

## ลักษณะและคุณสมบัติของ Futures

ดร.กฤษฎา เสกตระกูล\*

Futures เป็นสัญญาข้อตกลงในการซื้อหรือขายสินทรัพย์ทางอ้างอิงในราคาที่กำหนด และจะทำการส่งมอบกัน ในอนาคตในวันที่กำหนด สัญญา Futures มีลักษณะเป็นทั้งสิทธิและเงื่อนไขบังคับคือ เมื่อตกลงกันแล้วระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายแล้วจะต้องปฏิบัติตาม Futures Contract นั้นโดยบิดพลิ้วไม่ได้ ในบทความนี้จะอธิบายรายละเอียดเกี่ยวกับลักษณะและคุณสมบัติของ Futures เพื่อเป็นพื้นฐานความรู้ในการลงทุนในตราสารอนุพันธ์ประเภทนี้ต่อไป

### 1. ลักษณะของสัญญา Futures

สัญญา Futures หมายถึงข้อตกลงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย ซึ่งระบุไว้ว่า

- ก) ผู้ซื้อตกลงรับมอบบางสิ่งจากผู้ขายในราคาและวันเวลาที่กำหนด
- ข) ผู้ขายตกลงส่งมอบบางสิ่งจากผู้ซื้อในราคาและวันเวลาที่กำหนด

ราคาที่ตกลงกันในสัญญา Futures เราเรียกว่า ราคาในอนาคต (Futures Price) ส่วนวันครบกำหนดในสัญญา Futures เราเรียกว่า วันส่งมอบ (Settlement Date หรือ Delivery Date) สิ่งที่ทำการซื้อขายกัน (เช่น สินค้าโภคภัณฑ์หรือสินทรัพย์ทางการเงิน) ซึ่งเรียกว่า สินทรัพย์อ้างอิง (Underlying)

เพื่อให้เข้าใจมากขึ้นจะสมมติตัวอย่างว่า มีสัญญา Futures หนึ่งในที่ซื้อขายกันในอนาคต สินทรัพย์อ้างอิง (Underlying) ที่ทำการซื้อขายกันคือ สินทรัพย์ทางการเงิน xyz วันส่งมอบ (Settlement Date) คือ 3 เดือนนับจากนี้ สมมติต่อด้วยว่า นายสมพงษ์เป็นผู้ซื้อสัญญา Futures นี้ และนางสมใจเป็นผู้ขายสัญญา Futures นี้ โดยมีราคาที่ตั้งต้องชำระกันในอนาคต (Futures Price) เท่ากับ 100 บาท ณ วันที่ครบกำหนด (อีก 3 เดือนข้างหน้า) ซึ่งก็คือวันส่งมอบ นางสมใจจะต้องส่งมอบสินทรัพย์ทางการเงิน xyz ให้กับนายสมพงษ์ ส่วนนายสมพงษ์ก็ต้องชำระเงินให้กับนางสมใจ เป็นเงิน 100 บาท

เมื่อนักลงทุนอยู่ในสถานะเป็นผู้ซื้อสัญญา Futures มีศัพท์เรียกว่า ผู้ซื้อนั้นอยู่ในสถานะ Long Position หรือ Long Futures ส่วนนักลงทุนที่อยู่ในสถานะเป็นผู้ขายสัญญา Futures ก็จะถูกเรียกว่าอยู่ในสถานะ Short Position หรือ Short Futures

ผู้ซื้อสัญญา Futures จะได้รับกำไรถ้าราคาในอนาคตของสินทรัพย์อ้างอิงนั้นในตลาดสูงกว่าราคาที่ระบุบน Futures (เพราะในอนาคต ชำระเงินค่าสินทรัพย์อ้างอิงนั้นตามสัญญา Futures แล้วนำสินทรัพย์อ้างอิงนั้นไปขายในตลาดจะได้รับกำไร) ในทางตรงกันข้ามผู้ขายสัญญา Futures ก็จะได้รับกำไรถ้าราคาในอนาคตของสินทรัพย์อ้างอิงนั้นในตลาดต่ำกว่าราคาที่ระบุไว้บน Futures (ในอนาคตผู้ขายซื้อธุรกรรมนั้นในตลาดในราคาอนาคต และนำไปส่งมอบให้ผู้ซื้อ ซึ่งจะได้ราคาตามสัญญา Futures ที่สูงกว่าจึงได้กำไร) ตัวอย่างเช่น สมมติว่า สมพงษ์และสมใจ ทำสัญญาซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงิน xyz แบบ Futures โดยมีกำหนดส่งมอบในอีก 1 เดือนข้างหน้าในราคา 100 บาท เมื่อครบ 1 เดือน ราคา xyz เพิ่มขึ้นเป็น 120 บาท สมพงษ์ในฐานะผู้ซื้อสัญญา Futures จะรับ xyz จากสมใจมาโดยจ่ายเพียง 100 บาทตามสัญญา และถ้านำ xyz ไปขายในตลาดได้ในราคา 120 ก็จะทำกำไรได้ 20 บาท ส่วนสมใจจะขาดทุน 20 บาท เพราะเมื่อครบกำหนด 1 เดือน ต้องไปซื้อ xyz มาส่งมอบให้สมพงษ์ในราคา 120 บาท แต่ได้รับชำระเงินเพียง 100 บาทตามสัญญา

\* ผู้อำนวยการโครงการพัฒนาความรู้ผู้ประกอบการวิชาชีพ สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แต่ถ้าราคาในอนาคตของ xyz ลดลงเป็น 40 บาท ในกรณีเช่นนี้ สมใจจะได้กำไร 60 บาท เพราะซื้อมาส่งมอบให้สมพงษ์ 40 บาท แต่ได้รับชำระเงิน 100 บาท ส่วนสมพงษ์จะขาดทุน 60 บาท เพราะจ่ายเงิน 100 บาท แต่ถ้าเอาไปขายในตลาดจะได้เพียง 40 บาทเท่านั้น

มาถึงขณะนี้เราอาจสรุปในเบื้องต้นได้ว่า สำหรับสัญญา Futures นั้นถ้าราคาในอนาคตของสินทรัพย์อ้างอิงต่ำกว่าราคาที่ระบุบน Futures ผู้ซื้อ Futures (เช่นสมพงษ์) จะขาดทุน ส่วนผู้ขาย (เช่นสมใจ) จะได้รับกำไร และจะเป็นไปในทางตรงกันข้ามถ้าราคาในอนาคตของสินทรัพย์อ้างอิงสูงกว่าราคาที่ระบุบน Futures และพฤติกรรมของสมพงษ์และสมใจนี้อยู่ในข่ายที่เรียกว่า นักเก็งกำไร (Speculator) โดยสมพงษ์เป็นนักเก็งกำไรที่คาดว่าราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้นในอนาคต ส่วนสมใจเป็นผู้คาดว่าในอนาคตราคาหลักทรัพย์ xyz จะลดลง อย่างไรก็ตามในตลาด Futures ยังมีผู้เกี่ยวข้องประเภทอื่นที่เข้ามาซื้อขาย Futures ได้แก่ Hedgers และ Arbitrageurs ซึ่งจะได้กล่าวถึงต่อไป

## 2. ความแตกต่างของสัญญาประเภท Futures และ Forward

สัญญาประเภท Futures และประเภท Forward มีลักษณะที่เหมือนกันคือ เป็นสัญญาที่ผู้ซื้อและผู้ขายตกลงกันในเวลาหนึ่ง (อดีตหรือปัจจุบัน) แต่การชำระราคาของผู้ซื้อและการส่งมอบสินทรัพย์อ้างอิงของผู้ขายจะเกิดขึ้นในอีกเวลาหนึ่ง (อนาคต) หลักการที่เหมือนกันดังกล่าวสรุปได้ดังนี้

