่าต้นทุนการซื้อขายในตลาดซื้อขายทันที

Telser (1981) มีความเห็นว่าความต้องการในการประกันราคาอย่างเดียวยังไม่สามารถอธิบายได้ว่าทำไมถึงต้องมีตลาดซื้อขายล่วงหน้า เนื่องจากผู้ประกันความเสี่ยงสามารถใช้สัญญา Forward³ ในการประกันความเสี่ยง ดังนั้นจึงไม่จำเป็นต้องมีตลาดซื้อขายล่วงหน้า แต่สาเหตุสำคัญของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้า (Futures Exchange) คือ ความต้องการเครื่องมือทางการเงินชนิดใหม่ที่มีการซื้อขายในตลาดที่มีสภาพคล่อง ถ้าตลาดมีสภาพคล่อง ผู้ประกันความเสี่ยงก็จะมีต้นทุนในการประกันความเสี่ยงที่ต่ำ เนื่องจากความแตกต่างของราคาซื้อและราคาขายไม่มากเกินไป ดังนั้นผู้ประกันความเสี่ยงสามารถเข้ามาซื้อขายหรือปิดสถานะในการถือสัญญาซื้อขายล่วงหน้าได้อย่างรวดเร็ว

ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะมีองค์กรที่เรียกว่า สำนักหักบัญชี (Clearing House) สมาชิกของสำนักหักบัญชีจะเปิดบัญชีไว้ที่นี่ หลังจากสิ้นสุดการซื้อขายในแต่ละวันสำนักหักบัญชีจะคำนวณกำไรขาดทุนและทำการหักบัญชี ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าบางแห่งสำนักหักบัญชีจะเป็นองค์กรที่แยกออกมาต่างหากจากตลาดซื้อขายล่วงหน้า แต่ในตลาดบางแห่ง สำนักหักบัญชีเป็นส่วนหนึ่งของตลาดซื้อขายล่วงหน้า Edwards(1983) เสนอว่าสำนักหักบัญชีมีบทบาทสำคัญ 2 ประการ คือ 1. ประกัน financial integrity ของการซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้าโดยการวันดีสัญญาซื้อขายล่วงหน้า และการมีกลไกของการกำกับดูแลตนเองเพื่อประกัน financial integrity ของสมาชิก 2. เนื่องจากสำนักหักบัญชีเป็น Counterparty ของผู้ขายและผู้ซื้อ ดังนั้นสำนักหักบัญชีจึงเป็นกลไกในการ offset การซื้อหรือการขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า โครงสร้าง

³ ทั้ง Futures Contract และ Forward Contract ในภาษาไทยใช้คำว่า "สัญญาซื้อขายล่วงหน้า" เช่นเดียวกัน แต่ Futures Contract ต่างจาก Forward Contract กล่าวคือ Futures Contract มีลักษณะที่เป็นมาตรฐาน และมีวันสิ้นสุดสัญญาที่แน่นอนซึ่งกำหนดโดยตลาดซื้อขายล่วงหน้า มีการคำนวณกำไร และขาดทุนในแต่ละวัน (mark to market) และมีสำนักหักบัญชี (Clearing House) ที่ทำหน้าที่เป็น Counterparty ของการซื้อขายแต่ละราย ส่วน Forward Contract มีขนาดไม่แน่นอน แล้วแต่ความต้องการของลูกค้า วันสิ้นสุดสัญญากำหนดโดยความต้องการของลูกค้าเช่นกัน การส่งมอบสินค้าหรือหลักทรัพย์กระทำ ณ วันสิ้นสุดสัญญาเท่านั้น ในขณะที่สำหรับ Futures Contract ผู้ซื้อและผู้ขายจะเลือกการส่งมอบ (ไม่ว่าจะเป็นการส่งมอบเป็นสินค้า หรือการส่งมอบเป็นเงินสด) หรือจะปิดฐานะสัญญาซื้อขายล่วงหน้าก่อนที่จะถึงวันส่งมอบก็ได้ ในตลาด Forward ไม่มีสำนักหักบัญชี แต่ในตลาด Forward บางแห่ง เช่น ตลาด Forward ของเงินตราต่างประเทศ ธนาคารจะเป็น Counterparty ของลูกค้า ดังนั้นธนาคารจะเผชิญความเสี่ยงจากการไม่ปฏิบัติตามสัญญาของลูกค้า

และกฎข้อบังคับต่าง ๆ ของสำนักหักบัญชีก็เป็นไปเพื่อให้สำนักหักบัญชีสามารถบรรลุน้ำที่ 2
ประการตามที่กล่าวข้างต้นได้

บทที่ 3

การกำกับดูแลในตลาดซื้อขายล่วงหน้า

ในบทนี้จะเน้นที่การกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าในสหรัฐอเมริกาซึ่งมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่พัฒนาแล้วหลายแห่ง มีการกำกับดูแลโดยหน่วยงาน 3 หน่วยงาน คือ Commodity Futures Trading Commission (CFTC), National Futures Association (NFA) และ ตลาดซื้อขายล่วงหน้า (Exchanges)

3.1 บทบาทขององค์กรที่ทำหน้าที่กำกับดูแล

3.1.1 Commodity Futures Trading Commission (CFTC)

CFTC มีหน้าที่กำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าและตลาด Options ทั้งหมดในสหรัฐอเมริกาของสหรัฐฯ ตั้งองค์กรนี้ขึ้นเมื่อปี ค.ศ.1974 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อประกันให้บทบาททางเศรษฐกิจของตลาดซื้อขายล่วงหน้าบรรลุเป้าหมาย ด้วยการส่งเสริมการแข่งขันและประสิทธิภาพของตลาดซื้อขายล่วงหน้า ปกป้องผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดจากการปั่นราคา พฤติกรรมการซื้อขายที่ไม่เหมาะสม และการฉ้อโกง เป็นต้น⁴

โครงสร้างของ CFTC แบ่งออกเป็น 6 ฝ่าย ได้แก่⁵

1. ฝ่าย Enforcement ทำหน้าที่สอบสวนและติดตามลงโทษการกระทำที่ละเมิดกฎหมายควบคุมตลาดซื้อขายสินค้าล่วงหน้าซึ่งเรียกว่า Commodity Exchange Act และข้อบังคับอื่นๆ ของ CFTC
2. ฝ่ายวิเคราะห์เศรษฐกิจ ทำหน้าที่ศึกษาข้อมูลต่างๆ จากตลาดซื้อขายล่วงหน้าเพื่อประกันว่าตลาดซื้อขายล่วงหน้าดำเนินงานอย่างมีการแข่งขัน เป็นอิสระจากการปั่นราคา รวมทั้งสามารถตอบสนองความต้องการในการโยกย้ายความเสี่ยง และความต้องการในการค้นพบราคาของเศรษฐกิจสหรัฐฯ และเศรษฐกิจโลก ฝ่ายวิเคราะห์เศรษฐกิจแบ่งงานออกเป็น 3 ส่วน คือ ฝ่ายวิเคราะห์ตลาดทำหน้าที่ตรวจสอบข้อเสนองานเกี่ยวกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใหม่ๆ ที่ตลาดเสนอขึ้นมาและพิจารณาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ของสัญญานั้นๆ ในการประกันความเสี่ยง ฝ่าย Market Surveillance มีหน้าที่ตรวจสอบและดูแลให้ตลาดมีการแข่งขันที่เป็นอิสระโดยการติดตามฐานะการซื้อขายรายใหญ่ของแต่ละวัน ความสัมพันธ์ระหว่างราคาในตลาดซื้อขายล่วงหน้าและตลาดซื้อขายทันที ตลอดจนสถานะทางด้านอุปสงค์และอุปทานของสินค้าอ้างอิง (underlying commodity หรือ instrument) ฝ่ายที่สาม คือ ฝ่าย

⁴ Commodity Futures Trading Commission, Annual Report 1997.

⁵ อ้าแล้ว

วิเคราะห์ตลาด ทำหน้าที่วิจัยปัญหาทางนโยบายที่สำคัญๆ วิเคราะห์ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงกฎข้อบังคับของ CFTC ต่อตลาดซื้อขายล่วงหน้า และภาคส่วนอื่นของระบบเศรษฐกิจ รวมทั้งให้การสนับสนุนทางด้านการค้าขายอื่นๆ ใน CFTC เป็นต้น

3. ฝ่ายซื้อขายและตลาด ทำหน้าที่กำกับดูแลการดำเนินงานขององค์กรกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulatory Organization) ซึ่งได้แก่ ตลาดซื้อขายล่วงหน้าต่างๆ และ National Futures Association นอกจากนี้ยังดูแลการใช้กฎข้อบังคับที่ปกป้องเงินทุนของลูกค้า ป้องกันการซื้อขายที่ผิดปกติ และประกัน financial integrity ของบริษัทที่ดูแลเงินทุนของลูกค้า
4. สำนักงานให้คำปรึกษาทั่วไป ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางกฎหมายของ CFTC
5. สำนักผู้บริหาร ทำหน้าที่ดูแลการดำเนินงานของ CFTC
6. สำนักผู้ว่าการ ประกอบด้วย 5 สำนักงาน ได้แก่ สำนักงานกิจการต่างประเทศ สำนักงานกิจการเกี่ยวกับกฎหมายและการประสานงานระหว่างองค์กรของรัฐ สำนักงานกิจการสาธารณะ สำนักเลขานุการ และสำนัก Inspector General ซึ่งมีหน้าที่ตรวจสอบการดำเนินงานของ CFTC และกฎข้อบังคับต่างๆ

3.1.2 National Futures Association (NFA)

ในกฎหมาย CFTC เมื่อปี ค.ศ. 1974 รัฐสภาของสหรัฐฯ ได้เสนอให้มีการจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเองของ Futures Industry โดยที่สมาชิกทั้งหมดของ Futures Industry จะต้องเป็นสมาชิกขององค์กรนี้⁶ ในที่สุดได้มีการจัดตั้ง National Futures Association (NFA) เมื่อปี ค.ศ. 1982 สมาชิกของ NFA ประกอบด้วย Futures Commission Merchants, Introducing Brokers, Commodity Pool Operators, Commodity Trading Advisors, Leverage Transaction Merchants และ Associated Persons⁷ คำจำกัดความของสมาชิกประเภทต่างๆ อยู่ในภาคผนวก

ความรับผิดชอบของ NFA มีดังนี้

1. การลงทะเบียนสมาชิก (Registration) สมาชิกของ NFA มีทั้งที่เป็นบริษัทและบุคคล สมาชิกที่เป็นบุคคลจะต้องผ่านการสอบซึ่งเป็นเงื่อนไขหนึ่งของการลงทะเบียน นอกจากนี้ยังมีการสอบประวัติสมาชิกทุกคนเพื่อให้แน่ใจว่าไม่มีประวัติอาชญากรรม ต้องมีการตรวจสอบข้อมูลเกี่ยวกับอาชีพและการเงินอย่างละเอียด NFA สามารถเพิกถอนความเป็นสมาชิกได้ถ้าสมาชิกรู้และผิดกฎข้อบังคับของ NFA

⁶ ตามกฎหมายที่ออกตามมาเมื่อปี ค.ศ. 1978.

⁷ National Futures Association, An Introduction to National Futures Association 1993, p. 3-4.

⁸ National Futures Association, A Decade of Self-Regulatory Achievement 1993.

2. การดูแลให้ปฏิบัติตามกฎข้อบังคับ (Compliance) กฎข้อบังคับของ NFA มีหลายประการ เช่น ข้อบังคับทางการเงินและการควบคุมดูแล การให้ข้อมูลต่อลูกค้าและการเปิดเผยความเสี่ยง การโฆษณาและการติดต่อกับสาธารณะชน การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับค่าธรรมเนียม การทดสอบความชำนาญของสมาชิก และกฎข้อบังคับเกี่ยวกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและสัญญา Options ของต่างประเทศ เป็นต้น เจ้าหน้าที่ของ NFA จะต้องตรวจสอบสมาชิกเป็นประจำโดยไม่มีการแจ้งให้ทราบล่วงหน้า จะต้องวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินและตัวเลขบัญชีของลูกค้าที่แยกต่างหากจากบัญชีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของบริษัท นอกจากนั้นเจ้าหน้าที่ของ NFA ยังต้องตรวจสอบข้อกล่าวหาจากลูกค้าและข้อมูลอื่นๆ เพื่อตัดสินใจว่าควรดำเนินการสอบสวนสมาชิกนั้นๆ หรือไม่ ในปี ค.ศ. 1985 NFA ใช้โปรแกรมคอมพิวเตอร์ชื่อว่า Financial Analysis, Audits, Compliance Tracking System (FACTS) เพื่อช่วยเสริมการดำเนินงานให้มีลักษณะอัตโนมัติและมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น ถ้าหากสมาชิกไม่ปฏิบัติตามกฎข้อบังคับ NFA ก็สามารถลงโทษได้ในระดับที่ต่างๆ กัน เช่น การพักเตือน การปรับ การจำกัดการซื้อขาย เป็นต้น
3. การจัดการกับความขัดแย้ง มีเป้าหมายเพื่อจัดการความขัดแย้งระหว่างลูกค้าและสมาชิกที่เกี่ยวกับการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า โดยเป็นวิธีที่รวดเร็ว สะดวก ไม่เป็นทางการ และเสียค่าใช้จ่ายน้อย
4. การศึกษา (Education) NFA ให้การศึกษาต่อสมาชิกและสาธารณชน โดยออกเอกสารและให้ข้อมูลต่างๆ เกี่ยวกับตลาดซื้อขายล่วงหน้าแก่สมาชิกเพื่อให้สมาชิกทำหน้าที่ได้อย่างเหมาะสม สำหรับสาธารณชน NFA เน้นเรื่องการปกป้องผู้ลงทุน (Investor Protection) อย่างมาก โดยมีการเสนอข้อมูลต่างๆ เพื่อป้องกันการหลอกลวงและรับข้อมูลตลอดจนข้อร้องทุกข์จากประชาชนโดยผ่านบริการทางโทรศัพท์ที่ไม่ต้องชำระเงิน (toll-free number)

3.1.3 ตลาดซื้อขายล่วงหน้า (Futures Exchanges)

กฎข้อบังคับต่างๆ ของตลาดซื้อขายล่วงหน้ามีเป้าหมายเพื่อช่วยธำรงไว้ซึ่งการแข่งขันอย่างเปิดเผย ความมีประสิทธิภาพ และการมีสภาพคล่องในตลาด กฎข้อบังคับเหล่านี้ ได้แก่

1. กฎข้อบังคับที่เกี่ยวกับการทำหน้าที่เป็นตัวแทนการซื้อขาย (Brokerage) ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะมี Floor Broker ซึ่งเป็นสมาชิกของตลาดซื้อขายล่วงหน้า ทำหน้าที่ซื้อและขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าแทนบริษัทสมาชิก รายได้จากการเป็นตัวแทนการซื้อขายจะเป็นของบริษัทที่ Floor Broker นั้นเป็นสมาชิก ส่วนรายได้ของ Floor Broker จะเป็นสัดส่วนกับการบริการของการเป็นตัวแทนการซื้อขาย⁸

⁸ Chicago Board of Trade, Commodity Trading Manual 1976.

2. กฎข้อบังคับที่เกี่ยวข้องกับการหักบัญชี ตลาดซื้อขายล่วงหน้าบางแห่ง เช่น Chicago Mercantile Exchange สำนักหักบัญชีเป็นส่วนหนึ่งของตลาดซื้อขายล่วงหน้า แต่ที่ Chicago Board of Trade สำนักหักบัญชีแยกออกเป็นองค์กรต่างหากจากตลาดซื้อขายล่วงหน้า¹⁰ หลังจากสิ้นสุดการซื้อขายในแต่ละวันสำนักหักบัญชีจะคำนวณมูลค่าการซื้อขายของสมาชิกแต่ละรายและหาผลกำไรหรือขาดทุนสุทธิของสมาชิก สมาชิกในตลาดซื้อขายล่วงหน้ามี 2 ประเภทใหญ่ๆ ประเภทแรกคือ สมาชิกที่มีบัญชีอยู่กับสำนักหักบัญชี ประเภทหลังคือสมาชิกที่ไม่มีบัญชีอยู่กับสำนักหักบัญชี สมาชิกประเภทหลังจะต้องหักบัญชีกับสมาชิกประเภทแรก
3. กฎข้อบังคับที่เกี่ยวข้องกับ Position Limits และ Price Limits สำหรับนักเก็งกำไรไม่มีการกำหนด Position Limits ของปริมาณการซื้อขายสุทธิ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับชนิดของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ถ้าปริมาณการซื้อขายสุทธิของนักเก็งกำไรรายใดสูงกว่า Position Limits ทางตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะต้องแจ้งต่อ CFTC นอกจากนั้นสำหรับสัญญาซื้อขายล่วงหน้าบางประเภทก็มีการกำหนด Price Limits ซึ่งคือขีดจำกัดที่ราคาของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเปลี่ยนแปลงได้ในแต่ละวัน
4. กฎข้อบังคับอื่นๆ ทางตลาดซื้อขายล่วงหน้ายังมีกฎข้อบังคับเกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจของสมาชิก การซื้อขายแบบหลอกลวง ที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของ การซื้อขายที่มีจุดมุ่งหมายเพื่อปั่นราคา และการกระทำใดก็ตามที่จะเป็นผลเสียต่อตลาดซื้อขายล่วงหน้า เป็นต้น ซึ่งจะมีการลงโทษผู้ที่ฝ่าฝืนข้อบังคับดังกล่าวโดยการยุติการซื้อขาย การไล่ออก หรือการปรับ

3.2 ปัจจัยที่ต้องคำนึงถึงในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้า

เป้าหมายของการกำกับดูแลได้แก่¹¹

1. ความปลอดภัยทางการเงินและ Integrity ของสำนักหักบัญชี และผู้ร่วมซื้อขายในตลาด
2. ความเป็นธรรม (Fairness) ที่เกี่ยวข้องกับการปกป้องผู้ลงทุน (หรือลูกค้า)
3. ความมีประสิทธิภาพและ Integrity ของตลาด

¹⁰ Commodity Futures Trading Commission, International Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries, 1996.

¹¹ Ibid. p.3.

3.2.1 ความปลอดภัยทางการเงินและ Integrity ของสำนักหักบัญชีและผู้ร่วมซื้อขายในตลาด

สำหรับเป้าหมายแรกนี้แม้ปัจจัยหลักๆที่ต้องคำนึงถึงได้แก่

3.2.1.1 ข้อกำหนดเกี่ยวกับทุน ในกฎหมาย Commodity Exchange ไม่ได้กำหนดข้อกำหนดเกี่ยวกับทุนสำหรับตลาดซื้อขายล่วงหน้าหรือสำนักหักบัญชี แต่มีข้อกำหนดสำหรับสมาชิกของสำนักหักบัญชี เพื่อให้สมาชิกสามารถดำเนินการตามภาระรับผิดชอบของตนต่อสำนักหักบัญชีหรือต่อลูกค้า นอกจากนี้สมาชิกแต่ละรายของสำนักหักบัญชีจะต้องฝากเงินจำนวนหนึ่งไว้กับกองทุนเพื่อการประกันของสำนักหักบัญชี เพื่อจัดการกับการไม่ปฏิบัติตามสัญญาของสมาชิกรายนั้นหรือสมาชิกรายอื่น¹² จากการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ระดับสูงของสำนักหักบัญชีที่เป็นส่วนหนึ่งของ Chicago Mercantile Exchange พบว่าทางสำนักหักบัญชีได้ขอวงเงินสินเชื่อจากธนาคารแห่งหนึ่งเพื่อใช้ในสถานการณ์ที่กองทุนเพื่อประกันไม่เพียงพอที่จะจัดการกับความเสียหายในกรณีที่สมาชิกบางรายไม่ปฏิบัติตามสัญญา อย่างไรก็ตามเจ้าหน้าที่ผู้นี้กล่าวว่ายังไม่เคยมีการไม่ปฏิบัติตามสัญญาของสมาชิกรายใด

สำหรับ Futures Commission Merchants (FCMs) และ Introducing Brokers (IBs) ในกฎข้อที่ 1.17 ของ CFTC Reauthorization Act of 1995¹³ ได้กำหนดระดับต่ำสุดของ Adjusted Net Capital สำหรับ FCMs และ IBs ไว้ นอกจากนี้ในกฎข้อที่ 1.12 ของกฎหมายดังกล่าวข้างต้น¹⁴ ยังได้กำหนดให้ FCMs รายงานสถานะการเงินของบริษัทต่อ CFTC ถ้าหากมีการเปลี่ยนแปลงในทางลบเกิดขึ้น ซึ่งการรายงานนี้เปรียบเสมือนการเตือนภัยล่วงหน้าให้องค์กรที่ทำหน้าที่กำกับดูแลได้รับรู้และเตรียมการแก้ไข

3.2.1.2 องค์กรเกี่ยวกับการหักบัญชี ภายใต้กฎข้อบังคับของ CFTC สำนักหักบัญชีจะหักบัญชีเฉพาะของสมาชิกเท่านั้น สมาชิกแต่ละรายจะมีบัญชีอยู่ที่สำนักหักบัญชี 2 บัญชี คือ บัญชีของลูกค้า และบัญชีของตนเอง หลังจากสิ้นสุดการซื้อขายในแต่ละวันสำนักหักบัญชีจะส่งรายงานถึงสมาชิกโดยมีรายละเอียดของการซื้อและขายที่ตรงกันและได้รับการหักบัญชีเรียบร้อยแล้ว ตลอดจนรายการซื้อและขายที่ไม่ตรงกันซึ่งสำนักหักบัญชีจะไม่ยอมรับ ถ้าหากมีการไม่ปฏิบัติตามสัญญาเกิดขึ้น สำนักหักบัญชีจะปิดสถานะทั้งหมดของสมาชิกรายนั้นหรือโอนย้ายไปสู่สมาชิกอื่น นอกจากนั้นหลังจากที่สมาชิกไม่สามารถปฏิบัติตามสัญญา และเงิน Margin ตลอดจนทรัพย์สินที่มีสภาพคล่องไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้ให้แก่สำนักหักบัญชี สำนักหักบัญชีจะให้นำทรัพย์สินอื่นๆของสมาชิกรายนั้นที่อยู่กับตลาดซื้อขายล่วงหน้ามาชดเชย ถ้ายังไม่เพียงพอก็จะ

¹² Ibid. p. 91-92.

¹³ Commodity Exchange Act as Amended and Regulations thereunder 1996, CCH Editorial Staff Publication, p. 2141.

¹⁴ Ibid. p. 2112-2115.

นำทรัพย์สินจากกองทุนประกันมาชดใช้ และท้ายที่สุดสมาชิกอื่นๆของสำนักหักบัญชีจะเป็นผู้ชดใช้¹⁵

3.2.1.3 ข้อกำหนดเกี่ยวกับ Margin ตลาดซื้อขายล่วงหน้าเป็นผู้กำหนดระดับของ Margin โดยไม่ต้องผ่านการเห็นชอบจาก CFTC วิธีการคำนวณ Margin มี 2 วิธี วิธีแรกคำนวณโดยใช้จำนวนสัญญาคูณกับระดับของ Margin ของแต่ละสัญญา วิธีที่สองเป็นการคำนวณแบบ Portfolio-based Simulation Model เช่นการใช้ SPAN (Standard Portfolio Analysis of Risk) ซึ่งเป็นวิธีการคำนวณโดยพิจารณาจาก Portfolio ทั้งหมดของ FCM แต่ละราย หลังจากนั้นจะ Simulate ราคา ความแปรปรวน และปัจจัยเกี่ยวกับความเสี่ยงอื่นๆ เพื่อดูผลกระทบต่อกำไรและขาดทุนของ Portfolio นั้น ภายใต้สถานการณ์ที่ต่างๆกัน สำนักหักบัญชีจะกำหนดระดับ Margin เริ่มแรก (Initial Margin) เท่ากับร้อยละ 95 ของการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าของสัญญาใน 1 วัน สมาชิกของสำนักหักบัญชีจะจ่าย Margin เริ่มแรก และ Variation Margin ให้กับสำนักหักบัญชี ส่วน FCMs จะเป็นผู้เรียกเก็บ Margin จากลูกค้า ตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะเป็นผู้กำหนดระดับ Margin ต่ำสุด แต่ FCMs สามารถกำหนดระดับ Margin ที่สูงกว่านั้นได้ นอกจากนั้นระดับ Margin ของผู้ประกันความเสี่ยงและผู้เก็งกำไรจะไม่เท่ากัน¹⁶ ทั้งนี้เนื่องจากผู้ประกันความเสี่ยงใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อประกันความเสี่ยงของตนไม่ใช่เพื่อหวังผลกำไร ดังนั้นระดับ Margin ของผู้ประกันความเสี่ยงควรจะต่ำกว่าของผู้เก็งกำไร

3.2.1.4 ข้อกำหนดที่เกี่ยวกับการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ทางการเงิน กฎหมาย Commodity Exchange ได้กำหนดให้มีการแยกเงินทุนของลูกค้าออกจากเงินทุนของบริษัทที่ทำการซื้อขายสัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า และให้มีการกำหนดระดับต่ำสุดของ Capital Requirements CFTC จะกำกับดูแลโดยผ่าน Surveillance Program ของตลาดซื้อขายล่วงหน้า และ NFA ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเอง¹⁷ จากการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ระดับสูง CFTC พบว่า CFTC จะเน้นที่การกำกับดูแล (Oversight) การทำงานของตลาดและ NFA มากกว่าจะเข้าไปติดตามพฤติกรรมของ FCMs เอง กฎข้อที่ 1.52 (C) ของ CFTC อนุญาตให้องค์กรกำกับดูแลตนเอง (Self Regulatory Organization หรือ SRO) แห่งใดแห่งหนึ่งให้อำนาจ SRO อีกแห่งหนึ่งเป็นผู้ดำเนินการตรวจสอบบัญชี และตรวจสอบการเงินแทนได้ ถ้าหากสมาชิกนั้นเป็นสมาชิกของ SRO มากกว่า 1 แห่ง SRO ที่ได้รับอำนาจมีชื่อเรียกว่า Designated SRO หรือ DSRO การตรวจสอบบัญชีอย่างละเอียดกระทำทุกๆ 2 ปี นอกจากนั้นยังมีการตรวจสอบในขอบเขตที่จำกัดในปีที่ไม่มีการตรวจสอบอย่างละเอียด ฝ่ายซื้อขายและตลาดของ CFTC มี

¹⁵ Commodity Futures Trading Commission, op. cit., footnote no. 24, p.109 and 114.

