



ความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อ

การพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย

THE SIGNIFICANCE OF THE DERIVATIVES MARKET  
ON THE CAPITAL MARKET DEVELOPMENT IN THAILAND

โดย

หฤษฎ์ วรโชติรุ่งเรือง

ดุษฎีนิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม

หลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาผู้นำทางสังคม ธุรกิจ และการเมือง

วิทยาลัยนวัตกรรมสังคม

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยรังสิต

ปีการศึกษา 2556



**THE SIGNIFICANCE OF THE DERIVATIVES MARKET  
ON THE CAPITAL MARKET DEVELOPMENT IN THAILAND**

**BY**

**HARICH WORACHOTRUNGRUANG**

**A DISSERTATION SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT**

**OF THE REQUIREMENTS FOR**

**THE DEGREE OF DOCTOR OF PHILOSOPHY**

**IN LEADERSHIP IN SOCIAL BUSINESS AND POLITICS**

**COLLEGE OF SOCIAL INNOVATION**

**GRADUATE SCHOOL, RANGSIT UNIVERSITY**

**2013**



คุษฎีนิพนธ์เรื่อง

THE SIGNIFICANCE OF THE MARKET  
ON THE CAPITAL MARKET IN THAILAND  
ความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อ  
การพัฒนตลาดทุนในประเทศไทย

โดย

Harichon  
หญฎี วรโชติรังเรือง

ได้รับการพิจารณาให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาคุษฎีบัณฑิต สาขาสูนทางสังคม ธุรกิจ และการเมือง

มหาวิทยาลัยรังสิต

ปีการศึกษา 2556

ส.เศษ นังระรังเรือง

รศ.ดร.สังศัด พิระรังสรรค์  
ประธานกรรมการสอบ

ดร.ชอบวิทย์ ลับไพรี

กรรมการ

ดร.ศรันย์ ชิตลักษณ์

กรรมการ

ดร.วีรพงษ์ ชุตินัทร์

กรรมการ

ดร.รัตพงษ์ สอนสุภาพ

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษา

บัณฑิตวิทยาลัยรับรองแล้ว

ดร.ทัง อรสุภา

(ผศ.ร.ต.หญิง ดร.วรรณิ์ สุขสาตร)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

5 พฤษภาคม 2557



Dissertation entitled

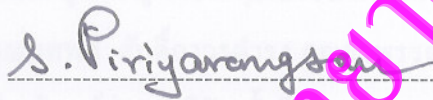
**THE SIGNIFICANCE OF THE DERIVATIVES MARKET  
ON THE CAPITAL MARKET DEVELOPMENT IN THAILAND**

by

**HARICH WORACHOTRINGRUANG**

was submitted in partial fulfillment of the requirements  
for the degree of Doctoral of Philosophy in Leadership in Society, Business and Politics

Rangsit University  
Academic Year 2013



Assoc. Prof. Sungsidh Piyarangsarn, Ph.D.  
Examination Committee Chairperson



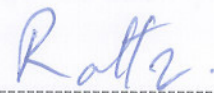
Chobvit Lubpairee, Ph.D.  
Member



Sarun Thitiluck, Ph.D.  
Member



Weraphong Chutipat, Ph.D.  
Member



Rattaphong Sonsuphap, Ph.D.  
Member and Advisor

Approved by Graduate School



(Asst. Prof. Plt. Off. Vanee Sooksatra, D. Eng.)

Dean of Graduate School

May 5, 2014

## กิตติกรรมประกาศ

คุษฎีนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี โดยความกรุณาจากผู้มีพระคุณ จากบุคคลหลายๆ ฝ่ายผู้วิจัย ขอกราบขอบพระคุณ ดร.รัตพงษ์ สอนสุภาพ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก ที่ได้ให้ความอนุเคราะห์ช่วยเหลือแนะนำ และตรวจแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ตั้งแต่การเริ่มต้นของการทำ คุษฎีนิพนธ์จนสำเร็จอย่างสมบูรณ์

ขอกราบขอบพระคุณ รศ.ดร.สังศิต พิริยะรังสรรค์ ประธานกรรมการ การสอบคุษฎีนิพนธ์ ที่ให้แนวความคิด ตลอดจนชี้แนะแนวทางที่เป็นประโยชน์ต่อการวิจัย ขอกราบขอบพระคุณ ดร.ชอบวิทย์ ลับไพรี ดร.ศรัณย์ ธิตีลักษณ์ และ ดร.วิระพงษ์ ชูติภัทร คณะกรรมการสอบคุษฎีนิพนธ์ ที่กรุณาให้ข้อเสนอแนะที่มีค่าทำให้เสริมการวิจัย ครั้งนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้นและใคร่ขอกราบขอบพระคุณ คุณกรณ์ จาติกวณิช คุณจรัมพร โชติกเสถียร คุณเกศรา มัญชุศรี คุณสรมน ชัยชนะกุล มงคล คุณจรัญ ใจชื่น คุณประสาธ เกศวพิทักษ์ คุณธีรศักดิ์ ทวีปิยมภรณ์ คุณสมบูรณ์ วัฒนาอาษา คุณทศพล ศักดิ์ถาวรดำรง คุณวรพรรณ คงเสรี และ คุณโปรดเกล้า เรื่องนิติวิทย์ ที่ให้ข้อมูลที่มีประโยชน์ แก่ผู้วิจัยในการปรับปรุงเนื้อหาได้อย่างครบถ้วน ขอขอบคุณ ทีมงานน้องๆ ที่ช่วยจัดพิมพ์ คุษฎีนิพนธ์ ฉบับนี้และแก้ไขจนเป็นเล่มสมบูรณ์ อีกทั้ง บิดา มารดา และคุณณัฐกานต์ บุรินสุวรรณ รวมถึงบุคคลในครอบครัวทุกคน ที่ให้กำลังใจตลอดมา

ท้ายที่สุดนี้ คุณค่าและประโยชน์ อันพึงเกิดจากคุษฎีนิพนธ์ ฉบับนี้ ผู้วิจัย ขอมอบให้แก่ผู้ที่กล่าวถึงข้างต้นโดยทั่วกัน

หฤษฎ์ วรโชติรุ่งเรือง

ผู้วิจัย

5107474 : สาขาวิชาเอก : ผู้นำทางสังคม ธุรกิจ และการเมือง; ปร.ด. (ผู้นำทางสังคม ธุรกิจ และการเมือง)

คำสำคัญ : ความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย

หัวข้อ วรรณกรรมเรื่อง : ความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย (THE SIGNIFICANCE OF THE DERIVATIVES MARKET ON THE CAPITAL MARKET DEVELOPMENT IN THAILAND) อาจารย์ที่ปรึกษาคุณฐิติพันธ์ :

ดร.รัตพงษ์ สอนสุภาพ, 231 หน้า.

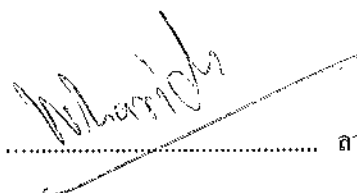
การศึกษาเรื่องความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย ครั้งนี้ ผู้วิจัยมีวัตถุประสงค์ (1) เพื่อศึกษาปัจจัยภายในและปัจจัยภายนอกที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย (2) เพื่อศึกษาความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนไทย และ (3) เพื่อศึกษาแนวทางการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยใช้กระบวนการวิจัยแบบเชิงคุณภาพ โดยดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูล 2 ขั้นตอน ได้แก่ การวิจัยเอกสาร (Documentary research) และการสัมภาษณ์เชิงลึก (In-depth Interview) ผู้เชี่ยวชาญด้านตลาดตราสารอนุพันธ์ จำนวน 11 คน

จากการศึกษาพบว่า

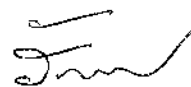
ปัจจัยภายในที่มีผลต่อตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย ได้แก่ ปัจจัยด้านการกำกับดูแล ประกอบด้วย การโอนเงินค่างินวงหลักประกันในการรักษาสถานภาพของสัญญาซื้อขาย ค่าธรรมเนียมการซื้อขาย ปัจจัยด้านตลาดและผลิตภัณฑ์ ประกอบด้วย สภาพคล่องของตลาด ตัวผลิตภัณฑ์ ความกังวลเกี่ยวกับตลาดอนุพันธ์ สภาพตลาดของประเทศไทย การจัดการภายในของตัวแทนนายหน้าสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ปัจจัยด้านนักลงทุน ประกอบด้วย นักลงทุนรายย่อยไม่มีความรู้ความเข้าใจทางด้านตราสารอนุพันธ์ที่ดีพอ

ส่วนปัจจัยภายนอกที่มีผลต่อตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย ได้แก่ ปัจจัยทางด้านสภาพแวดล้อมภายนอกธุรกิจ ประกอบด้วย การเมือง เทคโนโลยี เศรษฐกิจ และอิทธิพลจากต่างประเทศ ปัจจัยทางด้านแหล่งความรู้เกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์ ปัจจัยจากภัยธรรมชาติ ภาวะสงคราม และอุบัติเหตุที่ไม่คาดคิด

ลายมือชื่อนักศึกษา



ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา



ด้านความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนไทย พบว่า ตลาดตราสารอนุพันธ์มีบทบาทของการเป็นแหล่งทุนทางเลือกที่ตอบสนองความต้องการของนักลงทุนได้ เพื่อนำมาเป็นเครื่องมือบริหารความเสี่ยง เป็นเครื่องมือลงทุนในการเก็งกำไร และใช้เป็นเครื่องมือลงทุนในการค้าส่วนต่าง

#### แนวทางการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย

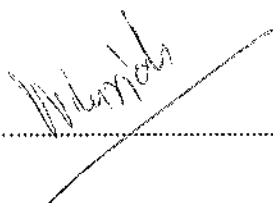
ด้านการกำกับควบคุม ต้องจัดการระบบการประสานความร่วมมือระหว่างองค์กรที่กำกับดูแลต่างๆ ที่เกี่ยวข้องให้มีความเชื่อมโยงกับตลาดตราสารทุน ตลาดตราสารหนี้ รวมทั้งตลาดเงินและเป็นไปในทางทิศทางเดียวกัน มีความคล่องตัว สามารถเข้าแก้ปัญหาที่จะกระทบเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจการเงินได้อย่างทันทั่วทั้งที่มีกำหนดหลักเกณฑ์เรื่องความมั่นคงของสถาบันการเงินตามมาตรฐานสากล ในการกำกับดูแลความเสี่ยงจากธุรกรรมอนุพันธ์ ต้องพัฒนาการกำกับควบคุมดูแลรวมทั้งการตรวจสอบสถาบันที่ทำหน้าที่เกี่ยวกับการให้บริการด้านตราสารอนุพันธ์ ต้องพัฒนาบุคคลทั้งในภาครัฐและเอกชน เพื่อรองรับและสามารถบริหารความเสี่ยงของการประกอบธุรกิจอนุพันธ์ได้ นอกจากนี้ทางการไม่ควรแทรกแซงในราคาตลาดล่วงหน้าสินค้าเกษตร

มาตรการด้านกฎหมายและระเบียบกฎเกณฑ์ ด้านกฎหมาย ต้องออกกฎหมายเกี่ยวกับธุรกรรมอนุพันธ์ ออกกฎหมายเกี่ยวกับศูนย์ซื้อขายอนุพันธ์ทางการเงิน ออกกฎหมายเกี่ยวกับศูนย์ซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า โดยครอบคลุมถึงนิยามและความหมายของธุรกรรมอนุพันธ์ในศูนย์ซื้อขาย สมาชิกและการกำกับควบคุม แก้ไขกฎหมายยกเลิกข้อกำหนดห้ามไม่ให้มีการขายหลักทรัพย์ โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในความครอบครอง (Short-sale) ปรับปรุงกฎหมายล้มละลายให้ครอบคลุมผลของการเรียกรื้อชำระหนี้ในกรณีที่เกิดการล้มละลายในระบบการหักดุลสุทธิ (Netting) ออกกฎหมายทรัพย์สิน

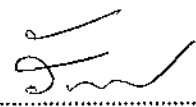
ด้านระเบียบหลักเกณฑ์ ปรับปรุงหลักเกณฑ์การกำกับควบคุมให้ธนาคารพาณิชย์จัดระบบบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายใน ปรับปรุงระบบการประเมินความเสี่ยงที่เกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์ เพื่อให้สะท้อนถึงความเสี่ยงที่แท้จริง รวมถึงการปรับปรุงระเบียบปฏิบัติและมาตรฐานการลงบัญชีให้ระบบและมีความโปร่งใสให้สามารถสะท้อนถึงความเสี่ยงของแต่ละสถาบันที่มีการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ พัฒนาระเบียบการหักดุลสุทธิ (Netting) แก้ไขหลักเกณฑ์เกี่ยวกับปัญหาหนี้สำหรับธุรกรรมที่เกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์

การเตรียมความพร้อมให้กับผู้ลงทุนในตลาด การเผยแพร่ความรู้ความเข้าใจกับประชาชน รวมทั้งการเตรียมความพร้อมของผู้ร่วมตลาด สนับสนุนให้บริษัทหลักทรัพย์ รวมทั้งสถาบันการเงินให้มีการปรับตัวในการให้บริการเกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์

ลายมือชื่อนักศึกษา .....



ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา .....



5107474 : MAJOR: LEADERSHIP IN SOCIETY, BUSINESS AND POLITICS;  
Ph.D. (LEADERSHIP IN SOCIETY, BUSINESS AND POLITICS)

KEY WORDS : THE SIGNIFICANCE OF THE DERIVATIVES MARKET  
ON THE CAPITAL, MARKET DEVELOPMENT.

HARICH WORACHOTRUNGRUANG: THE SIGNIFICANCE OF THE  
DERIVATIVES MARKET .DISSERTATION ADVISOR: RATTAPHONG SONSUPHAP,  
Ph.D., 231 p.

This dissertation aims to (1) study the internal and external factors affecting the development of derivatives markets in Thailand. (2) Study the significance of further developing in the derivatives toward all investment in Thai capital markets. and (3) study the development of derivatives markets in Thailand. This study used a qualitative research method; There were two stages: data collection (Documentary research) and in-depth interviews with 11 derivatives market experts.

The results follow that:

The internal factors that have an impact on the derivatives market in Thailand includes: Corporate Governance: Payments Margin used for maintaining the contract trading fees. Market and Product: Market liquidity, the investors' concerns on derivatives market, market conditions and internal management of broker. Investor: Retail investors still don't have enough understanding on the derivatives.

The external factors that have an impact on derivatives market in Thailand include: The external business environment such as Political issues, technological advancement, economy, foreign influence, knowledge on derivatives, natural disasters, state of war and unexpected accidents.

The importance of derivatives markets towards the capital market development in Thailand follows that: The role of derivatives market is the alternative source of funding in order to meet demand of investors and to reduce a risk taking. It is also used as a management tool, as a speculative investment, and use for investment in arbitrage.

Student's Signature ..... Dissertation Advisor's Signature .....



The development of derivatives markets in Thailand:

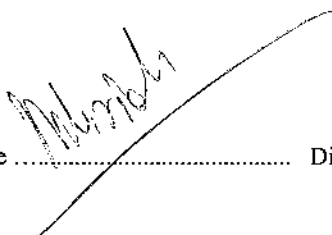
Corporate Governance: There must be fully co-operations between related organizations in terms of regulations and disciplinary to make sure that it is done in a satisfactory way. Bond and equity market should move in the same direction not contradict to each other. An ability to make a decision in order to solve problems on financial crisis which could have a significant impact on the market stability. There should also a set of standard rules that raised up to the international standard imposed on all the relevant markets in order to reduce in the risk management. There should be a regular inspection in the markets including the financial institutes both in business or private and government sectors. A course of training relating to this area in a particular set of rules or skills should be made for those who need a better understanding. These will contribute to supporting in management of derivative markets and any other area of the relevant markets. Also, there should be free from any interference on pricing in agricultural futures market.

There should be legal measure and certain legislation that can cover all the definition and meaning of karma engaged in derivative transactions and regulatory control. Amendment should be closely observed before revising to abolish the requirement in prohibiting the sale of securities in which company has no real securities in possession (Short-sale). The amendment and issue on bankruptcy and the repayment of the claim or debts in the event of a bankruptcy should be made in the net income (Netting) legislation Trust. It should be noted that the amendment and revising in the legislation should be done by imposing the rule on banking internal systems such as in any commercial banks so that the risks associated with derivatives can be inspect and evaluate into a real reflection which is transparent in every aspects Development in regulations in net income (Netting) and revising in taxation policy should be taken in account

Readiness to invest in the market, disseminating knowledge to the people or investor, the awareness and adaptation to the fast changing market on both side in the investors themselves or financial sectors who can provide more up- to date information and effective services can build up to the success of the markets.

Student's Signature .....

Dissertation Advisor's Signature .....




สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ก
บทคัดย่อภาษาไทย	ข
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	ง
สารบัญ	ฉ
สารบัญตาราง	ฉ
สารบัญรูป	ฉ
<b>บทที่ 1 บทนำ</b>	<b>1</b>
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 คำถามการวิจัย	8
1.3 วัตถุประสงค์	8
1.4 ขอบเขตงานวิจัย	9
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	9
1.6 คำนิยามศัพท์เฉพาะ	10
<b>บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง</b>	<b>13</b>
2.1 ระบบเศรษฐกิจ	13
2.2 ทฤษฎีทุนนิยม	16
2.2.1 หลักสำคัญของระบบทุนนิยม	21
2.2.2 ผลดีของระบบทุนนิยม	23
2.2.3 ผลเสียของระบบทุนนิยม	24
2.3 ทฤษฎีตลาดทุน	25
2.3.1 กระบวนการจัดการกลุ่มหลักทรัพย์	25
2.3.2 ความสำคัญของนโยบายการลงทุน	26
2.3.3 องค์ประกอบของนโยบายการลงทุน	28
2.4 ทฤษฎีการลงทุน	33
2.4.1 จุดมุ่งหมายในการลงทุน	33
2.4.2 ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดจุดมุ่งหมายของผู้ลงทุน	34

## สารบัญ (ต่อ)

## หน้า

2.4.3	วัตถุประสงค์ในการลงทุน	35
2.4.4	เป้าหมายการลงทุน	36
2.5	ตลาดทุนไทย	37
2.5.1	ความสำคัญของตลาดทุน	38
2.5.2	ประเภทของตลาดทุน	38
2.5.3	โครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุน	39
2.5.4	โครงสร้างของตลาดทุนไทย	40
2.5.5	แนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย	42
2.6	แนวความคิดเรื่องตราสารอนุพันธ์	43
2.6.1	วิวัฒนาการของตราสารอนุพันธ์	44
2.6.2	ตลาดตราสารอนุพันธ์	50
2.7	แนวคิดเรื่องความเสี่ยงและการบริหารความเสี่ยง	56
2.7.1	ความเสี่ยงด้านภาวะตลาด	58
2.7.2	การบริหารความเสี่ยง	59
2.7.3	ความเป็นมาของการบริหารความเสี่ยง	61
2.8	ธรรมาภิบาล (Good Governance)	65
2.8.1	หลักการสากลของ “ธรรมาภิบาล”	68
2.8.2	หลักการเพื่อการบริหารรัฐกิจแนวใหม่	71
2.8.3	ธรรมาภิบาลกับการบริหารแนวใหม่	74
2.9	งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	75
2.9.1	แนวคิดในการวิจัย	79
2.9.2	ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค	80
<b>บทที่ 3</b>	<b>วิธีการดำเนินงานวิจัย</b>	<b>85</b>
3.1	กรอบแนวทางการศึกษา	85
3.2	กลุ่มเป้าหมาย	87
3.3	การเก็บรวบรวมข้อมูลเชิงคุณภาพ	87

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
3.4 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย	88
3.5 การเก็บรวบรวมข้อมูล	88
3.6 การวิเคราะห์ข้อมูล	89
<b>บทที่ 4 ตลาดตราสารอนุพันธ์ต่างประเทศ</b>	<b>90</b>
4.1 ภาพรวมตลาดตราสารอนุพันธ์ของโลก	90
4.2 ยุคแห่งการควบรวมและปรับตัวของ Exchanges	108
4.3 วิวัฒนาการและความเคลื่อนไหวสำคัญ	108
4.4 อุตสาหกรรมตลาดหลักทรัพย์	109
4.5 แรงขับเคลื่อนสำคัญจากกระแสโลก	110
4.6 การเติบโตของตลาดอนุพันธ์ในเอเชีย	112
4.7 รูปแบบการพัฒนาตลาดอนุพันธ์ในเอเชีย	113
4.8 ภาวะการแข่งขัน	114
4.9 ความเคลื่อนไหวของตลาดตราสารอนุพันธ์	115
<b>บทที่ 5 ภาพรวมตลาดทุนไทย</b>	<b>122</b>
5.1 ประวัติความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	122
5.1.1 โครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุน	125
5.1.2 บทบาทและหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	126
5.1.3 ภาวะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	129
5.1.4 กลุ่มตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	135
5.2 ตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย	137
5.3 ตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า	142
<b>บทที่ 6 ตลาดตราสารอนุพันธ์และการพัฒนาตลาดทุนในประเทศ</b>	<b>156</b>
6.1 ตราสารอนุพันธ์	156
6.1.1 ลักษณะของอนุพันธ์	157
6.1.2 ประเภทของอนุพันธ์	159
6.1.3 ประโยชน์ของตลาดอนุพันธ์	160

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
6.1.4 การซื้อขายตราสารอนุพันธ์	161
6.1.5 การใช้ประโยชน์จากอนุพันธ์	163
6.1.6 ความเสี่ยงของการซื้อขายอนุพันธ์	163
6.1.7 อนุพันธ์ที่เปิดซื้อขายในประเทศ	164
6.1.8 สภาพปัจจุบันของตลาดตราสารอนุพันธ์	175
6.1.9 โครงสร้างของตลาดตราสารอนุพันธ์	177
6.1.10 มาตรการและแนวทางการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์	184
6.2 การพัฒนาตราสารอนุพันธ์ของประเทศไทย	186
6.2.1 ปัจจัยภายใน	186
6.2.2 ปัจจัยภายนอก	192
6.3 ผลการศึกษาค้นคว้า	193
<b>บทที่ 7 สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ</b>	<b>199</b>
7.1 ผลการวิจัย	199
7.1.1 ปัจจัยที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย	199
7.1.2 ความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนไทย	201
7.2 อภิปรายผล	204
7.2.1 ส่วนที่ 1 ส่วนของหน่วยงานกำกับดูแล	204
7.2.2 ส่วนที่ 2 ส่วนของผลิตภัณฑ์	205
7.2.3 ส่วนที่ 3 ส่วนของบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน(Broker)	206
7.2.4 ส่วนที่ 4 ส่วนของนักลงทุน	206
7.3 ข้อเสนอแนะ	207
7.3.1 ส่วนที่ 1 ส่วนของหน่วยงานกำกับดูแล	207
7.3.2 ส่วนที่ 2 ส่วนของผลิตภัณฑ์	208
7.3.3 ส่วนที่ 3 ส่วนของตลาดและบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน (Broker)	209
7.3.4 ส่วนที่ 4 ส่วนของนักลงทุน	209

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บรรณานุกรม	210
ภาคผนวก	220
ภาคผนวก ก. รายชื่อผู้ทรงคุณวุฒิที่สัมภาษณ์	221
ภาคผนวก ข. แบบสัมภาษณ์เชิงลึก	223
ประวัติผู้วิจัย	231

มหาวิทยาลัยรังสิต  
Rangsit University

## สารบัญตาราง

		หน้า
ตารางที่ 2.1	ตัวอย่างของการกำหนดเป้าหมายของการลงทุน	36
ตารางที่ 2.2	ขนาดของธุรกรรม Foreign Exchange Forward ระหว่างธนาคารพาณิชย์กับลูกค้าและในตลาด Interbank	51
ตารางที่ 2.3	ยอดคงค้างธุรกรรมอนุพันธ์ของธนาคารพาณิชย์ไทย ณ สิ้นธันวาคม พ.ศ. 2553	52
ตารางที่ 4.1	จำนวนข้อตกลงการซื้อขายในตราสารอนุพันธ์จาก 84 ตลาดหุ้นทั่วโลก จำแนกตามภูมิภาค	91
ตารางที่ 4.2	จำนวนการซื้อขายข้อตกลงในตราสารอนุพันธ์จาก 84 ตลาดหุ้นทั่วโลก จำแนกตามประเภทดัชนี	92
ตารางที่ 4.3	ตลาดการซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 30 อันดับสูงสุด	93
ตารางที่ 4.4	ปริมาณการซื้อขายสัญญาตราสารอนุพันธ์จำแนกตามกลุ่มตลาด	95
ตารางที่ 4.5	สินค้าน้ำมันล่วงหน้าที่มีการซื้อขาย 20 อันดับสูงสุด	98
ตารางที่ 4.6	กลุ่มพลังงานที่มีการซื้อขาย 20 อันดับสูงสุด	100
ตารางที่ 4.7	สัญญาซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าที่มีการซื้อขาย สูงสุด 20 อันดับ	102
ตารางที่ 4.8	สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า 20 อันดับที่มีการซื้อขายสูงสุด	104
ตารางที่ 4.9	สัญญาซื้อขายโลหะล่วงหน้าที่มีการซื้อขายสูงสุด 20 อันดับ	106
ตารางที่ 5.1	ภาพรวมตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า	145
ตารางที่ 5.2	การซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า	146
ตารางที่ 5.3	สรุปการขุดซื้อขายของนักลงทุน	147
ตารางที่ 5.4	จำนวนการเปิดบัญชีซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า	147
ตารางที่ 5.5	ปริมาณการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าตั้งแต่ปี 2552-2556	148
ตารางที่ 5.6	ปริมาณการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าเฉลี่ยต่อวันจำแนกตามประเภท ของตราสารอนุพันธ์ตั้งแต่ปี 2552-2556	149
ตารางที่ 5.7	จำนวนสัญญาที่ยังคงมีสถานะคงค้างอยู่ตั้งแต่ปี 2552-2556 จำแนกตาม ประเภทของตราสารอนุพันธ์	150
ตารางที่ 5.8	จำนวนผู้ลงทุนของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตั้งแต่ปี 2552-2556 จำแนก ตามประเภทของผู้ลงทุน	151
ตารางที่ 6.1	ปริมาณสัญญาซื้อขายตลาดรายปีของ TFEX (ข้อมูล ณ วันที่ 31/01/2557)	170
ตารางที่ 6.2	ปริมาณสถานะคงค้างตลาดรายปีของ TFEX (ข้อมูล ณ วันที่ 31/01/2557)	171

สารบัญตาราง (ต่อ)

		หน้า
ตารางที่ 6.3	จำนวนรายการซื้อขายตลาดรายปีของ TFEX (ข้อมูล ณ วันที่ 31/01/2557)	172
ตารางที่ 6.4	ปริมาณสัญญาซื้อขายเฉลี่ยตลาดรายปีของ TFEX	173
ตารางที่ 6.5	จำนวนรายการเฉลี่ยตลาดรายปีของ TFEX	174

มหาวิทยาลัยรังสิต  
Rangsit University



## สารบัญรูป

	หน้า
รูปที่ 2.1 กระบวนการจัดการกลุ่มหลักทรัพย์	25
รูปที่ 2.2 โครงสร้างของความเสี่ยงและการบริหารความเสี่ยง	57
รูปที่ 2.3 กรอบแนวคิดการวิจัย	80
รูปที่ 3.1 ความเหมาะสมของบทบาทตราสารอนุพันธ์ ความรู้ด้านการลงทุน ความรู้ด้านเทคโนโลยี ความรู้ด้านการพัฒนา และการปฏิบัติการของฝ่ายที่เกี่ยวข้อง	86
รูปที่ 4.1 จำนวนการซื้อขายข้อตกลงในตราสารอนุพันธ์จาก 84 ตลาดหุ้นทั่วโลกในปี พ.ศ. 2555	90
รูปที่ 5.1 โครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุน	125
รูปที่ 5.2 แผนภาพบริษัทเข้าจดทะเบียนใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	129
รูปที่ 5.3 ภาพรวมตลาดมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวม ณ สิ้นเดือนมกราคม 2557	130
รูปที่ 5.4 ภาพรวมมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการ	131
รูปที่ 5.5 ภาพรวมมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันของทั้งตลาดและของนักลงทุนต่างประเทศ	131
รูปที่ 5.6 ภาพรวมผู้ขายและผู้ซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ	132
รูปที่ 5.7 ภาพรวมนักลงทุนบุคคล	133
รูปที่ 5.8 ภาพรวมอัตราเงินปันผลตอบแทน (Market dividend yield) ของ SET และ Mai	133
รูปที่ 5.9 อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจในไตรมาส 3/2556	134
รูปที่ 5.10 จำนวนนักลงทุนต่างประเทศ ณ สิ้นเดือนมกราคม	135
รูปที่ 5.11 โครงสร้างตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TFEX)	137
รูปที่ 5.12 ปริมาณการซื้อขายและสถานะคงค้างในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า	138
รูปที่ 5.13 โครงสร้างตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า	142
รูปที่ 6.1 เปรียบเทียบการใช้เงินลงทุน	158
รูปที่ 6.2 คุณลักษณะของนักลงทุนที่ดี	195
รูปที่ 6.3 คุณลักษณะการเป็นผู้นำที่ดี	196
รูปที่ 6.4 Economic System	197

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1. ที่มา และความสำคัญของปัญหา

ภาวะตลาดหุ้นไทยระหว่างปี พ.ศ. 2551-2555 ที่สะท้อนจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่เพิ่มจาก 161,043 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา เป็น 322,006 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา หรือเพิ่มเฉลี่ยปีละ 18% มูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัวจาก 488 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกาเป็น 906 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ปริมาณซื้อขายอนุพันธ์เฉลี่ยต่อวันเพิ่มจาก 8,837 สัญญา เป็น 44,177 สัญญา หรือเพิ่มเฉลี่ยปีละ 50% และระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 จำนวนนักลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มจาก 370,777 คน เป็น 497,551 คน หรือเพิ่มเฉลี่ยปีละ 12% แสดงให้เห็นว่าตลาดหุ้นไทยมีการเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง (กุลนิตา สมใจวงษ์ และคณะ, 2555)

ตลาดทุนกับการพัฒนาเศรษฐกิจเป็นมุมมองที่คนทั่วไปอาจไม่ให้ความสนใจมากนัก ส่วนหนึ่งเป็นเพราะระบบการเงินไทยที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นหัวใจสำคัญในการเป็นตัวกลางทางการเงินระหว่างผู้ออม และผู้ลงทุน และคนส่วนใหญ่มักไม่มีความรู้เพียงพอ และเข้าใจว่าตลาดทุนเป็นเพียงเครื่องมือในการเก็งกำไรเท่านั้น ซึ่งในความเป็นจริงแล้วตลาดทุนเป็นแหล่งทางเลือกสำคัญในการออมเงินของประชาชน และเป็นแหล่งระดมทุนของภาคธุรกิจ และภาครัฐ โดยการระดมทุนผ่านตลาดทุน ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนทางธุรกิจ เนื่องจากตลาดทุนสะท้อนต้นทุนที่แท้จริง ต่างจากในตลาดเงินที่ต้องเสียค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย (Spread) แต่ละคำสั่งให้กับสถาบันการเงิน นอกจากนี้ตลาดทุนยังมีส่วนช่วยในการกระจายความเสี่ยงของระบบการเงิน เพราะความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดทุนจะได้รับการกระจายไปยังผู้ลงทุน และผู้ลงทุนในตลาดทุนสามารถขายหุ้นในตลาดรองได้ ขณะที่ความเสี่ยงจากการฝากเงินจะกระจุกอยู่กับสถาบันการเงิน หากต้องมีการเข้าพุงฐานะของสถาบันการเงินโดยรัฐบาลผู้เสียภาษีเป็นผู้แบกรับภาระ (เทียนทิพ สุพานิช, 2554)

ตลาดหุ้นไทยมีบทบาท และความสำคัญเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในการเป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวสำหรับการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ การพัฒนาโครงสร้างตลาดทุน โดยเฉพาะการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้มีส่วนอย่างมากต่อ

พัฒนาการของตลาดทุนไทย นอกจากจะเป็นการวางระบบการกำกับดูแลตลาดที่ให้ความเชื่อมั่นแก่ผู้ร่วมตลาดแล้ว ยังเปิดโอกาสให้พัฒนาการทางการเงินใหม่ๆ สามารถคืบหน้าไปได้อย่างรวดเร็ว อาทิ พัฒนาการตราสารการเงิน เครื่องมือการเงิน และองค์กรในตลาดการเงิน

หากพิจารณาสถานะตลาดทุนไทยในปัจจุบัน พบว่ายังมีปัญหาที่ควรได้รับการดูแลอย่างใกล้ชิดหลายประการ เช่น จำนวนนักลงทุนสถาบันยังคงมีจำกัด ฐานนักลงทุนรายย่อยมีจำนวนน้อย ผลิตภัณฑ์ทางการเงินยังขาดความหลากหลาย สภาพคล่องของตลาดยังอยู่ในเกณฑ์ต่ำ ตลาดไม่สะท้อนถึงความเป็นจริง ต้นทุนการทำธุรกรรมสูง และการบังคับใช้กฎหมายยังขาดประสิทธิภาพ เป็นต้น ปัญหาเหล่านี้มีผลทำให้ในภาพรวมตลาดทุนไทยมีพัฒนาการล่าช้าเมื่อเทียบกับหลายประเทศในภูมิภาคเดียวกัน โดยขนาดของตลาดตราสารทุนเมื่อเทียบกับค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) อยู่เพียง 81% และจำนวนบริษัทจดทะเบียนใหม่มีน้อยลงเป็นลำดับ (เทียนทิพ สุพานิช, 2554)

ตลาดตราสารทุนได้รับการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง โดยในระยะเริ่มแรกของการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการแก้ไขปัญหา และข้อจำกัดในการดำเนินงาน ตลอดจนวางพื้นฐานการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การพัฒนาต่อมาระยะหลังจะเป็นการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเข้าสู่ความเป็นสากลทั้งด้านกฎระเบียบ ระบบการซื้อขาย การเปิดเผยข้อมูลที่ทำให้ความเป็นธรรมกับผู้ลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเพิ่มจำนวนอุปทาน คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จนมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) ใกล้เคียงกับสินเชื่อในระบบธนาคารพาณิชย์ในตลาดเงิน การที่มีสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการมีสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์คอยดูแลพัฒนาการออกตราสารในตลาดแรกได้ช่วยให้การกระจายหุ้นในตลาดแรกขยายตัวเพิ่มมากขึ้น (กองกรรมาธิการสำนักงานเลขานุการวุฒิสภา, 2539)

ระบบเศรษฐกิจ ระบบการเงินถือเป็นกลไกสำคัญอย่างยิ่งในการจัดสรรทรัพยากรระหว่างภาคเศรษฐกิจจากผู้ที่มีเงินออมไปยังผู้ที่ต้องการเงินทุน ซึ่งก่อให้เกิดการลงทุน การผลิต และการจ้างงาน ซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญที่ทำให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศเจริญเติบโต และมีเสถียรภาพ โดยดูจากค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ต่อปี ใน พ.ศ. 2551 เท่ากับร้อยละ 2.5 พ.ศ. 2552 ร้อยละ 2.3 พ.ศ. 2553 ร้อยละ 7.8 พ.ศ. 2554 ร้อยละ 0.1 และใน พ.ศ. 2555 เท่ากับร้อยละ 6.4

รวมทั้งระบบสถาบันการเงินที่มีความมั่นคง และมีประสิทธิภาพเป็นส่วนช่วยส่งเสริมบทบาทหน้าที่ของระบบการเงินให้สามารถดำเนินไปได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น นอกจากนี้ยังช่วยเกื้อหนุนให้ระบบเศรษฐกิจขยายตัวได้อย่างยั่งยืน และมีเสถียรภาพมากขึ้นด้วย ทั้งนี้ระบบการเงินของไทยประกอบไปด้วยตลาดเงิน และตลาดทุน ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการเอื้ออำนวยความสะดวกให้กับผู้ต้องการเงินทุน (กิจการ) และผู้มีเงินออม (ผู้ลงทุน) มาพบกันเพื่อเป็นการจัดหาเงินทุน โดยใช้สินทรัพย์ทางการเงินต่างๆ เป็นเครื่องมือเพื่อเพิ่มช่องทางการจัดหาเงินทุนของกิจการให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้น และเป็นการเพิ่มทางเลือกใหม่ในการลงทุนสำหรับนักลงทุน เช่น หุ้นสามัญ ตัวเงินคลัง ตราสารหนี้ เป็นต้น (สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจ และสังคมแห่งชาติ, 2556)