“เป็นสัญญาที่บุคคลที่หนึ่งตกลงที่จะซื้อขายบางอย่างในอนาคตจากบุคคลที่สอง และบุคคลที่สองก็ตกลงที่จะขายบางอย่างดังกล่าวนั้นให้แก่บุคคลที่หนึ่งนั้นด้วย”

ผู้ซื้อในสัญญาข้างต้นเรียกว่า เป็นผู้กระทำ a long position ส่วนผู้ขายเรียกว่า เป็นผู้กระทำ a short position โดยปกติในสัญญาจะต้องระบุ จำนวน(quantity) คุณภาพ(quality) ราคา(price) วันส่งมอบ(delivery date) และสถานที่ส่งมอบ(delivery location) นักเก็งกำไรมักจะซื้อ Futures และ Forward เมื่อคาดการณ์ว่าราคาสินทรัพย์อ้างอิงจะสูงขึ้นในอนาคตและจะขาย Futures และ Forward เมื่อเขาเชื่อว่าราคาของสินทรัพย์อ้างอิงจะลดลงในอนาคต Futures และ Forward มีลักษณะที่เรียกว่า a zero net supply เนื่องจากในทุกๆสัญญา จะมีผู้ซื้อ 1 คนเท่ากับผู้ขายที่มี 1 คนเช่นกัน การลงทุนใน Futures และ Forward จะมีผลลัพธ์ในลักษณะที่เกิดกำไรกับฝ่ายหนึ่งและเกิดผลขาดทุนกับอีกฝ่ายหนึ่ง จึงมีลักษณะที่เรียกว่า a zero sum game (สมมติว่าไม่คำนึงถึงค่าธรรมเนียมจากการซื้อขาย)

แม้ว่าสัญญา Futures และ Forward จะมีลักษณะที่เหมือนกันตามที่ได้กล่าวถึงไปข้างต้น แต่สัญญาทั้ง 2 ประเภทก็ยังมีลักษณะความแตกต่างที่สำคัญซึ่งอาจสรุปได้ดังนี้

### 1) สัญญาประเภท Futures จะมีลักษณะที่เป็นมาตรฐาน (Standard) มากกว่า

มีเพียงราคาเท่านั้นที่สามารถต่อรองได้ ตัวอย่างเช่น สัญญา Futures ของทองคำสำหรับเดือนกุมภาพันธ์ 2005 จะระบุชัดเจนว่า ต้องส่งมอบทองคำจำนวนเท่าไร (contract size) คุณภาพของทองคำเป็นอย่างไร รวมทั้งต้องระบุวันส่งมอบและสถานที่ส่งมอบด้วย และถ้ามีการทำสัญญา Futures ของทองคำฉบับอื่นๆ ลักษณะมาตรฐานดังกล่าวก็จะมีเหมือนกัน ความมีมาตรฐานของสัญญา Futures ทำให้มีข้อดีคือ การเปลี่ยนมือหรือลบล้างสถานะทำได้ง่ายกว่า ส่วนสัญญาประเภท Forward ไม่มีการบังคับเรื่องมาตรฐาน ตัวอย่างเช่น นาย A ทำสัญญาขาย Forward ที่จะส่งมอบน้ำมันดิบ 1,400 ปอนด์จากบ่อเมือง Muleshoe รัฐเท็กซัส ให้แก่นาย B ซึ่งทำสัญญาซื้อ Forward ด้วยมูลค่ารวม 1,000 ดอลลาร์ ถ้ามีการทำสัญญาฉบับใหม่ของ Forward น้ำมันดิบ ไม่จำเป็นต้องมีลักษณะรายการเหมือนเดิมก็ได้

### 2) สัญญาประเภท Futures จะมีสภาพคล่องมากกว่า Forward

ซึ่งมาจากสาเหตุเรื่องความเป็นมาตรฐาน (Standardization) ของสัญญา Futures ทำให้เปลี่ยนมือได้ง่าย นอกจากนี้ สัญญา Futures ยังทำการซื้อขายกันในตลาดรองที่เรียกว่า Futures Exchange ทำให้ซื้อขาย

กันได้ง่าย การซื้อขายสัญญา Futures ผู้ซื้อและผู้ขายสามารถทำการลบล้างสถานะ (Offsetting) ได้ก่อนวันครบกำหนดสัญญา เช่น ผู้ซื้อ (long a contract) สามารถลบล้างสถานะการเป็นผู้ซื้อด้วยการขาย (sell a contract) ในสินทรัพย์อ้างอิงที่มีคุณภาพจำนวนและมูลค่าที่เหมือนกันและวันส่งมอบตรงกัน (the same delivery date) ในทางตรงกันข้าม ผู้ที่ทำการขาย (short a contract) ก็สามารถลบล้างสถานะโดยการเป็นผู้ซื้อใน contract ที่เท่ากันและส่งมอบในวันเดียวกันเช่นกัน (ซึ่งจะได้อธิบายต่อไปภายหลังถึงเหตุผลของการกระทำลบล้างสถานะของผู้ซื้อหรือผู้ขายสัญญา Futures) แต่การกระทำลักษณะดังกล่าวก่อให้เกิดความคล่องตัวขึ้นในตลาด ในขณะที่สัญญาประเภท Forward ไม่สามารถทำเช่นนี้ได้

- 3) สัญญาประเภท Futures จะเผชิญกับความเสี่ยงประเภท default risk น้อยกว่าสัญญาประเภท Forward  
 default risk หมายถึง ความเสี่ยงที่คู่สัญญาจะบิดพลิ้วไม่ยอมชำระเงินหรือส่งมอบสินทรัพย์ตามสัญญา ที่เป็นเช่นนี้เพราะในกรณี Futures ผู้ซื้อหรือผู้ขายจะทำสัญญากับหน่วยงานหักบัญชีของตลาด (futures exchange's clearinghouse) ไม่ได้ทำสัญญากันเองเช่นกรณีผู้ซื้อและผู้ขายของสัญญา Forward สำนักหักบัญชีนี้จะมีลักษณะที่เรียกว่า neutral คือในแต่ละขณะจะต้องดูแลให้จำนวนสัญญาที่เป็น long contracts และสัญญาที่เป็น short contracts มีจำนวนเท่ากัน จำนวนสัญญาที่ยังไม่ครบกำหนดที่ค้างอยู่ในสำนักหักบัญชีถูกเรียกว่า Open interest เนื่องจากผู้ซื้อและขาย Futures ต่างก็ทำสัญญากับสำนักหักบัญชีของ Futures Exchange ดังนั้น การดำเนินงานที่โปร่งใส น่าเชื่อถือของ Futures Exchange จึงเป็นสิ่งสำคัญ หากผู้ซื้อหรือผู้ขายบิดพลิ้วสัญญา Futures Exchange จะต้องชำระเงินหรือส่งมอบสินทรัพย์อ้างอิงให้กับอีกฝ่ายหนึ่งทันที และไปดำเนินการตามกฎหมายกับฝ่ายที่ผิดสัญญาต่อไป
- 4) สัญญาประเภท Futures ส่วนใหญ่ไม่มีการส่งมอบจริงจะมีการลบล้างสถานะก่อนถึงวันครบกำหนด  
 ตามสถิติแล้ว การส่งมอบสินทรัพย์อ้างอิงและชำระราคากันในวันครบกำหนดมีเพียงไม่เกิน 5% ของสัญญา Futures ที่ทำการซื้อขายทั้งหมด ส่วนสัญญาประเภท Forward มีลักษณะเป็น custom-made ตามความต้องการของผู้ซื้อและผู้ขายที่ตกลงกัน ดังนั้นในวันครบกำหนดจะมีการชำระราคาและส่งมอบสินทรัพย์อ้างอิงกันเสมอ
- 5) สัญญาประเภท Futures เมื่อทำสัญญาซื้อหรือขายระหว่างวันทำสัญญาและวันครบกำหนดจะเกิด interim cashflow  
 ในขณะที่สัญญาประเภท Forward จะเกิด cashflow ณ วันครบกำหนดเท่านั้น ตัวอย่างเช่น A และ B ตกลงทำสัญญา Forward น้ำมันดิบจำนวน 1,395 ปอนด์ในมูลค่า \$994.59 โดย A เป็นผู้ขายซึ่งต้องส่งมอบน้ำมันดิบ และ B เป็นผู้ซื้อซึ่งต้องชำระราคา ถ้าในวันที่ส่งมอบราคาทันทีในตลาด (spot price) ของน้ำมันดิบเท่ากับ \$925 A จะมี Cash inflow (หรือกำไร) เท่ากับ \$69.59 เพราะในวันครบกำหนดนั้น A สามารถถั่งซื้อน้ำมันดิบในตลาด spot ในราคา \$925 และมาส่งมอบให้ B ซึ่งต้องจ่ายชำระเงินให้ A จำนวนเงิน \$994.59 ในขณะที่ B ก็จะต้องขาดทุนในจำนวนเงิน \$69.59 เช่นกัน ถ้าน้ำมันดิบต้นทุนจ่ายซื้อ \$994.59 ขายในตลาด spot ได้เงินเพียง \$925 ลักษณะดังกล่าวนี้แตกต่างจากกรณีของสัญญา Futures ซึ่งเมื่อราคา spot ในแต่ละวันจากวันทำสัญญาจนถึงวันครบกำหนดมีการเปลี่ยนไป อาจมีผลในทางบวกหรือทางลบต่อผู้ซื้อและผู้ขาย เมื่อเปรียบเทียบกับราคาในสัญญาจึงต้องมีการคำนวณ Cashflow ซึ่งอาจเป็น กำไร(Cash Inflow) หรือ ขาดทุน(Cash Outflow) ได้ การคำนวณ Cashflow ดังกล่าวต้องใช้ความรู้เรื่อง Margin requirements และ marking to market ซึ่งจะได้อธิบายถึงต่อไป