¹⁶ Ibid. p. 124-125.

¹⁷ Ibid. p. 152.

หน้าที่ดูแลการตรวจสอบบัญชีและการตรวจสอบการเงินขององค์กรกำกับดูแลตนเองว่ามีคุณภาพหรือไม่¹⁸

3.2.1.5 การปกป้องทุนของลูกค้า ตามกฎหมาย Commodity Exchange ทั้ง FCM และองค์กรหักบัญชีจะต้องแยกบัญชีของลูกค้าแต่ละราย และต้องแยกต่างหากจากบัญชีของตน¹⁹ การกระทำเช่นนี้ก็เพื่อป้องกันมิให้มีการนำเงินของลูกค้าไปใช้เพื่อกิจการอื่นๆ หรือนำไปหาผลประโยชน์

3.2.1.6 ข้อกำหนดเกี่ยวกับการผิดสัญญาหรือการล้มละลาย ในกรณี FCM ล้มละลายจะต้องมีการขายคืนเงินทุนสำหรับลูกค้าก่อนอื่น (หลังจากที่หักเงินทุนดำเนินการแล้ว) นอกจากนี้ในกรณีการล้มละลายกฎข้อบังคับของ CFTC ยังให้อำนาจ Trustee ในการปิดสถานะสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและสัญญา Options ตลอดจนจ่าย Margin และเรียก Margin จากลูกค้า เป็นต้น²⁰

3.2.1.7 ปัญหาทางการเงินของบริษัท มีระบบการเตือนภัยล่วงหน้าโดยให้ FCM ที่มี Adjusted Net Capital ต่ำกว่าร้อยละ 150 ของระดับต่ำสุดตามกฎหมายต้องแจ้งให้ CFTC ทราบเป็นลายลักษณ์อักษรภายในระยะเวลา 5 วัน ถ้า FCM พบปัญหาในระบบบัญชีหรือกระบวนการของระบบบัญชี FCM นั้นจะต้องแจ้ง CFTC ภายใน 3 วัน นอกจากนี้ตลาดซื้อขายล่วงหน้ายังกำหนดขีดจำกัดของราคา (Price Limit) สำหรับสัญญาซื้อขายล่วงหน้าบางชนิด และกฎเกณฑ์เกี่ยวกับ Circuit Breakers ซึ่งจะใช้เมื่อราคาของดัชนีหุ้นลดลงต่ำกว่าขีดจำกัดที่กำหนดไว้ กลไกของ Circuit Breakers กำหนดทั้งขีดจำกัดของราคา และการยุติการซื้อขายระยะหนึ่งก่อนที่จะเริ่มการซื้อขายขึ้นใหม่ได้²¹

3.2.1.8 การบันทึกข้อมูล ข้อมูลทั้งหมดของ FCMs และ IBs จะต้องเก็บไว้เป็นเวลา 5 ปี เจ้าหน้าที่ของ CFTC และกระทรวงยุติธรรมสามารถตรวจสอบข้อมูลเหล่านี้ได้ตลอดเวลา ข้อมูลเหล่านี้ได้แก่ ข้อมูลทางบัญชี การนำเงินทุนของลูกค้าไปลงทุน การคำนวณเงินทุนของลูกค้าในบัญชีที่แยกไว้ (โดยคำนวณเป็นรายวัน) การเก็บข้อมูลเกี่ยวกับการซื้อขายทั้งหมดอย่างเป็นระบบ บันทึกเกี่ยวกับคำสั่งซื้อขายของลูกค้าที่เป็นลายลักษณ์อักษร นอกจากนี้ FCMs และ IBs ยังต้องมีรายชื่อและที่อยู่ของลูกค้า ตลอดจนธุรกิจหลักของลูกค้า รวมทั้งผู้ที่มี

¹⁸ Ibid. p. 181.

¹⁹ Ibid. p. 166.

²⁰ Ibid. p. 182, 189.

²¹ Ibid. p. 194, 199 and 200.

หน้าที่รับผิดชอบจากฝ่ายลูกค้า ทั้งยังต้องรายงานสถานะเปิดของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของลูกค้าแต่ละรายเป็นรายวัน²² จากการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ของ CFTC ที่รับผิดชอบด้าน Market Surveillance พบว่าข้อมูลเกี่ยวกับสถานะเปิดของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าโดยเฉพาะอย่างยิ่งรายงานเกี่ยวกับสถานะของลูกค้ารายใหญ่ (Large Traders' Position) เป็นข้อมูลสำคัญที่ช่วย CFTC ในการติดตามความเคลื่อนไหวในตลาด ข้อมูลนี้เป็นข้อมูลที่ CFTC ได้รับเวลาเช้าของแต่ละวัน ถ้าลูกค้ารายใดมีฐานะของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสูงกว่าระดับที่กำหนด (ซึ่งแตกต่างกันไปสำหรับแต่ละสัญญา) รายชื่อและฐานะของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของลูกค้ารายนั้นจะอยู่ในรายงานเกี่ยวกับสถานะของลูกค้ารายใหญ่ นอกจากนี้เจ้าหน้าที่ของ CFTC ยังสามารถตรวจสอบว่าลูกค้าแต่ละรายมีความสัมพันธ์เกี่ยวข้องกันหรือไม่ เพราะมีข้อมูลเกี่ยวกับความเชื่อมโยงอยู่ในมือ ยิ่งกว่านั้นเจ้าหน้าที่ของ CFTC สามารถติดต่อกับ FCM เพื่อรับข้อมูลเพิ่มเติมตลอดเวลา ดังนั้นถ้าหากมีการเคลื่อนไหวที่ผิดปกติเกิดขึ้นในตลาด CFTC จะสามารถแก้ปัญหาได้ทันที

3.2.2 ความเป็นธรรม (Fairness) ที่เกี่ยวข้องกับการปกป้องผู้ลงทุน (หรือลูกค้า)

เป้าหมายข้อที่สองเกี่ยวกับความเป็นธรรมที่เกี่ยวข้องกับการปกป้องผู้ลงทุนมีประเด็นย่อย ได้แก่²³

3.2.2.1 กฎข้อบังคับเกี่ยวกับสมาชิกในตลาดซื้อขายล่วงหน้า และสมาชิกที่ทำหน้าที่บริหาร เพื่อประกันให้ตลาดซื้อขายล่วงหน้าเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองที่มี Integrity มีการตัดสินใจที่ไม่ฝักใฝ่ฝ่ายใดและป้องกันการเลือกปฏิบัติในการจัดการกับการดำเนินการทางวินัย

3.2.2.2 กฎข้อบังคับสำหรับ Futures Commission Merchants, Introducing Brokers, Commodity Pool Operators, Commodity Trading Advisors, Floor Brokers และ Floor Traders เช่น การลงทะเบียน การสอบ การเพิกถอนจากการเป็นสมาชิก และการฝึกอบรมเกี่ยวกับ จรรยาบรรณ เป็นต้น เจ้าหน้าที่ของ National Futures Association มีความเห็นว่าการมีมาตรฐานสำหรับเจ้าหน้าที่ระดับต่างๆ ซึ่งมีส่วนเกี่ยวข้องกับการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า เป็นหลักประกันอย่างหนึ่งที่จะช่วยปกป้องผลประโยชน์ของผู้ลงทุน

3.2.2.3 กฎข้อบังคับเกี่ยวกับ Order Execution ได้แก่ การซื้อหรือขายตามคำสั่งของลูกค้าจะต้องดำเนินการอย่างเปิดเผย และมีการแข่งขันกัน นอกจากนี้ยังมีกฎที่เรียก

²² Ibid. p. 206-207.

²³ Ibid. p. 220, 240-241, 255-256 and 262.

ว่า "Customer First Rule" ซึ่งหมายความว่า FCM จะต้องดำเนินการตามคำสั่งซื้อขายของลูกค้า ณ ราคาสถาบัน ก่อนที่จะดำเนินการตามคำสั่งซื้อขายของตนเอง

3.2.2.4 กฎข้อบังคับอื่นๆ เช่น ห้ามการซื้อขายที่เป็นการหลอกลวงลูกค้า ห้ามทำการเปลี่ยนแปลงหรือปลอมแปลงข้อมูลเกี่ยวกับการซื้อขาย เป็นต้น

3.2.2.5 กฎข้อบังคับเกี่ยวกับการเป็นตัวแทนการขายและการเปิดเผยข้อมูล เช่น ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายต่อสาธารณชนและการห้ามตัวแทนการขายให้ข้อมูลที่ผิดพลาดต่อลูกค้า เป็นต้น

กฎข้อบังคับเหล่านี้มีความจำเป็นในการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ลงทุน ดังจะเห็นได้จากการที่ Fischel and Grossman (1984) เสนอว่าการกำกับดูแลตนเองเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยปกป้องลูกค้าในตลาดซื้อขายล่วงหน้า เนื่องจากชื่อเสียงที่ดีของตลาดซื้อขายล่วงหน้าส่งเสริมให้มีผู้เข้าร่วมซื้อขายจำนวนมาก ปริมาณการซื้อขายที่สูงหมายถึงกำไรของตลาดซื้อขายล่วงหน้า ดังนั้นความต้องการในการสร้างชื่อเสียงที่ดีจึงทำให้ตลาดซื้อขายล่วงหน้าต้องป้องกันการกระทำที่มีขอบใดๆก็ตามของสมาชิก

3.2.3 ความมีประสิทธิภาพและ Integrity ของตลาด

เป้าหมายข้อที่สามเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพและ Integrity ของตลาด มีประเด็นที่สำคัญได้แก่²⁴

3.2.3.1 การออกแบบสัญญาซื้อขายล่วงหน้า กฎหมาย Commodity Exchange กำหนดให้ตลาดแสดงว่าการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในตลาดเสนอมาไม่ขัดแย้งกับผลประโยชน์ของสาธารณชน

3.2.3.2 การกำหนดระดับสูงสุดของฐานะสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Position Limit) กฎหมาย Commodity Exchange และ กฎของ CFTC กำหนดระดับสูงสุดของฐานะสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของบุคคลใดบุคคลหนึ่งไว้ กฎข้อนี้ใช้สำหรับผู้เก็งกำไร แต่ผู้ประกันความเสี่ยงจะได้รับการยกเว้น

3.2.3.3 การกำหนดขีดจำกัดของราคา (Price Limit) ตลาดซื้อขายล่วงหน้ากำหนดขีดจำกัดที่ราคาจะเปลี่ยนแปลงได้ในแต่ละวันสำหรับสัญญาซื้อขายล่วงหน้าบางชนิด

3.2.3.4 กฎข้อบังคับเกี่ยวกับ Order Execution เหมือนข้อ 3.2.2.3

หลังจากที่ CFTC พิมพ์รายงานเรื่อง International Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries ซึ่งมีแนวคิดเกี่ยวกับปัจจัยที่ต้องคำนึงถึงใน

²⁴ Ibid. p. 355 and 371.

การกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าตามที่กล่าวถึงข้างต้น ในการประชุม Tokyo Commodity Futures Markets Regulators' Conference ที่จัดขึ้นเมื่อปี ค.ศ. 1997 ได้มีแนวคิดโดยสรุปเกี่ยวกับ Market Surveillance และ การแลกเปลี่ยนข้อมูล ได้แก่²⁵

1. ตลาดซื้อขายล่วงหน้าแต่ละแห่งจะต้องมีโครงสร้างในการกำกับดูแลและการปฏิบัติตามกฎข้อบังคับอย่างชัดเจน
2. จะต้องมีการรวบรวมข้อมูล เพื่อที่ว่าตลาดดำเนินการได้อย่างเหมาะสม ฝ่ายบริหารของตลาดจะต้องมีข้อมูลเกี่ยวกับฐานะในตลาดของผู้ซื้อขาย และส่วนประกอบของตลาด
3. จะต้องมีการวิเคราะห์ข้อมูลที่เหมาะสมกับชนิดของข้อมูลนั้น
4. ฝ่ายกำกับดูแลจะต้องมีอำนาจในการแทรกแซงตลาด เพื่อป้องกันหรือจัดการกับการกระทำที่ไม่เหมาะสม
5. องค์การที่เกี่ยวข้องจะต้องสามารถลงโทษทางวินัยสมาชิกที่กระทำผิด และรูปแบบการลงโทษจะต้องชัดเจน
6. องค์การที่เหมาะสมควรมีอำนาจในการจัดการกับการกระทำที่ไม่ถูกต้องของผู้ที่ไม่เป็นสมาชิกของตลาด
7. องค์การที่เกี่ยวข้องควรจะมีมือร่วมกันในการแลกเปลี่ยนข้อมูล โดยเฉพาะอย่างยิ่งข้อมูลเกี่ยวกับฐานะของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าขนาดใหญ่จะต้องมีการจัดการกับข้อมูลที่ได้เป็นการลับ

3.3 บรรณกรรมปริทัศน์

มีงานศึกษาจำนวนมากเกี่ยวกับการกำกับดูแลในตลาดซื้อขายล่วงหน้า เช่น การศึกษาของ Corcoran and Lawton (1993) เสนอว่าวัตถุประสงค์ของการกำกับดูแล ได้แก่

1. การป้องกันลูกค้า (Customer Protection)
2. Market Integrity

จะต้องมีข้อกำหนดเกี่ยวกับบทบาทและภาระหน้าที่ขององค์กรที่ทำหน้าที่เป็นตัวแทนในการซื้อขายให้ลูกค้า นอกจากนั้น ผู้ซื้อขายจะต้องได้รับข่าวสารข้อมูลอย่างเพียงพอ ราคาในตลาดซื้อขายล่วงหน้าต้องเป็นอิสระจากการปั่นราคา และจะต้องประกันการสูญเสียในการลงทุน

²⁵ Commodity Trading Futures Commission, Ministry of International Trade and Industry, Ministry of Agriculture, Forestry and Fisheries and Financial Services Authority, Tokyo Commodity Futures Markets Regulators' Conference 1997, p.7.

เนื่องจากความล้มเหลวขององค์กรที่เป็นสื่อกลางทางการเงิน (Financial Intermediary) หรือ การไม่สามารถปฏิบัติตามสัญญาได้ ของ counterparty

Kolb (1996) เสนอว่าการกำกับดูแลมีจุดมุ่งหมายเพื่อควบคุมการเข้ามาในตลาดซื้อขายล่วงหน้าและการดำเนินงานของตลาดซื้อขายล่วงหน้า การเข้ามาในตลาดซื้อขายล่วงหน้า หมายถึงการที่หน่วยงานที่มีหน้าที่ในการกำกับดูแลอนุมัติให้มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ส่วนการควบคุมการดำเนินงานของตลาดซื้อขายล่วงหน้าก็เพื่อทำให้เกิดตลาดที่สนองตอบ ภาระหน้าที่ทางสังคม ซึ่งได้แก่การเป็นที่ผู้ประกันความเสี่ยงสามารถใช้เพื่อประกันความเสี่ยง เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของราคาในตลาดทันที บทบาททางด้านการค้นพบราคาและบทบาท ที่ฐานะในตลาดซื้อขายล่วงหน้าเป็นค่าประมาณของฐานะตลาดซื้อขายทันที

Kolb (1996) มีข้อเสนอต่อมาว่าการควบคุมและการกำกับดูแลในตลาดซื้อขายล่วงหน้า กระทำได้โดยผ่านองค์กรต่อไปนี้

1. Broker มีหน้าที่รับผิดชอบในการรับรู้ฐานะ (position) และความตั้งใจของลูกค้า เพื่อเป็นหลักประกันว่าลูกค้าจะไม่ก่อให้เกิดปัญหาในตลาด หรือสร้างความวุ่นวายให้เกิดขึ้นในระบบ และดูแลให้การซื้อขายของลูกค้าดำเนินไปด้วยดีภายใต้ข้อกำหนดของตลาดซื้อขายล่วงหน้าและกฎหมาย

2. ตลาด (Exchange) และสำนักหักบัญชี (Clearing House) ตลาดเป็นผู้ตั้งกฎข้อ บังคับที่ห้ามการซื้อขายหลอกๆ (Fictitious Trading) การซื้อขายที่เตรียมกันมาก่อน (Pre-arranged Trading) และ การซื้อขายก่อนลูกค้า (Front-running)²⁸ นอกจากนี้ตลาดยังห้ามการ ไม่ปฏิบัติตามสัญญา (Default) และกำหนด price limits ของแต่ละวัน (Daily price limits) ขีด จำกัดของฐานะการซื้อขายล่วงหน้า (Position limits) Margin Requirements และข้อกำหนด เกี่ยวกับสมาชิกภาพ ส่วนสำนักหักบัญชีมีหน้าที่กำหนดกฎข้อบังคับเพื่อให้ตลาดดำเนินไป ได้อย่างดี

3. องค์กรที่มีหน้าที่กำกับดูแลตนเองของอุตสาหกรรม (Industry Self-Regulatory Body) ในสหรัฐอเมริกา ได้แก่ National Futures Association องค์กรนี้มีหน้าที่คัดเลือกและทดสอบผู้ที่ต้องการสมัครเป็นสมาชิกของ National Futures Association นอกจากนี้ องค์กรนี้ยังบังคับให้ Futures Commission Merchants และ Introducing Brokers มีทุนเพียงพอและบันทึกการซื้อขายอย่างถูกต้อง ทั้งยังมีหน้าที่ตรวจสอบบันทึกขององค์กรสมาชิกและความพอเพียงของเงินทุน

²⁸ การซื้อขายก่อนลูกค้า (Front-running) คือ การที่ Broker ซื้อหรือขายให้ตนเองก่อนที่จะซื้อหรือขายตาม คำสั่งซื้อหรือขายของลูกค้า

4. องค์การของรัฐ (Government Agency) ในสหรัฐฯ ได้แก่ Commodity Futures Trading Commission (CFTC) มีหน้าที่ในการควบคุมการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทั้งหมดในสหรัฐฯ อนุมัติให้มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใหม่ๆ และควบคุมกฎในการซื้อขาย (Trading Rules) ในตลาดซื้อขายล่วงหน้า เช่น Daily price limits และลักษณะต่างๆ ของกระบวนการส่งมอบ เป็นต้น นอกจากนี้ในภาวะฉุกเฉิน CFTC ยังมีอำนาจในการแทรกแซงการดำเนินงานของตลาดซื้อขายล่วงหน้า ถ้าหากว่า CFTC เชื่อว่ามีการปั่นราคาเกิดขึ้น

มาตรการในการควบคุมที่สำคัญ มี 2 ชนิด ได้แก่

1. Margin Requirements

2. Price limits

1. Margin Requirements

ในระบบ Margin มี Margin อยู่หลายชนิด ชนิดแรก คือ Initial Margin ซึ่งได้แก่ จำนวนเงินที่ผู้ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะต้องฝากไว้กับ Broker ก่อนที่จะมีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า จุดประสงค์หลักของ Margin คือ ใช้เป็นหลักประกันว่าผู้ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะปฏิบัติตามสัญญา ตามปกติอัตรา Margin จะไม่สูง เนื่องจากตลาดซื้อขายล่วงหน้ามีกลไกอีกชนิดหนึ่งมาควบคุมการไม่ปฏิบัติตามสัญญา ได้แก่ mark-to-market หมายถึง การคำนวณกระแสเงินสดในแต่ละวัน โดยคำนึงถึงกำไรหรือขาดทุนของฐานะสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ส่วนกำไรหรือขาดทุนนี้จะบวกเข้าหรือลบออกจากจำนวนเงินในบัญชี Margin

Margin อีกชนิดหนึ่งเรียกว่า Maintenance Margin ซึ่งได้แก่ จำนวนเงินในบัญชี Margin ที่ฝากไว้กับ Broker ที่ผู้ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะต้องดำรงไว้ ถ้าหากจำนวนเงินในบัญชีต่ำกว่าระดับของ Maintenance Margin ผู้ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะต้องเพิ่มเงินเข้าไปในบัญชีจนถึงระดับ Initial Margin จำนวนเงินส่วนที่เพิ่มขึ้น เรียกว่า Variation Margin ที่จริงทุนที่อยู่ในบัญชี Margin ไม่จำเป็นต้องเป็นเงินสดอย่างเดียว แต่อาจเป็นเงินสดและหลักทรัพย์ที่ไม่ค่อยมีความเสี่ยง เช่น พันธบัตรรัฐบาลก็ได้

Kolb (1996) จำแนกประเภท Margin ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า มีทั้ง Margin ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่เป็น short หรือ long position หรือ Margin ของ Combination ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ซึ่งเรียกว่า Spread²⁷

Spread มี 2 แบบ คือ

1. Intra-market spread คือ ฐานะ spread ของ short และ long positions ของสินค้าชนิดเดียวกัน เนื่องจากสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะมีการเคลื่อนไหวของราคาที่สัมพันธ์กัน เมื่อ

²⁷ Spread คือ ฐานะของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทั้ง Short และ long

ขาดทุนจาก short position ก็จะได้กำไรจาก long position ดังนั้นความเสี่ยงของ spread จึงต่ำกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสัญญาเดียว จึงทำให้ margin requirements ของ spread ต่ำกว่า

2. Inter-market spread คือ ฐานะ spread ของ short และ long positions ของสินค้าคนละชนิดกัน แต่สินค้าทั้ง 2 ชนิด มีความสัมพันธ์กัน margin requirements ของ spread จะต่ำกว่ากรณีที่คำนวณหาผลรวมของ margin ของสินค้าแต่ละชนิด

Kolb (1996) ยังได้กล่าวถึงระบบ Margin อีกระบบหนึ่งที่เรียกว่า Intermarket Cross-Margining ซึ่งคือการคำนวณ margin requirements จาก portfolio ทั้งหมดของผู้ค้า แม้ว่า portfolio ทั้งหมดจะไม่ได้อยู่ที่ตลาดซื้อขายล่วงหน้าแห่งเดียวกัน ข้อดีของระบบนี้ คือ การคำนวณ margin requirements จากความเสี่ยงทั้งหมดของผู้ค้าทำให้ initial margin ต่ำกว่าผลรวมของ initial margin ของแต่ละตลาด จำนวน margin ที่ต่ำลงจะดึงดูดให้มีผู้เข้ามาซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้ามากขึ้น

ได้มีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง Margin และการซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้า เช่น Fishe, Goldberg, Gosnell and Sinha (1990) พบว่า มูลค่าของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า และความแปรปรวนของราคา (price volatility) เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดระดับ margin ระดับใหม่ นอกจากนั้นยังไม่พบความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างการเปลี่ยนแปลงระดับ margin และความแปรปรวนของราคา (price volatility) Pliska and Shalen (1991) เสนอว่า margin ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะช่วยปกป้องสำนักหักบัญชี และ Futures Commission Merchants จากการไม่ปฏิบัติตามสัญญาของลูกค้า ทั้งยังพบว่า การใช้ margin และ position limits ในระดับสูงจะลดสภาพคล่องในตลาดซื้อขายล่วงหน้า Kalavathi and Shanker (1991) พบว่า ผลการเพิ่มของ margin requirement ลดอุปสงค์ต่อสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของผู้ประกันความเสี่ยง และลดความมีประสิทธิภาพของการประกันความเสี่ยงโดยสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