ปัจจุบันเศรษฐกิจไทยได้เปลี่ยนแปลงไปเป็นระบบการค้าเสรี หรือที่เรียกว่ายุคโลกาภิวัตน์ ทำให้ตลาดการเงินของไทยต้องมีการพัฒนาไปอย่างรวดเร็ว และด้วยการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยต่างๆ ที่ส่งผลทำให้ระบบเศรษฐกิจ และตลาดการเงินโลกในปัจจุบันมีความผันผวนกว่าในอดีตมาก ซึ่งส่งผลกระทบต่อนักลงทุนที่ต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่มากขึ้นในการลงทุน ดังนั้นจึงเป็นเหตุให้ตลาดการเงินของไทยต้องมีการพัฒนาตราสารทางการเงินชนิดใหม่ๆ เช่น การลงทุนในพันธบัตร กองทุนรวม และตราสารอนุพันธ์ เป็นต้น เพื่อเป็นการตอบสนองต่อความต้องการของนักลงทุนให้มากขึ้น โดยที่นักลงทุนนั้นมีเป้าหมาย และวัตถุประสงค์ในการลงทุนคือต้องการผลตอบแทนมากที่สุด ซึ่งจะขึ้นอยู่กับการบริหารจัดการความเสี่ยงในการลงทุนนั้นๆ ให้มีความเสี่ยงต่ำที่สุดเช่นกัน การบริหารจัดการความเสี่ยงจึงนับเป็นหัวใจสำคัญของการลงทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนให้มากที่สุด ดังนั้นการลงทุนในตราสารอนุพันธ์จึงทางเลือกหนึ่งของนักลงทุนที่ช่วยในการบริหารจัดการความเสี่ยง ทำให้นักลงทุนสามารถยอมรับความเสี่ยงนั้นได้ และเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนมากที่สุดเช่นกัน

ตราสารอนุพันธ์ (Derivatives) เป็นตราสารทางการเงินประเภทหนึ่ง ซึ่งใช้ซื้อขายกันในตลาดการเงินในปัจจุบัน ตราสารประเภทนี้มีวิวัฒนาการมาแล้วหลายศตวรรษ แต่นักลงทุนทั่วไปยังไม่คุ้นเคยกับวิธีการ โดยเฉพาะเมื่อนำมาปรับใช้กับสินทรัพย์ทางการเงิน (Financial Assets) ถึงแม้ตลาดตราสารอนุพันธ์จะมีเครื่องมือทางการเงินที่เป็นผลิตภัณฑ์อนุพันธ์ อาทิ ใบบสำคัญแสดงสิทธิ และสัญญาอนุพันธ์ที่ใช้บริหารความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน อาทิ สัญญาการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Swaps) แต่ยังไม่มีการจัดตั้งศูนย์กลาง (Exchange) สำหรับการซื้อขายสัญญาหรือตราสารอนุพันธ์ (ยกเว้นใบบสำคัญแสดงสิทธิที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

และยังไม่มีกฎระเบียบหรือกฎหมายที่ออกมารองรับอนุพันธ์โดยเฉพาะ แม้จะมีกฎระเบียบที่ดูแลการทำธุรกรรมทางการเงินของสถาบันการเงิน อย่างไรก็ตาม กระแสโลกาภิวัตน์ร่วมกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ ทำให้เครื่องมืออนุพันธ์มีความสำคัญมากขึ้นเพื่อใช้ในการบริหารความเสี่ยง และเป็นองค์ประกอบที่สำคัญต่อระบบการเงิน (กองกรรมาธิการสำนักงานเลขานุการวุฒิสภา, 2539)

ตราสารอนุพันธ์สร้าง และออกแบบมาเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการบริหาร และป้องกันความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารทางการเงินอื่นที่เกี่ยวข้องกัน (Underlying Assets) โดยปกติแล้วการซื้อขายตราสารทางการเงิน เช่น หุ้นกู้ หุ้นสามัญ นั้น ผู้ขาย (Issuers) ซึ่งเป็นผู้ที่ต้องการเงินทุนจะเป็นผู้ออกตราสารมาขายให้แก่ผู้ซื้อ (Investors) ซึ่งเป็นผู้มีเงินทุนเหลือ ผู้ซื้อยอมลงทุนในตราสารอนุพันธ์ทางการเงินเพราะต้องการอัตราผลตอบแทนที่ดีโดยหลักแล้วจะมาจากดอกเบี้ย หรือเงินปันผล และกำไรส่วนเกินจากราคาเมื่อซื้อ และเมื่อขายตราสารนั้น (Capital Gain) อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนที่ผู้ซื้อต้องการนั้นจะเกิดขึ้นในอนาคตซึ่งมีความไม่แน่นอน ทั้งจากผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกตราสารนั้นมาขาย และจากปัจจัยภายนอก เช่น ภาวะเศรษฐกิจ อุตสาหกรรม เป็นต้น การเปลี่ยนแปลงต่างๆ ของปัจจัยเหล่านี้ทำให้เกิดความผันผวนของราคาตราสารทางการเงิน ซึ่งส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารนั้น ซึ่งเป็นสถานะที่เรียกว่าเกิดความเสี่ยงจากการลงทุนขึ้น ดังนั้นนักการเงินจึงได้สร้างตราสารอนุพันธ์ขึ้นเพื่อใช้บริหาร และป้องกันความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารทางการเงิน ซึ่งนับว่าเป็นประโยชน์อย่างยิ่งในสถานะที่สภาพเศรษฐกิจ และตลาดการเงินทั่วโลกมีปัจจัยต่างๆ เข้ามาเกี่ยวข้องมาก และก่อให้เกิดความผันผวนกว่าในอดีตเป็นอย่างมาก (กองกรรมาธิการสำนักงานเลขานุการวุฒิสภา, 2539)

สำหรับในประเทศไทย ตลาดตราสารอนุพันธ์ของไทย เริ่มเปิดเมื่อวันที่ 1 ธันวาคม พ.ศ. 2549 ในรัฐบาลพลเอกสุรยุทธ์ จุลานนท์ ด้วยการซื้อขายดัชนีตลาดหุ้น TFEX (Futures & Options) รัฐบาลนายสมัคร สุนทรเวช-รัฐบาลนายสมชาย วงศ์สวัสดิ์ เปิดตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า (AFET) ตราสารอนุพันธ์ (Derivatives) เข้ามามีบทบาทในภาคธุรกิจของประเทศมากขึ้น และมีแนวโน้มที่จะมีตราสารอนุพันธ์ชนิดใหม่ๆ เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ตราสารอนุพันธ์ที่ประเทศไทยมีมาก่อนข้างยาวนานกว่าตราสารอนุพันธ์ชนิดอื่นๆ คือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศ (Foreign Currencies Exchange Forward Contract) ซึ่งมักนิยมใช้สำหรับผู้ที่เกี่ยวข้องกับเงินตราต่างประเทศ ทั้งผู้ส่งออกสินค้า และผู้นำเข้าสินค้า สัญญาดังกล่าวจะเป็นการทำสัญญาระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่มีการรับบริการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับผู้นำเข้าหรือผู้ส่งออกซึ่งจะมีรายได้หรือรายจ่ายเป็น

เงินตราต่างประเทศ ดังนั้นการทำสัญญาดังกล่าวจะทำให้ผู้ที่จะมีรายได้หรือรายจ่ายที่เป็นเงินตราต่างประเทศได้ทราบว่าจะอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นในอนาคตจะเป็นอย่างไร การทำสัญญาดังกล่าวจะทำให้ทั้งผู้ส่งออกและผู้นำเข้าสามารถประเมินถึงรายได้ และรายจ่ายที่เป็นจำนวนเงินสกุลบาทได้ชัดเจนยิ่งขึ้น จะทำให้ความเสี่ยงจากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนลดลง ตราสารอนุพันธ์ประเภทอื่นๆ ที่มีในประเทศไทยในขณะนี้ก็อีกประเภทหนึ่ง คือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures Contract) สินค้าเกษตร ในตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (AFET) เป็นสัญญาที่ตกลงซื้อขายสินค้าเกษตร เช่น มันสำปะหลังเส้น แป้งมันสำปะหลังชั้นพิเศษ ข้าวขาว 5% ยางแผ่นรมควันชั้น 3 ยางแท่ง STR20 และน้ำยางข้น ซึ่งการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรนี้จะช่วยให้ทั้งผู้ผลิตและผู้ซื้อสินค้าเกษตรดังกล่าวเป็นวัตถุประสงค์ในการผลิตสินค้าอื่นๆ สามารถกำหนดราคาซื้อขายล่วงหน้าได้ การทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเป็นการประกันว่าสินค้าเกษตรดังกล่าวเมื่อผลิตออกมาแล้ว ผู้ขายสินค้าเกษตรจะสามารถขายได้ราคาตามที่ต้องการ และจะผลิตสินค้าออกมาตามความต้องการใช้ของตลาด ไม่มีสินค้าล้นตลาด ส่วนด้านของผู้ซื้อก็สามารถมั่นใจได้ว่าราคาวัตถุดิบที่ต้องการซื้อนั้นจะเป็นไปตามที่ตกลงกันไว้ ไม่เกิดความผันผวนของราคาสินค้าเกษตร ตราสารอนุพันธ์อีกประเภทที่เกิดขึ้นในประเทศไทยมาไม่นานมานี้ก็คือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหลักทรัพย์ SET 50 (SET50 Index Futures) ซึ่งดำเนินการซื้อขายที่ตลาดอนุพันธ์ ซึ่งบริหารจัดการโดย บริษัท ตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TFEX) เป็นบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดที่ทำหน้าที่ซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหลักทรัพย์ SET 50 ของประเทศไทย เป็นการใช้อนุสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเข้ามาในการป้องกันความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยที่นักลงทุนจะสามารถเลือกลงทุนตามปกติในตลาดหลักทรัพย์ และเลือกลงทุนใน SET 50 Index Futures เพิ่มเติม เพื่อเป็นการป้องกันไม่ให้เกิดการขาดทุนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ หากราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ไม่ต้องการให้เป็น เช่น หากนักลงทุนเลือกลงทุนอยู่ในหลักทรัพย์หลายชนิด แต่กลัวว่าราคาของหลักทรัพย์เหล่านั้นจะมีราคาที่ลดลงทำให้เกิดการขาดทุนจากการลงทุน นักลงทุนดังกล่าวก็สามารถที่จะเข้ามาลงทุนใน SET 50 Index Futures ได้ เพื่อเป็นการป้องกันในกรณีที่ราคาหลักทรัพย์ลดลง ผู้ลงทุนก็จะขาดทุนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ แต่จะได้กำไรจากการลงทุนใน SET 50 Index Futures มาทดแทน

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาตราสารอนุพันธ์ (Derivatives) ได้ทวีความสำคัญต่อตลาดการเงินของไทย และตลาดการเงินโลกมากขึ้นอย่างรวดเร็ว เพราะตราสารอนุพันธ์เปรียบเสมือนนวัตกรรมทางการเงินรูปแบบใหม่ที่ได้มีการปรับเปลี่ยนวิธีการบริหารความเสี่ยง และการเก็งกำไรในการลงทุนจากรูปแบบเดิมให้มีประสิทธิภาพ และมีความคล่องตัวสูงขึ้น ทำให้ในปัจจุบันนักลงทุนส่วน

ใหญ่มีความต้องการใช้ประโยชน์จากตราสารอนุพันธ์เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ เพื่อเป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงต่างๆ จากการลงทุน และเป็นเครื่องมือการเก็งกำไรในตลาดอนุพันธ์ได้ทั้งทิศทางเพิ่มขึ้นและทิศทางลดลง เป็นเหตุให้ SET50 Index Futures จึงเป็นที่นิยม และเป็นสิ่งที่จูงใจให้นักลงทุนมีความต้องการลงทุนใน SET50 Index Futures เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ อย่างต่อเนื่อง โดยดูได้จากสถิติข้อมูลปริมาณการซื้อขายใน พ.ศ. 2551 เท่ากับ 839.185 พันล้านบาท พ.ศ. 2552 เท่ากับ 890.123 พันล้านบาท พ.ศ. 2553 เท่ากับ 1,092.637 พันล้านบาท พ.ศ. 2554 เท่ากับ 972.685 พันล้านบาท และใน พ.ศ. 2555 เท่ากับ 1,295.612 พันล้านบาท จากข้อมูลในอดีตจนถึงปัจจุบันของ SET50 Index Futures ในตลาดอนุพันธ์ แสดงให้เห็นว่า SET50 Index Futures มีความสำคัญมากขึ้นต่อนักลงทุน ดังนั้น นักลงทุนที่ต้องการซื้อหรือขาย SET50 Index Futures ต้องสามารถคาดการณ์ราคาขึ้นลงของ SET50 Index ได้ เพื่อเป็นประโยชน์ในการวางแผน และวางกลยุทธ์ในการลงทุนใน SET50 Index Futures ซึ่งการเปลี่ยนแปลงราคาของ SET50 Index นั้น มีผลกระทบมาจากปัจจัยทางเศรษฐกิจทั้งในประเทศและต่างประเทศ ที่เป็นตัวกระตุ้นที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคา SET50 Index Futures อย่างมาก

ที่ผ่านมาแม้ว่าตลาดทุนไทยได้รับการพัฒนาให้มีความก้าวหน้า และมีบทบาทสำคัญ ในการจัดสรรทรัพยากรทางการเงิน เป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญของประเทศ แต่ยังมีปัญหา และอุปสรรคที่สำคัญอีกหลายประการที่ทำให้การพัฒนาในบางด้านยังต้องการการแก้ไข ปัญหา และอุปสรรคต่างๆ หากได้รับการพัฒนาอย่างจริงจังจะทำให้ตลาดทุนทำหน้าที่ในการจัดสรรทรัพยากรทางการเงินสู่ภาคเศรษฐกิจต่างๆ และพัฒนาประเทศไทยให้เป็นศูนย์กลางการเงินในภูมิภาคนี้

แม้ปัญหา และอุปสรรคในตลาดตราสารทุน ทั้งข้อจำกัด และปัญหาพื้นฐานของตลาดจะได้รับการแก้ไขระดับหนึ่งแล้ว แต่ปัญหาที่ยังคงมีอยู่ส่วนใหญ่จะเป็นเรื่องของปัญหาการขาดแคลนโครงสร้าง การขาดประสิทธิภาพ และความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในขณะที่ตลาดตราสารหนี้ได้รับการพัฒนาอย่างจริงจังเมื่อ 2-3 ปีที่ผ่านมา แต่ก็มีแนวโน้มศักยภาพในการเป็นตลาดที่ช่วยในการระดมทุน เป็นทางเลือกใหม่ให้แก่นักลงทุน และผู้ออมที่สำคัญอีกตลาดหนึ่งในอนาคตของตลาดทุนไทย ปัญหาส่วนใหญ่ของตลาดตราสารหนี้จะเป็นเรื่องโครงสร้างพื้นฐาน ปัญหากฎหมาย ปัญหาอุปทาน และปัญหาความรู้ความเข้าใจ สำหรับตลาดตราสารอนุพันธ์ซึ่งจะเป็นตลาดที่ช่วยในการบริหารความเสี่ยง และเสริมสร้างสภาพคล่องให้แก่ตลาดทุนนั้น มีแนวโน้มจะได้รับความนิยมอย่างกว้างขวางขึ้นแต่ยังไม่ได้รับการพัฒนาอย่างจริงจัง ปัญหา

สำคัญคือ การขาดความรู้ความเข้าใจ และการขาดกฎหมายรองรับ ดังนั้น ทางกรจำเป็นต้องกำหนดแนวทางในการแก้ไขปัญหา และอุปสรรคของตลาด เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุนไทยรวมทั้งตลาดอนุพันธ์ให้เป็นแหล่งที่จัดสรรทรัพยากรทางการเงิน แหล่งระดมทุน และให้บริการทางการเงินอย่างเพียงพอ และรองรับการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ

แม้ตลาดตราสารทุนจะได้รับการพัฒนาไปอย่างมากในช่วง 20 ปี ที่ผ่านมา โดยทางการได้มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญ โดยเฉพาะในการสร้างกฎระเบียบ และสนับสนุนการจัดตั้งองค์กรที่จำเป็นในตลาด ประกอบกับผู้มีส่วนร่วมในตลาดทั้งผู้ประกอบการหลักทรัพย์ ธุรกิจที่ต้องระดมทุน นักลงทุนที่เป็นประชาชนทั่วไป และนักลงทุนต่างชาติ รวมทั้งบุคลากรในภาครัฐที่เกี่ยวข้องกับระบบการเงินซึ่งต่างก็ให้ความสนใจกับตลาด มีความรู้ความเข้าใจสูงอย่างมาก อย่างไรก็ตาม ภาระบวการพัฒนาที่ยังต้องดำเนินไปตามขั้นตอนธรรมชาติของกลไกตลาด และในช่วงเวลาที่เหมาะสม และสอดคล้องกับสภาพพื้นฐานที่เป็นอยู่ เพื่อให้การปรับตัวเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพมีระเบียบ และก้าวไปได้อย่างยั่งยืน จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องมีการเรียนรู้ที่เหมาะสม โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อพิจารณาว่าตลาดที่ถูกกำหนดโดยข้อมูล (Information Driven Market)

การประเมินสถานการณ์การพัฒนาระดับการพัฒนา และปัญหาในตลาดสามารถพิจารณาจาก 2 ประเด็นหลัก คือ ประสิทธิภาพ และเสถียรภาพ ซึ่งมีความเกี่ยวข้องซึ่งกัน และกัน ทั้งนี้ ประเด็นเสถียรภาพมักจะได้รับความสนใจมากเนื่องจากสภาพของตลาดไทยที่ยังเป็นตลาดเกิดใหม่ ที่มีลักษณะผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงสูง เมื่อเทียบกับตลาดที่พัฒนามาเป็นเวลานาน โดยตลาดมีความผันผวนในระดับสูงแม้เมื่อเทียบกับตลาดเกิดใหม่อื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียอาคเนย์ สาเหตุสำคัญมาจากตลาดขาดความลึก และขนาดของตลาดค่อนข้างเล็กเมื่อเทียบกับเงินของนักลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ประกอบกับพฤติกรรมกรรมการลงทุนยังมีลักษณะเก็งกำไรระยะสั้น โดยในขณะที่ยังขาดเครื่องมือบริหารความเสี่ยง