### 3. องค์ประกอบสำคัญของสัญญา Futures

ในการซื้อขายสัญญา Futures ตลาด Futures จะเป็นผู้กำหนดคุณสมบัติต่างๆของสัญญา Futures เช่น ชนิดหรือประเภทของสินทรัพย์อ้างอิง(the asset) จำนวนหรือมูลค่าตามสัญญา(Contract size) การส่งมอบ(delivery arrangements) เวลาส่งมอบ(delivery months) การกำหนดราคา(price quotes) ขีดจำกัดการเคลื่อนไหวของราคา(daily price movement limits) และ ขีดจำกัดเกี่ยวกับการถือครองสัญญา(position limits) ซึ่งอธิบายรายละเอียดในประเด็นต่างๆได้ดังนี้

- **ประเภทของสินทรัพย์อ้างอิง (the asset)**

ในกรณีที่สินทรัพย์อ้างอิงคือ สินค้าโภคภัณฑ์ (commodity) คุณภาพของสินค้าอาจมีความผันแปรไปได้ง่ายเมื่อจะนำมาซื้อขายล่วงหน้าโดยใช้ Futures ตลาด Futures จะกำหนดเกรดของสินค้าออกเป็นระดับต่างๆ เพื่อให้สะดวกต่อการกำหนดราคาและการซื้อขาย ตัวอย่างเช่น ตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าอาจกำหนดประเภทและคุณสมบัติของน้ำส้ม (orange juice) ซึ่งเป็นสินทรัพย์อ้างอิงไว้ดังนี้

“US Grade A, with Brix value of not less than 57 degrees, having a Brix value to acid ratio of not less than 13 to 1 nor more than 19 to 1, with factors of color and flavor each scoring 37 points or higher and 19 for defects, with a minimum score of 94.”

สำหรับกรณีสินทรัพย์อ้างอิง เป็น สินทรัพย์ทางการเงิน (financial assets) จะมีความสะดวกกว่ากรณีของสินค้าโภคภัณฑ์ เนื่องจากคุณภาพจะไม่ค่อยแตกต่างกัน ตัวอย่างเช่น เราไม่มีความจำเป็นที่จะกำหนดเกรดของเงินเยน (a Japanese yen) อย่างไรก็ดี สัญญา Futures ของสินทรัพย์ทางการเงินอาจมีความแตกต่างในรายละเอียดของลักษณะ (features) เช่น สัญญา Futures ของ Treasury bond และ Treasury note ที่ซื้อขายกันใน the Chicago Board of Trade อาจต่างกันตรงที่กรณี Treasury bond เป็นสินทรัพย์อ้างอิงจะมีการระบุอายุ Treasury bond นั้นจะต้องมีอายุเกินกว่า 15 ปีขึ้นไปและห้ามไถ่ถอนก่อนกำหนดเวลา 15 ปี ส่วนกรณี Treasury note เป็นสินทรัพย์อ้างอิงก็จะต้องมีอายุครบกำหนด (maturity) ไม่น้อยกว่า 6.5 ปี และไม่เกิน 10 ปี เป็นต้น

- **ขนาดของมูลค่าสัญญา (contract size)**

หมายถึงจำนวนและมูลค่าของสินทรัพย์อ้างอิงที่ต้องส่งมอบต่อ 1 สัญญา การกำหนดขนาดต่อ 1 สัญญา นี้มีความสำคัญต่อตลาด Futures เพราะถ้าสัญญาที่มีขนาดใหญ่มากเกินไป ผู้ซื้อและผู้ขายอาจไม่สะดวกต่อการลงทุน เพราะต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก แต่ถ้าสัญญาที่มีขนาดเล็กเกินไปอาจไม่คุ้มกับค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรม

การกำหนดขนาดต่อ 1 สัญญา ต้องพิจารณาประเภทของสินทรัพย์อ้างอิงด้วย ในกรณีของสินค้าโภคภัณฑ์อาจกำหนดมูลค่าต่อ 1 สัญญาเท่ากับ \$10,000 ถึง \$20,000 แต่ในกรณี Futures ของสินทรัพย์ทางการเงิน เช่น Treasury bond futures ที่ซื้อขายกันใน the Chicago Board of Trade มูลค่าต่อ 1 สัญญาอาจมีมูลค่าถึง \$100,000

- **การส่งมอบ (Delivery arrangements)**

ส่วนใหญ่การซื้อขาย Futures จะไม่มีการส่งมอบสินทรัพย์อ้างอิงกันจริงๆ ผู้ซื้อและผู้ขายมักจะทำการบล้างสถานะในทางตรงกันข้ามก่อนวันครบกำหนดและประเมินกำไรขาดทุนกันได้เสร็จสิ้น สถานที่ส่งมอบจะถูกกำหนดโดยตลาด Futures ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญในกรณีของสินค้าโภคภัณฑ์ เพราะความใกล้ชิดของสถานที่ส่งมอบจะมีผลกระทบต่อต้นทุนการขนส่งสินค้าได้