Kupiec (1993) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง margin ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าและความแปรปรวนในตลาดซื้อขายทันที ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ว่า initial margin ในระดับต่ำในตลาดซื้อขายล่วงหน้ามีความสัมพันธ์กับการเพิ่มขึ้นของความแปรปรวนของราคาในตลาดซื้อขายทันที ผลการศึกษาสอดคล้องกับสมมติฐานที่เสนอว่า Margin ในระดับสูงลดสภาพคล่องในตลาด และเพิ่มความแปรปรวนของราคา พฤติกรรมของคณะกรรมการที่กำหนด initial margin ก็มีผลในการอธิบายผลการศึกษา เนื่องจากคณะกรรมการจะสามารถกำหนดระดับ initial margin ให้สูงกว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาอย่างมากใน 1 วันของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า แต่จะไม่ตั้ง initial margin ให้สูงเกินไปจนกระทั่งจำกัดการเข้ามาซื้อขายในตลาด

ในด้านพฤติกรรมของตลาดซื้อขายล่วงหน้าเกี่ยวกับการกำหนดระดับ initial margin Fenn and Kupiec (1993) พบว่า ตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะเพิ่ม margin ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น เมื่อความแปรปรวนของราคาสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นเพิ่มขึ้น แต่ตลาดก็ไม่ได้ปรับ margin ให้ใกล้เคียงกับ optimal prudential margin-setting rule ที่คำนวณได้จากแบบจำลอง ทั้งสองเสนอว่าอาจมีต้นทุนในการเปลี่ยนแปลงระดับ margin นอกจากนี้ ยังมีมาตรการอื่นๆ ในการป้องกันการไม่ปฏิบัติตามสัญญาของสมาชิก เช่น ข้อกำหนดเกี่ยวกับเงินทุนและมาตรฐานในการเข้าเป็นสมาชิก ทำให้การปรับ margin เข้าสู่ระดับตาม optimal rule ไม่ใช่สิ่งสำคัญ ประการสุดท้าย เว้นไขทางการเมืองก็เป็นปัจจัยสำคัญในการตั้งระดับ margin ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นให้สูงกว่าระดับตาม optimal rule

ในระยะหลัง ตลาดซื้อขายล่วงหน้าในสหรัฐใช้ระบบ Margin ที่เรียกว่า Standard Portfolio Analysis of Risk (SPAN) ระบบนี้ให้มี cross-margining ระหว่างสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและ options ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า และพิจารณา portfolio ทั้งหมดในการคำนวณ margin requirement จากงานศึกษาของ Kupiec (1994) พบว่าระบบ SPAN มีประสิทธิภาพมากกว่าระบบที่เคยใช้เดิม ข้อสรุปข้างต้นอาจอธิบายได้โดยใช้แบบจำลองเกี่ยวกับการแข่งขันในการกำกับดูแลของ Kane (1984) ที่เสนอว่าการแข่งขันในระหว่างองค์กรที่กำกับตนเองจะลด implicit "tax" ที่เกิดจากการควบคุมที่มากเกินไป และ Margin requirements ของสมาชิกในตลาดซื้อขายล่วงหน้าได้รับผลดีที่เกิดจากประสิทธิภาพที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากการใช้ระบบ Margin ที่พิจารณาทั้ง Portfolio แต่ Margin Requirements ของลูกค้าในตลาด Options ของหุ้นได้รับภาระภาษีที่ไม่จำเป็นอันเนื่องมาจากการกำกับดูแล เนื่องจากในตลาดดังกล่าวขาดการแข่งขันในระหว่างองค์กรที่กำกับดูแลตนเอง

2. Price Limits

ใน Brady Report (1988) และการศึกษาของ CFTC (1988) ได้กล่าวถึงข้อดีของ Price Limits ว่า Price Limits จะจำกัด Financial Exposure ในแต่ละวัน โดยการเป็นราคาพลาทของ Margin Calls ที่เป็นผลมาจากการซื้อขายภายในวันนั้น ข้อดีอีกข้อหนึ่งของ Price Limits ที่เสนอโดย Brady Report (1988) คือ Price Limits อาจป้องกันตลาดไม่ให้ตอบสนองมากเกินไปต่อข่าวสาร โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสภาวะการณ์ที่มีความไม่แน่นอนสูง ข้อเสียของ Price Limits คือเป็นสิ่งที่ขัดขวางการไปสู่ดุลยภาพของตลาดและทำให้การปรับตัวของตลาดช้าลง Ma, Rao and Sears (1989) ได้ศึกษา Price Limits กับพฤติกรรมเชิงประจักษ์ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า และพบว่า Price Limits อาจทำให้เกิด Cooling-off Period ในตลาดซื้อขายล่วงหน้า เนื่องจากราคามีแนวโน้มคงที่หรือเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้ามหลังจากถึง Limits นอกจากนี้ยังพบว่าการลดลงของความแปรปรวนของราคาใน Post-Limits Period

3.4 สรุป

ในการศึกษาโครงสร้างของการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าในสหรัฐฯ หน่วยงานที่มีอำนาจสูงสุดคือ Commodity Futures Trading Commission รองลงมาคือองค์กรที่ทำหน้าที่กำกับดูแลตนเองซึ่งก็คือตลาดซื้อขายล่วงหน้า และ National Futures Association โดย Commodity Futures Trading Commission มีหน้าที่กำกับดูแลองค์กรกำกับดูแลตนเองทั้งสอง ในขณะที่บทบาทของ National Futures Association จะรวมถึงการจดทะเบียนสมาชิก การให้การศึกษา การลงโทษเมื่อสมาชิกไม่ปฏิบัติตามกฎและกระบวนการ Arbitration เมื่อมีความขัดแย้งระหว่างลูกค้าและสมาชิกโดยที่ไม่ต้องผ่านกระบวนการทางศาลที่ใช้เวลานานกว่าและมีค่าใช้จ่ายสูงกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับโครงสร้างของการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าในสิงคโปร์และมาเลเซีย (ซึ่งมีรายละเอียดอยู่ในบทที่ 4) จะเห็นถึงความแตกต่างในประเด็นนี้ กล่าวคือในประเทศทั้งสองบทบาทของสมาคมวิชาชีพที่เกี่ยวข้องกับตลาดซื้อขายล่วงหน้ามีไม่มากนัก บทบาทในการกำกับดูแลโดยหลักเป็นของคณะกรรมการกำกับดูแลของทางการโดยประสานงานกับตลาดซื้อขายล่วงหน้า สำหรับประเทศไทยในร่างพระราชบัญญัติอนุพันธ์และตลาดอนุพันธ์ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในหมวดที่ 6 ได้บัญญัติคุณสมบัติ ลักษณะ และมาตรการในการดำเนินงานของสมาคมกำกับผู้ประกอบธุรกิจอนุพันธ์ไว้ในมาตราที่ 109 จากเจตนารมณ์ในการร่างพระราชบัญญัติดังกล่าวจะเห็นได้ว่า คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีความต้องการเห็นบทบาทในการกำกับดูแลตนเองของสมาคมกำกับผู้ประกอบธุรกิจอนุพันธ์

กฎเกณฑ์ต่างๆของตลาดซื้อขายล่วงหน้าเป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างไว้ซึ่ง Financial Integrity และ Market Integrity กฎเกณฑ์เหล่านั้นได้แก่ การแยกบัญชีของลูกค้าออกจากบัญชีของสมาชิก การคำนวณกำไร-ขาดทุนในแต่ละวัน (Mark-to-Market) การกำหนดระดับ Margin การกำหนด Price Limits และ Position Limits ตลอดจนการห้ามการซื้อขายที่ไม่เป็นธรรมและการหลอกลวงลูกค้า องค์กรกำกับดูแลและตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะต้องกำหนดระดับที่เหมาะสมของ Price Limits, Position Limits และ Margin รวมทั้งตรวจสอบว่ากฎเกณฑ์ต่างๆได้รับการปฏิบัติตามอย่างเคร่งครัดและมีการลงโทษเมื่อสมาชิกไม่ปฏิบัติตามกฎเกณฑ์

บทที่ 4

โครงสร้างของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน

และ

บทบาทของหน่วยงานที่กำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน

กรณีศึกษา : ประเทศสิงคโปร์ และมาเลเซีย

4.1 ประเทศสิงคโปร์

4.1.1 โครงสร้างของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน²⁸

Singapore International Monetary Exchange หรือ SIMEX ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี ค.ศ.1983 และเริ่มทำการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเมื่อปี ค.ศ.1984 Board of Directors เป็นผู้บริหารและกำหนดนโยบายตลอดจนระเบียบข้อบังคับของ SIMEX โดยมีคณะกรรมการชุดต่างๆช่วยในการบริหารงาน สำหรับสำนักหักบัญชีนั้นเป็นส่วนหนึ่งของตลาดซื้อขายล่วงหน้า ซึ่งสมาชิกของ SIMEX ประกอบด้วย สมาชิกที่สามารถหักบัญชีได้ สมาชิกประเภทบริษัทที่ไม่สามารถหักบัญชีได้ Commercial Associate Members และสมาชิกประเภทบุคคลที่ไม่สามารถหักบัญชีได้ จากข้อมูลวันที่ 1 กรกฎาคม ปี ค.ศ.1997 พบว่า SIMEX มีสมาชิกที่สามารถหักบัญชีได้ 36 ราย สมาชิกที่ไม่สามารถหักบัญชีได้ 28 ราย และ Commercial Associate Members 11 ราย บริษัทที่เป็นสมาชิกประเภทที่สามารถหักบัญชีได้จะต้องเป็นบริษัทสิงคโปร์ หรือสาขาของบริษัทต่างประเทศที่มีชื่อเสียง โดยจะต้องมี Adjusted Net Capital อย่างน้อย 8 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ดอลลาร์ สมาชิกจะต้องถือหุ้นของ SIMEX และเป็นเจ้าของที่น้อยอย่างน้อย 3 ที่นั่ง สมาชิกประเภทนี้สามารถหักบัญชีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้ากับสำนักหักบัญชีของ SIMEX สมาชิกแต่ละรายจะต้องฝากเงินประกันจำนวน 250,000 ดอลลาร์สหรัฐ หรือ ร้อยละ 2.5 ของ maintenance margin โดยเฉลี่ย แล้วแต่จำนวนใดจะมากกว่า สำหรับสมาชิกประเภทอื่นๆจะต้องหักบัญชีโดยผ่านสมาชิกประเภทที่สามารถหักบัญชีได้เท่านั้น

สำนักหักบัญชีของ SIMEX เป็นศูนย์กลางในการจัดการกับการซื้อขายระหว่างสมาชิก สำนักหักบัญชีมีบันทึกการซื้อขาย รวมทั้งเป็น counterparty ของผู้ซื้อและผู้ขาย ถ้าหากสมาชิกไม่สามารถทำตามสัญญา SIMEX สามารถยึดทรัพย์สินของสมาชิกที่อยู่กับ SIMEX ได้แก่

- 1.เงินฝาก margin ที่อยู่กับสำนักหักบัญชีของ SIMEX
- 2.เงินประกัน

²⁸ ข้อมูลในส่วนนี้มาจาก Booth Personnel Qualification Programme Study Guide, April 1998 หน้า 1-8
SIMEX, หน้า 1-8

3. Letter of Credit

4. หลักทรัพย์อื่นๆ เช่น สมาชิกภาพของ SIMEX เป็นต้น

ระบบการซื้อขายของ SIMEX เป็นแบบ Open Outcry เช่นเดียวกับ Chicago Mercantile Exchange (CME) และมีการคำนวณกำไร-ขาดทุนรายวัน ที่เรียกว่า mark-to-market นอกจากนี้ SIMEX ยังมีระบบที่ช่วยในการดำรง market integrity คือ ระบบ Gross Margin ซึ่งการคำนวณ margin ของลูกค้าคิดจากฐานรวมทั้งหมดทั้งฐานะขายและซื้อ มิใช่คำนวณจากฐานะสุทธิ ทั้งยังมีการแยกบัญชีเงินของลูกค้าออกจากบัญชีของบริษัท โครงสร้างและการดำเนินงานของ SIMEX คล้ายคลึงกับโครงสร้างและการดำเนินงานของ Chicago Mercantile Exchange เนื่องจาก SIMEX ได้ติดต่อประสานงานอย่างใกล้ชิดกับ Chicago Mercantile Exchange ตั้งแต่เริ่มก่อตั้งจนถึงปัจจุบัน

4.1.2 การกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน

องค์กรที่กำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในสิงคโปร์ คือ Monetary Authority of Singapore (MAS)²⁸ โดยฝ่ายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน ภาระหน้าที่ของฝ่ายดังกล่าวคือ สร้างและธำรงไว้ซึ่งโครงสร้างและการกำกับดูแลที่เหมาะสมที่เอื้ออำนวยต่อการพัฒนาสิงคโปร์ให้เป็นศูนย์กลางในการบริหารความเสี่ยงของ Asian Time Zone

บทบาทในด้านการกำกับดูแลของ MAS ได้แก่

1. บริหารงานด้านกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
2. กำกับดูแล SIMEX และ สถาบันทางการเงินที่เกี่ยวข้อง
3. ดำเนินการให้มีการปฏิบัติตามกฎข้อบังคับ

ส่วนในการพัฒนาตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินนั้น MAS มีบทบาทในการพัฒนา ด้านต่างๆต่อไปนี้

1. การสร้างความเชื่อมโยงระหว่างตลาดซื้อขายล่วงหน้าต่างๆ
2. การประเมินสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใหม่ๆ
3. ระบบการซื้อขายแบบอิเล็กทรอนิกส์

กฎหมายและระเบียบข้อบังคับที่ใช้ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินของสิงคโปร์ ได้แก่ Futures Trading Act, Futures Trading Regulations และระเบียบข้อบังคับของ SIMEX

ทำไมจึงมีความจำเป็นที่จะต้องมีการรอบในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้า องค์กรของรัฐจะต้องมีการรอบในการกำกับดูแล เนื่องจากจะต้องทำให้ตลาดเป็นสถานที่ที่เชื่อถือได้ว่าจะ

²⁸ ข้อมูลส่วนนี้มาจากเอกสารชื่อ Supervision of Financial Futures Market in Singapore 1993 Financial Supervision Group, Monetary Authority of Singapore, 24 July 1998, หน้า 1-8.

ตอบสนองต่อความต้องการของผู้ประกันความเสี่ยง และมีบทบาทในการค้นพบราคา ดังนั้น Financial Integrity และ Market Integrity จึงเป็นสิ่งสำคัญ

กรอบในการกำกับดูแลของ SIMEX ที่ได้รับความเห็นชอบจาก MAS ได้แก่

1. ข้อกำหนดต่ำสุดด้านทุน (Minimum Capital Requirements)
2. เงื่อนไขอื่นๆ ที่มีไข้เงื่อนไขด้านการเงิน เช่น บริษัทที่สมัครเป็นสมาชิกของ SIMEX จะต้องเป็นส่วนหนึ่งของบริษัทที่ให้บริการทางการเงิน หรือเป็นธนาคารพาณิชย์ระดับนานาชาติ จะต้องมีการดำเนินงานในตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่สำคัญทั่วโลก จะต้องอยู่ภายใต้การกำกับดูแลที่เหมาะสมในประเทศของตน (home country) และไม่มีประวัติเสื่อมเสีย เป็นต้น
3. ข้อกำหนดเกี่ยวกับการแยกบัญชีของลูกค้ากับบัญชีของบริษัท ทั้งในระดับของบริษัทเอง และในระดับของตลาดซื้อขายล่วงหน้า/สำนักหักบัญชี
4. ข้อห้ามเกี่ยวกับการซื้อขายและพฤติกรรมในการซื้อขายที่ไม่เหมาะสม เช่น Front-Running (การซื้อหรือขายให้ตนเองก่อนการซื้อหรือขายให้ลูกค้า) และการปั่นราคา เป็นต้น
5. Prudential Controls เช่น การคำนวณ Adjusted Net Capital รายวัน การคำนวณ margin จากสถานะทั้งซื้อและขาย (Gross Margining) การเปิดเผยความเสี่ยง การแยกการปฏิบัติงานของ Front-Office และ Back-Office ออกจากกัน
6. ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเก็บบันทึกข้อมูลที่เหมาะสม เช่น การดอเวลาที่ทำการซื้อขาย (Time-Stamping), Confirmation Statements และการบันทึกเทปคำสั่งซื้อขายของลูกค้า เป็นต้น ข้อมูลเหล่านี้จะเป็นหลักฐานสำคัญในการจัดการกับปัญหาระหว่างลูกค้าและตัวแทน ตลอดจนเป็นข้อมูลให้ฝ่ายกำกับดูแลได้ใช้เพื่อป้องกันการกระทำมิชอบของผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้า

นอกจากนี้ MAS ยังเป็นผู้อนุมัติให้มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใหม่ๆ และ specifications ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเหล่านั้น ให้ความเห็นชอบเมื่อมีการซื้อหุ้นของบริษัท โดยบริษัทหนึ่งตั้งแต่ร้อยละ 20 ขึ้นไป และให้ความเห็นชอบเมื่อมีการแก้ไข เพิ่มเติม หรือลบอ้างอิงข้อบังคับใดๆ ของตลาดซื้อขายล่วงหน้า

การกำกับดูแลในอีกระดับหนึ่ง คือการกำกับดูแลของตลาดซื้อขายล่วงหน้าและสำนักหักบัญชี ในส่วนของการกำกับดูแลของตลาดซื้อขายล่วงหน้า มีการดำเนินงานของฝ่ายต่างๆ ดังต่อไปนี้³⁰

1. ฝ่าย Audit and Review

มีหน้าที่ตรวจสอบและติดตามการปฏิบัติงานของสมาชิกของตลาดซื้อขายล่วงหน้าให้เป็นไปตามกฎข้อบังคับของ SIMEX เพื่อรักษาผลประโยชน์ของลูกค้าและรักษา Financial Integrity ของสำนักหักบัญชีของ SIMEX นอกจากนี้ยังต้องตรวจสอบราย

³⁰ Booth Personnel Qualification Programme Study Guide, April 1998 ของ SIMEX หน้า 1.11 – 1.13

งานการเงินของสมาชิกอย่างสม่ำเสมอ เพื่อให้แน่ใจว่าสมาชิกปฏิบัติตามข้อกำหนดขั้นต่ำสุดในด้านการเงินและข้อกำหนดเกี่ยวกับการแยกบัญชีลูกค้าออกจากบัญชีของสมาชิก

2. ฝ่ายบริหารความเสี่ยงและ Market Surveillance³¹

ก่อนที่ตลาดจะเปิดการซื้อขายในแต่ละวัน ฝ่ายนี้จะดูแลผลของการเคลื่อนไหวในตลาดที่กระทบสถานะทางการเงินของสมาชิก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงเวลาที่มีการแปรปรวนของราคาอย่างมาก จะมีการตรวจสอบสภาพการขาดทุนของสมาชิกอย่างใกล้ชิด และจัดการให้จำนวน margin ที่เรียกเก็บตลอดจน minimum capital requirements มีเพียงพอ นอกจากนี้ SIMEX จะตรวจสอบสถานะในตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่มีความเสี่ยงสูงขีดจำกัดของฐานะสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (position limits) ระดับราคา และฐานะสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของลูกค้ารายใหญ่ เพื่อจะมั่นใจว่าจะไม่ให้เกิดปัญหาขึ้น

3. ฝ่าย Compliance

มีหน้าที่เฝ้าดูการซื้อขายบน Trading Floor เพื่อตรวจสอบว่ามีการปฏิบัติที่ไม่ถูกต้องเกิดขึ้นหรือไม่และตรวจสอบบันทึกข้อมูลการซื้อขายของสมาชิกว่าเป็นไปตามกฎเกณฑ์หรือไม่

4. ฝ่าย Trading Floor

เป็นฝ่ายที่ปฏิบัติงานบน Trading Floor เพื่อช่วยให้การซื้อขายในตลาดเป็นไปอย่างมีระเบียบ นอกจากนี้ยังมีหน้าที่จัดให้มีการเผยแพร่ข้อมูลทั้งจากตลาด SIMEX และตลาดอื่นๆทั่วโลก รวมทั้งข่าวสารอื่นๆด้วย

สำนักหักบัญชีของ SIMEX มีข้อกำหนดเกี่ยวกับสถานะทางการเงินของสมาชิกเพื่อรักษา Financial Integrity ของตลาดซื้อขายล่วงหน้า นอกจากนี้ยังใช้ระบบ margin ที่เรียกว่า SPAN (Standard Portfolio Analysis of Risk) ซึ่งเป็นระบบที่ประเมินความเสี่ยงทั้งหมดของ Portfolio และกำหนด margin ตามระดับความเสี่ยง นอกจากนี้ยังมีการป้องกันสำนักหักบัญชีจากความเสียหายที่เกิดขึ้นเนื่องจากการที่สมาชิกของสำนักหักบัญชีไม่ปฏิบัติตามสัญญาด้วยการยึดทรัพย์สินของสมาชิกในส่วนที่อยู่กับสำนักหักบัญชี เช่น เงินประกันและเงิน margin ของสมาชิก เป็นต้น ที่ SIMEX มีระบบ mark to market เช่นเดียวกับตลาดซื้อขายล่วงหน้าอื่นๆ ดังนั้นเมื่อลูกค้าขาดทุนจนกระทั่งจำนวนเงินที่อยู่ในบัญชี margin ต่ำกว่าระดับ maintenance margin ลูกค้าจะต้องเพิ่มเงินเข้ามาในบัญชีภายในวันรุ่งขึ้น ถ้าลูกค้าไม่ทำตาม Brokers สามารถปิดสถานะสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของลูกค้าได้ทันที

³¹ SIMEX Financial Safeguard System, Singapore International Monetary Exchange หน้า 5

ระบบ mark-to-market การแยกบัญชีของลูกค้าออกจากบัญชีของบริษัทสมาชิก ระบบการตรวจสอบและระบบบัญชีที่มีประสิทธิภาพ ขีดจำกัดของสถานะสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของลูกค้า (Position Limit) และรายงานเกี่ยวกับสถานะสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของลูกค้ารายใหญ่ (Large Traders' Position Report) ล้วนเป็นส่วนประกอบที่ทำให้การดำเนินงานของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินของสิงคโปร์เป็นไปด้วยดี นอกจากนี้ปัจจัยด้านตัวสินค้า ซึ่งคือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่จะกล่าวถึงต่อไป ในส่วนท้ายของกรณีศึกษาที่ผู้วิจัยจะวิเคราะห์กรณี Barings ซึ่งเป็นการสูญเสียอย่างใหญ่หลวงของบริษัท Barings ในการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei-225 ที่ตลาด SIMEX ด้วย

4.1.3 สัญญาซื้อขายล่วงหน้าในตลาด SIMEX

สัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีการซื้อขายที่ตลาด SIMEX แบ่งเป็นประเภทใหญ่ๆ ได้ 5 ประเภท ได้แก่ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ย สัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น สัญญาซื้อขายล่วงหน้าพลังงาน สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศ และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าโลหะมีค่า ดังรายละเอียดในตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 4.1
สัญญาซื้อขายล่วงหน้าในตลาด SIMEX

ประเภทของสัญญา	ชนิดของสัญญา
อัตราดอกเบี้ย	Eurodollar Euroyen Euromark พันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่น
ดัชนีหุ้น	Nikkei - 225 Nikkei - 300 MSCI Taiwan Index
พลังงาน	Brent Crude Oil High Sulphur Fuel Oil
เงินตราต่างประเทศ	Deferred Spot US\$/JPY Deferred Spot US\$/DM
โลหะมีค่า	ทองคำ

ที่มา: Booth Personnel Qualification Programme Study Guide, SIMEX, April 1998 หน้า 1.1

จากการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ของ SIMEX พบว่าสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศไม่ค่อยเป็นที่นิยมนัก ซึ่งสาเหตุอาจเนื่องมาจากลูกค้าในตลาดเงินตราต่างประเทศสามารถใช้บริการของตลาด Forward ซึ่งมีสภาพคล่องสูงก็ได้ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่เป็นที่นิยมมาก ได้แก่ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ย และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น ดังรายละเอียดในตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.2
สัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีจำนวนการซื้อขายสูงสุดของ SIMEX

(หน่วย:สัญญา)

	ปริมาณการซื้อขาย (มค.-มิย.1998)	ปริมาณการซื้อขาย (มค.-มิย.1997)	การเปลี่ยนแปลง คิดเป็นร้อยละ
ตลาดซื้อขายล่วงหน้า	13,328,827	11,661,134	14.3
สัญญาซื้อขายล่วงหน้า Euroyen	4,774,743	4,833,557	-1.2
สัญญาซื้อขายล่วงหน้า Eurodollar	4,139,200	3,596,772	15.1
สัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei - 225	2,637,178	2,317,029	13.8
สัญญาซื้อขายล่วงหน้า MSCI Taiwan Index	771,771	155,082	397.7

ที่มา: Market Link, SIMEX, July - August 1998.