ในด้านประสิทธิภาพของตลาดนั้นสามารถพิจารณาได้จากประสิทธิภาพ และความสามารถของผู้ร่วมตลาดในการใช้ข้อมูลวิเคราะห์ และตัดสินใจในการลงทุน ซึ่งมาตรการของทางการ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีส่วนสำคัญในการยกระดับคุณภาพของข้อมูลในตลาดแต่ความสามารถในการนำข้อมูลไปวิเคราะห์นั้นยังมีขีดจำกัด เพราะเป็นกระบวนการที่มีการประหยัดต่อขนาด (Economy of Scale) ดังนั้นจึงควรสนับสนุนให้มีการลงทุนผ่านผู้ลงทุนประเภทสถาบัน ซึ่ง



เป็นขั้นตอนที่มีอุปสรรคมากแต่ทางการสามารถแก้ไขได้ นอกจากนี้ กลุ่มผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ยังขาดบุคลากรที่มีคุณภาพเหมาะสม ดังนั้นจึง ควรเร่งยกระดับระบบการคัดเลือกบุคลากรให้เป็นมาตรฐานสากล มีระดับกำกับดูแลคุณภาพ และจริยธรรมในกลุ่มวิชาชีพ และควรมีมาตรการส่งเสริมให้เกิดการถ่ายทอดเทคโนโลยีจากชาวต่างชาติที่เข้ามามีส่วนร่วมในการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ และควรปรับปรุงการแข่งขัน โดยเฉพาะในด้านการกำหนดราคาค่าบริการ

จากที่กล่าวมาผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษา และชี้ประเด็นแนวทางที่สำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ไทยเพื่อพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ไทยในระยะต่อไป ทั้งนี้ การศึกษาประกอบด้วย 2 ส่วนหลักคือ (1) การเติบโตของตลาดตราสารอนุพันธ์ไทยในช่วงที่ผ่านมา เพื่อเข้าใจถึงสถานะ และระดับการพัฒนาของตลาดตราสารอนุพันธ์ไทยในปัจจุบัน และ (2) แนวทางที่สำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ไทยที่ควรเร่งแก้ไข ทั้งนี้หากผู้ร่วมตลาดทุนทุกภาคส่วนเข้าใจถึงแนวทางที่สำคัญ และร่วมกันแก้ไขอย่างเป็นองค์รวม จะทำให้ตลาดตราสารอนุพันธ์ไทยสามารถเติบโตได้อย่างแข็งแกร่ง และก้าวกระโดด และท้ายที่สุดจะเป็นเครื่องมือสำคัญที่ช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศได้ ดังนั้นการศึกษาค้นคว้าจึงต้องการเน้นชี้ประเด็นเชิงลึกเกี่ยวกับแนวทางที่สำคัญที่ควรเร่งแก้ไข โดยพิจารณาจากตัวอย่างแนวปฏิบัติในต่างประเทศ และศึกษาในเชิงลึกต่อตลาดตราสารอนุพันธ์ไทย เพื่อปรับใช้ให้เหมาะสมกับสถานการณ์ของตลาดตราสารอนุพันธ์ไทย

## 1.2 คำถามการวิจัย

- 1.2.1. ปัจจัยด้านตราสารอนุพันธ์ใดบ้างที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย
- 1.2.2. โครงสร้างตลาดตราสารอนุพันธ์มีความสำคัญในการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทยอย่างไร
- 1.2.3. แนวทางการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทยควรเป็นอย่างไร

## 1.3 วัตถุประสงค์

- 1.3.1 เพื่อศึกษาปัจจัยภายใน และปัจจัยภายนอกที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย
- 1.3.2 เพื่อศึกษาความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนไทย
- 1.3.3 เพื่อศึกษาแนวทางการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย

## 1.4 ขอบเขตงานวิจัย

การวิจัย บทบาทตราสารอนุพันธ์กับการพัฒนาตลาดทุนไทยแบ่งขอบเขตที่พิจารณาเป็น 4 ขอบเขต ประกอบด้วย

### 1.4.1 ขอบเขตด้านเนื้อหา

บททวน วรรณกรรม และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในประเด็น

- 1) บทบาทของตราสารอนุพันธ์มีต่อการพัฒนาตลาดทุนไทย
- 2) ปัจจัยที่มีผลต่อการพัฒนาตราสารอนุพันธ์ของประเทศไทย

### 1.4.2 ขอบเขตด้านประชากรกลุ่มเป้าหมาย

บุคคลากรที่เกี่ยวข้องกับบุคคลากรที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน โดยครอบคลุมทั้งด้านนโยบาย ด้านการกำกับดูแล และด้านนักลงทุน

### 1.4.3 ขอบเขตด้านวิธีการศึกษา

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงคุณภาพ ดังนั้นผู้วิจัยจึงใช้วิธีการศึกษาโดยแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ การวิจัยเอกสาร (Documentary Research) ที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน โดยครอบคลุมทั้งด้านนโยบาย ด้านการกำกับดูแล และด้านนักลงทุน และการสัมภาษณ์เชิงลึก (In-Depth Interview) จากบุคคลากรที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน โดยครอบคลุมทั้งด้านนโยบาย ด้านการกำกับดูแล และด้านนักลงทุน

### 1.4.4 ขอบเขตด้านเวลา

ผู้วิจัยศึกษาความคิดเห็น และเก็บข้อมูลของกลุ่มเป้าหมายระหว่างเดือนพฤศจิกายน 2556 ถึงเดือนมกราคม พ.ศ. 2557

## 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.5.1 ทำให้ทราบถึงบทบาทสำคัญของตราสารอนุพันธ์ต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศ

1.5.2 ทำให้ทราบถึงปัญหาอุปสรรค และสาเหตุของความเสี่ยงในระบบของตลาดทุนในประเทศ

1.5.3 เพื่อเป็นข้อมูลในการนำไปวางแผน และปรับใช้กำหนด นโยบายด้านการพัฒนาตลาดทุนไทยในอนาคต

1.5.4 ทำให้ทราบถึงแนวทางการพัฒนาตลาดทุนมีส่วนสำคัญที่สนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจอย่างมีประสิทธิภาพ

## 1.6 คำนิยามศัพท์เฉพาะ

ตราสารอนุพันธ์ (Derivative) หมายถึง สัญญาทางการเงินระหว่างบุคคลตั้งแต่ 2 ฝ่ายขึ้นไป เพื่อตกลงกันที่จะซื้อขายสินทรัพย์อ้างอิง (Underlying Assets) ในปัจจุบันแต่จะทำการส่งมอบ และชำระราคากันในอนาคต

สินทรัพย์อ้างอิง (Underlying Assets) หมายถึง หุ้นสามัญหุ้นกู้ดัชนี ราคาหลักทรัพย์อัตราเงินเพื่ออัตราดอกเบี้ยอัตราแลกเปลี่ยน

สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures & Forward Contract) หมายถึง สัญญาซึ่งทำการตกลงกันระหว่างบุคคลหรือสถาบัน 2 ฝ่ายโดยมีฝ่ายของผู้ซื้อ และฝ่ายของผู้ขายทำการตกลงกันในสัญญาว่าจะมีการซื้อขายสินทรัพย์ ในอนาคตโดยทั้งผู้ซื้อ และผู้ขายจะมีภาระผูกพันที่จะต้องทำตามสัญญาที่กำหนดไว้

ออปชั่น (Option) หมายถึง สัญญาที่มีลักษณะคล้ายกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในประเภทแรกแต่แตกต่างกันที่สัญญาประเภท ออปชั่นเป็นสัญญาที่ให้สิทธิแก่ผู้ที่ทำการซื้อสัญญา ออปชั่นว่าจะมีสิทธิในการซื้อหรือขายสินทรัพย์ใด ๆ ตามสัญญา ดังนั้นสิทธิของการทำตามสัญญานั้นจะเป็นของฝ่ายผู้ซื้อสัญญาซื้อหรือขายล่วงหน้าสิทธินั้นขึ้นอยู่กับว่าสัญญาเป็นการซื้อหรือขาย สำหรับฝ่ายผู้ขายเป็นฝ่ายที่ไม่มีสิทธิเลือกใดๆ เพราะฝ่ายขายเป็นผู้ที่เขียนสัญญาขึ้นมาขาย และเป็นผู้ที่ได้รับค่าสัญญาไปตั้งแต่ต้น จึงไม่มีสิทธิในการเลือกใด ๆ

สัญญาสวอป (Swap) หมายถึง สัญญาที่มีการแลกเปลี่ยนกระแสเงินสดที่จะเกิดขึ้นในอนาคตระหว่างคู่สัญญา หรือเป็นสัญญาที่มีการแลกเปลี่ยนภาระการลงทุน หรือภาระดอกเบี้ยของคู่สัญญา

ตลาดที่เป็นทางการ (Organized and Centralized Exchange) หมายถึง สถานที่ที่อำนวยความสะดวกในการซื้อขาย Futures และ Options เป็นหลัก

ตลาด OTC (Over The Counter) หมายถึง สถานที่ซึ่งผู้ซื้อ และผู้ขายทำการตกลงเจรจาซื้อขายตราสารกันเองโดยไม่ต้องผ่านตลาดที่ตั้งขึ้นเป็นสื่อกลาง

ตลาดทุน (CAPITAL Market) หมายถึง ตลาดการเงินที่เป็นแหล่งกลางที่เชื่อมโยงโดยตรงระหว่างผู้ออมซึ่งต้องการนำเงินกู้ยืมหรือลงทุนระยะยาว และผู้ลงทุนซึ่งแสวงหาเงินทุนระยะยาวเพื่อนำไปใช้ในการก่อตั้งกิจการหรือเพื่อขยายกิจการ

ตลาดแรก (Primary Market) หมายถึง แหล่งเงินทุนอันดับแรกที่กิจการสามารถระดมทุนได้ จากบรรดาผู้ถือหุ้นของกิจการ ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้นเดิมหรือผู้ถือหุ้นใหม่หลังการทำ Public Offering ก่อนที่จะนำหุ้นนั้น เข้าจดทะเบียนซื้อขายในตลาดรอง

ตลาดรอง (Secondary Market) หมายถึง แหล่งเงินทุนอันดับรอง ที่กิจการสามารถระดมทุนได้จากผู้ลงทุนทั่วไป หลังจากกิจการนั้นนำตราสารของตนเข้าทะเบียนซื้อขายเพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถเปลี่ยนมือเมื่อมีความจำเป็นต้องใช้เงิน

ตลาดตราสารทุน (Stock Market หรือ Equity Market) หมายถึง ตลาดตราสารทุนทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางซื้อขายตราสารทุน เช่น หุ้น หุ้นบริมสิทธิ์ หน่วยลงทุนตราสารทุน

ตลาดตราสารหนี้ (Bond Market หรือ Debt Market) หมายถึง สถานที่ที่ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางซื้อขายตราสารหนี้ เช่น พันธบัตรรัฐบาล/รัฐวิสาหกิจ หุ้นกู้ และตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ

ตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดที่หลักทรัพย์มีราคายุติธรรมเพราะข้อมูลข่าวสารการลงทุนชัดเจน และแพร่กระจายไปยังผู้ลงทุนอย่างรวดเร็ว และทั่วถึงกัน จนไม่เกิดมี Overpriced หรือ Underpriced

ตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Inefficient Market) หมายถึง ตลาดที่ข้อมูลข่าวสารการลงทุนแพร่กระจายไม่ทั่วถึงกัน ราคาหลักทรัพย์จึงเป็นได้ทั้ง Overpriced หรือ Underpriced

Purchasing Power Risk หมายถึง ความเสี่ยงต่อการมีอำนาจซื้อลดลงในอนาคตหากภาวะเงินเฟ้อสูงขึ้นส่วนใหญ่จะเกิดกับการลงทุนระยะยาวที่มีอัตราผลตอบแทนคงที่ (Fixed rate of return) เช่น การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว 30 ปี

Political (Country) Risk หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากสถานการณ์การเมืองของประเทศ เช่น การสงครามแย่งชิงอำนาจการปรับเปลี่ยนคณะรัฐบาลซึ่งอาจนำมาซึ่งการเปลี่ยนแปลงนโยบายเศรษฐกิจการเงิน การคลังของประเทศ ซึ่งจะมีผลกระทบต่อการลงทุน ไม่ว่าจะเป็นบวกรหรือลบ Pervasive Risk ความเสี่ยงที่กระจายทั่วถึงกัน ไม่มีผู้ใดหลบพ้นได้ Currency (Exchange) Risk คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรามักจะเกิดขึ้นกับกรณีของการลงทุนข้ามชาติ และมีการนำเงินสกุลอื่น เข้าไปหรือออกจากการลงทุนในประเทศหนึ่งๆ หากอัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวนการลงทุนจากต่างประเทศก็มักจะหยุดชะงักลง

Interest Rate Risk หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเพราะมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทน (Yield) ของตราสารหนี้ที่ซื้อขายในตลาดรองในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นยังทำให้ต้นทุนในการผลิตของผู้ประกอบการสูงขึ้น และกำไรลดลงในระยะสั้น ส่งผลกระทบถึงกำไร

Market (Price) Risk หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของสภาวะการณ์ลงทุนต่างๆที่ปัจจัยพื้นฐานไม่เปลี่ยนแปลงส่วนใหญ่จะเห็นได้ชัดในกรณีของตลาดหุ้นเช่นการรับอิทธิพล

(Sentiment) จากการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในตลาดหลักของโลก Unsystematic Risk: ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนสามารถลดได้ โดยการกระจายการลงทุน

Credit (Company) Risk หมายถึง ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับตัวบริษัทเอง ที่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการจัดการ การแข่งขันในเชิงตลาดความสามารถในการทำกำไรหรือความสามารถในการชำระหนี้รวมถึงความเสียหายโดยภัยพิบัติ การถูกฟ้องร้องดำเนินคดี

Warrant คือ ใบสำคัญแสดงสิทธิในการจะซื้อหุ้นสามัญ (ส่วนมากเรียกว่าหุ้นลูก) มีอายุการใช้สิทธิ เช่น อาจจะทุกๆ 3 เดือน และหมดอายุภายใน 3 ปี ถ้าไม่ใช้สิทธิก็จะกลายเป็นกระดาษไม่มีค่าไปในที่สุด

Warrant แต่ละตัวจะกำหนดราคาใช้สิทธิบวกกับวันที่ใช้สิทธิเอาไว้ พอถึงวันใช้สิทธิก็จ่ายเงินเท่ากับราคาที่ใช้สิทธิคูณจำนวน WARRANT แล้วก็ได้เป็นหุ้นสามัญมา ซึ่งจะได้หุ้นสามัญมากี่หุ้นก็ดูว่าเขากำหนดอัตราส่วนระหว่าง 1 WARRANT ต่อ จำนวนหุ้นสามัญไว้เท่าไร โดยทั่วไปมักเป็น 1 ต่อ 1 ถ้าได้รับแจก WARRANT มา แล้วใช้สิทธิแปลงสภาพ ใ้ไรก็จะได้จาก (ราคาหุ้นสามัญในขณะนั้น - ราคาที่ใช้สิทธิ) คูณกับจำนวนหุ้นที่แปลงมา

Derivative Warrant (DW) หมายถึง ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ ซึ่งเป็นตราสารอนุพันธ์ที่ผู้ออกให้สิทธิแก่ผู้ซื้อในการซื้อหลักทรัพย์อ้างอิงในอนาคต ในราคา จำนวน และเวลาที่กำหนด โดยผู้ออก DW จะต้อง ไม่ใช่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อ้างอิง นอกจากนี้ DW มีลักษณะที่คล้ายกับ Warrant ตรงที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เหมือนกัน แต่แตกต่างกันที่ผู้ออก

การยืม และให้ยืมหลักทรัพย์ (Securities Borrowing and Lending : SBL) คือ การทำสัญญายืมระหว่างผู้ยืม (Borrower) ฝ่ายหนึ่งกับผู้ให้ยืม (Lender) อีกฝ่ายหนึ่ง โดยผู้ให้ยืมตกลงโอนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ยืม ณ วันที่ตกลง และผู้ยืมตกลงว่าจะโอนหลักทรัพย์ที่ยืมคืนให้กับผู้ให้ยืมเมื่อถึงวันครบกำหนดสัญญา และเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการที่ผู้ยืมไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์คืนได้ ผู้ยืมจึงตกลงโอนทรัพย์สินในคราวเดียวกัน เพื่อวางเป็นประกัน (Collateral) ให้กับผู้ให้ยืม ซึ่งอาจเป็นได้ทั้งเงินสดหรือหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ตามที่คู่สัญญาได้ตกลงกัน โดยผู้ให้ยืมจะคืนทรัพย์สินที่วางเป็นประกันเมื่อได้รับหลักทรัพย์ที่ยืมคืนจากผู้ยืม ณ วันครบกำหนดสัญญา ทั้งนี้เมื่อถึงวันครบกำหนดสัญญาผู้ยืมจะต้องโอนหลักทรัพย์ที่ยืมคืนแก่ผู้ให้ยืมพร้อมทั้งจ่ายค่าธรรมเนียมการยืม (Borrowing Fee) ในอัตราที่ได้ตกลงกันไว้ตั้งแต่วันที่ทำสัญญาในขณะเดียวกัน ผู้ให้ยืมก็ต้องโอนหลักประกันคืนให้แก่ผู้ยืม

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การวิจัยเรื่อง “ตราสารอนุพันธ์กับการพัฒนาตลาดทุนไทย” ผู้วิจัยมุ่งเน้นการศึกษาเกี่ยวกับทฤษฎีและแนวความคิดต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนในประเทศไทย เพื่อนำความรู้ที่ได้มาจัดทำเป็นข้อเสนอแนะแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย โดยผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

- 2.1 ระบบเศรษฐกิจ
- 2.2 ทฤษฎีทุนนิยม
- 2.3 ทฤษฎีตลาดทุน
- 2.4 ทฤษฎีการลงทุน
- 2.5 ตลาดทุนไทย
- 2.6 แนวความคิดเรื่องตราสารอนุพันธ์
- 2.7 แนวคิดเรื่องความเสี่ยงและการบริหารความเสี่ยง
- 2.8 ธรรมชาติตลาด
- 2.9 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ระบบเศรษฐกิจ