- **เดือนที่ทำการส่งมอบ (Delivery months)**

ส่วนใหญ่การซื้อขาย Futures จะมีการระบุเดือนที่ทำการส่งมอบ โดยตลาด Futures จะต้องระบุให้ชัดเจนถึงวันเวลาที่แน่นอนในเดือนที่ทำการส่งมอบ โดยอาจเป็นวันสิ้นเดือน เป็นต้น เดือนที่ทำการส่งมอบของแต่ละสัญญา Futures อาจไม่เหมือนกันขึ้นกับลักษณะของสัญญาในแต่ละแห่ง เช่น สัญญา Currency Futures ในตลาด the Chicago Mercantile Exchange จะกำหนดเดือนในการส่งมอบคือเดือน มีนาคม มิถุนายน กันยายน และธันวาคม แต่สำหรับสัญญา Corn Futures ในตลาด the Chicago Board of Trade จะกำหนดเดือนในการส่งมอบคือ เดือน มีนาคม พฤษภาคม กรกฎาคม กันยายน และธันวาคม ตลาด Futures จะเป็นผู้กำหนดว่าเมื่อใดจึงจะอนุญาตให้สัญญา Futures ที่ส่งมอบในเดือนใด ให้เริ่มทำการซื้อขายหรือสิ้นสุดการซื้อขาย

- **การกำหนดราคา (price quotes)**

การกำหนดราคา Futures มีหลักการว่าจะต้องทำให้เกิดความสะดวกต่อการซื้อขายและง่ายต่อการทำความเข้าใจ ตัวอย่างเช่น ราคา Futures ของน้ำมันดิบในตลาด the New York Mercantile Exchange (NYMEX) จะถูกกำหนดราคาเป็นดอลลาร์ต่อบาร์เรล โดยยอมให้มีทศนิยม 2 ตำแหน่งในมูลค่าเงิน (เป็นเซ็นต์) ส่วนราคาของ Treasury bond และ Treasury note futures ในตลาด the Chicago Board of Trade จะถูกกำหนดราคาเป็นดอลลาร์และทศนิยมครึ่งละ 32 เซนต์ของการเคลื่อนไหวราคา

- **ขีดจำกัดการเคลื่อนไหวของราคา (Daily price movement limits)**

จะถูกกำหนดโดยตลาด Futures เช่น มีการกำหนดว่าขีดจำกัดการเคลื่อนไหวของราคาประจำวันของราคา Futures ของน้ำมันดิบเท่ากับ 1 ดอลลาร์ สัญญา Futures ที่กำหนดถ้าราคาตลาดของสัญญา Futures เคลื่อนไหวลงเท่ากับขีดจำกัดเราเรียกว่าสัญญานั้นมีลักษณะ to be limit down และถ้าราคาเคลื่อนไหวขึ้นเท่ากับขีดจำกัดเรียกว่า to be limit up วัตถุประสงค์ของการมีขีดจำกัดการเคลื่อนไหวของราคาก็เพื่อไม่ให้เกิดการแกว่งไกวอย่างมากของราคาจากการเก็งกำไร อย่างไรก็ตามต้องระวังไว้ด้วยว่าขีดจำกัดดังกล่าวอาจเป็นอุปสรรคไม่ให้อาณาเคลื่อนไหวเป็นไปตามสภาพความเป็นจริงของตลาด

- **ขีดจำกัดเกี่ยวกับการถือครองสัญญา**

หมายถึงจำนวนสูงสุดของสัญญา Futures ที่ผู้ลงทุนจะถือครองได้ ในตลาด the Chicago Mercantile Exchange จำนวนสัญญา Futures สำหรับไม้ซุงจะมีการระบุไว้ว่า นักลงทุนห้ามถือครองสัญญา Futures ประเภทนี้เกินกว่า 1,000 สัญญา และในวันครบกำหนดเดียวกันห้ามเกินกว่า 300 สัญญา นักลงทุนประเภทที่เน้นการป้องกันความเสี่ยง (Hedgers) จะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากเงื่อนไขขีดจำกัดนี้ แต่นักลงทุนประเภทเก็งกำไรจะได้รับผลกระทบมาก เนื่องจากขีดจำกัดจำนวนการถือครองสัญญา จะป้องกันไม่ให้นักเก็งกำไรถือครองสัญญาในจำนวนมากจนส่งผลต่อราคาในตลาดได้มากเกินไป

#### 4. **การล้างสถานะซื้อหรือขายบนสัญญา Futures (Liquidating a Position)**

ในต่างประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกา สัญญา Futures มักจะกำหนดวันครบกำหนดหรือวันส่งมอบ ให้อยู่ในเดือน มีนาคม มิถุนายน กันยายน หรือ ธันวาคม การกำหนดเช่นนี้จะช่วยทำให้การทำรายการซื้อขายและส่งมอบจะต้องทำให้เสร็จสิ้นก่อนหรือไม่เกินวันครบกำหนดนี้ ถ้าเราจะทำสัญญา Futures เราต้องดูวันครบกำหนดว่าอยู่ตรงช่วงใด ถ้าเราอยู่ เดือนกุมภาพันธ์ สัญญา Futures ที่มีวันครบกำหนดใกล้ที่สุดคือเดือนมีนาคม (เราเรียกว่า the nearby Futures contract) ส่วนสัญญา Futures ที่มีวันครบกำหนดห่างไกลที่สุดคือ เดือน ธันวาคม (เราเรียกว่า the most distant Futures contract)

การลบล้างสถานะซื้อหรือขายบนสัญญา Futures ทำได้ 2 ลักษณะคือ

- 1) ลบล้างกันก่อนวันครบกำหนด โดยการลบล้างสัญญาจะทำได้โดยการทำสัญญา Futures ในลักษณะตรงข้ามกับที่ทำไว้เดิม เช่น ผู้ซื้อสัญญา Futures ไว้แล้วก็จะทำการซื้อขายสัญญา Futures ในวันครบกำหนดเดียวกันและมูลค่าเท่ากัน ก็จะลบล้างสถานะซื้อหรือขายบนสัญญา Futures ลงได้พร้อมกัน
- 2) ลบล้างรายการกันเฉพาะในวันครบกำหนด ณ เวลานั้นผู้ซื้อสัญญา Futures ก็จะได้รับสิทธิประโยชน์ในจำนวนและมูลค่าที่ระบุไว้ในสัญญา และผู้ขายก็ต้องจัดหาสิทธิประโยชน์ในจำนวนและมูลค่าเดียวกันมาให้แก่ผู้ซื้อด้วย (ซึ่งหมายถึงลบล้างสถานะก่อนครบกำหนดไม่ได้ ต้องเป็นไปตามสัญญา)

## 5. บทบาทของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการหักบัญชี

ในการตั้งตลาดสำหรับใช้ซื้อขายสัญญา Futures นั้น หน่วยงานหนึ่งในตลาดที่สำคัญคือสำนักหักบัญชี (a clearing house) ซึ่งทำหน้าที่ช่วยค้ำประกันหรือรับรองให้ผู้ซื้อหรือผู้ขายมั่นใจว่าการซื้อขายดังกล่าวจะเกิดขึ้นจริง เพราะการผิดสัญญาของฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งจะทำให้อีกฝ่ายสูญเสียโอกาสในการกำไร ตัวอย่างเช่น กรณีสมพงษ์เป็นผู้ซื้อและสนใจเป็นผู้ขายสัญญา Futures ได้ตกลงราคาซื้อขายหลักทรัพย์ xyz เมื่อครบกำหนดในราคา 100 บาท สมมติต่อมาว่าในวันครบกำหนดราคาของ xyz ในตลาดที่ส่งมอบทันที (Cash Market) เท่ากับ 70 บาท สมใจในฐานะผู้ขายสามารถซื้อ xyz ใน Cash Market ในราคา 70 บาท แล้วนำมาส่งมอบให้สมพงษ์ซึ่งจะต้องชำระเงินให้สมใจจำนวนเงิน 100 บาท ซึ่งจะทำให้สมใจได้กำไร 30 บาท แต่ถ้าสมพงษ์ผิดสัญญาไม่ชำระเงินให้สมใจแล้ว สมใจก็จะสูญเสียโอกาสที่จะได้กำไร 30 บาทนี้ไป ในทางตรงกันข้ามถ้าราคา xyz ในวันครบกำหนดเท่ากับ 150 บาท ในกรณีเช่นนี้สมพงษ์ในฐานะผู้ซื้อก็จะเต็มใจที่จะยอมรับสัญญาซื้อขายนี้ เพราะจ่ายซื้อจากสมใจเพียง 100 บาท แต่นำไปขายต่อใน Cash Market ได้ 150 บาท ก็จะได้กำไร 50 บาท ถ้าสมใจผิดสัญญาไม่ยอมส่งมอบก็จะทำให้สมพงษ์สูญเสียโอกาสการได้กำไรไป 50 บาท