จะเห็นได้ว่าสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีปริมาณการซื้อขายมากที่สุด คือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้า Euroyen ส่วนสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีปริมาณการซื้อขายมากเป็นอันดับที่ 2 คือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้า Eurodollar จากการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ของ SIMEX พบว่ามีความต้องการใช้สัญญาทั้ง 2 ชนิดในการประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย สัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่ได้รับความนิยมรองลงมา คือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei-225 และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า MSCI Taiwan Index ซึ่งต่างเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น สัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei-225 เริ่มมีการซื้อขายที่ SIMEX เมื่อเดือนกันยายน 1986³² นับเป็นเวลา 1 ปี ก่อนหน้าการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei-225 ที่ Osaka Securities

³² JP Morgan, Global Futures and Options Guide, July 1997.

Exchange (OSE) สัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei-225 เป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีดัชนีอ้างอิงคือดัชนีหุ้น Nikkei-225 ซึ่งเป็นดัชนีหุ้นแบบถ่วงน้ำหนักด้วยราคา ประกอบด้วยหุ้นของบริษัทชั้นนำของประเทศญี่ปุ่น 225 แห่ง ปริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei-225 ที่ตลาด Osaka มีมากกว่าการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei-225 ที่ตลาด SIMEX แม้ว่าตลาด SIMEX จะมีข้อได้เปรียบในแง่ต้นทุนการซื้อขายที่ต่ำกว่า และการเป็นศูนย์กลางทางการเงินในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ แต่ตลาด OSE ก็มีข้อได้เปรียบในแง่ของตลาดภายในประเทศขนาดใหญ่ ซึ่งทำให้มีสภาพคล่องสูง และดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันเข้าไปซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei-225 เพื่อประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

ส่วนสัญญาซื้อขายล่วงหน้า MSCI Taiwan Index นับเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใหม่ เพิ่งเริ่มมีการซื้อขายเมื่อเดือนมกราคม 1997³³ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดนี้ไม่มีดัชนีอ้างอิงคือ MSCI Taiwan Stock Index SIMEX เริ่มการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าก่อนตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่ได้วันที่เพิ่งเริ่มการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นเมื่อเดือนกรกฎาคม พ.ศ.2541

4.1.4 จุดอ่อน-จุดแข็งของระบบการเงินของสิงคโปร์ และผลกระทบต่อตลาดซื้อขายล่วงหน้า

สิงคโปร์เป็นประเทศเล็ก มีประชากรไม่ถึง 4 ล้านคน ภาคเศรษฐกิจที่สำคัญคือภาคบริการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งภาคบริการด้านการเงิน ดังนั้นถ้าสังเกตดูสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีการซื้อขายที่ SIMEX จะพบว่าโดยส่วนใหญ่คือสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ เช่น Eurodollar และ Euroyen และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นของประเทศอื่น เช่น Nikkei-225 ของญี่ปุ่นหรือ MSCI Taiwan Index ของไต้หวัน เป็นต้น SIMEX เคยมีสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของดัชนีหุ้น Hong Kong คือ MSCI Hong Kong Index ซึ่งเริ่มการซื้อขายเมื่อปี พ.ศ.2536³⁴ แต่ขณะนี้ไม่มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดดังกล่าว

ด้วยเหตุที่ตลาดเงินที่เป็นตลาดภายในประเทศและตลาดหุ้นของสิงคโปร์มีขนาดเล็ก ดังนั้นในการพัฒนาตราสารอนุพันธ์ชนิดใหม่ๆ SIMEX จึงมิได้เลือกพัฒนาตราสารอนุพันธ์บนพื้นฐานของหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศสิงคโปร์เอง แต่เลือกตราสารอนุพันธ์ที่มีพื้นฐานบนหลักทรัพย์อ้างอิงของประเทศอื่น ดังนั้นจึงไม่น่าแปลกใจอะไรที่ SIMEX มีโครงการจะเสนอสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Dow Jones Global Indices (DJGI) ของดัชนีหุ้นมาเลเซียและไทยในเดือน

³³ Ibid

³⁴ Ibid

พฤศจิกายน พ.ศ.2541³⁵ โดยเป็นส่วนหนึ่งของโครงการ Regional Index Markets โดยจะทำการซื้อขายด้วยระบบ Open-Outcry

ดัชนี DJGI Malaysia Index เป็นดัชนีแบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาดของหุ้น 127 บริษัท ซึ่งเท่ากับร้อยละ 80 ของมูลค่าตลาดของตลาดหุ้นกัวลาลัมเปอร์ ดัชนี DJGI Malaysia Index มีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับดัชนีหุ้น KLSE (Kuala Lumpur Stock Exchange) สูงถึงร้อยละ 98 ส่วนดัชนี DJGI Thailand Index เป็นดัชนีแบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาดของหุ้น 61 บริษัท ซึ่งเท่ากับร้อยละ 80 ของมูลค่าตลาดของตลาดหุ้นไทย ดัชนีนี้มีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับ SET (Stock Exchange of Thailand) Index ถึงร้อยละ 99 SIMEX จะออกสัญญาซื้อขายล่วงหน้า 2 ชนิดนี้หลังจากการออกสัญญาซื้อขายล่วงหน้า MSCI Singapore Stock Index ในเดือนสิงหาคม พ.ศ.2541 สัญญาซื้อขายล่วงหน้านี้ประกอบด้วยหุ้น 37 บริษัท ซึ่งเป็นหุ้นที่มีสภาพคล่องสูงในตลาดหุ้นสิงคโปร์ ดัชนีหุ้น MSCI Singapore เป็นดัชนีหุ้นแบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาดเช่นกันซึ่งคิดเป็นร้อยละ 55 ของมูลค่าตลาดหุ้นสิงคโปร์ และมีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับ SES (Stock Exchange of Singapore) All Singapore Index เท่ากับร้อยละ 96³⁶

จากการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ระดับสูงของ SIMEX พบว่ามีความตั้งใจที่จะทำให้ SIMEX เป็นตลาดที่นักลงทุนสถาบันที่มีความต้องการประกันความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ยและความเสี่ยงของ Portfolio ที่ประกอบด้วยหุ้นของประเทศต่างๆในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้จะสามารถเข้ามาใช้ได้ เนื่องจากตลาดนี้มีสัญญาซื้อขายล่วงหน้าหลายๆชนิดให้นักลงทุนเลือกใช้ ไม่เคยมีกฎหมายใดบัญญัติว่าตลาดซื้อขายล่วงหน้าไม่สามารถออกสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีพื้นฐานบนดัชนีหรือหลักทรัพย์อ้างอิงที่มีการซื้อขายในตลาดทันทีของประเทศอื่น ดังนั้น SIMEX จึงสามารถออกสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีพื้นฐานบนดัชนีหุ้นของไทยและมาเลเซียได้ นอกจากนี้ SIMEX ยังมีโครงการที่จะออกสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของดัชนีหุ้นประเทศอื่นๆในเอเชียต่อไป

SIMEX มีวิธีการที่จะกระตุ้นให้สภาพคล่องของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใหม่ๆมีสภาพคล่องเพิ่มขึ้นโดยให้สิทธิพิเศษต่างๆ เช่น การให้มี Regional Index Markets (RIM) Seats เพื่อให้เจ้าของที่นั่งสามารถซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นทุกชนิดยกเว้นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น Nikkei-225 ซึ่งต้นทุนในการเข้ามาซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นเหล่านี้จะต่ำกว่าการเป็นสมาชิกแบบ Full Seat ที่สามารถซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าได้ทุกชนิด³⁷

³⁵ Market Link, SIMEX, May-June 1998.

³⁶ Ibid

³⁷ Market Link, SIMEX, July-August 1998.

มาเลเซียได้ได้ตอบการที่ SIMEX จะทำการซื้อขาย Regional Futures Indices โดยที่ Mohamed Azlan Hashim ประธานบริหารของ Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE) ซึ่งเพิ่งชื่อ KLOFFE (Kuala Lumpur Options and Financial Futures Exchange) เมื่อเดือนกรกฎาคม พ.ศ.2541 ได้ให้สัมภาษณ์ว่า³⁸ "การแข่งขันเกิดขึ้นในรูปแบบใดรูปแบบหนึ่ง ณ เวลาใดเวลาหนึ่งก็ได้" จากการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ระดับสูงคนอื่นๆของตลาดซื้อขายล่วงหน้าในมาเลเซียก็พบคำตอบในทำนองเดียวกัน คือจะต้องแข่งขันกับ SIMEX

SIMEX มีข้อได้เปรียบตลาดซื้อขายล่วงหน้าอื่นๆหลายประการ เช่น ความเป็น marketplace ที่มีสินค้าหลายชนิดตอบสนองความต้องการของผู้ลงทุนสถาบันจากต่างประเทศ การมีระบบการตลาดที่น่าสนใจ เช่น การจัดให้มี SIMEX Futures Trading Game ที่จะมีการให้รางวัลแก่ผู้แข่งขัน หรือการให้การศึกษาแก่ประชาชนที่สนใจอย่างเป็นระบบ แต่จุดหนึ่งที่ตลาดท้องถิ่น เช่น ใต้หวัน ญี่ปุ่น มาเลเซีย และไทยได้เปรียบ คือ ถ้าขนาดของตลาดท้องถิ่นใหญ่พออุปสงค์ในการใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าจากภายในประเทศจะทำให้ปริมาณการซื้อขายมีมากพอและทำให้มีสภาพคล่องสูง ซึ่งจะทำให้ต้นทุนของการใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้ามีโอกาสน้อยที่จะต่ำกว่าต้นทุนของการใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่ SIMEX ในบางกรณีแม้ต้นทุนในตลาดท้องถิ่นจะสูงกว่า เช่น ที่ตลาดซื้อขายล่วงหน้าของญี่ปุ่น แต่นักลงทุนในตลาดญี่ปุ่นก็ยังนิยมใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าของตนเองแทนที่จะใช้ที่สิงคโปร์ ซึ่งอาจมาจากความคุ้นเคยกับการซื้อขายในตลาดท้องถิ่น (Home Market Bias) ก็เป็นไปได้

บทเรียนจากตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในสิงคโปร์อีกข้อหนึ่งคือ ไม่มีอะไรที่จะเป็นหลักประกันความสำเร็จของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใดชนิดหนึ่ง สิงคโปร์เคยมีสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศ เช่น เยนญี่ปุ่น มาร์กเยอรมัน และเงินปอนด์อังกฤษ แต่ขณะนี้ก็ไม่มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดังกล่าว นักลงทุนเลือกที่จะประกันความเสี่ยงในตลาด Forward หรือที่ Chicago Mercantile Exchange มากกว่า การค้นคิดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใหม่ๆเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับการเติบโตของตลาด อย่างไรก็ตามถึงแม้จะมีข้อมูลและเหตุผลสนับสนุนต่างๆในการเริ่มการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใหม่ๆ แต่ไม่มีผู้ใดสามารถประกันว่าสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดนั้นจะประสบความสำเร็จในแง่ของปริมาณการซื้อขายที่มาก นอกจากนั้นเมื่อนับจากการก่อตั้ง SIMEX เมื่อปี พ.ศ.2527 SIMEX ใช้เวลาถึง 3 ปีกว่าจะมีปริมาณการซื้อขายในระดับที่เริ่มเป็นที่น่าพอใจ

³⁸ Business Times, July 23, 1998.

4.1.5 กรณี Barings

กรณี Barings เมื่อปี พ.ศ.2538 เป็นกรณีความล้มเหลวของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่จากการใช้ตราสารอนุพันธ์ที่มีผู้กล่าวถึงกันมาก บุคคลที่ต้องรับผิดชอบในกรณีนี้คือ Nicholas Leeson

Nicholas Leeson เป็นแสมียนจากสำนักงานใหญ่ของ Barings ในลอนดอนมาทำงานที่สิงคโปร์ และดูแลทั้ง Front-Office และ Back-Office ของ Barings ในสิงคโปร์ ซึ่งหมายถึง Leeson รับผิดชอบในการดูแลทั้งการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า และการตรวจสอบข้อมูลเกี่ยวกับการซื้อขายที่บันทึกไว้ Leeson ซื้อและขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสำหรับบัญชีของ Barings เองโดยการหากำไรจากความแตกต่างของราคาของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei-225 ที่ Osaka Securities Exchange และ SIMEX³⁹

ความแตกต่างของราคาของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในตลาดทั้ง 2 แห่งนี้ มาจากปัจจัย 2 ประการ คือ⁴⁰

1. ตลาดโอซาก้าดึงดูดลูกค้าชาวญี่ปุ่น ขณะที่ตลาดสิงคโปร์ดึงดูดลูกค้าจากต่างประเทศ (Offshore Market) ดังนั้นปัจจัยทางด้านอุปสงค์และอุปทานในตลาดทั้ง 2 แห่งจึงแตกต่างกัน ทำให้ราคาใน 2 ตลาดแตกต่างกันได้อย่างชั่วคราว
2. ตลาดโอซาก้า เป็นตลาดที่มีการซื้อขายโดยใช้คอมพิวเตอร์ ขณะที่ตลาดสิงคโปร์ใช้ระบบ Open Outcry ตลาดโอซาก้าจึงตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาและปัจจัยอื่นๆ ช้ากว่าตลาด SIMEX ดังนั้นจึงเกิดช่องทางในการแสวงหากำไรจากส่วนต่างของราคาได้

โดยทั่วไปการหากำไรจากส่วนต่างของราคาเป็นกิจกรรมที่มีความเสี่ยงน้อย แต่ในกรณีนี้ Leeson ได้กระทำการเก็งกำไรเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของราคาของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei-225 โดยที่ไม่ได้แจ้งให้ฝ่ายบริหารของ Barings รับรู้ หลังจากที่ธนาคาร Barings ล้ม เนื่องจากการขาดทุนอย่างมากในการเก็งกำไรของ Leeson ฝ่ายบริหารได้ตรวจพบว่า รายงานที่ Leeson แจ้งว่าได้กำไรจากการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเป็นรายงานปลอม การซื้อขายของ Leeson ส่วนใหญ่เน้นที่การขาย Options ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei-225

บทเรียนจากกรณี Barings คือฝ่ายบริหารของบริษัทใดบริษัทหนึ่งจะต้องตรวจสอบฐานะสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของบริษัทตลอดเวลา จะต้องมีการบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพ และต้องแยกการปฏิบัติงานของ Front-Office และ Back-Office ออกจากกัน ในกรณี Barings ความผิดพลาดใหญ่อยู่ภายในธนาคารเอง เจ้าหน้าที่ของ SIMEX มีความเห็นว่า

³⁹ Kuprianov, Anatoli. Derivatives Debacle: Case Study of Large Losses in Derivatives Markets Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly, Volume 81/4 Fall 1995.

⁴⁰ Sutcliffe, Charles. Stock Index Futures International Thompson Business Press 1997, p.360

ธนาคาร Barings เป็นธนาคารใหญ่และมีฐานะทางการเงินมั่นคง นอกจากนั้นการซื้อขายของ Leeson เป็น Proprietary Trading คือเป็นการซื้อขายเพื่อบัญชีของบริษัทเอง ดังนั้นท่าทีที่มีต่อกรณีนี้ก่อนที่จะเกิดเหตุ คือไม่ได้ระมัดระวังเท่าที่ควร นอกจากนี้ Leeson ยังมีฐานะสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทั้งในตลาดไอซาก้า และสิงคโปร์ แต่ตลาดทั้งสองก็มิได้มีการร่วมมือกันในการแลกเปลี่ยนข่าวสารข้อมูล ดังนั้นจึงไม่สามารถจัดการกับปัญหาได้อย่างทันกาล หลังจากกรณี Barings เมื่อปี พ.ศ. 2538 ทางตลาดซื้อขายล่วงหน้าหลายแห่งได้มีการตกลงเพื่อแลกเปลี่ยนข่าวสารข้อมูลระหว่างกันโดยมีจุดประสงค์เพื่อป้องกันมิให้เกิดกรณีเช่นกรณี Barings ขึ้นอีก

ในด้านการบริหารความเสี่ยง กรณี Barings มีส่วนเพิ่มความตื่นตัวของบริษัทต่างๆ ในการหาวิธีการบริหารความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพ เช่น ในบริษัทใหญ่ๆหลายแห่งมีการใช้วิธีการที่เรียกว่า Value At Risk มาคำนวณความสูญเสียสูงสุดที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงเวลาหนึ่งภายใต้สภาพเศรษฐกิจปกติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่กำหนดให้ วิธีการนี้ให้ตัวเลขที่บ่งชี้ถึงความเสี่ยงจากตลาด (Market Risk) ซึ่งจะช่วยผู้บริหารในการประเมินความเสี่ยงของสถานะตราสารอนุพันธ์ของตน

4.2 ประเทศมาเลเซีย

4.2.1 ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในมาเลเซีย

ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในมาเลเซีย มี 2 ตลาด คือ Kuala Lumpur Options and Financial Futures Exchange (KLOFFE) และ Malaysia Monetary Exchange (MME) มีองค์กรกำกับดูแลคือ Securities Commission ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทั้ง 2 แห่งอยู่ภายใต้กฎหมาย Futures Industry Act

4.2.1.1 Kuala Lumpur Options and Financial Futures Exchange (KLOFFE)

KLOFFE ตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ.2538 ทำการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Kuala Lumpur Stock Exchange Composite Index ซึ่งเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น ดัชนีหุ้นนี้ประกอบด้วยหุ้นของบริษัท 100 บริษัทในตลาดหุ้นมาเลเซีย เป็นดัชนีหุ้นแบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตลาด นักลงทุนสามารถใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดนี้เพื่อประกันความเสี่ยงจากการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้น ระบบการซื้อขายที่ KLOFFE เป็นระบบอัตโนมัติคือใช้คอมพิวเตอร์ การหักบัญชีซื้อขายของ KLOFFE กระทำผ่านสำนักหักบัญชี Malaysian Derivatives Clearing House สมาชิกของ KLOFFE มี 2 ประเภท คือ Local และ Trading

Members โดย Local Members คือสมาชิกที่ทำการซื้อขายเพื่อตัวเอง ส่วน Trading Members คือ สมาชิกที่ทำการซื้อขายให้กับทั้งตนเองและลูกค้า⁴¹

สาเหตุของการที่ตลาด KLOFFE มีปริมาณการซื้อขายที่ไม่มากนักในช่วง 9 เดือนแรก⁴² ของการก่อตั้ง ได้แก่

1. ความแปรปรวนที่ลดลงของ Underlying Market (ใน main board)
2. การเพิ่มขึ้นของความสนใจในเชิงเก็งกำไรของ secondary board ของ Kuala Lumpur Stock Exchange
3. ความเข้าใจเกี่ยวกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นของนักลงทุนรายย่อยมีไม่มาก
4. ไม่มีการเข้าร่วมของสถาบันการเงินในมาเลเซีย เนื่องจากการขาดความรู้ความเข้าใจ การมีข้อห้ามของทางการในการเข้าร่วม และความหวาดกลัวว่าจะมีเหตุการณ์เช่นกรณี Barings เกิดขึ้นอีก
5. ข้อห้ามในการให้ข้อมูลทางด้านตลาดของ KLOFFE แก่ผู้ที่มีความเป็นไปได้ที่จะมีส่วนร่วม โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ที่อยู่ในตลาดซื้อขายทันที
6. การที่ KLOFFE มีสินค้าเพียงอย่างเดียวคือสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น ถ้าหากมีสินค้าอย่างอื่นที่เกี่ยวข้อง เช่น Options ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นจะทำให้มีผู้เข้าร่วมซื้อขายมากขึ้น

จากการสัมภาษณ์ Mr. John Duggan: Chief Operating Officer ของ KLOFFE เมื่อเดือนกรกฎาคม พ.ศ.2541 พบว่าปัญหาเรื่องการไม่มีการเข้าร่วมของสถาบันการเงินในมาเลเซียก็ยังเป็นปัญหาสำคัญ จากสัดส่วนของผู้ที่ซื้อขายในตลาด⁴³ เมื่อปี พ.ศ.2541 พบว่าสถาบันการเงินต่างประเทศมีสัดส่วนร้อยละ 50 ขณะที่สถาบันการเงินในประเทศมีสัดส่วนเพียงร้อยละ 1 เท่านั้น การเข้าร่วมซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้าของสถาบันการเงินภายในประเทศและกองทุนรวมต่างๆที่เข้ามาใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อประกันความเสี่ยงเป็นสิ่งสำคัญที่จะทำให้ปริมาณการซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้ามีมากขึ้น

KLOFFE มีโครงการให้การศึกษาต่อสาธารณชนอย่างต่อเนื่องเพื่อให้เกิดความเข้าใจในการใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อประกันความเสี่ยงและเก็งกำไร แต่ข้อคิดข้อหนึ่งที่ได้จากการสัมภาษณ์ Mr. John Duggan ก็คือ การที่สัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะมีสภาพ

⁴¹ A Solid Foundation with KLOFFE, The Kuala Lumpur Options and Financial Futures.

⁴² Duggan, John A., Editorial, KLOFFE Newsletter, October 1998.

⁴³ KLOFFE Newsletter, March 1998.