พัชรี สุวรรณศรี และสุภัทณี เปี่ยมสุวรรณกิจ (2556) ได้กล่าวถึงระบบเศรษฐกิจว่า ในชีวิตประจำวันของมนุษย์ทุกคนย่อมมีความสัมพันธ์เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของระบบเศรษฐกิจ ไม่ว่าจะเป็นเรื่องการทำมาหาเลี้ยงชีพในสังคม การผลิตสินค้าและบริการต่างๆ เพื่อตอบสนองความต้องการทางเศรษฐกิจก็ตาม สังคมทุกรูปแบบไม่ว่าจะมองในแง่ส่วนบุคคลแต่ละคนหรือในแง่เป็นหมู่คณะ ต่างก็มีความต้องการในสินค้าและบริการมากกว่ากำลังการผลิตเสมอ ยิ่งสังคมเจริญก้าวหน้ามากขึ้นก็จะก่อให้เกิดการขยายตัวของความต้องการชนิดใหม่ หรือความต้องการชนิดใหม่ในรูปแบบเก่าอยู่ตลอดเวลา ความต้องการทางร่างกาย ทางจิตใจ ทางสติปัญญา และจินตนาการมีมากมายหลายรูปแบบ และโดยแท้จริงแล้วความต้องการต่อสิ่งหนึ่งสิ่งใดมักจะมีจุดอิ่มตัวได้ เช่น

เมื่อหิวคนเราต้องการอาหารจำนวนเต็มจำนวนหนึ่ง แต่เมื่ออิ่มก็ไม่ต้องอาหารอีกจนกว่าจะเกิดความหิวและต้องการอาหารขึ้นมาใหม่ แต่ความต้องการทั้งหมดของคนเรานั้น ไม่มีขอบเขตหรือไม่มีที่สิ้นสุด

เมื่อมนุษย์มีปัจจัยพื้นฐานที่จำเป็นสำหรับการดำรงชีวิตครบถ้วนแล้วก็เริ่มมีความต้องการที่พิเศษออกไป เช่น อยากรับประทานอาหารรสเลิศตามสถานที่หรูๆ ชูดูเดินเล่น ฯลฯ ความต้องการต่างๆ เหล่านี้ทำให้เกิดการแข่งขันกันเพื่อแย่งทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดของมนุษย์ จึงจำเป็นต้องมีวิธีการตัดสินว่าความต้องการชนิดใดมีความสำคัญกว่ากัน เพื่อจะได้จัดเข้าเป็นความต้องการที่ได้รับการบำบัดก่อนหลัง การจัดลำดับความสำคัญของความต้องการและการหาสรรพสิ่งต่างๆ มาบำบัดความต้องการนี้เองเป็นหน้าที่การดำเนินงานของระบบเศรษฐกิจ

ระบบเศรษฐกิจ (Economic System) หมายถึงหน่วยกิจกรรมทางเศรษฐกิจย่อยมากมายมารวมตัวกันดำเนินการผลิตในสังคม โดยใช้หลักการแบ่งงานกันตามความถนัด มีการปฏิบัติภายใต้ระเบียบ กฎเกณฑ์ นโยบาย และแนวทางการปฏิบัติที่คล้ายคลึงกัน หน่วยเศรษฐกิจ คือ หน่วยงานที่มีอยู่ในระบบเศรษฐกิจ จะทำหน้าที่เกี่ยวกับกิจกรรมที่สำคัญทางด้านเศรษฐกิจอันได้แก่การผลิต การบริโภค และการแจกจ่ายสินค้าและบริการ

หน่วยเศรษฐกิจเป็นหน่วยงานที่มีอยู่ในแต่ละระบบเศรษฐกิจจะทำหน้าที่แก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งประกอบด้วยหน่วยครัวเรือนหรือผู้บริโภค หน่วยธุรกิจหรือผู้ผลิต และองค์การของรัฐบาล โดยจะทำหน้าที่ดังต่อไปนี้

หน่วยครัวเรือน หรือผู้บริโภค อาจจะเป็นบุคคลคนเดียวหรือหลายคนก็ได้ ซึ่งจะเป็นทั้งผู้ผลิตและผู้ใช้ทรัพยากร สมาชิกของครัวเรือนอาจเป็นเจ้าของปัจจัยการผลิต เป็นแรงงานเป็นผู้ประกอบการของกิจกรรมหนึ่งกิจกรรมใดในระบบเศรษฐกิจก็ได้ ถ้าเป็นเจ้าของที่ดินก็จะได้รับผลตอบแทนเป็นค่าเช่า ถ้ารับจ้างทำงานก็จะได้ค่าจ้าง ถ้านำเงินให้กู้ยืมก็จะได้ดอกเบี้ย ถ้าเป็นผู้ประกอบการจะได้ผลตอบแทนในรูปของกำไรหรือขาดทุน แต่ทุกครัวเรือนจะต้องมีการบริโภคทั้งสิ้นและเป้าหมายหลักของผู้บริโภคเหล่านี้ก็คือความพึงพอใจสูงสุดนั่นเอง

หน่วยธุรกิจหรือผู้ผลิต เป็นบุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่ทำหน้าที่ในการนำเอาปัจจัยการผลิตดังกล่าวข้างต้นมาทำการผลิตสินค้าและบริการ และนำไปจำหน่ายให้แก่ผู้บริโภคหน่วยธุรกิจประกอบด้วยผู้ผลิตและผู้ขาย ซึ่งอาจจะเป็นบุคคลเดียวกันก็ได้ โดยมีจุดมุ่งหมาย คือ แสวงหากำไรสูงสุด

องค์กรของรัฐบาล เป็นหน่วยงานของรัฐ หรือหน่วยราชการต่างๆ ที่รัฐบาลจัดตั้งขึ้นเพื่อดำเนินงานตามนโยบาย โดยจะทำหน้าที่ในระบบเศรษฐกิจแทนรัฐบาล และสร้างความสัมพันธ์กับหน่วยงานอื่นๆ ซึ่งจะมีบทบาทมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับความแตกต่างของระบบเศรษฐกิจ ในระบบเศรษฐกิจแบบทุนนิยมรัฐบาลจะควบคุมหน่วยธุรกิจและครัวเรือนน้อยหรือบางอย่างไม่ควบคุมเลย แต่ในระบบเศรษฐกิจแบบสังคมนิยมและคอมมิวนิสต์ รัฐบาลจะควบคุมทั้งหน่วยธุรกิจและหน่วยครัวเรือนมากกว่าระบบเศรษฐกิจแบบอื่น

ระบบเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศต่างๆ ย่อมมีความแตกต่างกันขึ้นอยู่กับการที่รัฐบาลจัดระเบียบทางเศรษฐกิจ โดยกำหนดให้ผู้ดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจจัดตั้งสถาบันทางเศรษฐกิจ (Economic Institution) และให้ผู้ใดเป็นเจ้าของทรัพย์สินความมั่งคั่ง ตลอดจนวางข้อบังคับและวิธีการควบคุมด้วย ดังนั้นการที่แต่ละสังคมมีขนบธรรมเนียมประเพณีและระบบการเมืองการปกครองที่แตกต่างกันไป ทำให้วิธีการแก้ปัญหาพื้นฐานทางเศรษฐกิจว่าผลิตอะไร ผลิตอย่างไร และผลิตเพื่อใคร การตัดสินใจปัญหาพื้นฐานทางเศรษฐกิจว่าจะเลือกวิธีใดนั้นขึ้นอยู่กับระบบเศรษฐกิจของสังคมนั้นๆ

ระบบเศรษฐกิจสามารถจำแนกออกเป็น 4 ระบบด้วยกัน คือ ระบบทุนนิยม สังคมนิยม คอมมิวนิสต์ และแบบผสม โดยมีลักษณะสำคัญและข้อดี-ข้อเสียของระบบเศรษฐกิจแบบต่างๆ ดังต่อไปนี้



## 2.2 ทฤษฎีทุนนิยม

ทฤษฎีเกี่ยวกับทุนนิยมถูกพัฒนาขึ้นในยุคคริสต์ศตวรรษที่ 18, 19 และ 20 ในสภาพแวดล้อมต่างๆ ยกตัวอย่างเช่น การปฏิวัติอุตสาหกรรมและลัทธิจักรวรรดินิยมของยุโรป (เช่น Adam Smith, Ricardo Marx), ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่ หรือ The Great Depression (เช่น เคนส์) และสงครามเย็น (เช่น Hayek, Friedman) นักทฤษฎีเหล่านี้กล่าวว่าทุนนิยมคือระบบที่ให้คุณค่ากับการที่ราคาถูกตัดสินในตลาดเสรี นั่นคือโดยการค้าที่เป็นผลมาจากการตกลงด้วยความสมัครใจของผู้ซื้อและผู้ขาย ความคิดเชิงตลาด จิตวิญญาณของผู้ประกอบการ และความเข้าใจเกี่ยวกับทรัพย์สินและสัญญาที่ชัดเจนและบังคับได้ตามกฎหมาย ทฤษฎีเหล่านี้โดยทั่วไปจะพยายามอธิบายว่า ทำไมทุนนิยมจึงมีแนวโน้มที่จะสร้างการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ มากกว่าในระบบอื่นๆ ที่รัฐบาลเข้ามาบริหารจัดการในระดับที่สูงกว่า มีหลายทฤษฎีเน้นว่าสิทธิการถือครองส่วนบุคคลของทุนคือแก่นของระบบทุนนิยม ในขณะที่บางทฤษฎีเน้นให้เห็นถึงความสำคัญของตลาดเสรี ที่เป็นกลไกที่ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายและสะสมตัวของทุน บางทฤษฎีชี้การขยายตัวของระบบการค้าระหว่างประเทศ และบางทฤษฎีสนใจผลของตลาดต่อแรงงานมนุษย์ ทฤษฎีที่กล่าวมาหลายทฤษฎีได้ชี้ให้เห็นถึงการที่แนวปฏิบัติทางเศรษฐกิจหลายๆ แนว ได้ถูกทำให้เป็นสถาบันในยุโรป ระหว่างช่วงคริสต์ศตวรรษที่ 16 ถึง 19 ที่สำคัญเช่น สิทธิของบุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่จะสามารถทำการได้แบบ “นิติบุคคล” (หรือบรรษัท) ในการซื้อและขายสินทรัพย์ และที่ดิน, แรงงาน, เงินตรา ในตลาดเสรี และสามารถวางใจได้ว่ารัฐจะสามารถบังคับให้เกิดการเคารพสิทธิทรัพย์สินส่วนบุคคล แทนที่จะต้องพึ่งการคุ้มครองแบบศักดินา

ทุนนิยม (Capitalism) เป็นระบบเศรษฐกิจซึ่งเจ้าของเอกชนเป็นผู้ควบคุมการค้า อุตสาหกรรมและวิธีการผลิต โดยมีเป้าหมายเพื่อทำกำไรในเศรษฐกิจแบบตลาด Jenks (2013) คุณลักษณะสำคัญของทุนนิยม ได้แก่ การสะสมทุน ตลาดแข่งขันและค่าจ้างแรงงาน Robert L (2008) ในเศรษฐกิจแบบทุนนิยม โดยทั่วไปภาคีในปฏิสัมพันธ์กำหนดราคาที่มีการแลกเปลี่ยนสินทรัพย์ สินค้าและบริการ

ระดับการแข่งขัน บทบาทการแทรกแซงและจัดระเบียบ ตลอดจนขอบเขตของหน่วยงานธุรกิจที่รัฐเป็นเจ้าของแตกต่างกันไปตามทุนนิยมแต่ละแบบ (Macmillan Dictionary of Modern Economics, 1986) นักเศรษฐศาสตร์ นักเศรษฐศาสตร์การเมือง และนักประวัติศาสตร์ได้ยึดมุมมองการวิเคราะห์ทุนนิยมแตกต่างกันและยอมรับทุนนิยมหลายแบบในทางปฏิบัติ แบบของทุนนิยมรวมถึงทุนนิยมปล่อยให้ทำไป ทุนนิยมแบบสวัสดิการและทุนนิยมโดยรัฐ โดยแต่ละแบบเน้นระดับ

การพึ่งพาตลาด หน่วยงานธุรกิจที่รัฐเป็นเจ้าของและการรวมนโยบายทางสังคมแตกต่างกัน การที่แต่ละตลาดมีความเป็นอิสระมากเพียงไร ตลอดจนกฎนิยามกรรมสิทธิ์ส่วนบุคคลมีขอบเขตเป็นอย่างไร นั้นเป็นเรื่องของการเมืองและนโยบาย หลายรัฐใช้ระบบที่เรียกว่า เศรษฐกิจแบบผสมทุนนิยม ซึ่งหมายความถึงการผสมระหว่างส่วนที่มีการวางแผนจากส่วนกลางและขับเคลื่อนโดยตลาด Frank (2002)

ทุนนิยมมีอยู่ภายใต้ระบอบการปกครองหลายระบอบ ในหลายเวลา สถานที่ และ วัฒนธรรม หลังระบบฟิวดัลเสื่อมลง ทุนนิยมได้กลายมาเป็นระบบเศรษฐกิจหลักในโลกตะวันตก ต่อมา ในคริสต์ศตวรรษที่ 20 ทุนนิยมได้เอาชนะการทำลายจากเศรษฐกิจที่มีการวางแผนจากส่วนกลางและปัจจุบันเป็นระบบเด่นทั่วโลก Britannica (2006) Fulcher (2004) โดยมีเศรษฐกิจแบบผสมเป็นรูปแบบหลักในประเทศอุตสาหกรรมตะวันตก

มุมมองทางเศรษฐกิจต่างๆ เน้นส่วนหนึ่งที่เฉพาะของทุนนิยมในนิยามที่ให้ความสำคัญ นักเศรษฐศาสตร์ปล่อยให้ทำไปและเสรีนิยมเน้นระดับซึ่งรัฐบาลไม่ควบคุมตลาดและความสำคัญของกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สิน (Tucker, Irvin B. 1997; Case, Karl E, 2004) นักเศรษฐศาสตร์แบบคลาสสิกใหม่ และนักมหเศรษฐศาสตร์แบบเคนส์เน้นความจำเป็นที่ต้องมีการกำกับของรัฐบาลเพื่อป้องกันการผูกขาด และเพื่อลดผลกระทบของวัฏจักรรุ่งเรืองและตกต่ำ (Boom and Bust) James. (2004) นักเศรษฐศาสตร์แบบมากซ์เน้นบทบาทของการสะสมทุน การแสวงหาประโยชน์และค่าจ้างแรงงาน นักเศรษฐศาสตร์การเมืองส่วนใหญ่เน้นกรรมสิทธิ์ส่วนบุคคลเช่นกัน นอกเหนือไปจากความสัมพันธ์ของอำนาจ ค่าจ้างแรงงาน ชนชั้นและเอกลักษณ์ของทุนนิยมในฐานะการสร้างประวัติศาสตร์ Frank (2002)

ระบบเศรษฐกิจแบบเสรี (Free Economy) หรือทุนนิยม (Capitalism) เป็นระบบเศรษฐกิจที่เอกชนเป็นเจ้าของปัจจัยการผลิต มีเสรีภาพในการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจอย่างเต็มที่ โดยที่รัฐบาลจะไม่เข้าไปเกี่ยวข้องหรือแทรกแซงในการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ รัฐทำหน้าที่ในการอำนวยความสะดวกและการจัดสร้างสาธารณูปโภคต่างๆ ดังนั้นเอกชนจึงเป็นผู้ตัดสินใจแก้ปัญหาพื้นฐานทางเศรษฐกิจต่างๆ โดยใช้ระบบราคาหรือระบบตลาดช่วยในการตัดสินใจว่าจะผลิตอะไร ผลิตอย่างไร ทั้งนี้ราคาเป็นตัวกำหนดว่ามีผู้บริโภคมากน้อยเพียงใดหรือมีผู้ผลิตจำนวนเท่าใด ณราคานั้นๆ ถ้าไรคือแรงจูงใจของการผลิต จึงทำให้ระบบเศรษฐกิจนี้มีการแข่งขันทางราคาสูงมากและเป็นไปอย่างเสรี ทั้งนี้เพราะราคาถูกกำหนดขึ้นมาจากอุปสงค์และอุปทานของตลาด

ระบบเศรษฐกิจแบบทุนนิยมนี้เป็นระบบเศรษฐกิจที่เปิดโอกาสให้ปัจเจกชนมีสิทธิทางเศรษฐกิจอย่างกว้างขวาง ทั้งทางด้านการผลิต การจำหน่าย การแสวงหากำไรและการเลือกบริโภค ปัจเจกชนมีอิสระอย่างเต็มที่โดยที่รัฐจะเข้าไปยุ่งเกี่ยวและควบคุมบางอย่างที่มีความจำเป็นเท่านั้น เพื่อเป็นแนวทางในการศึกษาจึงขอความหมายของระบบเศรษฐกิจแบบทุนนิยมของนักปราชญ์ทั้งหลายที่ไว้ไว้มากล่าวดังนี้

Robert A. Dahl (1957) ให้ความหมายว่า ทุนนิยม คือ ระบบเศรษฐกิจซึ่งการประกอบการทางเศรษฐกิจส่วนใหญ่ถูกนำและควบคุมโดยบริษัทธุรกิจเอกชน

Douglas Greenwald (1994) ให้ความหมายว่า ระบบทุนนิยมเป็นระบบเศรษฐกิจที่ยอมให้เอกชนมีส่วนเป็นเจ้าของธุรกิจ

William Ebenstein (1969) ให้คำจำกัดความว่า ระบบทุนนิยมหมายถึง ระบบเศรษฐกิจซึ่งความเป็นเจ้าของปัจจัยการผลิต ที่ดิน การเงิน เครื่องจักร และทรัพยากรธรรมชาติ ถูกยึดครองโดยปัจเจกชน มิใช่โดยรัฐ

ลัทธิทุนนิยมเป็นระบบเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศที่มั่งคั่งสมบูรณ์ด้วยทุน เพื่อนำไปลงทุนทั้งในประเทศและนอกประเทศจนก่อให้เกิดผลผลิตจำนวนมาก เป็นระบบเศรษฐกิจแบบปล่อยตามสบาย ให้เอกชนมีกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินและใช้ทรัพย์สินลงทุนหากำไร ถือเอากำไรเป็นสิ่งสำคัญ เอกชนมีเสรีภาพในการทำสัญญาและเข้าร่วมในกิจกรรมทางเศรษฐกิจตามความสมัครใจ เพื่อหวังกำไรและความอยู่ดีกินดี การแข่งขันถือเป็นพลังที่ทำให้เกิดสมรรถภาพและการกำหนดราคา โดยรัฐจะเข้าแทรกแซงแต่น้อยเพื่อคุ้มครองรักษาผลประโยชน์ของสาธารณชน เช่น การป้องกันประเทศและการรักษาความสงบภายใน รัฐจะเข้าไปดำเนินธุรกิจที่เอกชนไม่สามารถทำได้ และเพราะไม่มีข้อบังคับมากมายในทางเศรษฐกิจ จึงเรียกว่า การประกอบการอย่างเสรี