สำนักหักบัญชีเกิดขึ้นเพื่อลดปัญหาการผิดสัญญา สำนักหักบัญชีจะเป็นผู้รับผิดชอบถ้าหากมีผู้ผิดสัญญา ดังนั้นผู้ซื้อหรือผู้ขายสัญญา Futures จึงไม่ต้องเป็นห่วงเรื่องฐานะการเงินหรือความซื่อสัตย์ของอีกฝ่ายหนึ่ง หลังจากทำสัญญาซื้อขาย Futures โดยผ่านตลาดล่วงหน้าเสร็จสิ้น ความสัมพันธ์ของผู้ซื้อผู้ขายก็จะยุติลง สำนักหักบัญชีจะทำหน้าที่เป็นผู้ขายเมื่อต้องติดต่อกับผู้ซื้อ และจะทำหน้าที่เป็นผู้ซื้อเมื่อต้องติดต่อกับผู้ขาย (การติดต่อเพื่อให้ผู้ขายปฏิบัติตามสัญญา หรือ ให้ผู้ซื้อปฏิบัติตามสัญญาเป็นหน้าที่ของสำนักหักบัญชี ผู้ซื้อหรือผู้ขายไม่ต้องดำเนินการเอง) ดังนั้นผู้ซื้อหรือผู้ขายจึงไม่ต้องกังวลใจเกี่ยวกับการไม่ปฏิบัติตามสัญญาของอีกฝ่าย

นอกจากหน้าที่การค้ำประกันให้รายการซื้อขายเกิดขึ้นแล้ว สำนักหักบัญชียังช่วยทำให้ผู้ซื้อหรือผู้ขายสัญญา Futures สามารถลบล้างสัญญาซื้อขายเดิมได้ก่อนถึงวันครบกำหนด การลบล้างนี้เป็นการทำสัญญาซื้อขายในทิศทางตรงกันข้ามกับสัญญาเดิม เพื่อเปลี่ยนแปลงสถานะ (to unwind the position) โดยไม่ต้องไปติดต่อกับผู้ขายหรือผู้ซื้อเดิม ตัวอย่างเช่น สมพงษ์เคยทำสัญญาซื้อสัญญา Futures เอาไว้ แต่ก่อนวันครบกำหนดสมพงษ์ไม่ต้องการจะทำสัญญานี้แล้ว แทนที่สมพงษ์จะไปหาสมใจเพื่อทำการชดเชยยกเลิกการซื้อขาย สมพงษ์สามารถไปที่ตลาดล่วงหน้าแล้วทำสัญญาขาย Futures ในจำนวน มูลค่า และวันเดียวกับสัญญาซื้อ Futures เดิม การกระทำเช่นนี้เมื่อสำนักหักบัญชีบันทึกรายการ ก็จะเห็นรายการของสมพงษ์มีทั้งซื้อและขาย Futures ในรายละเอียดเหมือนกันจึงหักล้างกันได้ เมื่อถึงวันครบกำหนด แม้ว่าสมพงษ์จะหักล้างบัญชีไปแล้ว แต่ก็ไม่ได้หมายความว่าสมใจจะไม่ต้องส่งมอบ xyz ในฐานะผู้ขาย แต่สำนักหักบัญชีจะเป็นผู้สั่งเองว่าสมใจในฐานะผู้ขายจะต้องส่งมอบ xyz ให้แก่ผู้ซื้อคนใด (ซึ่งในตอนทำรายการหักล้างให้สมพงษ์ สำนักหักบัญชีจะต้องไปหาผู้ซื้อรายใหม่ที่มีลักษณะรายการตรงกับของสมพงษ์ที่เป็นผู้ซื้อรายเดิมให้ได้) ในทางตรงกันข้ามสมใจก็สามารถลบล้างหรือเปลี่ยนแปลงสถานะเดิมได้ก่อนวันครบกำหนด โดยทำการซื้อ Futures ในลักษณะเดียวกันเพื่อหักล้างกับ การขาย Futures เดิม

## 6. การกำหนดมาร์จิ้น

เมื่อมีการตกลงทำสัญญาซื้อหรือขาย Futures ผู้ซื้อหรือผู้ขายจะต้องจ่ายเงินมัดจำขั้นต่ำต่อสัญญา ซึ่งตลาด Futures จะทำการกำหนดอัตราเงินมัดจำขั้นต่ำไว้และเรียกว่า Initial Margin แต่ในทางปฏิบัติจริง ผู้ซื้อและผู้ขายอาจถูกเรียกเก็บเงินมัดจำที่สูงกว่าที่ตลาดหลักทรัพย์ล่วงหน้ากำหนดก็ได้ เนื่องจากการซื้อขาย Futures ต้องกระทำผ่านนายหน้า (Brokerage Firms) ซึ่งมักจะต้องการเงินมัดจำให้มีจำนวนสูงขึ้นเพื่อลดความเสี่ยงที่ผู้ซื้อหรือผู้ขายจะกระทำผิดสัญญา

อย่างไรก็ตามในแต่ละวันราคาซื้อหรือขายของ Futures จะมีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลง ดังนั้นจะกระทบต่อมูลค่าของสัญญา Futures และกระทบต่ออัตรามาร์จิ้นซึ่งอาจจะไม่เท่ากับอัตรามาร์จิ้นในครั้งแรก ซึ่งจะได้อธิบายต่อไปนี้ว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตรามาร์จิ้นจะกระทบต่อจำนวนเงินมัดจำอย่างไร เช่น ณ วันใดวันหนึ่งหลังจากการซื้อขายประจำวัน เราจะได้ราคาที่เราเรียกว่า the settlement price สำหรับสัญญา Futures The settlement price นี้แตกต่างจากราคาปิด (the closing price) โดยราคาปิด หมายถึง ราคาสุดท้ายที่ทำให้เกิดการซื้อขายขึ้นในแต่ละวัน ส่วน the settlement price หมายถึงราคาที่ตลาดล่วงหน้าใช้เป็นตัวแทนการซื้อขายประจำวัน ราคาที่เป็นตัวแทนนี้อาจหมายถึงราคาสุดท้ายหรือราคาปิดประจำวันก็ได้ แต่ถ้าวันใดราคาซื้อขายมีความผันผวนมาก ก็อาจเลือกใช้ราคาในช่วงไม่กี่นาทีสุดท้ายแล้วนำมาหาค่าเฉลี่ย ตลาดหลักทรัพย์ล่วงหน้าจะใช้ราคา the settlement price นี้ในการบ่งชี้ถึงฐานะหรือสภาพของนักลงทุนแต่ละราย เพราะเปรียบเทียบแล้วเราจะทราบถึงกำไรหรือขาดทุนของนักลงทุนแต่ละรายได้