ต้องเป็นที่น่าสนใจเป็นเรื่องที่ใช้เวลา ดังจะเห็นได้จาก KLOFFE ใช้เวลาถึง 1 ปีครึ่งในการที่จะทำให้ปริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเกิน 3,000 สัญญาต่อเดือน⁴⁴

ในระยะแรกก่อนที่จะมีการก่อตั้ง KLOFFE มีบริษัทเอกชน 4 บริษัทได้ร่วมกันเป็นผู้ถือหุ้น และได้รับใบอนุญาตในการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินจากรัฐบาลเมื่อปี ค.ศ.1990-1991 ระหว่างปี ค.ศ.1991-1994 KLOFFE ได้พัฒนาระบบและสัญญาซื้อขายล่วงหน้ารวมทั้งจ้างบริษัทที่ปรึกษาเกี่ยวกับการวางระบบ หลังจากนั้นในเดือนธันวาคม ค.ศ.1994 มีการตั้งคณะกรรมการบริหาร KLOFFE และวางระเบียบกฎเกณฑ์ต่างๆของตลาดซื้อขายล่วงหน้า ตลอดจนระเบียบเกี่ยวกับสมาชิก โครงสร้างของสำนักหักบัญชี ตลอดจนข้อบังคับและการดำเนินงานของสำนักหักบัญชี มีการตัดสินใจขั้นสุดท้ายเกี่ยวกับลักษณะต่างๆของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า มีการเตรียมความพร้อมในแง่ของการให้การศึกษา และการติดต่อกับองค์กรกำกับดูแล ในที่สุดได้มีการเปิดการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นเมื่อเดือนธันวาคม ค.ศ.1995

ปัญหาสำคัญของ KLOFFE อีกประการคือการแข่งขันกับ SIMEX ในอนาคต การที่ SIMEX มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นของมาเลเซียอาจทำให้สภาพคล่องของตลาดซื้อขายล่วงหน้า KLOFFE เพิ่มขึ้นยาก Mr.John Duggan เสนอว่ามีประเด็นที่ต้องคำนึงถึงในการเพิ่มสภาพคล่อง 5 ประเด็น คือ

1. ประกันว่า KLOFFE เป็นตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่มีความเป็นมืออาชีพ และมีประสิทธิภาพ ซึ่งจะต้องเน้นที่การกำกับดูแลใน 3 ส่วน คือ ในส่วนของตลาดซื้อขายล่วงหน้า ในส่วนของสำนักหักบัญชี และในส่วนของ Securities Commission
2. ต้นทุนในการซื้อขายจะต้องต่ำลง ขณะนี้ต้นทุน Round Trip ในการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า 1 สัญญาเท่ากับ 20 ริงกิต ซึ่งยังเป็นต้นทุนที่สูงเกินไป
3. จะต้องพัฒนาให้ KLOFFE เป็น one-stop shop คือมีทั้งสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น สัญญา Options ดัชนีหุ้น และสัญญา Options ของหุ้น
4. ต้องพัฒนาให้สถาบันการเงินในมาเลเซียมีความกระตือรือร้นในการเข้าร่วมการซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้า
5. จะต้องส่งเสริมให้มีการร่วมมือกันในระหว่างภูมิภาค ในประเด็นนี้ Mr.John Duggan ไม่ค่อยแน่ใจนักว่า SIMEX จะยินดีร่วมมือเพียงใด เนื่องจากขณะนี้มีการแข่งขันกันระหว่างตลาดซื้อขายล่วงหน้าทั้ง 2 แห่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งการที่ SIMEX จะทำการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า DJGI Malaysia Index ในเดือนพฤศจิกายน พ.ศ.2541

4.2.1.2 Malaysia Monetary Exchange (MME)

ได้มีการก่อตั้ง Malaysia Monetary Exchange เมื่อวันที่ 19 สิงหาคม ปี พ.ศ.2535⁴⁵ โดยเป็น Subsidiary ของ Kuala Lumpur Commodity Exchange (KLCE) ซึ่งมีสัญญาซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันปาล์ม องค์การที่กำกับดูแล MME คือ Securities Commission MME อยู่ภายใต้กฎหมาย Futures Industry Act ปี 1993 เช่นเดียวกับ KLOFFE การซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR ชนิด 3 เดือน ซึ่งเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นเริ่มขึ้นเมื่อเดือนพฤษภาคม ปี พ.ศ.2539 โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อเป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ระบบการซื้อขายที่ MME คือ ระบบ Open Outcry

KLIBOR ย่อมาจาก Kuala Lumpur Interbank Offered Rate เป็นอัตราดอกเบี้ยของการกู้ยืมเงินในตลาด interbank ธนาคารบางแห่งใช้ KLIBOR เป็นอัตราดอกเบี้ย benchmark ในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของการให้กู้ต่อบริษัท ขนาดของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR เท่ากับ 1,000,000 ริงกิต และไม่มีกำหนดขีดจำกัดของการเปลี่ยนแปลงของราคาในแต่ละวัน (Daily Price Limit) เนื่องจากเท่าที่ผ่านมากความแปรปรวนของราคาในแต่ละวันอยู่ในระดับไม่เกินร้อยละ 1 ทาง MME ได้กำหนดทั้ง Reportable Position และ Speculation Position Limit โดยที่ Reportable Position กำหนดว่าถ้าผู้ใดมีฐานะของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าไม่ว่าจะเป็นฐานะซื้อหรือฐานะขายเกิน 100 สัญญาจะต้องรายงานให้ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทราบ ส่วน Speculation Position Limit คือ ระดับสูงสุดของฐานะซื้อหรือขายสุทธิสำหรับผู้เก็งกำไรซึ่งกำหนดไว้ไม่เกิน 2000 สัญญา

ขณะนี้ได้มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR มาเป็นเวลา 2 ปีเศษ ในช่วงกลางปี พ.ศ.2540 ได้เกิดวิกฤติเศรษฐกิจในเอเชียตะวันออกโดยเริ่มจากประเทศไทย วิกฤติเศรษฐกิจครั้งนี้กระทบต่อสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR ด้วย โดยอัตราดอกเบี้ย KLIBOR ชนิด 3 เดือน เพิ่มจากร้อยละ 7.5 ในเดือนพฤษภาคม พ.ศ.2540 เป็นร้อยละ 15 ในเดือนกรกฎาคม พ.ศ.2540 และอยู่ในระดับร้อยละ 11 ในเดือนมิถุนายน พ.ศ.2541⁴⁶ ในการใช้เครื่องมือของนโยบายการเงิน ธนาคารกลางของมาเลเซีย (Bank Negara Malaysia) กำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเพื่อช่วยเหลือภาคธุรกิจเมื่อเดือนสิงหาคม พ.ศ.2540 ซึ่งการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยนี้มีผลกระทบต่อบริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR อย่างมาก กล่าวคือ เมื่อธุรกิจเชื่อว่าการที่รัฐบาลกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยไว้เช่นนี้เป็นสภาพที่จะดำรงอยู่ในระยะหนึ่งซึ่งอาจจะไม่ใช่ระยะที่สั้นนัก การประกันความเสี่ยงจากความแปรปรวน

⁴⁵ MME KLIBOR เดิมทีเรียกว่า Malaysia Monetary Exchange

⁴⁶ Malaysia Monetary Exchange Update, June 1998.

ของอัตราดอกเบี้ยก็มีไว้สิ่งจำเป็น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานการณ์ที่ความเข้าใจเกี่ยวกับการประกันความเสี่ยงมีไปมากนัก และยังมีต้นทุนอื่นๆที่อาจเกิดขึ้นจากการประกันความเสี่ยง จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารระดับสูงของ MME เจ้าหน้าที่เหล่านั้นมีความเห็นว่านโยบายของธนาคารกลางเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยมีผลกระทบอย่างมากต่อปริมาณการซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้า หลังจากการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเมื่อเดือนสิงหาคม พ.ศ.2540 ปริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR ลดลงเกือบร้อยละ 50 ตามข้อมูลในตารางที่ 4.3 ที่แสดงถึงปริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR ตั้งแต่เริ่มก่อตั้ง

ในด้านผู้ซื้อขายในตลาด MME พบว่าร้อยละ 75 ของการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR มาจากธนาคาร ร้อยละ 20 มาจากสมาชิกประเภท locals และร้อยละ 5 มาจากลูกค้ารายย่อย⁴⁷ ซึ่งหมายถึงการที่ธนาคารพาณิชย์คือสถาบันหลักที่ใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR ในการประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย

4.2.1.3 สำนักหักบัญชี⁴⁸

ได้มีการก่อตั้ง Malaysian Derivatives Clearing House (MDCH) เพื่อหักบัญชีของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นเมื่อเดือนธันวาคม พ.ศ.2538 และหักบัญชีของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ยเมื่อเดือนพฤษภาคม พ.ศ.2539 ในเดือนพฤศจิกายน พ.ศ.2540 MDCH รวมกับ Malaysian Futures Clearing Corporation ซึ่งเป็นสำนักหักบัญชีของตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตร (Kuala Lumpur Commodity Exchange) สมาชิกของ MDCH ต้องปฏิบัติตามกฎของตลาดซื้อขายล่วงหน้า ในขณะที่ตลาดซื้อขายล่วงหน้าและสำนักหักบัญชีต้องรับผิดชอบเรื่อง Market Integrity

⁴⁷ Catalyst Institute, Second Quarter 1997.

⁴⁸ MDCH : An Overview, Malaysian Derivatives Clearing House.

ตารางที่ 4.3
ปริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า KLIBOR

ปี พ.ศ.2539	จำนวนสัญญา	ปี พ.ศ.2540	จำนวนสัญญา	ปี พ.ศ.2541	จำนวนสัญญา
		มกราคม	5,464	มกราคม	2,482
		กุมภาพันธ์	3,476	กุมภาพันธ์	2,741
		มีนาคม	8,406	มีนาคม	2,873
		เมษายน	5,052	เมษายน	1,783
พฤษภาคม	2,591	พฤษภาคม	7,263	พฤษภาคม	1,944
มิถุนายน	8,181	มิถุนายน	10,520		
กรกฎาคม	5,084	กรกฎาคม	13,883		
สิงหาคม	7,185	สิงหาคม	7,505		
กันยายน	2,994	กันยายน	5,637		
ตุลาคม	7,120	ตุลาคม	5,218		
พฤศจิกายน	6,080	พฤศจิกายน	2,752		
ธันวาคม	3,698	ธันวาคม	1,196		

ปริมาณการซื้อขายรวมตั้งแต่เดือนพฤษภาคม พ.ศ.2539 จนถึงเดือนพฤษภาคม พ.ศ.2541 เท่ากับ 129,138 สัญญา

แหล่งที่มา: Malaysia Monetary Exchange Update, June 1998

การที่มีสำนักหักบัญชีแห่งเดียวที่หักบัญชีของการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในมาเลเซียทั้ง 3 ชนิด มีข้อดีคือ

1. ทำให้มีการรวมศูนย์กิจการเกี่ยวกับการประกันความเสี่ยงของตราสารอนุพันธ์ที่ซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้า
2. ลดต้นทุนในการปิดสถานะสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
3. มีการจัดการเกี่ยวกับการจ่ายและรับเงินตราอย่างมีประสิทธิภาพสำหรับ multilateral payment obligations
4. มีข้อกำหนดเกี่ยวกับการเป็นสมาชิก และการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่เหมือนกันสำหรับสมาชิกของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทั้งหมด
5. ลดต้นทุนในการดำเนินงานของ MDCM และ สมาชิก

MDCH เป็น counterparty ของสมาชิกที่เป็น clearing members หมายถึง MDCH เป็นผู้ซื้อของสมาชิกที่ต้องการขาย และเป็นผู้ขายของสมาชิกที่ต้องการซื้อ ตัวอย่างคือ แทนที่จะเป็น ก. ขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า 1 สัญญาให้ ข. แต่จะเป็น ก. ขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า 1 สัญญาให้ MDCH และ ข. จะซื้อสัญญาซื้อขายล่วงหน้า 1 สัญญาจาก MDCH นี่คือการบทบาทในการเป็น counterparty ของสำนักหักบัญชี ซึ่งเป็นสิ่งที่ปฏิบัติกันในตลาดซื้อขายล่วงหน้าทั่วโลก

การบริหารความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการไม่ปฏิบัติตามสัญญา มีเป้าหมาย 2 ประการ คือ

1. เพื่อลดความเสี่ยงของการที่สมาชิกจะไม่ปฏิบัติตามสัญญา (Default Risk)
2. ถ้าหากมีการไม่ปฏิบัติตามสัญญาของสมาชิกรายใด จะต้องไม่ก่อให้เกิด Financial Collapse ของสมาชิกรายอื่น หรือก่อความเสียหายต่อระบบ

ดังนั้น MDCH จึงใช้หลักการเช่นเดียวกับสำนักหักบัญชีทั่วโลก เช่น การกำหนดมาตรฐานของสมาชิก การกำหนด margin และ mark-to-market การกำหนดระบบในการจ่าย-รับเงิน โครงการในการตรวจบัญชีและ Compliance ตลอดจนแผนในการจัดการกับกรณีที่สมาชิกไม่ปฏิบัติตามสัญญาหรือเหตุการณ์ฉุกเฉินอื่นๆ

4.2.2 โครงสร้างของการกำกับดูแล

Securities Commission กำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าโดยผ่านกฎหมายชื่อว่า Futures Industry Act 1993 โดย Securities Commission กำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าทั้ง 3 แห่ง คือ KLOFFE ที่ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น MME ที่ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และ KLCE ที่ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันปาล์ม นอกจากนี้ Securities Commission ยังต้องกำกับดูแลสำนักหักบัญชีซึ่งคือ MDCH และกำกับดูแลกิจกรรมของ market intermediaries โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องของการออกใบอนุญาต ข้อปฏิบัติในด้านการซื้อขาย และการปกป้องผู้ลงทุน ในอดีตการกำกับดูแล KLCE ซึ่งเป็นตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรเป็นหน้าที่ของ Commodities Trading Commission ภายใต้กฎหมาย Commodities Trading Act 1985 แต่ในกฎหมาย Futures Industry Act 1993 ได้ให้อำนาจ Securities Commission ในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรแทน Commodities Trading Commission และมีการยุบ Commodities Trading Commission เมื่อเดือนเมษายน 1997 ดังนั้นเมื่อมีองค์กรกำกับดูแลองค์กรเดียวภายใต้กฎหมายฉบับเดียว จึงเป็นจุดเริ่มต้นที่เกิดแนวคิดที่ว่าสำนักหักบัญชีหรือแม้แต่ตลาดซื้อขายล่วงหน้าน่าจะมีแห่งเดียว ดังนั้นจึงเกิดการรวมกันของสำนักหักบัญชีเมื่อเดือนพฤศจิกายน พ.ศ.2540 การรวมตัวกันของ MME และ KLCE ในปี พ.ศ.2541 และการรวมตัวของ KLOFFE กับ Kuala Lumpur Stock Exchange ในปีเดียวกัน

4.2.3 บทเรียนจากตลาดซื้อขายล่วงหน้าของมาเลเซีย

จะเห็นได้ว่ามาเลเซียเริ่มจากตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรก่อนในทศวรรษที่ 1980 หลังจากนั้น จึงมีการตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินอีก 2 แห่ง ทำไมจึงมีการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินถึง 2 แห่ง คำตอบก็คือ ด้วยสาเหตุทางการเมือง มีกลุ่มบุคคล 2 กลุ่มที่ต้องการจะตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินขึ้น กลุ่มแรกคือกลุ่มที่จัดตั้ง MME ซึ่งเป็นกลุ่มเดียวกับที่จัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตร KLCE กลุ่มที่ 2 คือกลุ่มใหม่ที่ประกอบด้วย 4 บริษัทที่ต้องการจะตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเช่นกัน รัฐบาลได้อนุมัติให้ทั้ง 2 กลุ่มตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินขึ้นมาได้ ในด้านสำนักหักบัญชีก็มี 2 แห่ง แห่งหนึ่งตั้งขึ้นเพื่อหักบัญชีของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตร อีกแห่งหนึ่งตั้งขึ้นเพื่อหักบัญชีของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน

การที่มาเลเซียจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรก่อนที่จะมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินมีสาเหตุเนื่องมาจากในทศวรรษที่ 1980 ความต้องการในการใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเพื่อประกันความเสี่ยงยังมีไม่มาก หลังจากนั้นได้มีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน 2 แห่งเกิดขึ้นตามมา แต่ปัจจุบันนี้ตลาดซื้อขายล่วงหน้าในมาเลเซียมีเพียง 2 แห่ง และจากการสัมภาษณ์ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดพบว่า มีแนวโน้มของการรวมกันเป็นตลาดซื้อขายล่วงหน้าแห่งเดียว จากกฎหมาย 2 ฉบับในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าและองค์กรกำกับดูแล 2 องค์กรก็เหลือเพียงกฎหมายฉบับเดียวและองค์กรกำกับดูแลองค์กรเดียว ซึ่งคาดว่าจะทำให้ระบบมีประสิทธิภาพมากขึ้นและต้นทุนในการดำเนินงานตลอดจนต้นทุนในการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าลดลง การที่มีตลาดซื้อขายล่วงหน้า 3 แห่งและมีสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพียง 3 สัญญาแสดงถึงการขาดประสิทธิภาพทางเศรษฐกิจ เนื่องจากการใช้ทรัพยากรอย่างฟุ่มเฟือยเมื่อเปรียบเทียบกับกรณีที่มีตลาดซื้อขายล่วงหน้าเพียงตลาดเดียวและทำการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าหลายชนิด

อีกประเด็นหนึ่งที่ผู้วิจัยอยากจะกล่าวถึงก็คือ ตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางเศรษฐกิจของประเทศอย่างแน่นอนดังจะเห็นได้จากการที่นายกรัฐมนตรีมหาธีร์ของมาเลเซียได้ใช้นโยบายควบคุมเงินตราอย่างเข้มงวด โดยห้ามการนำเข้าหรือส่งเงินริงกิตออกนอกประเทศยกเว้นในบางกรณี ห้ามการซื้อขาย Ringgit Instruments ระหว่างธนาคาร offshore และไม่ให้อาบันการเงินในประเทศมาเลเซียปล่อยสินเชื่อที่เป็นเงินริงกิตต่อธนาคารและบริษัทหลักทรัพย์ต่างชาติ ยิ่งไปกว่านั้นยังให้นำเงินริงกิตที่อยู่นอกประเทศทั้งหมดกลับมาแลกคืนเป็นเงินตราต่างประเทศภายในสิ้นเดือนกันยายน พ.ศ.2541⁴⁹

มาตรการเหล่านี้เพิ่งประกาศใช้เมื่อวันที่ 1 กันยายน พ.ศ.2541 จึงยังไม่สามารถคาดการณ์ได้อย่างแน่ชัดถึงผลกระทบต่อตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน อย่างไรก็ตามเนื้อหาของ

⁴⁹ Financial Times, September 2nd, 1998

มาตรการคือการควบคุมเงินทุนไหลเข้าและออกจากประเทศ ถ้าหากในขณะเดียวกันมาเลเซียมี
มาตรการปฏิรูปภาคการเงินและแก้ไขปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Non-Performing Loans)
อย่างได้ผล ทั้งสามารถใช้นโยบายการคลังและการเงินกระตุ้นเศรษฐกิจให้ขยายตัวได้ พร้อมกับ
ประกาศว่า การใช้มาตรการควบคุมเงินทุนไหลเข้าและออกจากประเทศเป็นมาตรการชั่วคราว
ผลกระทบต่อตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในทางลบก็จะเป็นผลระยะสั้น

บทที่ 5

การจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทย

ในบทนี้ผู้วิจัยจะตอบปัญหาหลัก 3 ปัญหา คือ

- 5.1 ความจำเป็นของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทย
- 5.2 จุดอ่อนและจุดแข็งของตลาดการเงินไทยกับการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน
- 5.3 ปัจจัยสำคัญที่ต้องคำนึงถึงในการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน

5.1 ความจำเป็นของการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทย

การมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทยเป็นสิ่งจำเป็น ธนาคาร บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม บริษัทต่างๆ ตลอดจนประชาชนทั่วไปต่างมีความเสี่ยงที่เรียกว่า Pre-Existing Risks อยู่แล้ว ตัวอย่างเช่น ธนาคารมีความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ และกองทุนรวมมีความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ยและดัชนีหุ้น บริษัทต่างๆมีความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน แม้แต่ประชาชนก็เผชิญกับความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย หรืออัตราแลกเปลี่ยน ผู้ที่มีความเสี่ยงเหล่านี้สามารถใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อประกันความเสี่ยงของตน

จากรายงานเรื่อง Issues Concerning the Potential for Developing a Futures/Options Exchange for Thailand ของ Office of the Securities and Exchange Commission ที่จัดทำขึ้นเมื่อ พ.ศ.2537 ได้สรุปว่าตลาดที่มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและสัญญา Options ที่ประสบความสำเร็จนั้นจะเป็นประโยชน์ต่อประเทศไทยดังนี้

1. ช่วยกระบวนการสะสมทุน และเสริมความสามารถของเศรษฐกิจไทยในการระดมการออมและนำเงินทุนนั้นไปใช้ให้เกิดประโยชน์สูงสุด
2. พัฒนาความสามารถในการแข่งขันของเศรษฐกิจไทย โดยเสริมสร้างกระบวนการค้นพบราคาที่เชื่อมตลาดการเงินให้ใกล้ชิดกันยิ่งขึ้น และลดความเป็นไปได้ของการมีอำนาจกำหนดราคาในตลาดอย่างไม่เหมาะสมโดยบริษัทหรือกลุ่มของบริษัท
3. เสริมสร้างระบบธนาคาร วานิชธนกิจ (Investment Banking) และระบบการเงิน โดยจัดให้มีเครื่องมือบริหารความเสี่ยงด้านต่างๆ
4. รักษาไว้และพัฒนาประเทศไทยให้เป็นที่ดึงดูดนักลงทุนต่างชาติ
5. สร้างการจ้างงานโดยตรงและเป็นการส่งเสริมให้มีการพัฒนาอุตสาหกรรมชนิดใหม่
6. เสริมสร้างและพัฒนาข้อมูลทางเศรษฐกิจและสถิติของประเทศไทยเพื่อให้ข้อมูลทางเศรษฐกิจที่จำเป็นต่อผู้ดำเนินนโยบาย

7. ขยายปริมาณของพนักงานที่มีการศึกษาสูง มีความสามารถทางคณิตศาสตร์และมีเทคโนโลยีสูง

ตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่ประสบความสำเร็จจะก่อให้เกิดประโยชน์หลายประการดังกล่าวข้างต้น แต่คำว่า "ตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่ประสบความสำเร็จ" นั้น เราจะวัดความสำเร็จจากอะไร ถ้าจะวัดความสำเร็จจากปริมาณการซื้อขายในตลาด เช่น ถ้ากำหนดว่าปริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าใดมีถึงวันละ 5,000 สัญญา ถือว่าสัญญาซื้อขายล่วงหน้าประสบความสำเร็จ นั่นอาจจะเป็นตัวชี้วัดหนึ่งเท่านั้น ในตลาดที่เกิดขึ้นใหม่ เช่น มาเลเซีย สัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นยังมียอดซื้อขายที่ไม่มากนัก ส่วนสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ยที่มีปริมาณการซื้อขายที่น้อยมาก (ดูรายละเอียดในบทที่ 4) แม้แต่ในตลาด SIMEX ซึ่งเป็นตลาดที่ค่อนข้างประสบความสำเร็จ พบว่ามีสัญญาซื้อขายล่วงหน้าหลายชนิดที่ SIMEX ต้องยุติการซื้อขายเนื่องจากปริมาณการซื้อขายแทบจะไม่มี เช่น สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น อาจพอสรุปได้ว่าไม่มีใครบอกได้ว่าสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใดจะประสบความสำเร็จอย่างแน่นอน แต่สิ่งที่ทำได้คือเราสามารถศึกษาปัจจัยต่างๆที่จะทำให้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าหรือตลาดซื้อขายล่วงหน้าเป็นที่นิยมได้ ตัวอย่างเช่นในงานของ Carlton (1984) เสนอว่าสาเหตุสำคัญในการที่สัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินจะเป็นที่นิยมได้แก่

1. ความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจ มูลค่าของการซื้อขายในตลาดทันที และจำนวนของผู้ที่อาจเข้าร่วมในตลาดซื้อขายล่วงหน้า
2. การกำกับดูแลและโครงสร้างของอุตสาหกรรม

ถ้ามีความไม่แน่นอนสูง ราคาสินค้ามีความแปรปรวน จะทำให้มีผู้ต้องการประกันความเสี่ยงเพิ่มขึ้น มูลค่าการซื้อขายในตลาดซื้อขายทันทีเป็นปัจจัยสำคัญอีกประการหนึ่ง เนื่องจากมูลค่าของการซื้อขายที่มากสะท้อนถึงจำนวนของผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดซื้อขายทันที ซึ่งจะโยงต่อไปถึงความเป็นไปได้ของการเข้าร่วมในตลาดซื้อขายล่วงหน้าเพื่อประกันความเสี่ยงของคนกลุ่มนี้

Carlton (1984) ยังพบว่าอัตราของการที่สัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะล้มเหลว (หมายถึงยุติการซื้อขายเนื่องจากปริมาณการซื้อขายน้อยมากหรือเท่ากับศูนย์) มีสูงมาก ประมาณร้อยละ 16 ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทั้งหมดยุติการซื้อขายภายในปีแรก และร้อยละ 40 ยุติการซื้อขายภายในปีที่ 6

ในแง่ของการกำกับดูแล องค์กรที่ทำหน้าที่กำกับดูแลจะต้องมีกฎระเบียบที่ชัดเจนและสามารถปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่ตั้งไว้ แม้แต่ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าในประเทศสหรัฐที่มีประวัติความเป็นมายาวนานก็ยังคงมีการกำกับดูแลอย่างเข้มงวด ข้อสังเกตที่ได้จากการเปรียบเทียบตลาดซื้อขายล่วงหน้าในสหรัฐกับตลาดซื้อขายล่วงหน้าในมาเลเซียและสิงคโปร์ พบว่าในตลาดซื้อขายล่วงหน้าในสหรัฐ การกำกับดูแลจะเป็นหน้าที่ของทั้ง Commodity Futures Trading

Commission (CFTC) ตลาดซื้อขายล่วงหน้า และ National Futures Association (NFA) ซึ่ง 2 องค์การหลังเป็นองค์การกำกับดูแลตนเองของอุตสาหกรรม ในมาเลเซีย Securities Commission จะมีบทบาทมากในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้า ส่วนในสิงคโปร์ Monetary Authority of Singapore จะมีบทบาทหลัก ขณะที่ไม่มีบทบาทของสมาคมในรูปแบบของ NFA

ในการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ด้านการเงินของบริษัทใหญ่ๆบางแห่ง พบว่ายังมีความไม่เชื่อมั่นในการกำกับดูแลของ ก.ล.ด. โดยดูจากบทบาทของ ก.ล.ด. ในด้านการกำกับดูแลตลาดทุนในอดีต นอกจากนั้นยังมีความไม่เชื่อมั่นว่าตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะสามารถทำหน้าที่ในการกำกับดูแลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้นทั้ง ก.ล.ด. และตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินที่จะตั้งขึ้นในอนาคตจะต้องสร้างความเชื่อถือในตัวตลาดและในตัวสินค้าให้เกิดขึ้น โดยที่จะต้องมีการตรวจสอบที่ทันกาลและมีบทลงโทษที่เหมาะสมกับความผิดในระดับต่างๆ