ระบบทุนนิยม เป็นระบบเศรษฐกิจที่ถือว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยเฉพาะอย่างยิ่งการเป็นเจ้าของและการลงทุนในการผลิตเป็นกรรมสิทธิ์ของเอกชน และยอมให้ผู้ประกอบการทางเศรษฐกิจมีโอกาสในการแข่งขันในทางเศรษฐกิจ เพื่อให้ได้มาซึ่งผลกำไรหรือผลประโยชน์อื่นใดตามความสามารถและความปรารถนาของแต่ละคน ระบบทุนนิยมหรือระบบเศรษฐกิจที่หน่วย

กิจกรรมทางเศรษฐกิจมีเอกชนเป็นเจ้าของ และเป็นอิสระที่จะดำเนินการผลิตและการบริโภคตามกลไกแห่งราคาของตลาด

อังกฤษเป็นประเทศแรกที่ใช้ระบบนี้ เพราะมีความรุ่งเรืองทางด้านธุรกิจและอุตสาหกรรมมาก่อน ประชาชนชาวอังกฤษเองก็มีอาชีพทางการค้ามาช้านาน โดยใช้ทรัพยากรทั้งในและนอกประเทศมีอาณาเขตกว้างไกล และภายใต้ระบบเศรษฐกิจในลักษณะนี้บุคคลมีเสรีภาพโดยสมบูรณ์ที่จะถือทรัพย์สินส่วนตัว มีเสรีภาพที่จะเลือกการบริโภคการตัดสินใจในการแก้ปัญหาพื้นฐานทางเศรษฐกิจ จะทำโดยผ่านระบบตลาดแข่งขัน โดยที่ราคาในตลาดจะเป็นเครื่องบ่งชี้ถึงความต้องการของสังคม

หลักการสำคัญของระบบเศรษฐกิจแบบเสรี ในระบบแบบเสรีมีหลักการที่สำคัญพอสรุปได้ดังนี้

1) การถือสิทธิในทรัพยากรระบบเศรษฐกิจแบบเสรีนิยม หรือทุนนิยมยอมรับเรื่องกรรมสิทธิ์ คือ ยอมให้หน่วยธุรกิจหรือเอกชนเป็นเจ้าของทรัพย์สินและปัจจัยการผลิตได้ ผู้ถือกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินเหล่านี้จึงมีสิทธิเสรีภาพในการจัดกระทำใดๆ กับทรัพย์สินของตนก็ได้

2) เสรีภาพในการประกอบการ ทั้งปัจเจกบุคคล และกลุ่มบุคคลที่เป็นองค์การหรือหน่วยธุรกิจ ต่างมีเสรีภาพอย่างเต็มเปี่ยมในการประกอบการใดๆ เพื่อจัดดำเนินการกับปัจจัยการผลิตและทรัพย์สินของตนได้อย่างอิสระ ปราศจากการบังคับควบคุมจากสิ่งใดทั้งสิ้น

3) กำไรเป็นเครื่องจูงใจในระบบเศรษฐกิจแบบเสรี กำไรซึ่งเป็นส่วนของผลได้ที่เพิ่มขึ้นมาจากการลงทุนเป็นสิ่งสำคัญในการจูงใจให้หน่วยธุรกิจผู้ผลิตทำการผลิต โดยมุ่งนำเทคนิคใหม่ๆ ที่มาช่วยลดต้นทุนการผลิตมาใช้ในการดำเนินการ เพื่อที่จะได้กำไรสูงสุด ส่วนผู้บริโภคจะยึดเกณฑ์การเลือกบริโภคสินค้าและบริการที่จะนำความพอใจสูงสุด ด้วยการจ่ายเงินน้อยที่สุด โดยทำการเปรียบเทียบความต้องการของตนเองจากบรรดาสินค้าชนิดต่างๆ

4) กลไกของราคา ระบบเศรษฐกิจแบบเสรีใช้ราคาเป็นตัวตัดสินใจปัญหาพื้นฐานด้านการผลิต คือ ผู้ผลิตตัดสินใจว่าจะผลิตอะไร เป็นจำนวนเท่าใด โดยดูแนวโน้มความต้องการของผู้จ่ายเงินซื้อสินค้าชนิดต่างๆ และระดับราคาสินค้าที่ผู้บริโภคยินดีที่จะจ่ายซื้อ ถ้าผู้บริโภคต้องการสินค้าชนิดใดมากก็จะจ่ายเงินซื้อสินค้านั้นมาก แม้ราคาจะสูงก็ยังจะซื้ออยู่ เมื่อเป็น

ดังนั้นผู้ผลิตก็จะทุ่มทุนกำลังการผลิต ผลิตสินค้าชนิดนั้น เพราะแน่ใจว่าขายได้แน่นอน วิธีคู  
แนวโน้มของราคาและพฤติกรรมของผู้บริโภคนี้เองเป็นตัวกำหนดที่ผู้ผลิตใช้เป็นข้อมูลในการ  
ตัดสินใจว่าจะผลิตอะไร ในปริมาณเท่าใด ราคาในระบบเศรษฐกิจเสรีจึงทำหน้าที่บ่งชี้และควบคุม  
การทำงานภายในระบบเศรษฐกิจจนกล่าวกันว่า ราคาทำหน้าที่แทนผู้บริโภครู้ทางให้ผู้ผลิตผลิต  
เฉพาะสินค้าที่ผู้บริโภคต้องการ

5) บทบาทของรัฐ ระบบเศรษฐกิจแบบเสรี รัฐจะไม่มีบทบาทในทาง  
เศรษฐกิจเลย รัฐทำหน้าที่เพียงด้านความยุติธรรมและป้องกันประเทศ โดยที่รัฐบาลจะเป็นฝ่าย  
ให้บริการและอำนวยความสะดวกแก่เอกชนหรือผู้ผลิตสินค้าและบริการ ดังเช่น อัดัม สมิท ได้  
กำหนดและวางหน้าที่บางอย่างแก่รัฐ ดังนี้

(1) การป้องกันประเทศจากการรุกรานโดยใช้กำลัง ไม่ว่า  
รูปแบบใดๆ ทั้งภายในและภายนอกประเทศ

(2) การคุ้มครองมิให้พลเมืองได้รับความอยุติธรรม หรือการกดขี่  
ข่มเหงจากการกระทำของพลเมืองด้วยกันเอง

(3) การสร้างสาธารณูปโภคต่างๆ เพื่ออำนวยความสะดวกต่อ  
ประชาชน

จากความหมายระบบเศรษฐกิจแบบทุนนิยมที่ได้กล่าวมานั้น พอจะสรุปสาระสำคัญดังนี้

- 1) ประชาชนมีเสรีภาพในการผลิต
- 2) ประชาชนสามารถเป็นเจ้าของปัจจัยการผลิต
- 3) ประชาชนมีกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สิน
- 4) ประชาชนมีอิสระในการดำเนินธุรกิจ
- 5) ประชาชนมีโอกาสในการแข่งขันทางเศรษฐกิจ
- 6) ประชาชนมีเสรีภาพในการเลือกบริโภคและบริการตามประสงค์
- 7) เอกชนมีอิสระในการแสวงหากำไรทางเศรษฐกิจ
- 8) ระบบตลาดถือเอาราคาสินค้าเป็นแกนกลางในการควบคุม

### 2.2.1 หลักสำคัญของระบบทุนนิยม

ระบบเศรษฐกิจแบบทุนนิยม เป็นระบบที่มีอิทธิพลมากระบบหนึ่งในโลกปัจจุบันและในอดีต ระบบเศรษฐกิจแบบนี้ได้มีลักษณะรูปแบบต่างๆ กันออกไป เช่น แบบพาณิชยกรรม แบบการเงิน และแบบอุตสาหกรรม เป็นต้น แต่ทุกรูปแบบจะมีหลักการสำคัญดังนี้ คือ

1) ยอมให้เอกชนเป็นเจ้าขององค์การผลิต ระบบทุนนิยมถือว่าเอกชนเป็นเจ้าของปัจจัยการผลิตทั้งหมดมิใช่รัฐ ปัจจัยในการผลิตได้แก่ ที่ดิน โรงงาน เครื่องจักร และทรัพยากรธรรมชาติ ปัจจุบันรัฐบาลเป็นเจ้าของที่ดินได้ เช่น ในสหรัฐอเมริกา รัฐเป็นเจ้าของที่ดิน 1 ใน 3 ของที่ดินทั้งหมดในประเทศ

2) ใช้หลักตลาดเสรี ก่อนยุคทุนนิยมนั้นเศรษฐกิจเป็นเรื่องของท้องถิ่น ระบบการแลกเปลี่ยนสินค้าไม่ค่อยมีวิธีต้อง ใช้หลักขนบธรรมเนียมประเพณีเป็นเครื่องกำหนดราคาสินค้าและบริการ แต่ระบบทุนนิยมให้เกิดตลาดเสรีขึ้นคือการใช้แรงงานมีลักษณะเป็นความชำนาญเฉพาะอย่าง แต่ละคนมีส่วนในการผลิตโดยใช้ความรู้ แรงงานและความชำนาญเฉพาะตน ผลผลิตหรือบริการถูกนำไปใช้เพื่อการบริโภคทั่วไปและการจำหน่ายในตลาด ไม่มีการควบคุม การเสนอและการสนอง คงปล่อยให้เป็นไปโดยเสรี

3) อำนาจอธิปไตยของผู้บริโภค หมายถึง ผู้บริโภคมีเสรีภาพในการที่จะเลือกใช้สินค้าที่มีจำหน่ายอย่างเสรี และจากเสรีภาพที่ผู้บริโภคจะเลือกบริโภคสินค้าใดนี้ ก็เท่ากับว่า ผู้บริโภคมีอำนาจในการกำหนดการผลิตด้วยว่า ควรจะผลิตในปริมาณเท่าใด ผลิตสิ่งใดและผลิตอย่างไร

4) หลักการแข่งขัน คือการเปิดโอกาสให้บุคคลใด ๆ สามารถประกอบการได้ เช่น การลงทุนทางเศรษฐกิจ การผลิตได้โดยเสรี เมื่อผลิตแล้วก็มีเสรีภาพในการเสนอขายให้กับผู้บริโภค ทำให้เกิดการแข่งขันระหว่างผู้ผลิตในด้านการลงทุนและการผลิตสินค้าให้ได้คุณภาพ

5) หลักผลกำไร ถ้ายึดผลกำไรเป็นจุดหมายปลายทางของเอกชนที่ประกอบการทางเศรษฐกิจ บุคคลย่อมมีความหวังที่จะได้รับผลประโยชน์ตอบแทนคือผลกำไร แต่ก็มิได้อยู่ไม่น้อยที่ผู้ประกอบการต้องประสบกับการขาดทุน

6) หลักการแสวงหา หมายถึงการแสวงหาเงิน โดยการเพิ่มจำนวนเงินที่มีอยู่ให้มากขึ้นเพื่อให้เกิดความมั่งคั่ง การแสวงหาเป็นสิ่งที่ปรากฏอยู่ในกิจการทางเศรษฐกิจทั้งหมด ในระบบทุนนิยมเชื่อว่าการแสวงหาเงินทองทรัพย์สินนี้ ถ้ามีมากขึ้นก็จะช่วยให้มีการใช้เงินทองเหล่านั้นเพื่อการขยายการลงทุนให้มากขึ้นไปอีก

7) หลักเหตุผล หมายถึง การใช้เหตุผลการทำงานที่เป็นขั้นตอน การปรับวิธีการต่าง ๆ ให้ถูกต้องตามหลักการคำนวณหรือคาดการณ์อย่างมีเหตุผล การใช้ข้อมูล การใช้หลักการวิเคราะห์ การพิจารณาในเชิงปริมาณ สิ่งดังกล่าวเป็นการใช้เหตุผลอย่างเป็นระบบ แต่เป็นเหตุผลในเชิงเศรษฐกิจ

8) ใช้หลักปัจเจกชนนิยม หมายถึง บุคคลที่มีเสรีภาพในการประกอบการและได้รับประโยชน์ตอบแทนในการประกอบธุรกิจนั้นๆ การยอมให้บุคคลแสวงหาและได้รับประโยชน์โดยเสรี มีสิทธิในการผลิต และการประกอบการ

9) ใช้หลักราคา หมายถึง ราคาที่ปรากฏขึ้นในตลาดและผู้ผลิตสามารถที่จะมีปฏิริยาสนองตอบราคานั้นได้ เช่น สินค้าใดมีราคาสูงหรือราคาต่ำเนื่องจากความต้องการมีมากหรือน้อย ผู้ผลิตก็สามารถใช้ราคาคงกล่าวนี้เป็นเสมือนเครื่องนำทางว่าควรเพิ่มหรือลดการผลิต

10) หลักการแบ่งงาน ในสังคมอุตสาหกรรมถือว่าการแบ่งงานเป็นสิ่งจำเป็นที่จะต้องใช้ความรับผิดชอบ ความรู้ความสามารถเฉพาะทางอย่างผสมผสานกัน เช่น การแสวงหาทรัพยากรการสนับสนุนเรื่องทุน การบริการและการจัดการ การตลาดและการควบคุมทางการเงิน การบัญชี การวิจัยเพื่อประเมินผลต่างๆ เกี่ยวกับสินค้าในท้องตลาด การใช้โฆษณาประชาสัมพันธ์และสิ่งอื่นๆ อีกหลายประการ

11) การใช้วิทยาการ ระบบทุนนิยมปัจจุบันจะผนวกเอาการใช้ความรู้ในทางวิทยาการเป็นสำคัญประการหนึ่งด้วย ทั้งนี้เพราะวิทยาการปัจจุบันจะเกี่ยวข้องกับการผลิตอย่างเห็นได้ชัด วิทยาการเป็นเหตุสำคัญแห่งการเพิ่มผลผลิตและผลกำไรต่างๆ เช่น เทคนิคในการขนส่ง เมื่อมีการขนส่งดีก็ย่อมช่วยให้การแสวงหาวัตถุดิบเป็นไปโดยสะดวกและการจำหน่ายหรือการขยายตัวของสินค้าเป็นไปอย่างกว้างขวาง

### 2.2.2 ผลดีของระบบทุนนิยม

1) ทำให้บุคคลตั้งใจทำงานตามความรู้ความสามารถของตน เพราะผลประโยชน์ที่จะได้รับนั้นเขาจะได้รับเต็มที่

2) ทำให้มีการพัฒนาคุณภาพของงาน เมื่อทุกคนจะได้รับผลตอบแทนจากการทำงานของตนอย่างเต็มที่แล้วเขาจะต้องพัฒนาฝีมือแรงงานและงานของตนที่ทำอยู่นั้นให้ดียิ่งขึ้น

3) ทำให้มีการประดิษฐ์คิดค้นสิ่งใหม่มาใช้บริโภคและบริการใหม่ๆ ขึ้น เพราะระบบทุนนิยมเป็นระบบการแข่งขัน ผู้ที่จะแข่งขันคนอื่นได้นั้นจะต้องประดิษฐ์คิดค้นสิ่งใหม่แปลกมาเสนอแก่ผู้บริโภคและผู้ให้บริการ

4) ทำให้สินค้าราคาถูก เพราะระบบการแข่งขันเจ้าของผู้ผลิตจะต้องพยายามหาวิธีการที่จะให้ต้นทุนการผลิตต่ำ อาจจะใช้วิธีเอาเครื่องจักรเครื่องยนต์เข้ามาผลิตแทนแรงงาน เมื่อต้นทุนต่ำสินค้าก็สามารถขายในราคาถูกได้ และผู้บริโภคก็จะมีโอกาสได้ซื้อสินค้าในราคาถูก

5) ปริมาณและคุณภาพสินค้าดีขึ้น คือการผลิตโดยใช้เครื่องจักรจะทำให้ปริมาณการผลิตได้มากกว่า และคุณภาพของสินค้าที่ได้มาจะดีกว่าการผลิตด้วยแรงงาน ด้วยเหตุนี้จะสามารถส่งสินค้าในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งเป็นการเพิ่มพูนรายได้ของประชาชาติเป็นอย่างดี

### 2.2.3 ผลเสียของระบบทุนนิยม

1) ทำให้เกิดช่องว่างระหว่างคนรวยกับคนจนมากขึ้น เพราะคนรวยจะใช้เครื่องจักรเข้ามาช่วยการผลิต แต่คนจนต้องผลิตด้วยมือหรือแรงงาน ผลผลิตออกมาย่อมจะสู้เครื่องจักรไม่ได้ทั้งปริมาณและคุณภาพ ในที่สุดคนจนก็ต้องล้มเลิกการผลิตบางคนก็ต้องหันเข้าไปใช้แรงงานในโรงงานอุตสาหกรรม คนรวยจึงได้เปรียบในเรื่องของรายได้

2) ทำให้เกิดมลพิษ เนื่องจากระบบทุนนิยมจะต้องมีทุนการผลิต คือการใช้เครื่องจักรแทนแรงงานคนในโรงงานอุตสาหกรรม และมลพิษต่างๆ ก็จะเกิดขึ้นจากระบบ



อุตสาหกรรมนั้นมากมาย เช่น กลิ่น เสียง คว้น น้ำเน่า น้ำเสีย ซึ่งล้วนแล้วแต่สิ่งที่ทำให้สุขภาพกาย สุขภาพจิตของมนุษย์เสื่อมโทรม

3) ทำให้เกิดสังคมแออัด คือ เมื่อมีโรงงานอุตสาหกรรมแล้ว บุคคลที่ประกอบอาชีพอื่น เช่น ด้านการเกษตรก็จะหันมาใช้แรงงานในโรงงานอุตสาหกรรม และส่วนมากโรงงานอุตสาหกรรมก็จะอยู่ตามเมืองใหญ่ๆ หรือเมืองหลวงของรัฐ เมืองเหล่านี้จำนวนประชากรมากอยู่แล้ว ยิ่งผู้ใช้แรงงานเพิ่มเข้าไปอีกก็จะยิ่งทำให้เกิดสังคมแออัดเป็นแหล่งเสื่อมโทรม และเกิดปัญหาด้านสังคมอื่นๆ ตามมา

4) ทำให้เกิดการแบ่งชนชั้นในสังคมชัดเจน คือคนที่มียาได้ดีมีฐานะเป็นเจ้าของปัจจัยการผลิตจะอยู่ในฐานะเป็นเศรษฐี มหาเศรษฐี มีการเป็นอยู่อย่างฟุ่มเฟือย ส่วนอีกพวกหนึ่งจะเป็นผู้ใช้แรงงานมียาได้ต่ำอยู่ในฐานะยากจนอยู่กินกันอย่างขัดสน จึงทำให้เกิดความเหลื่อมล้ำของสังคมเกิดขึ้น