ศัพท์ที่เกี่ยวกับมาร์จิ้นมีอีกคำหนึ่งคือ Maintenance Margin หมายถึงระดับมาร์จิ้นขั้นต่ำสุด (ซึ่งกำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์ล่วงหน้า) ที่นักลงทุนยังไม่ถูกบังคับเพิ่มเงินมัดจำ การลดลงของระดับมาร์จิ้นเข้าสู่ระดับต่ำสุดนี้เกิดจากการลดลงของระดับราคา Futures นอกจากนี้ยังมีคำว่า Variation Margin ซึ่งหมายถึงเงินมัดจำที่ถูกเรียกเก็บเพิ่มเติมเพื่อให้เงินมัดจำกลับมาอยู่ที่ระดับ Initial Margin

แนวคิดการใช้มาร์จิ้นของการซื้อขายหลักทรัพย์กับการซื้อขาย Futures มีความแตกต่างกัน ในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นจะต้องการใช้มาร์จิ้นเมื่อมีเงินสดไม่พอที่จะซื้อหลักทรัพย์ได้ก็อาจจะหาเงินเพิ่มเติมโดยกู้มาจากนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ และต้องใช้หลักทรัพย์นั้นเป็นหลักประกันเงินกู้ดังกล่าวไว้ ทั้งนี้นักลงทุนที่เป็นผู้กู้ต้องจ่ายดอกเบี้ยด้วย แต่ในการซื้อขาย Futures นั้น Initial Margin เปรียบเสมือนเงินมัดจำที่แสดงให้เห็นว่าผู้ซื้อหรือผู้ขายซึ่งเป็นนักลงทุนพอใจกับเงื่อนไขของสัญญาซื้อขาย Futures นี้ โดยปกติเงินที่ลงทุนใน Initial Margin นี้จะมาจากนักลงทุนเอง ไม่ได้กู้จากนายหน้าซื้อขาย Futures

เพื่ออธิบายกระบวนการเปรียบเทียบราคา Settlement price ของ Futures แต่ละวันกับราคาส่งมอบ (the mark – to – market procedure) โดยที่มีมาร์จิ้นเข้ามาเกี่ยวข้องด้วย อาจพิจารณาได้จากตัวอย่างของหลักทรัพย์ xyz ดังต่อไปนี้

ระดับ มาร์จิ้นของหลักทรัพย์ xyz ถูกกำหนดไว้ดังนี้

Initial Margin	=	7 บาท/สัญญา
Maintenance Margin	=	4 บาท/สัญญา

สมมติในวันเริ่มต้น สมพงษ์ซื้อ Futures 500 สัญญา ในราคา 100 บาทต่อสัญญา (ราคาส่งมอบ) และสนใจเป็นผู้ขาย Futures ในจำนวนสัญญาและจำนวนราคาเท่ากัน Initial Margin ที่ทั้งสมพงษ์และสนใจต้องจ่ายเงินเท่ากันคนละ 3,500 บาท (เท่ากับ 7 บาท/สัญญา คูณด้วยจำนวนสัญญาที่ทำการซื้อหรือขาย) ซึ่งอาจจะชำระเป็นเงินสดหรือหลักประกันอื่นที่เป็นที่ยอมรับก็ได้ เป็นจำนวน 3,500 บาทนี้อาจถูกเรียกว่า Equity ในบัญชีการซื้อหรือขายของแต่ละคนได้

Maintenance Margin ในกรณีนี้เท่ากับ 2,000 บาท (เท่ากับ 4 บาทต่อสัญญา คูณด้วยจำนวนสัญญาที่ทำการซื้อหรือขาย) เงื่อนไขที่เราควรทราบก็คือ ส่วนของ Equity ในบัญชีนี้จะต่ำไปกว่า 2,000 บาทไม่ได้ (Equity จะ

เปลี่ยนแปลงเนื่องจากราคา Settlement price ของ Futures เปลี่ยนแปลงในแต่ละวัน) ผู้ซื้อหรือผู้ขายที่มี Equity ลดลงต่ำกว่า Maintenance Margin จะถูกเรียกเก็บ มาร์จิ้นเพิ่มเติม (เรียกว่า Additional Margin หรือ Variation Margin) มีข้อสังเกต 2 ประการที่เราควรทราบไว้ด้วยก็คือ Variation Margin จะถูกเรียกเก็บเป็นเงินสด และจำนวนเงินที่ถูกเรียกเก็บจะต้องทำให้อัตรามาร์จิ้นกับไปอยู่ในระดับ Initial Margin

เราจะสมมติว่า Settlement price ของ Futures ณ สิ้นวันที่ทำการซื้อขายแต่ละวันต่อมาหลังจากวันเริ่มต้นเป็นดังนี้

วันที่ทำการซื้อขาย	Settlement price (บาท/สัญญา)
1	99
2	97
3	98
4	95

เมื่อสิ้นวันที่ทำการซื้อขายวันที่ 1 (หลังวันเริ่มต้น 1 วัน) สถานะของสมพงษ์จะขาดทุน 1 บาทต่อสัญญา (ทำสัญญาซื้อ 100 บาทต่อสัญญาในวันเริ่มต้น พอถึงวันที่ 1 มูลค่าเหลือ 99 บาทต่อสัญญา) รวมเป็น 500 บาท (1 บาท คูณด้วย 500 สัญญา) ดังนั้น Initial Margin ของสมพงษ์ลดลงจาก 3,500 บาทเหลือ 3,000 บาท ในกรณีเช่นนี้ หน่วยงานหักบัญชีในตลาดหลักทรัพย์ล่วงหน้าไม่ต้องทำอะไร เพราะ Equity ของสมพงษ์ อยู่สูงกว่าระดับ Maintenance Margin (3,000 บาทมากกว่า 2,000 บาท)

เมื่อสิ้นวันที่ทำการซื้อขายวันที่ 2 สมพงษ์ก็จะพบว่าราคา Futures ลดลงอีก 2 บาท เป็น 97 บาท/สัญญา ถ้าคำนวณแล้ว Equity จะลงไปอีก 1,000 บาท (2 บาท x 500 สัญญา) Equity ณ วันนี้ลดลงจาก 3,000 บาท เป็น 2,000 บาท แต่ ณ วันนี้สำนักหักบัญชีของตลาดล่วงหน้าก็ยังไม่ต้องทำอะไรเพราะว่า Equity ยังไม่ต่ำกว่า 2,000 บาท แต่อยู่ ณ ระดับ Maintenance Margin พอดี

เมื่อสิ้นวันที่ทำการที่ 3 สมพงษ์ พบว่าเกิดกำไรเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับวันที่ 2 จำนวน 500 บาท  $[(98 - 97) \times 500]$  Equity ของสมพงษ์ก็จะเพิ่มขึ้นเป็น 2,500 บาท

เมื่อสิ้นวันที่ทำการที่ 4 Equity ของสมพงษ์ลดลงเพื่อเทียบกับวันที่ 3 เท่ากับ 1,500 บาท  $[(95 - 98) \times 500]$  และจะทำให้ Equity ของสมพงษ์ลดลงเป็น 1,000 บาท ซึ่งต่ำกว่า 2,000 บาท ซึ่งเป็น Equity ณ ระดับ Maintenance Margin ถึงตอนนี้สมพงษ์ก็จะถูกเรียกให้จ่ายมาร์จิ้นเพิ่มเติม (Additional Margin หรือ Variation Margin) เป็นจำนวนเงิน 2,500 บาท เพื่อทำให้ Equity กลับไปที่ 3,500 บาท ซึ่งเป็นระดับ Initial Margin ถ้าหากสมพงษ์ไม่สามารถหาเงินมาเพิ่มได้ สำนักหักบัญชีก็จะดำเนินการลบล้างสถานะการณ์ซื้อ Futures (Liquidate the position) ของสมพงษ์ทันที