ในแง่ของโครงสร้างของอุตสาหกรรม ในประเทศสหรัฐมีการแข่งขันระหว่างตลาดซื้อขายล่วงหน้าหลายแห่ง ตลาดที่มีส่วนแบ่งสูงคือ Chicago Board of Trade และ Chicago Mercantile Exchange ในระยะหลังๆมีแนวโน้มของการรวมตัวกันของตลาดขนาดเล็กที่มีปริมาณการซื้อขายไม่มาก แต่ในประเทศเล็กๆ เช่น มาเลเซีย การมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน 2 แห่งกับตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรฯ 1 แห่ง และแต่ละแห่งมีสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอย่างละ 1 ชนิด นับเป็นการดำเนินการที่ไม่ประหยัด ก่อให้เกิดต้นทุนในการดำเนินงานทั้งของสังคมและเอกชนสูงเกินความจำเป็น ทั้งเป็นตัวอย่างที่เห็นได้ชัดถึงการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจที่กำหนดโดยผลประโยชน์ของกลุ่มการเมือง แม้ทุกวันนี้จะมีการรวมตลาดซื้อขายล่วงหน้า คือ Kuala Lumpur Commodity Exchange รวมกับ Malaysia Monetary Exchange และ Kuala Lumpur Financial Futures Exchange รวมกับ Kuala Lumpur Stock Exchange ในปี พ.ศ.2541 แต่ก็มีต้นทุนของการรวมตัว ยิ่งไปกว่านั้นการที่แยกกันเป็น 3 ตลาดในช่วงที่ผ่านมาที่มีส่วนทำให้การพัฒนาของตลาดเป็นไปได้ช้า ยิ่งมาเผชิญกับวิกฤติเศรษฐกิจที่เริ่มเมื่อปี พ.ศ.2540 ยิ่งทำให้อนาคตของตลาดซื้อขายล่วงหน้ายังมีตมม

5.2 จุดอ่อนและจุดแข็งของตลาดการเงินไทยกับการมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน

ในส่วนนี้ผู้วิจัยจะวิเคราะห์ผลกระทบของวิกฤติเศรษฐกิจไทยต่อการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน และความสัมพันธ์ระหว่างความแปรปรวนของราคาหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนกับความต้องการเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงของสถาบันการเงินและธุรกิจเอกชน

5.2.1 ผลกระทบของวิกฤติเศรษฐกิจไทยต่อตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน

การประกาศเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบค่างาเงินมาเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ.2540 เป็นจุดเริ่มต้นของวิกฤติเศรษฐกิจที่แผ่ขยายไปยังประเทศต่างๆในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และเอเชียตะวันออก มีผู้เรียกวิกฤติ

เศรษฐกิจของไทยว่า “ต้มยำกุ้ง Crisis” เนื่องจากมีลักษณะคล้ายกับ “Tequila Crisis” ของเม็กซิโกที่เกิดขึ้นเมื่อปี พ.ศ.2538 และแผ่ขยายไปทั่วโลก ในลำดับต่อไปผู้วิจัยจะกล่าวถึงสาเหตุสำคัญของการเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในประเทศไทย

สาเหตุสำคัญประการแรกคือช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุน หรือ Saving-Investment Gap ซึ่งหมายถึงการที่อัตราการลงทุนของประเทศสูงกว่าการออม การออมของไทยอยู่ในอัตราที่สูงเมื่อเทียบกับอัตราการออมของประเทศอื่นๆ ในปี พ.ศ.2538 อัตราการออมของประเทศไทยเท่ากับร้อยละ 35 ของผลผลิตมวลรวมประชาชาติ (GDP) ในขณะที่อัตราการลงทุนเท่ากับร้อยละ 41 ในช่วงปี พ.ศ.2529-2531 ช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุนเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 0.9 เป็นร้อยละ 6.5 ในช่วงปี พ.ศ.2536-2538⁸⁰

จากการที่การออมภายในประเทศไม่เพียงพอ ทำให้ต้องมีการกู้เงินจากต่างประเทศเพื่อใช้ในการลงทุน การกู้เงินนี้มีทั้งการกู้เงินผ่านธนาคารพาณิชย์ และการกู้เงินโดยตรงจากต่างประเทศโดยบริษัทขนาดใหญ่ เงินกู้จะอยู่ในรูปของเงินตราต่างประเทศ จากตารางที่ 5.1 พบว่าหนี้ต่างประเทศส่วนใหญ่เป็นหนี้เอกชน เมื่อดูโครงสร้างหนี้จะพบว่าหนี้ของรัฐบาลส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะยาว ขณะที่หนี้ของเอกชนในปีพ.ศ.2538 หนี้ระยะสั้นมีปริมาณมากกว่าหนี้ระยะยาว แต่เมื่อถึงปีพ.ศ.2540 ปริมาณหนี้ระยะยาวมากกว่าหนี้ระยะสั้น

ตารางที่ 5.1
หนี้ต่างประเทศของไทย

ปี พ.ศ.	2538	2539	2540
หนี้ของภาครัฐบาล	16,402	16,805	17,166
ระยะยาว	16,317	16,751	17,146
ระยะสั้น	85	54	20
หนี้ของภาคเอกชน	66,166	73,731	67,323
ระยะยาว	26,155	36,172	37,410
ระยะสั้น	41,011	37,559	29,913

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

⁸⁰ Roong Pooayanonda (1995), Private Saving in Thailand: Determining Factors and Channels for Mobilization* Papers on Policy Analysis and Assessment, The Bank of Thailand, P.52-79.

ตารางที่ 5.2

หนี้ต่างประเทศของภาคเอกชนของไทยแยกตามประเภทของผู้กู้

(หน่วย: ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

ปี พ.ศ.	2538	2539	2540
ธนาคารพาณิชย์	14,436	10,682	8,164
BIBF	27,503	31,187	30,079
องค์กรที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์	24,227	31,862	29,080

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

เมื่อพิจารณาตามประเภทของผู้กู้พบว่าในปี พ.ศ.2538 เงินกู้ที่ผ่าน BIBF (Bangkok International Banking Facilities) มีปริมาณมากที่สุด ขณะที่เงินกู้โดยตรงของบริษัทเอกชนมีจำนวนมากเป็นอันดับ 2 และเงินกู้ที่ผ่านธนาคารพาณิชย์มีปริมาณมากเป็นอันดับ 3 ในขณะที่ในปีพ.ศ.2540 หนี้ที่ผ่าน BIBF และหนี้ที่เอกชนก่อโดยตรงมีปริมาณเกือบเท่ากัน

การกู้เงินอย่างมากของเอกชนเกิดขึ้นเนื่องจากความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ โดยที่อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศ สาเหตุอีกประการหนึ่งเกิดจากการที่รัฐบาลใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่และมีการคาดการณ์ว่าจะไม่มีการลดค่าของเงินบาท ดังนั้นภาคเอกชนจึงมีการกู้ยืมจำนวนมากซึ่งก่อให้เกิดภาระหนี้ต่างประเทศในระดับสูง ถ้าการลงทุนนั้นเป็นไปเพื่อการลงทุนในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงที่มีศักยภาพในการแข่งขันกับต่างประเทศปัญหาก็คงไม่หนักหน่วงเช่นทุกวันนี้ แต่การลงทุนเหล่านั้นบางส่วนใช้ไปในกิจการที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้เป็นเงินตราต่างประเทศ แต่เป็นกิจการที่เก็งกำไร เช่น การลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และการลงทุนในตลาดหุ้น เป็นต้น การเก็งกำไรเหล่านี้ทำให้ราคาหุ้นและราคาที่ดินเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยเกิดสภาวะที่เรียกว่า Asset Price Bubbles หรือภาวะฟองสบู่ของราคาสินทรัพย์

สาเหตุประการที่สองคือการเปิดเสรีทางการเงินโดยมิได้มีการกำกับดูแลที่เหมาะสม การเปิดเสรีทางการเงินมีเป้าหมายเพื่อให้มีการแข่งขันกันระหว่างธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ อันจะทำให้ธุรกิจเอกชนมีต้นทุนในการกู้ยืมที่ต่ำลงซึ่งจะนำไปสู่การขยายตัวของเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม การเปิดเสรีทางการเงินจะต้องมีการกำกับดูแลและกฎเกณฑ์ที่เข้มงวดและมีมาตรฐาน

สาเหตุประการที่สามของวิกฤติเศรษฐกิจของไทยคือการผลิตที่ล้นเกิน (Over-capacity) และความสามารถในการแข่งขันที่ถดถอยของอุตสาหกรรมบางชนิด ประเทศไทยเคยได้ประโยชน์จากการที่มีแรงงานราคาถูกและที่ดินราคาต่ำ แต่หลังจากการลงทุนโดยตรงอย่างมาก

ตั้งแต่ปี พ.ศ.2531 จากประเทศญี่ปุ่นและประเทศอื่นๆ ค่าจ้างแรงงานและที่ดินได้ปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ในการผลิตสินค้าบางชนิด เช่น ผลิตภัณฑ์สิ่งทอ ไทยไม่สามารถแข่งขันกับจีนซึ่งมีแรงงานราคาถูกกว่าได้ การปรับตัวไปสู่อุตสาหกรรมประเภทใหม่ที่สามารถแข่งขันได้ในตลาดโลกเป็นเรื่องที่ต้องใช้เวลา นอกจากนั้นในอุตสาหกรรมหลายประเภท เช่น อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ ไทยก็มีกำลังการผลิตที่ล้นเกินในขณะที่อุปสงค์ชะลอตัวลง สิ่งที่เกิดขึ้นในปี พ.ศ.2539 คือการส่งออกลดลงร้อยละ 1.3 ในรูปของเงินดอลลาร์สหรัฐ⁴

ในสภาวะการณ์ที่มีการขาดดุลการชำระเงินร้อยละ 8 ของรายได้มวลรวมประชาชาติในปี พ.ศ.2539 การหดตัวของการส่งออกและการที่ราคาสินทรัพย์มีค่าสูงเกินจริงพร้อมไปกับการที่การกำกับดูแลไม่มีประสิทธิภาพและรัฐบาลที่ไม่มีความสามารถเพียงพอในการจัดการกับปัญหาเศรษฐกิจของประเทศ มีการโจมตีเงินบาทโดยนักเก็งกำไรหลายครั้ง โดยครั้งที่รุนแรงที่สุดและธนาคารแห่งประเทศไทยสูญเสียมากที่สุดคือเมื่อเดือนพฤษภาคม พ.ศ.2539 หลังจากนั้นไทยประกาศลดค่าเงินบาทเมื่อเดือนกรกฎาคม พ.ศ.2540 และเข้าสู่โครงการของ IMF เมื่อเดือนสิงหาคมปีเดียวกัน

ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมาได้มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในระบบการเงินของไทย เมื่อวันที่ 27 มิถุนายน พ.ศ.2539 ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศปิดบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ 16 แห่ง และเมื่อวันที่ 5 สิงหาคมได้ปิดเพิ่มอีก 42 แห่ง ต่อมาเมื่อวันที่ 14 ตุลาคมปีเดียวกันรัฐบาลได้ตั้งองค์การปฏิรูปสถาบันการเงิน (ปรส.) เพื่อบริหารสินทรัพย์ที่ดีของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ถูกปิดกิจการ และตั้งบริษัทบริหารสินทรัพย์ (บบส.) เพื่อบริหารสินทรัพย์ด้อยคุณภาพ จนถึงเดือนกันยายน พ.ศ.2541 ทั้ง ปรส. และ บบส. ก็ยังขายสินทรัพย์ไม่หมด เท่าที่ผ่านมา Recovery Rate ของสินทรัพย์เหล่านี้ประมาณร้อยละ 50 สภาพเศรษฐกิจจกค่ายังค้างรออยู่อย่างต่อเนื่องเนื่องจากนโยบายรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาทโดยตรึงดอกเบี้ยสูงและธนาคารพาณิชย์ไม่ปล่อยกู้ให้แก่ภาคธุรกิจ

ปัญหาสำคัญอีกประการหนึ่งคือปริมาณของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย⁵ ในปลายปี พ.ศ.2539 จำนวนหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของระบบธนาคารพาณิชย์เมื่อไม่รวมธนาคารกรุงเทพฯพาณิชย์การเท่ากับร้อยละ 7.73 ของปริมาณหนี้ทั้งหมดซึ่งเพิ่มขึ้นไม่มากนักเมื่อเทียบกับปลายปี พ.ศ.2538 ซึ่งเท่ากับร้อยละ 6.98 แม้ว่าในช่วงก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ ปริมาณของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของระบบธนาคารพาณิชย์จะอยู่ที่ประมาณร้อยละ 10 ในปี พ.ศ.2540 แต่เกณฑ์ในการจัดชั้นหนี้ยังเป็นเกณฑ์ที่ไม่เคร่งครัดนัก กล่าวคือหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้จะหมายถึงหนี้ที่ค้างชำระเกิน 12 เดือน ดังนั้นจะเห็นได้ว่าก่อนที่จะเกิดการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ.2540 ปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้จะไม่ใช่อุปสรรคใหญ่หนักรบกวนการปรับโครงสร้างหนี้แบบเดิม แต่

⁴ ธนาคารแห่งประเทศไทย, 20 ธันวาคม พ.ศ.2539

เมื่อมีการเปลี่ยนกฎเกณฑ์ในการให้ค่าจำกัดความของสินทรัพย์จัดชั้นต่ำกว่ามาตรฐานว่าหมายถึงลูกหนี้ที่ค้างชำระเงินต้นหรือดอกเบี้ยเกินกว่า 6 เดือน⁵² ตัวเลขหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ก็เพิ่มขึ้นอย่างมาก

ปัจจุบัน ณ เดือนกันยายน พ.ศ.2541 ข้อมูลจากธนาคารพาณิชย์และข้อมูลที่ตลาดเชื่อถือเกี่ยวกับระดับของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ไม่เหมือนกัน รายงานของสถาบันการเงินหลายแห่งประมาณว่าระดับของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของระบบธนาคารพาณิชย์อยู่ที่ร้อยละ 35-40⁵³ ขณะที่ตัวเลขทางการคือประมาณร้อยละ 25 แม้จะมีความไม่เชื่อถือในระบบบัญชีของธนาคารพาณิชย์ว่าจะมีความโปร่งใสเพียงใด แต่ตัวเลขของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้สะท้อนปัจจัย 2 ประการ ประการแรกคือได้มีการเปลี่ยนแปลงค่าจำกัดความของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ใหม่เมื่อวันที่ 31 มีนาคม พ.ศ.2541⁵⁴ เกณฑ์การจัดชั้นของลูกหนี้แบ่งเป็น 5 ระดับ ประกอบด้วยลูกหนี้ปกติ ลูกหนี้ที่กล่าวถึงเป็นพิเศษ ลูกหนี้จัดชั้นต่ำกว่ามาตรฐาน ลูกหนี้จัดชั้นสงสัย และลูกหนี้จัดชั้นสูญเสีย สำหรับลูกหนี้ปกติหมายถึงลูกหนี้ที่ไม่ผิดนัดชำระหนี้ และไม่มีสัญญาณใดๆแสดงว่าจะมีการผิดชำระหนี้ ซึ่งได้แก่ลูกหนี้ค้างชำระดอกเบี้ยหรือเงินต้นไม่เกิน 1 เดือนนับตั้งแต่วันที่ครบกำหนดชำระ หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Non-Performing Loans) หมายถึงหนี้ของลูกหนี้ 4 ประเภทหลัง ประการที่สองคือ สภาพเศรษฐกิจถดถอยและอัตราดอกเบี้ยที่สูงทำให้ลูกหนี้ไม่สามารถชำระหนี้ได้

ในแผนฟื้นฟูระบบสถาบันการเงินที่ประกาศในวันที่ 14 สิงหาคม พ.ศ.2541⁵⁵ มีสาระสำคัญคือ รัฐบาลได้จัดให้มีโครงการช่วยเหลือด้านเงินกองทุน โดยแบ่งแยกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ ประเภทแรกรัฐบาลจะเพิ่มเงินกองทุนชั้นที่ 1 ของสถาบันการเงินในรูปของการถือหุ้นบุริมสิทธิโดยชำระเป็นพันธบัตรรัฐบาลที่เปลี่ยนเมื่อได้อายุ 10 ปี รัฐบาลจะซื้อหุ้นบุริมสิทธิจนกว่าสถาบันการเงินนั้นจะมีอัตราเงินกองทุนชั้นที่ 1 ต่อสินทรัพย์เสี่ยงเพิ่มขึ้นจนถึงระดับร้อยละ 2.5 หลังจากนั้นรัฐบาลจะซื้อหุ้นบุริมสิทธิสมทบกับเงินทุนจากผู้ร่วมทุนเอกชนรายใหม่ในอัตรา 1 ต่อ 1 ส่วนประเภทที่ 2 อยู่ในรูปของการแลกเปลี่ยนหุ้นกู้ของสถาบันการเงินกับพันธบัตรรัฐบาลที่เปลี่ยนเมื่อไม่ได้ นอกจากนี้ยังมีการเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์การกำกับดูแลสถาบันการเงิน เช่น ให้อัตราความเพียงพอโดยรวมของเงินกองทุนสำหรับธนาคารพาณิชย์อยู่ที่ร้อยละ 8.5 และของบริษัทเงินทุนอยู่ที่ร้อยละ 8 และเพิ่มแรงจูงใจให้สถาบันการเงินเร่งระดมหนี้โดยให้

⁵² จำแนกธนาคารแห่งประเทศไทย ฉบับที่ 78/2540 เรื่อง แนวปฏิบัติและนโยบายของทางการในการปรับปรุงมาตรฐานการกำกับดูแลสถาบันการเงิน, 14 พฤศจิกายน พ.ศ.2540

⁵³ Financial Times, September 18, 1998.

⁵⁴ ประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย ฉบับที่ 15/2541 เรื่องหลักเกณฑ์การระงับรับซื้อดอกเบี้ยค้างรับเป็นรายได้ การจัดชั้นลูกหนี้ การกันเงินสำรอง สำหรับลูกหนี้จัดชั้น และมาตรการอื่นที่เกี่ยวข้อง, 31 มีนาคม พ.ศ.2541

⁵⁵ แผนการฟื้นฟูระบบสถาบันการเงิน โดยกระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทยในเรื่องแผนฟื้นฟูระบบสถาบันการเงิน, ธนาคารแห่งประเทศไทย, 14 สิงหาคม พ.ศ.2541

สถาบันการเงินที่ใช้เกณฑ์การจัดชั้นและกันสำรองสามารถทยอยตัดจำหน่ายส่วนสูญเสียจากการประណพนี้ได้ในช่วงเวลา 5 ปี ทั้งจะมีการออกกฎหมายเพื่อให้การจัดตั้งบริษัทบริหารสินทรัพย์ภาคเอกชนเพื่อบริหารจัดการสินทรัพย์ด้วยคุณภาพของสถาบันการเงิน

ธนาคารแห่งประเทศไทยได้แถลงเพิ่มเติมเกี่ยวกับการดำเนินการในแผนฟื้นฟูระบบสถาบันการเงิน⁵⁵ ว่าหลักเกณฑ์ในการเข้าแทรกแซงสถาบันการเงินในวันที่ 14 สิงหาคม พ.ศ.2541 คือ ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเข้าดักทุนและเพิ่มทุนจะต้องเข้าทำข้อใดข้อหนึ่งต่อไปนี้

1. มีผลขาดทุนจากการดำเนินงานในงวดที่ผ่านมาเป็นจำนวนสูงมาก
2. ขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรง

มาตรการต่างๆในแผนฟื้นฟูสถาบันการเงินยังอยู่ในขั้นกำลังดำเนินการ ดังนั้นจึงเร็วเกินไปที่จะตัดสินว่ามาตรการต่างๆเหล่านั้นจะบรรลุผลหรือไม่ อย่างไรก็ตามการเปลี่ยนแปลงที่กำลังเกิดขึ้นในตลาดการเงินของไทยจะมีผลต่อการจัดตั้งและการดำเนินการของตลาดซื้อขายล่วงหน้าอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

ขณะนี้ธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยมี 10 แห่ง ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกสิกรไทย ธนาคารกรุงไทย ธนาคารทหารไทย ธนาคารไทยธนุ ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารนครธน ธนาคารเอเชีย ธนาคารกรุงศรีอยุธยา และธนาคารวิเทศสิน ในจำนวนนี้ธนาคารวิเทศสินเป็นธนาคารที่จัดตั้งขึ้นใหม่เมื่อปี พ.ศ.2540 ก่อนที่จะเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในประเทศไทยมีธนาคารพาณิชย์ 15 แห่ง ส่วนบริษัทเงินทุนและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์จากจำนวน 91 แห่งเมื่อปี พ.ศ.2540 ขณะนี้เหลือ 24 แห่ง แม้ว่าจะมีการประណพนี้แต่ก็ยังไม่ได้ผลชัดเจน ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์จำนวนไม่น้อยได้ยอมร่วมผู้ร่วมทุนจากต่างชาติแล้ว ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ที่ธนาคารต่างชาติที่เข้ามาร่วมทุนอาจนำเทคนิคการบริหารความเสี่ยงด้วยตราสารอนุพันธ์เข้ามาใช้

อย่างไรก็ตาม ขนาดของตลาดทุนไทยได้ลดลงอย่างมากดังจะเห็นได้จากข้อมูลในตารางที่ 5.3 เมื่อเปรียบเทียบระหว่างปี พ.ศ.2537 และปี พ.ศ.2540 พบว่ามูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดลดลงจาก 3,300,764.79 ล้านบาท เป็น 1,133,343.88 ล้านบาท หรือลดลงร้อยละ 65 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลงจาก 1,360.09 ในปี พ.ศ. 2537 เป็น 267.33 ในไตรมาสที่ 2 ของปี พ.ศ.2541 มูลค่าของการซื้อขายลดลงจาก 2,113,860.65 ล้านบาทในปี พ.ศ.2537 เป็น 929,597.64 ล้านบาทในปี พ.ศ.2540 หรือลดลงร้อยละ 56

ผลกระทบของวิกฤติเศรษฐกิจไทยต่อการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทยมีทั้งผลในด้านลบและผลในด้านบวก ผลในด้านลบคือวิกฤติครั้งนี้ได้ทำให้บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์เหลือประมาณ 1 ใน 4 ของจำนวนบริษัทก่อนเกิดวิกฤติ ธนาคารพาณิชย์บางแห่ง

⁵⁵ ข่าวธนาคารแห่งประเทศไทย ฉบับที่ 55/2541, ธนาคารแห่งประเทศไทย

ต้องเลิกกิจการ บางแห่งต้องรวมกันและแทบทุกแห่งต้องยอมรับการร่วมทุนจากต่างชาติ นอก
จากนั้นขนาดของตลาดทุนก็หดตัวอย่างมาก เช่นเดียวกับดัชนีหุ้นที่ลดลงอยู่ในระดับ 200 กว่า
จุด ปัจจัยเหล่านี้ส่งผลกระทบในแง่ลบต่อ Viability หรือการอยู่รอดของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
และตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน แต่ในขณะเดียวกันจากวิกฤติครั้งนี้ตลาดเผชิญกับความ
ไม่แน่นอนของราคาสินทรัพย์ เช่น อัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่คงที่ซึ่งต่างไปจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบเดิม
ซึ่งทำให้ความต้องการในการประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น นอกจากนั้นความเสี่ยงเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นหรืออัตราดอกเบี้ยยังคงเป็น Pre-existing Risks ในระบบ การที่ไม่มีเครื่องมือในการประกันความเสี่ยงโดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานการณ์ที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจจะเป็นผลเสียต่อนักลงทุน การเกิดขึ้นของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินจะเอื้อประโยชน์แก่ผู้ที่ต้องการประกันความเสี่ยง ขณะเดียวกันการที่มีการร่วมทุนจากต่างชาติก็อาจเป็นโอกาสที่บริษัทต่างชาตินำเทคนิคในการบริหารความเสี่ยงเข้ามาใช้

ในการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ระดับสูงของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับจุดอ่อนและจุดแข็งของระบบการเงินไทยกับความเป็นไปได้ในการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินได้อธิบายว่า สำหรับตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นตลาดอ้างอิงของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น การที่ปริมาณการซื้อขายน้อยและดัชนีอยู่ในระดับต่ำจะเป็นอุปสรรคต่อการจัดตั้งตลาดตราสารอนุพันธ์ แต่ในขณะเดียวกันระบบการเงินของไทยมีจุดแข็งคือ กลไกของการปฏิบัติงานในตลาดการเงิน เช่น การโยกย้ายเงินทุนเป็นไปได้สะดวกขึ้นซึ่งช่วยการดำเนินงานอื่นๆ ส่วนเจ้าหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้ให้สัมภาษณ์มีความเห็นว่าจุดอ่อนของระบบการเงินของไทยที่มีความเปราะบางและมีความผันผวนในต่างประเทศเศรษฐกิจที่สำคัญ เช่น ราคา อัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ย จะทำให้เกิดความต้องการเครื่องมือบริหารความเสี่ยง