5) ทำให้เกิดการทำลายสิ่งแวดล้อมและทรัพยากรที่มีค่าของชาติ เช่น ป่าไม้ ถูกทำลายโดยการตัดไม้เข้าสู่โรงงานอุตสาหกรรม ห้วยหนองคลองคูลื่นเงิน เพราะระบบโรงงานปล่อยเศษสิ่งโสโครกและน้ำเสียลง เมื่อสิ่งแวดล้อมไม่ดีมนุษย์จะอยู่ดีมีความสุขได้อย่างไร

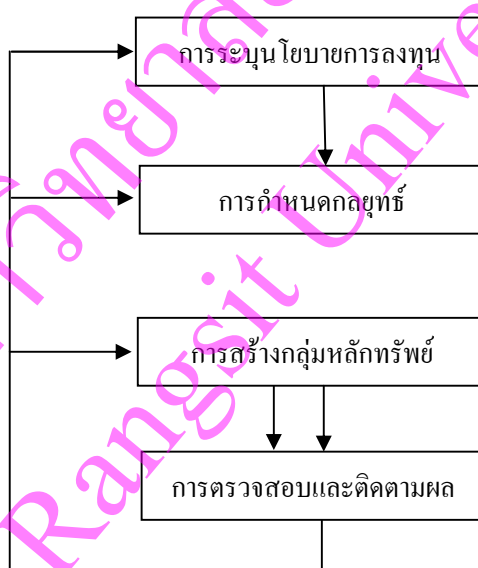
6) ทำให้อัตราการเกิดเพิ่มมากขึ้นกว่าปกติ คือเมื่อคนมากอยู่รวมกันมาก ๆ โอกาสความสัมพันธ์ทางเพศมีมาก เช่น ในเมืองใหญ่ ๆ ใกล้โรงงานอุตสาหกรรม คนเหล่านั้นแต่งงานกันมากขึ้นกว่าปกติจึงทำให้อัตราการเกิดมากขึ้น ซึ่งจะเป็นปัญหาหนึ่งทางด้านสังคม

7) ทำให้เกิดระบบมือใครยาวสาวได้สาวเอา เป็นระบบที่ทำให้คนเห็นแก่ตัว คือ คนมีเงินมีทุนย่อมจะมีโอกาสกอบโกยเอาผลประโยชน์ ซึ่งในทางตรงกันข้ามคนจนที่เป็นเพื่อนมนุษย์ร่วมชาติร่วมโลกเดียวกัน มีความคิดมีความต้องการความสุขความปลอดภัยเหมือนกันกับคนรวย แต่เขาขาดเงินและขาดทุน จึงตกเป็นเครื่องมือหรือเป็นที่ทำมาหากินของพวกคนรวย

## 2.3 ทฤษฎีตลาดทุน

### 2.3.1 กระบวนการจัดการกลุ่มหลักทรัพย์

กระบวนการจัดการกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Management) เป็นกระบวนการจัดสรรเงินลงทุน เพื่อลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ที่ได้คัดเลือกมาแล้วจากการวิเคราะห์และประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ ตามนโยบายการลงทุนของผู้ลงทุนแต่ละคนหรือแต่ละสถาบัน โดยจะต้องสอดคล้องกับสถานะและเศรษฐกิจ ตลาดการเงิน และการเมืองในช่วงเวลาต่างๆ กระบวนการในการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนเป็นกระบวนการที่มีลักษณะเป็นวงจร กล่าวคือ เป็นกระบวนการที่มีความต่อเนื่อง ไม่สิ้นสุด ขั้นตอนของการจัดการกลุ่มหลักทรัพย์แสดงในรูปที่ 2.1



รูปที่ 2.1 กระบวนการจัดการกลุ่มหลักทรัพย์

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548

1) การระบุนโยบายการลงทุน ขั้นตอนแรกของการจัดการกลุ่มหลักทรัพย์ เริ่มต้นจาก การระบุนโยบายการลงทุน (Investment Policy Statement) ซึ่งเป็นเสมือนแผนที่การลงทุนของผู้ลงทุน โดยนโยบายการลงทุนจะถูกกำหนดตามความจำเป็นของผู้ลงทุนแต่ละรายหรือแต่ละสถาบัน ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยผู้ลงทุนต้องระบุเป้าหมายการลงทุนและข้อจำกัดการ

ลงของผู้ลงทุน อันประกอบด้วย ระดับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนยอมรับได้รวมถึงเรื่องเป้าหมายและข้อจำกัดจากการลงทุนนั้นๆ เหมาะสมกับผู้ลงทุน

2) การกำหนดกลยุทธ์ ในขั้นตอนที่สองของกระบวนการจัดการกลุ่มหลักทรัพย์ จะศึกษาสถานการณ์ และสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงินทั้งในอดีต ปัจจุบัน และอนาคต ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว เพื่อที่จะกำหนดกลยุทธ์การลงทุน ได้อย่างเหมาะสม รวมถึงการพยากรณ์แนวโน้มในอนาคตได้อย่างถูกต้องเหมาะสม ทั้งนี้ นโยบายการลงทุนที่สะท้อนถึงความต้องการของผู้ลงทุนและการคาดหวังของตลาดการเงินจะเป็นปัจจัยที่ร่วมกันกำหนดกลยุทธ์การลงทุนต่อไป

3) การสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ ขั้นตอนที่สามของกระบวนการจัดการกลุ่มหลักทรัพย์ คือ การสร้างกลุ่มหลักทรัพย์เป็นขั้นตอนของการปฏิบัติตามแผนที่วางไว้ โดยใช้นโยบายการลงทุนและการพยากรณ์ตลาดการเงิน เพื่อกำหนดกลยุทธ์การลงทุนว่าจะจัดสรรเงินลงทุนที่มีอยู่ในสินทรัพย์ประเภทใด ในตลาดใด เป็นจำนวนเงินเท่าใด ซึ่งขั้นตอนนี้เกี่ยวเนื่องกับการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ โดยขณะเดียวกันก็ต้องบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนตามที่คุณลงทุนได้ระบุไว้ในนโยบายการลงทุนในขั้นตอนแรก

4) การตรวจสอบและติดตาม ขั้นตอนสุดท้ายของกระบวนการจัดการกลุ่มหลักทรัพย์ คือ การตรวจสอบและติดตามผลว่าการลงทุนนี้บรรลุความต้องการของผู้ลงทุนหรือไม่ รวมถึงการปรับปรุงความต้องการของผู้ลงทุนให้ทันต่อสถานการณ์ทางเศรษฐกิจและสภาพแวดล้อมอยู่เสมอๆ เนื่องจากความต้องการของผู้ลงทุน สถานการณ์เศรษฐกิจ ตลาดเงิน และการเมือง เนื่องจากสถานการณ์ต่างๆ อาจเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ทำให้ต้องมีการปรับนโยบายตามความจำเป็น และเหมาะสมกับความต้องการของผู้ลงทุน ในขั้นตอนนี้จะต้องมีการวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ว่าตรงตามวัตถุประสงค์ของการลงทุนที่ระบุไว้ในนโยบายการลงทุนหรือไม่ อีกด้วย

### 2.3.2 ความสำคัญของนโยบายการลงทุน

นโยบายการลงทุนเป็นขั้นตอนสำคัญในการวางแผน นโยบายการลงทุนเป็นแนวทางในกระบวนการลงทุนเพื่อให้ผู้ลงทุนมีความเข้าใจและตระหนักถึงความต้องการของตนดีขึ้น และช่วย

จัดการกองทุนในการบริหารเงินทุนของลูกค้านโยบายการลงทุนที่ดีควรถูกเขียนขึ้นและไปปฏิบัติให้เกิดประโยชน์เป็นรูปธรรมที่ชัดเจน โยประโยชน์ของการมีนโยบายการลงทุนที่ดีสามารถสรุปเป็นประเด็นต่างๆ ได้ ดังต่อไปนี้

1) ช่วยให้กระบวนการลงทุนมีวินัยและมีความเสมอต้นเสมอปลาย นโยบายการลงทุนมิได้ประกันความสำเร็จของการลงทุน แต่จะช่วยให้กระบวนการลงทุนมีวินัยมากขึ้น รวมถึงลดโอกาสการตัดสินใจอย่างเร่งรีบที่ไม่เหมาะสมลงได้อีกทั้งยังป้องกันการลงทุนที่ไม่สอดคล้องกับเป้าหมายการลงทุนในระยะยาวต่างๆ อันเนื่องมาจากการพิจารณาลงทุนในระยะสั้นหรือให้ความสำคัญกับปัจจัยในระยะสั้นมากเกินไป

2) ช่วยให้ผู้ลงทุนเข้าใจความต้องการ เป้าหมาย และข้อจำกัดของการลงทุนเป้าหมายที่สำคัญอีกประการหนึ่งของนโยบายการลงทุนก็คือ นโยบายการลงทุนที่ดีจะช่วยให้ผู้ลงทุนเข้าใจความต้องการ เป้าหมาย และข้อจำกัดของการลงทุน นโยบายการลงทุนจะช่วยให้ผู้ลงทุนตัดสินใจอยู่บนพื้นฐานของเป้าหมายการลงทุนที่เหมาะสม อันเกิดจากการเรียนรู้เกี่ยวกับตลาดเงินและความเสี่ยงในการลงทุน โดยผู้ลงทุนต้องศึกษาเกี่ยวกับตลาดการเงินและความเสี่ยงในการลงทุน ความรู้พื้นฐานนี้จะช่วยป้องกันผู้ลงทุนจากการตัดสินใจลงทุนที่ไม่เหมาะสมในอนาคต และเพิ่มโอกาสที่ผู้ลงทุนบรรลุเป้าหมายทางการเงินอย่างเป็นรูปธรรมมากยิ่งขึ้น ดังนั้น จะสรุปได้ว่านโยบายการลงทุนจะช่วยให้ผู้ลงทุนระบุเป้าหมายการลงทุนที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น และตระหนักถึงความเสี่ยงและต้นทุนของการลงทุน

3) ช่วยในการวัดผลการดำเนินงานของการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ นโยบายการลงทุนเป็นตัวกำหนดมาตรฐาน ที่จะนำไปประเมินผลการดำเนินงานของผู้จัดการกองทุน และยังช่วยกำหนดขอบเขตการดำเนินงานให้กับผู้จัดการกองทุนให้ลงทุนอย่างเหมาะสม โดยหลีกเลี่ยงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนเร็วแต่ความเสี่ยงสูง โดยทั่วไปวิธีวัดผลการดำเนินงานของการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์จะเริ่มจากการวัดผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ปรับด้วยความเสี่ยงแล้ว (Risk-Adjusted Return) ตลอดจนการวัดช่วงจังหวะการลงทุนที่เหมาะสม เมื่อวัดผลการดำเนินงานแล้ว จึงนำมาเทียบกับผลการดำเนินงานมาตรฐานหรือผลการดำเนินงานที่ใช้อ้างอิง (Benchmark) ซึ่งอาจเป็นผลการดำเนินงานของตลาดโดยใช้ดัชนีราคาหลักทรัพย์เป็นฐานการคำนวณ แล้วจึงหาสาเหตุของความแตกต่างของผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ เพื่อนำผลที่ได้มาปรับเปลี่ยนแนวทางการลงทุนต่อไปโดยปกติ กลุ่มหลักทรัพย์มาตรฐานที่ใช้อ้างอิง จะถูกระบุ

อยู่ในนโยบายการลงทุนซึ่งกลุ่มหลักทรัพย์มาตรฐานที่อ้างอิงในการวัดผลการดำเนินงานนี้ ควรจะต้องมีความเสี่ยงและข้อจำกัดที่ใกล้เคียงกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผู้วิเคราะห์การจะวัด เพื่อการวิเคราะห์ที่เหมาะสม

4) ช่วยเพิ่มความปลอดภัยให้กับผู้ลงทุน นโยบายการลงทุนที่ชัดเจนยังช่วยป้องกันผู้ลงทุนจากการลงทุนที่ไม่เหมาะสมหรือพฤติกรรมการลงทุนของผู้จัดการกองทุนที่มีที่ตั้งอยู่บนพื้นฐานจรรยาบรรณ อีกทั้งยังช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้ผู้ลงทุน ตลอดจนหน่วยงานที่เกี่ยวข้องอีกด้วย

### 2.3.3 องค์ประกอบของนโยบายการลงทุน

เป้าหมายการลงทุน (Investment Objective) ความจะต้องระบุในรูปของผลตอบแทนและความเสี่ยง เนื่องจากผลตอบแทนจากการลงทุนจะถูกกำหนดโดยระดับความเสี่ยงของการลงทุนเสมอ การมุ่งเน้นไปที่การสร้างผลตอบแทนที่สูงเป็นอย่างเดียวอาจนำไปสู่การลงทุนที่ไม่เหมาะสมโดยผู้จัดการกองทุน และไม่เหมาะสมกับระดับความเสี่ยงของผู้ลงทุนอีกด้วย ซึ่งระดับการยอมรับความเสี่ยงของผู้ลงทุนควรจะได้รับมีความสำคัญอย่างเท่าเทียมกับเป้าหมายในการสร้างผลตอบแทน ดังนั้น การวิเคราะห์ประวัติบุคคลและภูมิหลังของผู้ลงทุน จึงมีความสำคัญต่อการระบุเป้าหมายการลงทุน โดยมีปัจจัยที่สำคัญ ได้แก่ ระดับการยอมรับความเสี่ยง และเป้าหมายในด้านผลตอบแทน

ระดับการยอมรับความเสี่ยง (Risk Tolerance) ของผู้ลงทุนจะขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ ได้แก่ ปัจจัยทางด้านจิตวิทยา สถานะทางการเงิน ในปัจจุบันและรายได้ที่คาดหวังในอนาคต (หากผู้ลงทุนมีสภาพทางการเงินที่ดี ย่อมมีระดับการยอมรับความเสี่ยงที่ตีมากขึ้น) สภาพภาพส่วนบุคคล เช่น อายุของผู้ลงทุน (ผู้ลงทุนที่มีอายุน้อยมาก โดยปกติจะมีระยะเวลาในการลงทุนที่สั้นกว่าผู้ลงทุนที่มีอายุน้อย) สภาพภาพการสมรส (ผู้ลงทุนที่ครอบครัวแล้วจะรับความเสี่ยงที่ต่ำกว่าผู้ลงทุนที่มีสภาพโสด) หรือรายได้ (ผู้ลงทุนที่มีรายได้สูงมักจะมีระดับการยอมรับความเสี่ยงที่สูงกว่าผู้ลงทุนที่มีรายได้ต่ำ) เป็นต้น

เป้าหมายที่แท้จริงจากการลงทุนคงจะต้องให้ผลตอบแทนที่เหมาะสมต่อความต้องการของการลงทุน และเหมาะสมกับระดับความเสี่ยง ที่ผู้ลงทุนยอมรับได้ นโยบายการลงทุนที่ดีควรจะต้องระบุรูปแบบผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้ให้ชัดเจน โดยเป้าหมายในด้านผลตอบแทน

(Return Objective) ของผู้ลงทุนสามารถระบุได้ในรูปของผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินหรือในรูปของอัตราผลตอบแทน หรือ อาจระบุในรูปของวัตถุประสงค์กว้างๆดังต่อไปนี้

1) Capital Preservation หมายถึง ผู้ลงทุนต้องการที่จะทำให้ความเสี่ยงในการสูญเสียเงินลงทุนอยู่ในระดับต่ำ โดยปกติจะอยู่ในรูปของ Real Term ผู้ลงทุนต้องการที่จะรักษาอำนาจในการซื้อ (Purchasing Power) ของการลงทุน ซึ่งผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุนจะต้องมากกว่าอัตราเงินเฟ้อโดยทั่วไป เป้าหมายนี้เป็นกลยุทธ์ที่เหมาะสมกับผู้ลงทุนที่กลัวความเสี่ยงหรือกรณีที่ผู้ลงทุนต้องการเงินลงทุนใช้ในระยะสั้น

2) Capital Appreciation หมายถึง เป้าหมายการลงทุนที่ผู้ลงทุนต้องการให้มูลค่าของกลุ่มหลักทรัพย์เติบโตในรูปแบบของ Real Term ในช่วงเวลาหนึ่งความต้องการในอนาคตภายใต้กลยุทธ์นี้ การเจริญเติบโตจะเกิดขึ้นในรูปของส่วนต่างราคา (Capital Gain) และเป็นกลยุทธ์สำหรับผู้ลงทุนที่ต้องการที่จะรับความเสี่ยง เพื่อให้บรรลุเป้าหมายการลงทุนในระยะยาว โดยอัตราผลตอบแทนในรูปตัวเงินของเป้าหมายในด้านผลตอบแทนในลักษณะนี้มีค่ามากกว่าอัตราเงินเฟ้อในช่วงเวลานั้น

3) รายได้ปัจจุบัน (Current Income) เป็นเป้าหมายของการลงทุนที่มีวัตถุประสงค์ในการสร้างรายได้ ซึ่งจะมีความเหมาะสมกับผู้ลงทุนที่มีความต้องการนำเงินไปใช้เพื่อการบริโภค หรือตอบสนองความต้องการในชีวิตประจำวัน เมื่อรายได้ในปัจจุบันเป็นเป้าหมายการลงทุน ผู้ลงทุนต้องการกลุ่มหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้มากกว่าส่วนต่างราคา ผู้ลงทุนที่นิยมใช้กลยุทธ์นี้ คือผู้ลงทุนที่เกษียณแล้วหรือผู้ที่มีอายุมาก

4) ผลตอบแทนรวม (Total Return) เป้าหมายของกลยุทธ์ผลตอบแทนจะคล้ายกับกลยุทธ์ Capital Appreciation ซึ่งผู้ลงทุนต้องการให้กลุ่มหลักทรัพย์เติบโตเพื่อตอบสนองความจำเป็นในอนาคต ข้อแตกต่างกลยุทธ์ทั้งสอง คือ มูลค่าของกลุ่มหลักทรัพย์ภายใต้กลยุทธ์ Capital Appreciation จะขึ้นอยู่กับส่วนต่างราคา แต่มูลค่าของกลุ่มหลักทรัพย์ภายใต้กลยุทธ์ผลตอบแทนรวมจะเพิ่มสูงขึ้น โดยส่วนต่างราคาและการนำรายได้ในปัจจุบันไปลงทุนเพิ่มเติม กลยุทธ์นี้จัดได้ว่ามีความเสี่ยงสูงกว่ากลยุทธ์รายได้ในปัจจุบัน แต่มีความเสี่ยงต่ำกว่า Capital Appreciation