ถ้ากลับมาดูในด้านของผู้ขายบ้าง สถานะของสมใจจะได้ประโยชน์ ถ้าราคาสัญญา Futures ลดลง (เพราะไปซื้อมาส่งมอบในราคาถูก) จากตาราง Settlement price ของสัญญา Futures เดียวกันกับกรณีของสมพงษ์ สรุปได้ว่า

เมื่อสิ้นวันที่ทำการซื้อขายวันที่ 1 สมใจได้กำไร 500 บาท  $[(100 - 99) \times 500]$  ทำให้ Equity ของสมใจเพิ่มจาก 3,500 บาท เป็น 4,000 บาท สมมติว่าสมใจนำเงินกำไรนี้ออกไปใช้ Equity ของสมใจก็จะกลับมาเท่ากับ 3,500 บาทอีกครั้ง

เมื่อสิ้นวันที่ทำการที่ 2 ด้วยคำอธิบายแบบเดียวกัน สมใจจะได้กำไรอีก 1,000 บาท และกำหนดให้ถอนกำไรนี้ไปใช้ Equity จึงยังคงเท่ากับ 3,500 บาท

เมื่อสิ้นวันที่ทำการที่ 3 สมใจจะขาดทุน 500 บาท  $[(97 - 98) \times 500]$  ทำให้ Equity ลดลงจาก 3,500 บาท เป็น 3,000 บาท

เมื่อสิ้นวันที่ทำการที่ 4 สมใจจะขาดทุนอีก 1,500 บาท  $[(98 - 95) \times 500]$  ถ้าเธอถอนกำไรไปใช้ 500 บาท Equity ของสมใจจะเพิ่มจาก 3,000 บาท เป็น 4,000 บาท

## 7. ขนาดของเงินทุนใน Futures

ผู้ที่เข้ามาซื้อขาย Futures ไม่จำเป็นต้องใช้เงินทุนอย่างมากมายทันที เพราะในตอนแรกที่ทำสัญญา สำนักหักบัญชีในตลาดล่วงหน้าเพียงแต่ต้องการเงินมัดจำขั้นต้น (Initial Margin) ซึ่งเป็นสัดส่วนของมูลค่าทั้งหมดเท่านั้น เช่น สมพงษ์มีเงินอยู่ 100 บาท และต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ xyz โดยการซื้อ Futures ของหลักทรัพย์นี้ เพราะเชื่อว่าในอนาคตราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้น ถ้าราคาหลักทรัพย์ xyz เท่ากับ 100 บาท สมพงษ์ก็ต้องใช้เงินทุนที่มีอยู่ทั้งหมดลงใน xyz และได้หลักทรัพย์เพียง 1 หน่วยเท่านั้น

แต่ถ้าการซื้อ xyz นี้กำหนด Initial Margin ไว้เพียง 5% ก็หมายความว่า ในตอนเริ่มต้น สมพงษ์ใช้เงินเพียง 5 บาท ก็ทำสัญญาซื้อ Futures หลักทรัพย์ xyz ได้ 1 หน่วย และถ้าใช้เงินทั้งหมด 100 บาท ก็จะสามารถซื้อ Futures หลักทรัพย์ xyz ได้ถึง 20 หน่วย (สมมติไม่คำนึงว่าสมพงษ์จะต้องเก็บเงินจำนวนหนึ่งไว้ เพื่อราคา Futures ของ xyz เปลี่ยนแปลงจนต้องถูกเรียก Variation Margin)

Initial Margin ที่ตลาดล่วงหน้ากำหนดนี้ ถ้าทำเป็นส่วนกลับ คือ  $1/\text{Initial Margin}$  เราจะเรียกว่า ระดับความสามารถในการก่อหนี้ (The degree of Leverage) อัตราส่วนนี้แสดงว่านักลงทุนสามารถลงทุนใน Futures ได้เป็นกี่เท่าของเงินทุนที่มีอยู่ในตอนเริ่มต้น เช่นจากตัวอย่างที่กล่าวถึงไปแล้ว  $\text{The degree of Leverage} = 1/0.05 = 20$  เท่า แสดงว่าสมพงษ์สามารถลงทุนใน Futures ของ xyz ได้ถึง 20 เท่าของเงินทุนที่มีอยู่ในตอนเริ่มต้น จากอัตราส่วนนี้ยิ่ง Initial Margin มีค่าน้อยก็จะยิ่งทำให้ The degree of Leverage มีค่าสูงมากขึ้น

## 8. รูปแบบการซื้อขาย Futures

การซื้อขาย Futures เกิดขึ้น บนพื้นที่ส่วนหนึ่งของการตลาด ซึ่งจัดพื้นที่เรียกว่า Exchange floor หรือ pit พื้นที่ pit อาจเป็นรูปหลายเหลี่ยมหรือวงกลมก็ได้ การซื้อขาย Futures ใช้วิธีประมูล โดยส่งเสียงร้องดังเสนอราคาซื้อหรือราคาขาย และเนื่องจากผู้เสนอซื้อและผู้เสนอขายบน pit มีจำนวนมากก็จะมีใช้สัญญาณมือช่วยด้วย

ผู้ที่ลงไปทำการซื้อขายบน pit นี้ มีข้อบังคับว่าจะต้องเป็นสมาชิกของตลาดล่วงหน้าเท่านั้น ซึ่งอาจเรียกในอีกชื่อว่า "Floor Traders" Floor Traders ยังแบ่งออกได้เป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ Locals และ Floor Brokers (หรือ Pit Brokers)

ผู้ค้าที่เรียกว่า Locals นี้จะซื้อหรือขายสัญญา Futures เพื่อบัญชีตนเอง (เหมือน Dealers ในตลาดหลักทรัพย์) ซึ่งจะเสี่ยงในกำไรขาดทุนเหมือนนักลงทุนโดยทั่วไป Locals มีประโยชน์ต่อตลาด Futures เพราะช่วยสร้างให้เกิดสภาพคล่อง (Liquidity) เนื่องจากทำให้เกิดการซื้อขายอยู่ตลอดเวลา และทำให้ช่วงห่างของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายกลับเข้ามาใกล้กันจนทำให้มีโอกาสในการซื้อขายง่ายขึ้น บาบาทของ Locals จึงคล้ายกับ Market Markers ในตลาดหลักทรัพย์

ผู้ที่เรียกว่า Floor Brokers นี้สามารถซื้อหรือขายสัญญา Futures เพื่อบัญชีตนเองเหมือนกับ Locals แต่ก็จะสามารถซื้อขายเพื่อลูกค้าได้ด้วย จึงทำหน้าที่เป็นนายหน้า (Brokers) อีกประการหนึ่ง ซึ่งมีศัพท์ที่เรียกนายหน้าที่ได้รับอนุญาตจากตลาดล่วงหน้าชื่อว่า "A Futures commissions merchant" ในฐานะที่เป็นนายหน้าจะทำให้ Floor Brokers มีรายได้จากค่านายหน้าด้วย

ปัจจุบันมีความพยายามที่จะพัฒนารูปแบบการประมูลซื้อขายที่ใช้สัญญาณเสียงและสัญญาณมือให้สามารถซื้อขายโดยผ่านระบบคอมพิวเตอร์ (the system of trading Futures via electronic trading) เนื่องจากความก้าวหน้าทางวิทยาการด้านสารสนเทศและโทรคมนาคมได้พัฒนาไปมาก การใช้เทคโนโลยีทางด้านนี้มาช่วยจะทำให้การจับคู่ซื้อขายทำได้รวดเร็วขึ้นทำให้ตลาดมีประสิทธิภาพและเติบโตได้มากขึ้นเช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์