ตารางที่ 5.3

เครื่องชี้ภาวะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ.2537-2541

การซื้อขายหลักทรัพย์			ดัชนีราคาตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	มูลค่าหลักทรัพย์ ตามราคาตลาด	อัตราผลตอบแทน เฉลี่ยของการซื้อ ขาย
ปี	จำนวน(ล้านบาท)	มูลค่า(ล้านบาท)		(ล้านบาท)	
2537	23,051.91	2,113,880.65	1,380.09	3,300,754.79	64.04
2538	20,874.97	1,534,959.25	1,280.81	3,564,568.78	43.06
2539	19,359.12	1,303,143.75	831.57	2,559,578.69	50.91
2540	29,902.34	829,597.64	372.69	1,133,343.88	82.02
ไตรมาส 1	6,182.00	255,300.20	705.43	2,173,957.02	11.74
ไตรมาส 2	7,813.61	224,335.94	527.28	1,814,919.75	13.88
ไตรมาส 3	9,742.33	298,895.33	544.54	1,691,242.29	17.68
ไตรมาส 4	6,164.41	151,266.17	372.69	1,133,343.88	13.35
2541					
ไตรมาส 1	13,404.10	284,664.64	459.11	1,476,520.26	17.92
ไตรมาส 2	8,488.31	97,319.00	267.33	924,222.96	10.53

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างความแปรปรวนของราคาหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยน กับความต้องการในการบริหารความเสี่ยงของสถาบันการเงินและธุรกิจเอกชน

ความแปรปรวนของราคาสินทรัพย์เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดอุปสงค์ในการประกันความเสี่ยง ในแผนภาพที่ 5.1, 5.2 และ 5.3 แสดงดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราดอกเบี้ย Interbank 3 เดือน และอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินดอลลาร์สหรัฐและเงินบาท จะสังเกตเห็นความแปรปรวนอย่างมากของราคาสินทรัพย์เหล่านี้โดยเฉพาะในช่วงตั้งแต่ปี พ.ศ.2540 ผู้ที่มี Portfolio ของหุ้นหรือมีหนี้สินหรือรายได้จากการให้กู้เงินในรูปของเงินบาท หรือมีรายรับ/รายจ่าย หรือเงินกู้/หนี้สินในรูปของเงินตราต่างประเทศล้วนมีความเสี่ยงที่ดำรงอยู่ก่อน (Pre-Existing Risk) ดังนั้นบุคคลเหล่านี้จะสามารถใช้ประโยชน์จากเครื่องมือในตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเพื่อประกันความเสี่ยงดังกล่าว

การประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศของหน่วยธุรกิจในประเทศไทยได้แก่ การใช้ Interest Swap ซึ่งคือการแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยจากอัตราคงที่เป็นอัตราลอยตัว นอกจากนี้ยังมีการใช้สัญญา Swap เพื่อแปลงหนี้ในหน่วยของเงินตราต่างประเทศให้เป็นหนี้ในหน่วยของเงินบาท ส่วนการประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินมีการใช้อนุพันธ์ทางการเงินประเภทเงินตราต่างประเทศบ้าง เช่น การใช้ Outright Forward หรือการใช้ Swap ซึ่งคือการซื้อดอลลาร์ในตลาดทันทีพร้อมกับการขายดอลลาร์ในตลาด Forward หรือการขายดอลลาร์ในตลาดทันทีพร้อมไปกับการซื้อดอลลาร์ในตลาด Forward ในปี พ.ศ.2539 สำหรับบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นบริษัทที่ไม่เกี่ยวกับภาคการเงินจำนวน 341 บริษัท มีเพียง 48 บริษัทที่ใช้อนุพันธ์ทางการเงินประเภทเงินตราต่างประเทศรูปแบบต่าง ๆ⁵⁷ ยิ่งไปกว่านั้นยังพบว่าหนี้ต่างประเทศเป็นสาเหตุสำคัญประการหนึ่งในการกำหนดพฤติกรรมการใช้อนุพันธ์ทางการเงินประเภทนี้ของหน่วยธุรกิจเช่นเดียวกับต้นทุนของ Financial Distress และต้นทุนของ Underinvestment⁵⁸

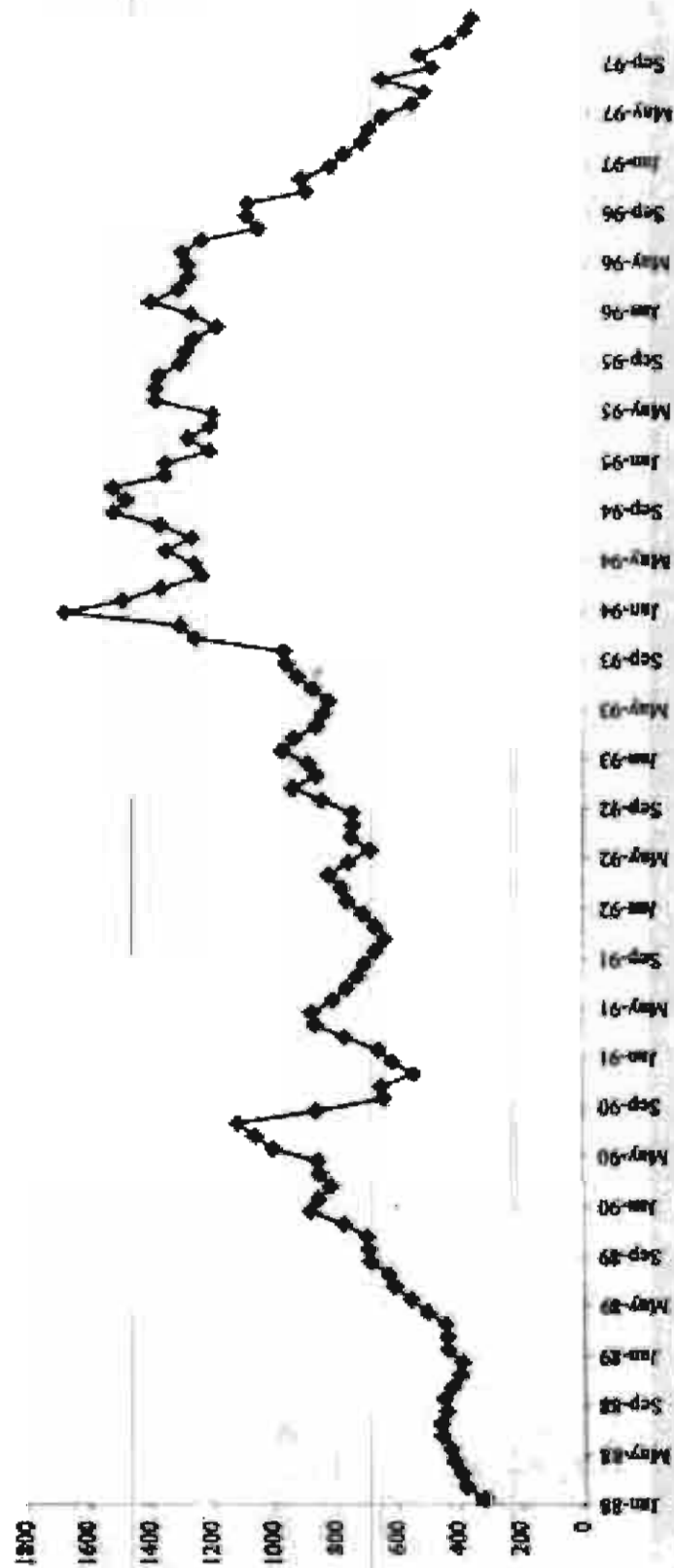
ดังนั้นอาจสรุปได้ว่า แม้ในขณะที่ไทยยังใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ แต่ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต เช่น มีความเป็นไปได้ที่รัฐบาลจะทำการลดค่าเงินหรือเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน ทำให้มีการใช้สัญญา Forward เพื่อประกันความเสี่ยงปริมาณของธุรกรรม Forward และ Swap ในตลาดเงินตราต่างประเทศในปี พ.ศ.2539 คิดเป็นร้อยละ 63 ขณะที่เท่ากับร้อยละ 66.3 ในปี พ.ศ.2541 (ดูตารางที่ 5.4)

⁵⁷ Buddharl, P., The Behavior of Non-Financial Firms in Forward Market: Case Study of Firms Listed in The Stock Exchange of Thailand, Thesis, Faculty of Economics, Thammasat University, 1998.

⁵⁸ Ibid., p.107-108

แผนภาพที่ 5.1

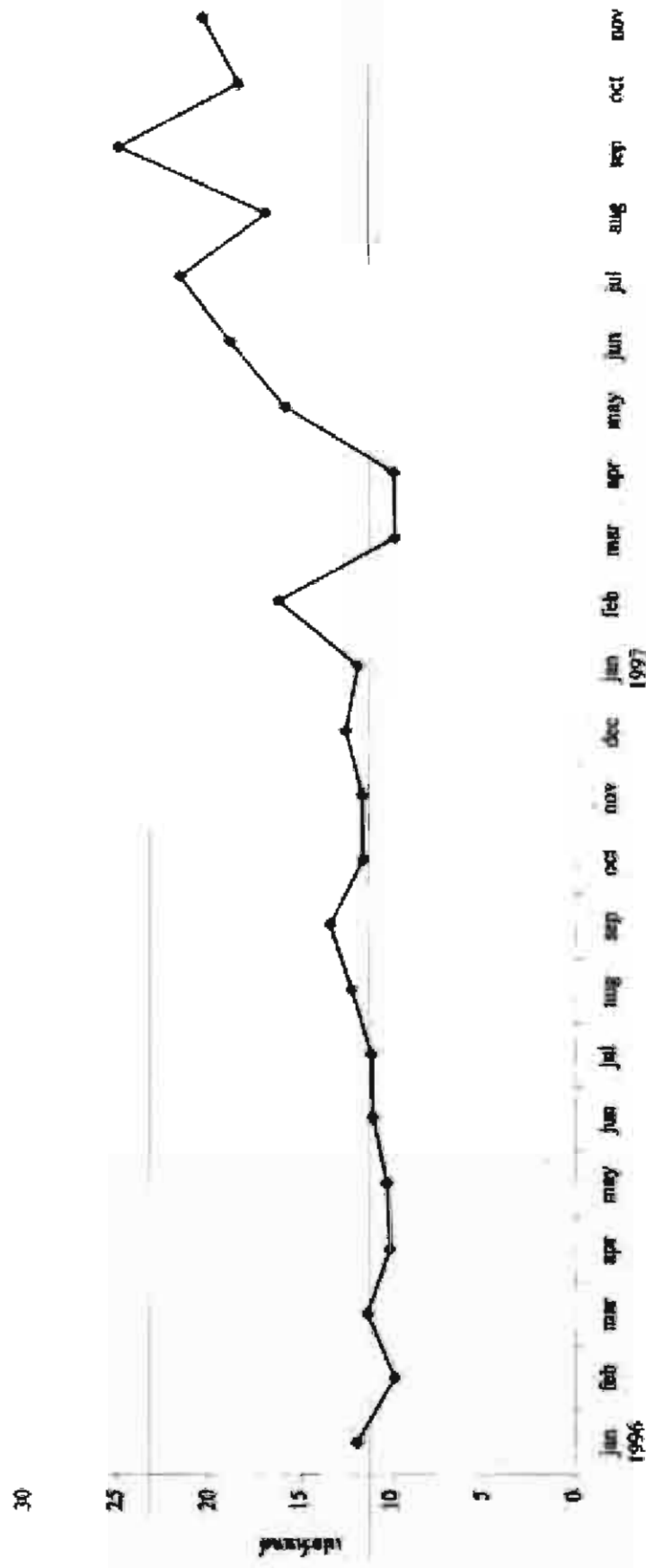
SET Index



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แผนภาพที่ 5.2

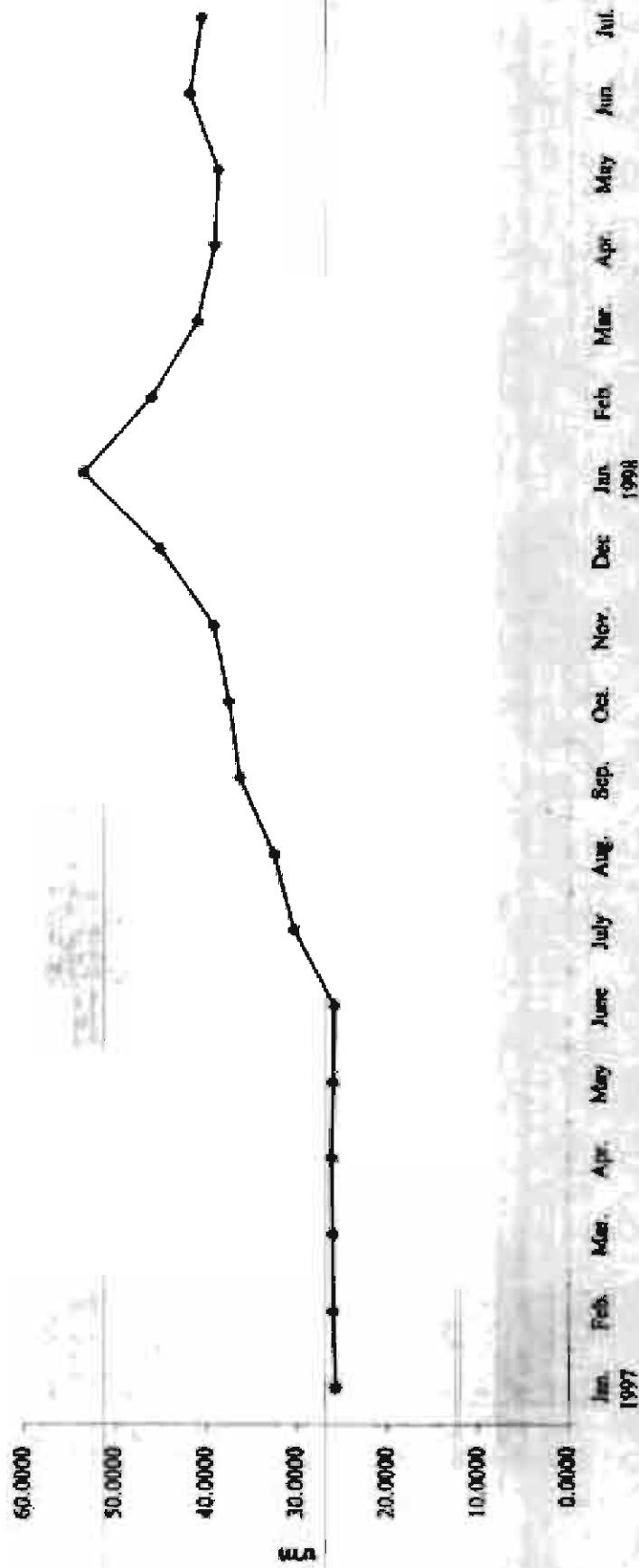
3-month Interbank Rate



หมายเหตุ: Interbank Rate คือ อัตราดอกเบี้ยในการกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

แผนภาพที่ 5.3

อัตราแลกเปลี่ยน (บาท/ปอนด์)



ที่มา: อัตราแลกเปลี่ยนอ้างอิง (Reference Rate) ธนาคารแห่งประเทศไทย

ตารางที่ 5.4
ปริมาณธุรกรรมเงินตราต่างประเทศเฉลี่ยต่อวันของธนาคารพาณิชย์ไทย
(หน่วย: ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

	Interbank	ลูกค้า	ต่างประเทศ	รวม	ส่วนแบ่ง (%)
ปี พ.ศ.2539					
Spot	560	720	1,083	2,373	36
Forward	78	189	165	430	6
Swap	887	230	2,645	3,762	57
รวม	1,523	1,139	3,903	6,565	100
ส่วนแบ่ง (%)	23.2	17.3	59.5	100	
ปี พ.ศ.2541					
Spot	481	425	780	1,686	33.5
Forward	39	212	68	317	6.3
Swap	745	244	2,043	3,032	60.2
รวม	1,265	881	2,889	5,035	100
ส่วนแบ่ง (%)	25.1	17.5	57.4	100	

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

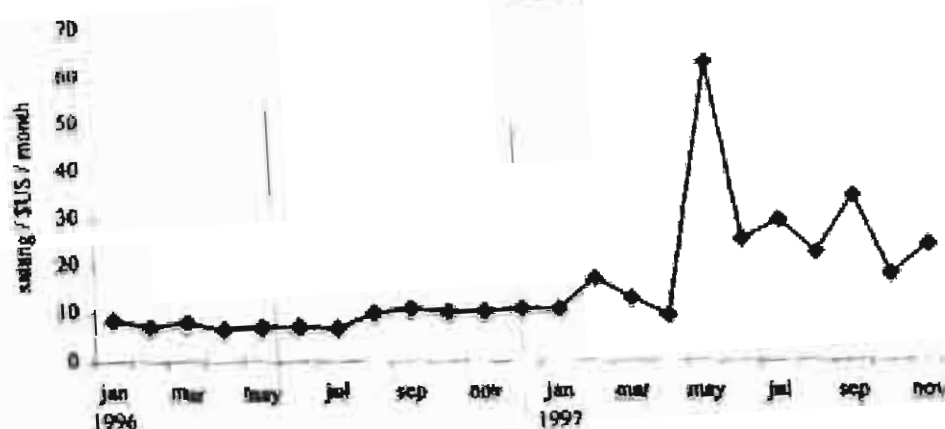
จากการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ของบริษัทขนาดใหญ่บางแห่งพบว่า บริษัทเหล่านั้นสามารถใช้บริการของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศในการทำสัญญาซื้อขายสัญญา Forward จำนวนมาก โดยมีต้นทุนที่ต่ำกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุนของบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทใหญ่มีปริมาณการซื้อขายที่มากกว่า บริษัทขนาดใหญ่ยังมีความได้เปรียบบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กอีกประการหนึ่งคือ มีความเสี่ยงเนื่องจากการไม่ปฏิบัติตามสัญญาต่ำกว่า เนื่องจากบริษัทใหญ่มีหลักฐานมั่นคงและเป็นที่รู้จักกันดี ดังนั้นจึงมีต้นทุนในการทำสัญญาซื้อขายสัญญา Forward และ Swap ที่ต่ำกว่า

สาเหตุสำคัญ 2 ประการที่ทำให้ธุรกิจจำนวนมากไม่ประกันความเสี่ยงด้วยสัญญา Forward คือ การขาดความรู้ความเข้าใจในการใช้เครื่องมือชนิดนี้ในการบริหารความเสี่ยงและอัตรา Forward Premium ที่สูง ดังจะเห็นได้จากแผนภาพที่ 5.4 ที่ Forward Premium อยู่ในช่วง 10-20 สตางค์ตั้งแต่ พ.ศ.2535 ถึงปลายปี พ.ศ.2539 และมีค่าสูงสุดเท่ากับ 60 สตางค์เมื่อเดือนพฤษภาคม พ.ศ.2540

ถ้าหากตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินสามารถสนองตอบความต้องการในการประกันความเสี่ยงของการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีประสิทธิภาพและด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่าตลาด Forward ก็มีความเป็นไปได้ที่ตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะดึงดูดลูกค้าขนาดกลางและเล็กที่ไม่สามารถใช้บริการในตลาด Forward ได้ นอกจากนั้นธนาคารพาณิชย์ที่มีสถานะซื้อหรือขายสุทธิของสัญญา Forward จะสามารถปิดสถานะดังกล่าวในตลาดซื้อขายล่วงหน้า

แผนภาพที่ 5.4

Forward Premium



ที่มา: ธนาคารกรุงเทพ

ความชำนาญในการใช้ตราสารอนุพันธ์ ทั้งยังเป็นการสะท้อนความต้องการในการประกันความเสี่ยงของตลาดในระดับหนึ่งแม้ว่าสัญญา Options จะมีความซับซ้อนกว่าสัญญา Futures ก็ตาม

ในการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศไทยมีปัจจัยที่ต้องคำนึงถึงดังนี้

5.3.1 การกำกับดูแล

ร่างพระราชบัญญัติอนุพันธ์และตลาดอนุพันธ์ได้ให้อำนาจคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน การกำกับดูแลมีทั้งการให้ใบอนุญาตสำหรับการให้บริการที่เกี่ยวข้องเนื่องจากการชักชวนประชาชนให้ซื้อขาย การควบคุมผู้ประกอบการโดยมีเกณฑ์คุ้มครองลูกค้าและเกณฑ์รักษาความมั่นคงของระบบการเงิน การควบคุม Exchange และสำนักหักบัญชี ตลอดจนการมีบทบัญญัติห้ามการกระทำอันไม่เป็นธรรม⁶⁴

หลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าเป็นหลักเกณฑ์ที่ปฏิบัติโดยทั่วไปในตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินตามที่ได้กล่าวมาแล้วในบทที่ 4 แม้จะมีกฎเกณฑ์ครอบคลุมมากเพียงใดแต่การนำกฎเกณฑ์เหล่านั้นไปปฏิบัติอย่างเหมาะสมจะเป็นปัจจัยสำคัญในการทำตลาดซื้อขายล่วงหน้าเป็นตลาดที่น่าเชื่อถือและเป็นสิ่งที่ทำให้เกิดการค้นพบราคา ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าเราไม่อาจปฏิเสธบทบาทของผู้เก็งกำไรเนื่องจากผู้เก็งกำไรจะเข้ามารับความเสี่ยงโดยหวังผลตอบแทนที่สูง การซื้อขายของผู้เก็งกำไรจะช่วยเสริมสภาพคล่องในตลาดซึ่งจะเป็นผลดีต่อผู้ประกันความเสี่ยง แต่การเก็งกำไรที่มากเกินไปจะทำลายความน่าเชื่อถือของตลาด

5.3.2 การให้การศึกษาและฝึกอบรม

ในแง่ของการเตรียมความพร้อมของผู้ที่เข้าร่วมในตลาดซื้อขายล่วงหน้า ทางคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ทดลองให้เอกชนตั้งเป็นกองทุนแล้วศึกษาดูการทำธุรกิจจริงในตลาดต่างประเทศโดยดำเนินการผ่าน Brokers ในต่างประเทศและมีเจ้าหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ไปศึกษาดูงาน แต่หลังจากการปิดบริษัทหลักทรัพย์ 58 บริษัท ทำให้ทางการต้องระงับการประกอบกิจการของบริษัทเหล่านั้น จึงต้องถอนเงินจากกองทุนเพื่อนำไปเฉลี่ยคืนเจ้าหน้าที่และยกเลิกกองทุนนี้ในที่สุด⁶⁵

ในอนาคตพาณิชย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์มีบุคลากรที่มีความรู้ความเข้าใจในการบริหารความเสี่ยงด้วยตราสารอนุพันธ์อยู่บ้าง แต่บุคลากรที่มีประสบการณ์จากการปฏิบัติในการซื้อขายจริงในตลาดซื้อขายล่วงหน้ายังมีน้อยมาก เนื่องจากขณะนี้ประเทศไทยยังไม่มีตลาดซื้อขายล่วงหน้า ดังนั้นจึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องให้การศึกษาอบรมเพิ่มเติมต่อเจ้าหน้าที่ในระดับต่าง ๆ ทั้งขององค์กรกำกับดูแล Exchange และบุคลากรของสถาบันการเงิน ตลอดจนธุรกิจ

⁶⁴ ประสาร ไตรรัตน์วรกุล, พัฒนาการใหม่ ๆ ในตลาดทุนไทย, เอกสารประกอบการอบรมความรู้และสัมมนาด้านการบริหารความเสี่ยงแบบมืออาชีพ, กันยายน-พฤศจิกายน พ.ศ.2541

⁶⁵ สัมภาษณ์ ดร.ประสาร ไตรรัตน์วรกุล รองเลขาธิการคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ต่างๆ เพื่อให้เห็นความสำคัญของการใช้ตราสารอนุพันธ์เพื่อประกันความเสี่ยงและเข้าใจถึงปัญหาที่อาจเกิดขึ้นได้จากการใช้ตราสารอนุพันธ์

5.3.3 บทบาทขององค์กรกำกับดูแลตนเองของอุตสาหกรรม

องค์กรกำกับดูแลตนเองของอุตสาหกรรม (Self Regulatory Organization) เช่น Exchange และ National Futures Association มีบทบาทเสริมการกำกับดูแลของ Commodity Futures Trading Commission แต่การที่องค์กรกำกับดูแลตนเองจะมีบทบาทในการกำกับดูแลได้จะต้องมีอำนาจที่เข้มแข็งในการรับสมาชิกและตรวจสอบบริษัทสมาชิกพร้อมทั้งมีอำนาจในการลงโทษด้วย

5.3.4 การมีตลาดล่วงหน้า 2 แห่งและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลขององค์กรกำกับดูแล 2 องค์กร เป็นการกระทำที่มีประสิทธิภาพมากนักน้อยเพียงใด