## 9. การกำหนดช่วงราคาในการซื้อขาย

การซื้อขายสัญญา Futures ในแต่ละวันนั้น ตลาดล่วงหน้าสามารถกำหนดการเคลื่อนไหวของราคาให้มีขอบเขตสูงหรือต่ำจากราคาปิดในวันก่อนได้ เรียกว่า “a daily price limit” เพื่อควบคุมไม่ให้อัตรา Futures มีการผันผวนมากเกินไป ดังนั้นในแต่ละวันจึงมีช่วงของราคาต่ำสุดและสูงสุดที่ราคาจะเปลี่ยนแปลงไปได้เต็มที่เมื่อเกิดการซื้อขาย

พนักที่เห็นด้วยกับการมี a daily price limit ก็เห็นว่าข้อบังคับนี้ช่วยทำให้ตลาดมีเสถียรภาพ โดยเฉพาะในช่วงเวลาที่มีข่าวสารในตลาดที่จะกระทบทำให้ราคาผันผวนได้มาก และเมื่อราคาหยุดที่บริเวณที่เป็น Limit และการซื้อขายหยุดลง จะเป็นเวลาที่ดีสำหรับลูกค้า (Traders หรือ Market makers) ในการตรวจสอบและประเมินต่อว่า ราคา ณ จุด Limit นี้เป็นราคาที่เหมาะสมแล้วหรือไม่ แต่บางคนก็คัดค้านข้อบังคับนี้ว่าเป็นการแทรกแซงไม่ปล่อยให้ไปตามกลไกตลาด อย่างไรก็ตามเรื่องข้อบังคับ a daily price limit นี้ยังเป็นข้อถกเถียงกันต่อไป โดยยังไม่มียุติระหว่างผู้ที่สนับสนุนและผู้คัดค้าน

## 10. นักลงทุนที่อยู่ในตลาด Futures

แบ่งออกได้เป็น 3 กลุ่ม คือ Speculators, Hedgers และ Arbitrageurs

### ● Hedgers

เป็นนักลงทุนที่เข้ามาซื้อหรือขาย Futures เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการผันผวนของราคาในอนาคตของสินทรัพย์อ้างอิง ตัวอย่างเช่น ผู้จัดการกองทุนรวม (Fund Manager) ที่ลงทุนหุ้นสามัญต่างๆ ในกลุ่มสินทรัพย์ลงทุนของตน (เรียกว่ามีสถานะ long position in the cash market) กลัวว่าในอนาคตราคาหุ้นสามัญจะตกลง ซึ่งถ้าไม่ทำอะไรเลยอาจเกิดผลขาดทุนขึ้นได้ ก็อาจทำการขาย stock index futures ล่วงหน้า (เรียกว่ามีสถานะ a short hedge หรือ a short futures position) ซึ่งเป็นการกระทำในทิศทางตรงข้ามกัน ถ้าในอนาคตราคาตลาดแบบ spot ของหุ้นสามัญตกลงจริง ผลขาดทุนจาก long position in the cash market ก็อาจจะถูกชดเชยจาก short position in the futures market ซึ่งผลสุทธิอาจจะกำไรหรือขาดทุนก็ได้ โดยที่ผลขาดทุนจะไม่เกิดขึ้นที่เหมือนในกรณีไม่ทำอะไรเลย (any loss you make in one market is offset by a profit made in the other market)

ในทางตรงกันข้าม นักลงทุนที่มี short position (ขายล่วงหน้า) ใน cash market (ซึ่งเป็นพวกที่คาดว่าราคาในอนาคตของ cash market จะลดลง) ก็กลัวว่าราคาอาจจะเพิ่มขึ้นได้ เพื่อลดความเสี่ยงอาจทำการซื้อ Futures เพื่อให้มี long position ในตลาด Futures ถ้าในอนาคตราคาสินทรัพย์อ้างอิงสูงขึ้น ผลกำไรที่ได้จากการซื้อ Futures อาจชดเชยผลขาดทุนที่เกิดจากการขายสินทรัพย์อ้างอิงในตลาด cash ได้ ควรจำไว้เสมอว่าการ Hedge เป็นการกระทำ 2 อย่างที่ตรงกันข้าม (ซื้อและขาย) ใน 2 ตลาด (cash market และ futures market)

### ● Speculators

เป็นนักลงทุนที่กล้ารับความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาสินทรัพย์อ้างอิงในอนาคต ในขณะที่ Hedgers พยายามลดความเสี่ยงจากการกระทำ 2 อย่างที่ตรงกันข้าม Speculators จะเป็นผู้ลงทุนซื้อหรือขาย Futures ตามทิศทางความเชื่อของตนเกี่ยวกับราคาในอนาคต เช่น ถ้าเชื่อว่าราคาหลักทรัพย์ในอนาคตจะสูงขึ้น Speculators จะเข้าซื้อ Futures ถ้าคาดว่าราคาในอนาคตของหลักทรัพย์จะลดลงก็จะขาย Futures อย่างไรก็ตาม Speculators จะไม่รับมอบหรือส่งมอบสินทรัพย์อ้างอิงกันจริงๆ ในวันครบกำหนด แต่จะส่งคำสั่งหักล้างการซื้อหรือขาย Futures ในตอนแรกก่อนวันครบกำหนดหรือในวันครบกำหนดและคำนวณกำไร

หรือขาดทุนกันต่อไป นอกจากนี้ ระหว่างการถือครองสัญญา Futures ไม่ว่าจะ เป็นสัญญาซื้อหรือสัญญาขาย ถ้าราคา Settlement price ของ Futures มีการเปลี่ยนแปลงต่างจากราคาที่กำหนดส่งมอบ ก็จะสามารถคำนวณกำไรขาดทุนระหว่างการถือได้ ทำให้เกิด interim cashflow ระหว่างการถือด้วย Speculators ถือว่าเป็นกลุ่มที่มีประโยชน์ต่อตลาด Futures เพราะคำสั่งซื้อหรือขาย Futures นี้ก่อให้เกิดสภาพคล่องในตลาด Futures

- *Arbitrageurs*

เป็นนักลงทุนที่แสวงหาโอกาสทำกำไรจากความแตกต่างของราคาใน 2 ตลาด (ระหว่าง cash market กับ futures market) เช่น ในวันครบกำหนดราคาตลาดใน cash market (Spot price หรือ  $S_T$ ) ควรมีค่าเท่ากับราคา futures ในวันนั้น ( $F_T$ ) ถ้าปรากฏว่า  $S_T - F_T > 0$  หรือ  $S_T - F_T < 0$  นักลงทุนแบบ Arbitrageurs จะเข้ามาทำการซื้อขายทันที เช่นกรณี  $S_T - F_T > 0$  Arbitrageurs จะซื้อ futures และส่งมอบทันทีใน cash market (ซื้อถูก ขายแพง) หรือกรณี  $S_T - F_T < 0$  ก็จะซื้อหลักทรัพย์ในตลาด cash market และขาย futures ในตลาด Futures (ซื้อถูก ขายแพง เช่นกัน) ซึ่งจะทำกำไรได้ (สมมติไม่คำนึงถึงค่าใช้จ่ายในการขายและค่าธรรมเนียม) การสั่งซื้อหรือขายของ Arbitrageurs จะกระทบต่อ demand และ supply ของหลักทรัพย์อ้างอิงใน cash market และ futures market ซึ่งจะมีการปรับตัวในเวลาอันรวดเร็วให้  $S_T$  และ  $F_T$  ปรับตัวเข้าหากันในที่สุด

เอกสารอ้างอิง

David A. Dubofsky, *Options and Financial Futures: Valuation and Uses*, McGrove-Hill International Editions, 1992.

John C. Hill, *Options, Futures & Other Derivatives*, Fourth Edition, Prentice-Hall International, Inc., 2000.

Reuters, *An Introduction to derivatives, The Reuters Financial Training Series*, John Wiley & Sons (Asia) Pte.Ltd., 1999.