กระทรวงพาณิชย์ได้เสนอร่างพระราชบัญญัติจัดตั้งตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าและเสนอให้ตั้งคณะกรรมการกำกับการซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า (ก.ส.ล) เพื่อทำหน้าที่วางนโยบายการส่งเสริมและพัฒนาตลาดล่วงหน้ากับดูแลการซื้อขายล่วงหน้า ในการประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องหรือเกี่ยวเนื่องกับการซื้อขายล่วงหน้านั้น กระทรวงพาณิชย์ กระทรวงเกษตรและสหกรณ์ และกระทรวงการคลังได้พิจารณาเห็นพ้องว่าตลาดอนุพันธ์และตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าแตกต่างกันโดยตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าเน้นที่สินค้าเกษตร ขณะที่ตลาดอนุพันธ์เป็นเรื่องที่เกี่ยวกับตราสารการเงินจึงต้องแยกพระราชบัญญัติจัดตั้งตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าออกจากพระราชบัญญัติตราสารอนุพันธ์และตลาดอนุพันธ์⁶⁸

ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าหลายแห่ง เช่น Chicago Mercantile Exchange และ Chicago Board of Trade เป็นต้น มีการซื้อขายทั้งสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรและสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินภายใต้กฎหมายฉบับเดียวกันและองค์กรกำกับดูแลองค์กรเดียว ดังนั้นเหตุผลที่ว่าตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าเน้นที่สินค้าเกษตรขณะที่ตลาดอนุพันธ์เป็นเรื่องที่เกี่ยวกับตราสารการเงินจึงต้องแยกพระราชบัญญัติทั้งสองออกจากกันจึงไม่น่าจะเป็นเหตุผลที่ถูกต้อง

จากการวิเคราะห์ในกรณีของตลาดซื้อขายล่วงหน้าของมาเลเซียเกี่ยวกับการขาดประสิทธิภาพเนื่องจากมีตลาดซื้อขายล่วงหน้า 3 ตลาดภายใต้การกำกับดูแลขององค์กรกำกับดูแล 2 องค์กรและกฎหมาย 2 ฉบับรวมทั้งมีสำนักหักบัญชี 2 แห่ง น่าจะเป็นกรณีศึกษาที่สำคัญสำหรับประเทศไทยเมื่อเผชิญกับทางเลือกว่าจะมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าแห่งเดียวภายใต้กฎหมายและองค์กรกำกับดูแลองค์กรเดียวหรือไม่

⁶⁸ หนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ, 8 กรกฎาคม พ.ศ. 2541

บทที่ 6

สรุปและข้อเสนอแนะทางนโยบาย

ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาประเทศเนื่องจากสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเป็นเครื่องมือที่ผู้ประกันความเสี่ยงสามารถใช้ในการบริหารความเสี่ยงของตน สัญญาซื้อขายล่วงหน้าดังกล่าวได้แก่ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ย และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศ ในประเทศไทยในขณะนี้ยังไม่มีตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน แต่ได้มีการเตรียมการเพื่อการก่อตั้งโดยการเสนอร่างพระราชบัญญัติอนุพันธ์และตลาดอนุพันธ์ซึ่งผ่านการลงมติเห็นชอบของคณะรัฐมนตรีเมื่อวันที่ 24 มีนาคม พ.ศ.2541 ขณะนี้คณะกรรมการกฤษฎีกากำลังพิจารณาร่างพระราชบัญญัติดังกล่าวก่อนที่จะเสนอเข้าสู่รัฐสภา

ในสภาวะวิกฤติเศรษฐกิจของไทยที่เริ่มตั้งแต่ พ.ศ.2540 ได้มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในภาคการเงิน เช่น ขนาดของตลาดหุ้นที่ลดลงเหลือ 1 ใน 3 จำนวนของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ลดลงจาก 92 แห่งเหลือ 24 แห่ง ธนาคารพาณิชย์บางแห่งต้องปิดกิจการ บางแห่งต้องรวมตัวกันหรือบางแห่งอยู่ในระหว่างการเจรจาเพื่อร่วมทุนกับต่างชาติ ธนาคารพาณิชย์ทั้งหมดมีปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ระดับสูงและต้องการเงินทุน ในสภาพเศรษฐกิจตกต่ำแม้ในด้านหนึ่งธุรกิจจะมีความเสี่ยงที่ต่ำลงอยู่แล้ว เช่น ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้น ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย และความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น แต่การหดตัวของระบบเศรษฐกิจและการเปลี่ยนแปลงในทางลบในภาคการเงินย่อมมีผลกระทบต่อขนาดของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ การที่ตลาดเผชิญกับความไม่แน่นอนของราคาสินทรัพย์ เช่น อัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่คงที่ซึ่งต่างไปจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบเดิม จะทำให้ความต้องการในการประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น นอกจากนั้นความเสี่ยงเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้นหรืออัตราดอกเบี้ยยังคงเป็น Pre-existing Risks ในระบบ การที่ไม่มีเครื่องมือในการประกันความเสี่ยงโดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานการณ์ที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจจะเป็นผลเสียต่อนักลงทุน การเกิดขึ้นของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินจะเอื้อประโยชน์แก่ผู้ที่ต้องการประกันความเสี่ยง ขณะเดียวกันการที่มีการร่วมทุนจากต่างชาติก็อาจเป็นโอกาสที่บริษัทต่างชาตินำเทคนิคในการบริหารความเสี่ยงเข้ามาใช้

ปัจจัยสำคัญในการอยู่รอดของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินคือ โครงสร้างของกฎหมายและระเบียบข้อบังคับที่ชัดเจน ตลอดจนการกำกับดูแลโดยองค์กรที่รับผิดชอบให้มีการปฏิบัติตามกฎข้อบังคับดังกล่าว คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่มีฝ่ายพิเศษที่ดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะเป็นองค์กรหลักในการกำกับดูแลที่ทำงานประสานกับ

องค์กรกำกับดูแลตนเองของเอกชน ซึ่งอาจเป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีฝ่ายซื้อขาย สัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินขึ้นมาทำหน้าที่เป็น Exchange นอกจากนั้นต้องมีสำนักหักบัญชีของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่ใช้หลักเกณฑ์การแยกบัญชีของลูกค้าออกจากบัญชีสมาชิก มีการคำนวณกำไร/ขาดทุนในแต่ละวัน รวมทั้งมีการแก้ปัญหาการไม่ปฏิบัติตามสัญญาของสมาชิกด้วยการตั้งกองทุนประกันที่เก็บเงินจากสมาชิกและการกำหนด Margin สำหรับสมาชิก เป็นต้น ในการสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ด้านการเงินของบริษัทใหญ่ๆบางแห่ง ผู้วิจัยพบว่ายังมีความไม่เชื่อมั่นในการกำกับดูแลของ ก.ล.ด. โดยดูจากบทบาทของ ก.ล.ด. ในด้านการกำกับดูแลตลาดทุนในอดีต นอกจากนั้นยังมีความไม่เชื่อมั่นว่าตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะสามารถทำหน้าที่ในการกำกับดูแลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้นทั้ง ก.ล.ด. และตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินที่จะตั้งขึ้นในอนาคตจะต้องสร้างความเชื่อถือในตัวตลาดและในตัวสินค้าให้เกิดขึ้น โดยที่จะต้อง มีระบบตรวจสอบที่ทันกาลและมีบทลงโทษที่เหมาะสมกับความผิดในระดับต่างๆ

กฎเกณฑ์ต่างๆของตลาดซื้อขายล่วงหน้าเป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างไว้ซึ่ง Financial Integrity และ Market Integrity กฎเกณฑ์เหล่านั้นได้แก่ การแยกบัญชีของลูกค้าออกจากบัญชีของสมาชิก การคำนวณกำไร-ขาดทุนในแต่ละวัน (Mark-to-Market) การกำหนดระดับ Margin การกำหนด Price Limits และ Position Limits ตลอดจนการห้ามการซื้อขายที่ไม่เป็นธรรมและการหลอกลวงลูกค้า องค์กรกำกับดูแลและตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะต้องกำหนดระดับที่เหมาะสมของ Price Limits, Position Limits และ Margin รวมทั้งตรวจสอบว่ากฎเกณฑ์ต่างๆได้รับการปฏิบัติตามอย่างเคร่งครัดและมีการลงโทษเมื่อสมาชิกไม่ปฏิบัติตามกฎเกณฑ์

องค์กรที่ทำหน้าที่กำกับดูแลจะต้องมีกฎระเบียบที่ชัดเจนและสามารถปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่ตั้งไว้ แม้แต่ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าในประเทศสหรัฐที่มีประวัติความเป็นมายาวนานก็ยังคงมีการกำกับดูแลอย่างเข้มงวด ข้อสังเกตที่ได้จากการเปรียบเทียบตลาดซื้อขายล่วงหน้าในสหรัฐกับตลาดซื้อขายล่วงหน้าในมาเลเซียและสิงคโปร์ พบว่าในตลาดซื้อขายล่วงหน้าในสหรัฐ การกำกับดูแลจะเป็นหน้าที่ของทั้ง Commodity Futures Trading Commission (CFTC) ตลาดซื้อขายล่วงหน้า และ National Futures Association (NFA) ซึ่ง 2 องค์กรหลังเป็นองค์กรกำกับดูแลตนเองของอุตสาหกรรม ในมาเลเซีย Securities Commission จะมีบทบาทมากในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้า ส่วนในสิงคโปร์ Monetary Authority of Singapore จะมีบทบาทหลัก

การเลือกสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใดเพื่อนำมาซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้าควรมาจากความต้องการในตลาด ไม่ว่าจะเป็นตลาดหุ้น ตลาดพันธบัตร ตลาดเงินระยะสั้น หรือตลาดอัตราแลกเปลี่ยน บทเรียนที่ได้จากตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินที่สำคัญข้อหนึ่งคือ ไม่มีอะไรที่จะเป็นหลักประกันความสำเร็จของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใดชนิดหนึ่ง นอกจากนั้นการค้นคิดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดใหม่ๆเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับการเติบโตของตลาด อย่างไรก็ตามถึงแม้จะมีข้อมูลและเหตุผลสนับสนุนต่างๆในการเริ่มการซื้อขายสัญญาซื้อขาย

ล่วงหน้าชนิดใหม่ ๆ แต่ไม่มีผู้ใดสามารถประกันว่าสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดนั้นจะประสบความสำเร็จ

การจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินโดยแยกออกจากตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรและการแยกการกำกับดูแลออกเป็น 2 องค์การภายใต้พระราชบัญญัติ 2 ฉบับไม่น่าจะเป็นผลดีต่อการพัฒนาตลาดซื้อขายล่วงหน้า ประเทศไทยน่าจะมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าแห่งเดียวที่มีการซื้อขายทั้งสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรและสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินอยู่ภายใต้การกำกับดูแลขององค์การเดียวและอยู่ภายใต้กฎหมายฉบับเดียว ในกรณีตลาดซื้อขายล่วงหน้าในประเทศมาเลเซียที่มีตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตร และตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน 2 แห่ง แต่ปัจจุบันมีแนวโน้มของการรวมกันเป็นตลาดซื้อขายล่วงหน้าแห่งเดียว ประสิทธิภาพของประเทศมาเลเซียคือ จากการที่มีกฎหมาย 2 ฉบับในการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้าและองค์การกำกับดูแล 2 องค์การก็เหลือเพียงกฎหมายฉบับเดียวและองค์การกำกับดูแลองค์การเดียว ซึ่งคาดว่าจะทำให้ระบบมีประสิทธิภาพมากขึ้นและต้นทุนในการดำเนินงานตลอดจนต้นทุนในการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าลดลง

ในด้านการให้การศึกษา ทั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตลอดจนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะต้องให้การศึกษาแก่เจ้าหน้าที่ของตนให้มีความเข้าใจเกี่ยวกับการกำกับดูแลตลาดซื้อขายล่วงหน้า กฎเกณฑ์ไม่ว่าจะเขียนไว้ดีสักเพียงใด บุคลากรผู้รักษากฎเกณฑ์นั้นคือผู้ที่จะทำให้มีการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ ยิ่งกว่านั้นควรจะมีการฝึกอบรมอย่างต่อเนื่องให้แก่เจ้าหน้าที่ของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ธนาคารพาณิชย์ และธุรกิจอื่นๆให้มีความเข้าใจเกี่ยวกับการใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าในการบริหารความเสี่ยง

ภาคผนวก ก
รายชื่อบุคคลผู้ให้การสัมภาษณ์

ชื่อ	ตำแหน่ง	หน่วยงาน
Thomas M. Leahy	Industry Economist	Commodity Futures Trading Commission
Judith C. Sepsy	Chief, Market Information Group	Commodity Futures Trading Commission
Fred Kozlowsk	Audit Branch	Commodity Futures Trading Commission
Melissa B. Handrickson	Futures Trading Specialist	Commodity Futures Trading Commission
Elvise Alexander	Manager, Financial Instrument Unit	Commodity Futures Trading Commission
Kim Taylor	Vice President, Risk Management Risk Control Department Clearing House Division	Chicago Mercantile Exchange
David Emanuel	Vice President, Financial Product Research	Chicago Mercantile Exchange
John E. Kustusch	Senior Director, Compliance Department	Chicago Mercantile Exchange
Colleen Carr	Director, International Relation	Chicago Mercantile Exchange
Gerard R. O'Connor	Director, Market Surveillance Department	Chicago Mercantile Exchange
Tony Gialanella	Director of Compliance	National Futures Association
Seow Kok Leong	Senior Deputy Director, Securities & Asset Management Div Financial Futures Div Financial Supervision Group	Monetary Authority of Singapore
Andrew Ong Lay Teng	Senior Review Officer, Futures Division Banking & Financial Institutions Group	Monetary Authority of Singapore
Mary Beth Rooney	Managing Director, Regulatory Reporting Department Office of Investigations and Audits	Chicago Board of Trade
Timothy J. Maher	Senior Attorney, Law Department	Chicago Board of Trade
Vincent J. Matiera	Vice President	JPMorgan
Dennis M. Murray	Vice President	JPMorgan
David C. Stumm	Vice President, Manager of Compliance	JPMorgan
David M. Pryde	Managing Director	JPMorgan
Jack D'Ambrosi Jr.	Associate	JPMorgan

ชื่อ	ตำแหน่ง	หน่วยงาน
Emily Portney	Associate	JPMorgan
William J. Francesconi	Associate	JPMorgan
Brian E. McDonough	Associate	JPMorgan
Wong Fay Lee	Chief Executive Officer	Malaysian Derivatives Clearing House Berhad
Sofia Johan	Executive, Strategic Development & Legal Affairs	Malaysian Derivatives Clearing House Berhad
Lim Ai Leen	Assistant Manager, Strategic Development & Legal Affairs	Malaysian Derivatives Clearing House Berhad
John Duggan	Chief Operating Officer	The Kuala Lumpur Options & Financial Futures
Kamarudin Hashim	Assistant Manager, Product Development Department	Suruhanjaya Sekuriti Securities Commission
Dato' Syed Abdul Jabbar Shahabudin	Executive Chairman	Malaysia Monetary Exchange BHD.
Mohd Azwar Mahmud	General Manager	Malaysia Monetary Exchange BHD.
Rozzy Non	Assistant General Manager, Business Planning & Development	Malaysia Monetary Exchange BHD.
Ang Swee Tian	President	Singapore International Monetary Exchange Limited
Jimmy K. H. Ang	First Vice President Head, Business Planning	Singapore International Monetary Exchange Limited
Rame Piai	Vice President, Head, Business Development	Singapore International Monetary Exchange Limited
Lei Eng Keat	Vice President, Compliance	Singapore International Monetary Exchange Limited
Low Tang Yong	Vice President, Clearing House	Singapore International Monetary Exchange Limited
Wong Yin Yin	Assistant Vice President, Audit & Review	Singapore International Monetary Exchange Limited
Maria Ng	Senior Officer, Membership	Singapore International Monetary Exchange Limited
Tai Ji Wei	Senior Officer, Risk Management & Market Surveillance	Singapore International Monetary Exchange Limited
Lynette Poh	Senior Officer, Clearing House	Singapore International Monetary Exchange Limited
Maureen Goh	Senior Officer, Public Affairs	Singapore International Monetary Exchange Limited
Uly Chia	Senior Research Executive, Business Planning	Singapore International Monetary Exchange Limited
Lim Cher Chuan	Officer, Clearing House	Singapore International Monetary Exchange Limited

ชื่อ	ตำแหน่ง	หน่วยงาน
Adeline Ea	Officer, Risk Management & Market Surveillance	Singapore International Monetary Exchange Limited
Paur Leong Sing	Officer, Credit House	Singapore International Monetary Exchange Limited
Ng Siew Ling	Assistant Officer, Clearing House	Singapore International Monetary Exchange Limited
คุณ ประสาร ไตรวัชรเนศวรกุล	กรรมการและรองเลขาธิการ	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
คุณ ทิพย์สุตา อารามาร	ผู้อำนวยการ, สำนักกำกับตลาด	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
คุณ พิรัช อัคราภักดิ์	ผู้อำนวยการ, สำนักวิจัยและพัฒนาตลาดทุน	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
คุณ พรเทพพร เสงฆะวงศ์	หัวหน้าส่วน, สำนักกำกับตลาด	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
คุณ สุวัฒน์ พลาธิวัตร	Executive Vice President	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
คุณ ไชยวาทิ เมธมนัสชัย	ผู้อำนวยการ	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
คุณ วันโรจ ไรบสุข	หัวหน้าส่วนวิจัยการพัฒนาตลาดทุน, ฝ่ายวิจัยและพัฒนา	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
คุณ มิ่งนิมา กุญชร ณ อยุธยา	Executive Director Deputy Managing Director (Finance)	บริษัท แอลพีจีเอ จำกัด
คุณ อรรถวุฒิ สกนธวัฒน์	เจ้าหน้าที่บัญชีและการเงิน	บริษัท แอลพีจีเอ จำกัด
คุณ ชวัญใจ วิชรปรีชานันท์	Manager, Treasury Department	Shinawatra Group
คุณ นัญชา ศรีบรรณบติ	Manager, Treasury Department 2	Shinawatra Group
คุณ สุทธิภาส พินนสุ	Treasury Department 2	Shinawatra Group

ภาคผนวก ข

คำจำกัดความของสมาชิกประเภทต่าง ๆ ของ National Futures Association

□ Futures Commission Merchant (FCM)

บุคคล หรือองค์กรที่เสนอหรือยอมรับคำสั่งซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือ Commodity Options และได้รับเงิน หรือสินทรัพย์อื่นจากลูกค้าอันเนื่องมาจากคำสั่งซื้อขายดังกล่าว ทั้งนี้ FCM ต้องจดทะเบียนกับ Commodity Futures Trading Commission

□ Introducing Broker (IB)

บริษัท หรือบุคคลที่เสนอและยอมรับคำสั่งซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจากลูกค้า โดยที่ไม่รับเงิน, หลักทรัพย์, หรือทรัพย์สินอื่นจากลูกค้า ทั้งนี้ IB ต้องจดทะเบียนกับ Commodity Futures Trading Commission และ ต้องทำธุรกรรมทั้งหมดผ่าน FCM ด้วยความโปร่งใส

□ Commodity Pool Operators (CPO)

บุคคล หรือองค์กรที่จัดการหรือเสนอกองทุนสำหรับลงทุนร่วมกันในการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า โดยที่กองทุนในกิจการนี้ได้มาจากกลุ่มบุคคลที่มีจุดประสงค์เดียวกัน คือ ต้องการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือ Commodity Options โดยทั่วไป CPO ต้องจดทะเบียนกับ Commodity Futures Trading Commission

□ Commodity Trading Advisor (CTA)

บุคคลที่เป็นผู้แนะนำแก่ผู้อื่น ในเรื่องการประเมินมูลค่าหรือความเหมาะสมของการซื้อ/ขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือ Commodity Options ทั้งนี้ อาจจะเป็นการแนะนำโดยตรงหรือโดยอ้อม และอาจจะเป็นการแสวงหากำไร หรือมีจุดประสงค์เพื่อได้รับการทดแทนอื่นๆ โดยทั่วไป CTA จะต้องจดทะเบียนกับ Commodity Futures Trading Commission

□ Leverage Transaction Merchant (LTM)

บริษัทหรือบุคคลที่เป็นคนกลางในการทำธุรกรรมประเภท Leverage Contracts ทั้งนี้ LTM ต้องจดทะเบียนกับ Commodity Futures Trading Commission

□ Associated Person (AP)

บุคคลที่เป็นผู้เสนอคำสั่งซื้อขายของตนเอง, ของลูกค้า หรือกองทุนของลูกค้าในนามของ FCM, Introducing Broker, Commodity Trading Advisor, Commodity Pool Operator

หรือ Leverage Transaction Merchant; และรวมถึงผู้ที่จดทะเบียนกับ Commodity Futures Trading Commission

แหล่งที่มา: *An Introduction to National Futures Association, National Futures Association, 1990.*

บรรณานุกรม

Bangkok Post. March 25, 1998 and June 12, 1998, Newspaper.

Black, D., Success and Failure of Futures Contracts: Theory and Empirical Evidence. New York : New York University, 1980.

Brady Commission, "Report of the Presidential Task Force on Market Mechanism",
1988.

Commodity Futures Trading Commission (CFTC), "Fiscal Report on Stock Index Futures and Cash Market Activity during October 1987 to the U.S. Commodity Futures Trading Commission". The Division of Economic Analysis and the Division of the Trading and Markets, 1988.

Carlton, D.W., "Futures Markets: Their Purpose, Their History, Their Growth, Their Successes and Failures", Journal of Futures Markets 4 (3) 1984.

Chicago Board of Trade, CBOT Dow Jones Industrial Average Futures and Futures Options.

Chicago Board of Trade, Commodity Trading Manual, 1976.

Chicago Board of Trade, Commodity Trading Manual, 1994.

Chicago Mercantile Exchange, Annual Report, 1996.

Chicago Mercantile Exchange, Membership and Its Privileges at the CME, 1996.

Chicago Mercantile Exchange, To Get Started Trading CME Interest Rate Products.

Commodity Futures Trading Commission, Annual Report, 1997.

Commodity Futures Trading Commission, International Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries, 1996.

Commodity Futures Trading Commission, International Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries, 1996

Commodity Futures Trading Commission, Ministry of International Trade and Industry, Ministry of Agriculture, Forestry and Fisheries and Financial Services Authority, Tokyo Commodity Futures Markets Regulators' Conference 1997.

Corcoran, A.M. and Lawton J.C., "Regulatory Oversight and Automated Trading Design : Elements of Consideration", Journal of Futures Markets 3 (2) 1993.

Duffie, D., Futures Markets, Prentice-Hall, 1989.

Fenn, G.W. and Kupiec, Paul H., "Prudential Margin Policy in a Futures-Style Settlement System", Journal of Futures Markets, 13 (4) 1993.

Fischel, Daniel R. and Grossman, Sanford J., "Customer Protection in Futures and Securities Markets", Journal of Futures Market 4 (3) 1984.

Hull, John C., Introduction to Futures & Options Markets, (2nd edition) 1995.

Fishe, Raymond P.H., Goldberg, Lawrence G., and Others, "Margin Requirements in Futures Markets: Their Relationship to Price Volatility", Journal of Futures Markets, 10 (5) 1990.

Ito, T. and Folkerts-Landau, D., "International Capital Market Developments, Prospects and Key Policy Issues", World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund, September 1996.

JP Morgan, Global Futures and Options Guide, 1997.

Kalavathi, L. and Shanker, L., "Margin Requirements and the Demand for Futures Contracts", Journal of Futures Markets, 11 (2) 1991.

Kane, E. "Regulatory Structure in Futures Markets Jurisdictional Competition Between the SEC, the CFTC, and Other Agencies", Journal of Futures Markets, 4 (4) 1984.

Kolb, R.W., Understanding Futures Markets, Blackwell Publishers, 1996.

Kupiec, Paul H. "Futures Margins and Stock Price Volatility: Is there Any Link?", Journal of Futures Markets, 13 (6) 1993.

Kupiec, Paul H. "The Performance of S&P 500 Futures Product Margins Under the Span Margining System", Journal of Futures Markets, 14 (7) 1994.

Ma, C.K.; Rao, R.P. and Sears, R.S. "Volatility, Price Resolution, and the Effectiveness of Price Limits", Journal of Financial Services Research, 9 (4) 1989.

National Futures Association, A Decade of Self-Regulatory Achievement, 1993.

National Futures Association, An Introduction to National Futures Association, 1993.

Pliska, Stanley R. and Shalen, C.T. "The Effects of Regulations on Trading Activity and Return Volatility in Futures Markets", Journal of Futures Markets, 11 (2) 1991.

Pirong, Craig. "Market Liquidity and Depth on Computerized and Open Outcry Trading Systems: A Comparison of DTB and LIFFE Bund Contracts", Journal of Futures Markets, 6 (5) 1986.