## ข้อจำกัดของการลงทุน

นอกเหนือจากเป้าหมายการลงทุนที่ระบุระดับความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนที่จะเป็นตัวกำหนดแผนการลงทุนแล้ว ข้อจำกัดการลงทุน (Investment Constraint) ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่จะมีผลโดยตรงต่อแผนการลงทุน โดยนโยบายการลงทุนจะต้องระบุข้อจำกัดของการลงทุน ซึ่งผู้ลงทุนจะเป็นผู้ที่วางข้อจำกัดของการลงทุนนั้น โดยตั้งเงื่อนไขหรือข้อจำกัดต่างๆ ดังนี้

### ข้อจำกัดด้านสภาพคล่องและการเป็นที่ต้องการของตลาด

ระดับความต้องการด้านสภาพคล่อง (Liquidity Constraint) จะขึ้นอยู่กับความต้องการในการใช้เงินสดในยามที่ผู้ลงทุนต้องการ การเป็นที่ต้องการของตลาด หมายถึงความสามารถในการจำหน่ายสินทรัพย์ได้ในระยะเวลาอันสั้น ความต้องการด้านสภาพคล่องซึ่งนโยบายการลงทุนควรจะต้องคำนึงถึง จะนำไปสู่กลยุทธ์การลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงและเป็นที่ต้องการของตลาด ทั้งนี้ โดยปกติแล้วผู้ลงทุนที่มีอายุน้อย จะคำนึงถึงเป้าหมายระยะยาว แต่ข้อจำกัดนี้อาจเปลี่ยนแปลงไปในบางกรณี เช่น หากผู้ลงทุนลาออกจากงานเป็นการชั่วคราวจะต้องการสภาพคล่องในระยะสั้น เป็นต้น

### ข้อจำกัดด้านระยะเวลาการลงทุน

ระยะเวลาการลงทุน (Investment Time Horizon) จะเป็นตัวกำหนดปริมาณความผันผวนของกลุ่มหลักทรัพย์ ที่ผู้ลงทุนสามารถยอมรับได้ โดยทั่วไป ระยะเวลาการลงทุน ความต้องการสภาพคล่อง และระดับการยอมรับความเสี่ยงจะมีความเกี่ยวข้องกันอย่างมาก กล่าวคือ หากระยะเวลาการลงทุนยาว ระดับความต้องการสภาพคล่องจะอยู่ในระดับต่ำ และระดับการยอมรับความเสี่ยงอยู่ในระดับสูง เนื่องจากเงินทุนจมอยู่กับการลงทุนเป็นระยะเวลานาน โดยระยะเวลาการลงทุนจะนำไปสู่กลยุทธ์การลงทุนในหลักทรัพย์ระยะสั้นหรือยาว และช่วงจังหวะเวลาการซื้อขายที่เหมาะสมต่อไป ผู้ลงทุนที่มีข้อจำกัดด้านการลงทุน โดยมุ่งเน้นการลงทุนระยะเวลาด้านั้นจะมุ่งเน้นที่การลงทุนที่มีสภาพคล่องตัวสูง และมีระดับความเสี่ยงที่ต่ำ เนื่องจากความสูญเสียอันเนื่องมาจากการลงทุนจะไม่สามารถทำกำไรกลับคืนมาชดเชยในระยะเวลาการลงทุนที่สั้นได้

### ข้อจำกัดด้านปัจจัยด้านภาษี

ปัจจัยด้านภาษี (Tax Concern) นับเป็นปัจจัยสำคัญในการวางแผนการลงทุนเนื่องจากเป้าหมายของการลงทุนก็คือการสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนหลังหักภาษีแล้วให้สูงที่สุด ภายใต้ความเสี่ยงที่เหมาะสม การจะทำให้เป้าหมายการลงทุนนี้บรรลุผลได้ดังนั้น จะต้องคำนึงถึงภาษีที่ผู้ลงทุนจะต้องจ่ายด้วย ไม่ว่าจะเป็นฐานภาษีส่วนบุคคลหรือภาษีอันเกิดจากการลงทุนในหลักทรัพย์ แต่ละประเภทที่ถูกเก็บภาษีในอัตราที่ต่างกัน ดังนั้น ปัจจัยด้านภาษีจะนำไปสู่กลยุทธ์การลงทุนที่ทำให้ผลตอบแทนที่คำนวณหลังภาษีแล้วอยู่ในระดับที่สูงที่สุด

### ข้อจำกัดด้านกฎหมายระเบียบ

ข้อจำกัดด้านกฎระเบียบ (Legal and Regulatory Factor) เป็นข้อจำกัดของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับผู้ลงทุนประเภทสถาบันมากกว่าผู้ลงทุนทั่วไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ลงทุนสถาบัน ซึ่งมีข้อกำหนดหรือกฎหมายต่างๆ กำกับดูแลการลงทุนไว้ ซึ่งจะนำไปสู่กลยุทธ์การลงทุนที่สอดคล้องกับกฎระเบียบต่างๆ ผู้ลงทุนทุกคนจะต้องเคารพกฎระเบียบการลงทุน ซึ่งออกโดยหน่วยงานที่มีหน้าที่ในการกำกับดูแลตลาดเงินและตลาดทุน เช่น ข้อจำกัดทางการใช้ข้อมูล ข่าวสารภายในเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ (Insider Trading) ที่ห้ามผู้บริหารของบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลที่สำคัญและมิได้เปิดเผยต่อมหาชน ดังนั้น ผู้ลงทุนที่เป็นผู้บริหารของบริษัทก็จะมีหน้าที่รับผิดชอบ (Fiduciary Duty) ต่อผู้ถือหุ้นอื่นๆ ของบริษัท ดังนั้น ผู้ลงทุนนี้จะไม่สามารถลงทุนในหลักทรัพย์ของตนได้ ในกรณีที่มีข้อมูลข่าวสารที่สำคัญและไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชน

### ข้อจำกัดด้านความจำเป็นและความพอใจเฉพาะบุคคล

ข้อจำกัดด้านความจำเป็นและความพอใจเฉพาะบุคคล เกิดขึ้นเนื่องจากการกำหนดทางเลือกการลงทุนและประเภทหลักทรัพย์เอาไว้อย่างเฉพาะเจาะจง หรือความไม่ต้องการลงทุนในหลักทรัพย์บางชนิดตามความพอใจของตนเอง (Unique Need หรือ Preference) เช่น ผู้ลงทุนต้องการเจาะจงที่จะลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเท่านั้น ดังนั้น กลยุทธ์การลงทุนของบุคคลที่แม้จะอยู่ในช่วงอายุเดียวกัน มีสถานะทางครอบครัว ทางสังคม และเศรษฐกิจคล้ายคลึงกัน ก็อาจกำหนดนโยบายการลงทุนที่แตกต่างกันได้ นโยบายการลงทุนจึงจำเป็นต้องครอบคลุมถึงข้อจำกัดในด้านนี้ด้วย



จากที่กล่าวมาจะเห็นว่า การจัดสรรเงินลงทุน เป็นกระบวนการในการพิจารณาการลงทุน และตัดสินใจว่าจะกระจายความมั่งคั่งของผู้ลงทุนในสินทรัพย์ในประเภทต่างๆ ในประเภทต่างๆ ให้บรรลุเป้าหมายของการลงทุนที่ตั้งใจไว้ โดยการจัดสรรเงินลงทุนนี้ เป็นส่วนประกอบที่สำคัญ ในกระบวนการจัดการกลุ่มหลักทรัพย์

การศึกษาวงจรชีวิตของบุคคลทั่วไป นับเป็นแนวทางพื้นฐานในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความต้องการลงทุนตามช่วงอายุ ซึ่งสามารถจำแนกตามระยะต่างๆ ตามวงจรชีวิตของความมั่งคั่งเป็น 4 ระยะ ได้แก่ ระยะสะสม, ระยะมั่งคั่ง, ระยะการใช้จ่าย และระยะการอุทิศ

กระบวนการในการจัดการกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนเป็นกระบวนการที่มีลักษณะเป็นวงจร กล่าวคือ เป็นกระบวนการที่มีความต่อเนื่อง ไม่สิ้นสุด เริ่มต้นจากการระบุนโยบายการลงทุน หลังจากนั้น จึงศึกษาสถานการณ์และสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงิน เพื่อที่จะกำหนดกลยุทธ์การลงทุนว่า จะจัดสรรเงินทุนที่มีอยู่ในสินทรัพย์ประเภทใด ในตลาดใด เป็นจำนวนเงินเท่าใด และขั้นตอนสุดท้ายของกระบวนการจัดการกลุ่มหลักทรัพย์ เป็นการตรวจสอบและติดตามผลว่า การลงทุนนี้บรรลุความต้องการของผู้ลงทุนหรือไม่

ประโยชน์ของการมีนโยบายการลงทุนที่ดี จะช่วยให้กระบวนการลงทุนมีวินัยมากขึ้น ช่วยให้ผู้ลงทุนตัดสินใจอยู่บนพื้นฐานของเป้าหมายการลงทุนที่เหมาะสมช่วยกำหนดขอบเขตการดำเนินงานให้กับผู้จัดการกองทุนอย่างเหมาะสม ช่วยป้องกันผู้ลงทุนจากการลงทุนที่ไม่เหมาะสม หรือพฤติกรรมการลงทุนของผู้จัดการกองทุนที่มีได้ตั้งอยู่บนพื้นฐานจรรยาบรรณ อีกทั้งจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุนตลอดจนหน่วยงานที่เกี่ยวข้องอีกด้วย

นอกเหนือจากเป้าหมายการลงทุนที่ระบุระดับความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน ที่จะเป็นตัวกำหนดแผนการลงทุนแล้ว ข้อจำกัดการลงทุนก็เป็นปัจจัยหนึ่งที่จะมีผลโดยตรงต่อแผนการลงทุน ข้อจำกัดการลงทุนก็เป็นปัจจัยหนึ่งที่จะมีผลโดยตรงต่อแผนการลงทุน ข้อจำกัดดังกล่าว ได้แก่ ข้อจำกัดด้านสภาพคล่อง ข้อจำกัดด้านระยะเวลาการลงทุน ข้อจำกัดด้านปัจจัยด้านภาษี ข้อจำกัดด้านกฎระเบียบและข้อจำกัดด้านความจำเป็นและความพอใจเฉพาะบุคคล

## 2.4 ทฤษฎีการลงทุน

การลงทุน (Investment) หมายถึง การกักเงินไว้จำนวน ในช่วงระยะเวลาหนึ่งเพื่อให้เกิดกระแสเงินสดรับในอนาคตซึ่งจะชดเชยให้แก่ผู้กักเงิน โดยกระแสเงินสดรับควรคุ้มกับอัตราเงินเพื่อและคุ้มกับความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นกับกระแสเงินสดรับในอนาคต Reilly (1992)

การลงทุน แบ่งออกเป็น 3 ประเภท ได้แก่

1) การลงทุนเพื่อการบริโภค (Consumer Investment) คือ การซื้อขายสินค้าประเภทถาวร การลงทุนเพื่อการบริโภคไม่ได้หวังกำไรเป็นรูปตัวเงิน แต่ผู้ลงทุนหวังความพอใจในทรัพย์สินเท่านั้น

2) การลงทุนในธุรกิจ (Business or Economic Investment) คือ การซื้อสินทรัพย์เพื่อประกอบธุรกิจรายได้ เป้าหมายของธุรกิจคือกำไรจากการลงทุนเป็นผลตอบแทน

3) การลงทุนในหลักทรัพย์ (Financial or Securities Investment) คือ การลงทุนในหลักทรัพย์ เป็นการซื้อสินทรัพย์ในรูปของหลักทรัพย์ เช่น พันธบัตร หุ้นกู้ หรือ หุ้นทุน

### 2.4.1 จุดมุ่งหมายในการลงทุน

จุดมุ่งหมายในการลงทุนแตกต่างกันไประหว่างผู้ลงทุนแต่ละท่าน ผู้ลงทุนบางท่านลงทุนเพื่อหวังรายได้ บางท่านหวังกำไรจากการขายหลักทรัพย์ และบางท่านอาจต้องการได้ทั้งสองอย่าง ดังนั้นผู้ลงทุนแต่ละท่านต้องมีวัตถุประสงค์ในการลงทุนของตนเองตามความต้องการและภาวะแวดล้อมของผู้ลงทุน ซึ่งจุดมุ่งหมายในการลงทุนสามารถแบ่งออกได้ดังนี้ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2544)

1) ความปลอดภัยของเงินลงทุน (Security of Principal) คือ การป้องกันความเสี่ยงซึ่งเกิดจากอำนาจซื้อลดลงอันเป็นผลจากภาวะเงินเฟ้อ

2) เสถียรภาพของรายได้ (Stability of Income) รายได้ที่สม่ำเสมอช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถวางแผนการใช้เงินทุนนี้ไปใช้บริโภคหรือลงทุนต่อไป

3) ความงอกเงยของเงินลงทุน (Capital Growth) ความงอกเงยของเงินลงทุนไม่ได้เกิดจากการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่กำลังจะขยายตัว การนำรายได้ไปลงทุนใหม่ก็จะ

ก่อให้เกิดความงอกเงยของเงินลงทุนได้เช่นเดียวกัน ความงอกเงยของเงินลงทุนให้ประโยชน์แก่ผู้ลงทุน คือ

- (1) เพื่อปรับฐานของผู้ลงทุนในระยะยาวให้ดีขึ้น
- (2) เพื่อรักษาอำนาจซื้อให้คงไว้
- (3) เพื่อให้การจัดการคล่องตัวขึ้น

4) ความคล่องตัวในการซื้อขาย (Marketability) คือ หลักทรัพย์ที่สามารถซื้อขายได้ง่ายและสะดวกรวดเร็ว

5) ความสามารถในการเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ทันที (Liquidity) เมื่อหลักทรัพย์ที่ลงทุนมีความ (Liquidity) สูง ความสามารถในการหากำไร (Profitability) ย่อมลดลง ผู้ลงทุนต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มี (Liquidity) หรือหลักทรัพย์ที่ใกล้เคียงกับเงินสด

6) การกระจายเงินลงทุน (Diversification) คือ ต้องการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุน

7) ความพอใจในด้านภาษี (Favorable Tax Status) ผู้ลงทุนอาจเลี่ยงการเสียภาษีเงินได้จากเงินพึงได้ประเมิน โดยลงทุนในพันธบัตรที่ได้รับการยกเว้นภาษี หรือซื้อหลักทรัพย์ที่ไม่มีเงินปันผล

#### 2.4.2 ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดอุดมภ์หมายของผู้ลงทุน

1) อายุของผู้ลงทุน (The Age of The Investor) ผู้ลงทุนที่มีอายุน้อยหรือระหว่าง 25-40 ปี มักกล้าเสี่ยง แต่ผู้ลงทุนที่มีอายุระหว่าง 40-50 ปี อาจสนใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีรายได้ประจำปี และผู้ลงทุนที่อายุมากกว่า 60 ปี ยิ่งพอใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้รายได้แน่นอน

2) การมีครอบครัวและความรับผิดชอบที่มีต่อครอบครัว (Marital Status and Family Responsibilities) ผู้ลงทุนที่มีครอบครัวแล้วต้องรับผิดชอบต่อความเป็นอยู่ของครอบครัว ทำให้เขาเกิดความจำเป็นที่ต้องลงทุนในหลักทรัพย์ที่มั่นคง ให้รายได้แน่นอน ส่วนคนโสดไม่มีภาระผูกพัน ย่อมลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงได้

3) สุขภาพของผู้ลงทุน (The Health of The Investor) ปัญหาเรื่องสุขภาพของผู้ลงทุนมีต่อการกำหนดนโยบายลงทุนของผู้ลงทุน ผู้ลงทุนที่มีสุขภาพไม่สมบูรณ์ย่อมต้องการรายได้ที่เกิดขึ้นในปัจจุบันมากกว่าหวังผลประโยชน์ที่จะเกิดในอนาคต

4) นิสัยส่วนตัวของผู้ลงทุน (Personal Habits) ผู้ลงทุนที่มีนิสัยตระหนี่อาจไม่มีความจำเป็นต้องใช้รายได้ที่ได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ เขาอาจลงทุนในหลักทรัพย์ของธุรกิจที่มีการขยายตัวในอนาคต แต่ผู้ลงทุนที่ใช้จ่ายฟุ่มเฟือยย่อมต้องการได้รายได้ที่แน่นอนเพื่อมาจุนเจือรายจ่ายที่เกิดขึ้น

5) ความสมัครใจในการลงทุนใจ (Willingness to Accept Risks of Investment) ผู้ลงทุนบางท่านอาจต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนในลักษณะนี้ได้เตรียมตัวเตรียมใจที่จะเผชิญกับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตแล้ว

6) ความจำเป็นของผู้ลงทุน (Investor's Needs) ความจำเป็นของผู้ลงทุนอาจแตกต่างกัน บางท่านอาจมีความจำเป็นทางการเงิน บางท่านอาจมีความจำเป็นในแง่ของความรู้สึกลึกและจิตใจ สิ่งสำคัญที่เร่งเร้าให้เกิดการลงทุนคือกำไร ซึ่งอาจเก็บสะสมไว้เพื่อใช้ในยามชรา เพื่อการศึกษา หรือเพื่อปรับฐานะการครองชีพของตนเองให้ดีขึ้น

#### 2.4.3 วัตถุประสงค์ในการลงทุน

1) เพื่อเพิ่มมูลค่าของเงินลงทุน (Capital Appreciation) คือ ต้องการให้หลักทรัพย์หรือสินทรัพย์ที่ตนลงทุนไว้มีมูลค่าเพิ่มพูนขึ้นตลอดช่วงเวลาที่ลงทุน โดยการเพิ่มค่านั้นจะมาจากกำไรจากการลงทุนเป็นสำคัญ

2) เพื่อเป็นรายได้ประจำ (Current Income) คือ ต้องการได้รับรายได้เป็นประจำจากการลงทุนในหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์ที่ตนลงทุนไว้ ส่วนใหญ่ผู้เกษียณอายุมักมีจุดประสงค์ในการลงทุนในแบบนี้

3) เพื่อการปกป้องเงินลงทุน (Capital Protection) คือ ต้องการให้เงินลงทุนของตนมีความมั่นคง และรักษามูลค่าของเงินหลังหักค่าเงินเฟ้อไว้เพื่อคงอำนาจซื้อให้เท่าเดิม

4) เพื่อผลตอบแทนรวม (Total Return) คือ ต้องการให้ความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนมีความเหมาะสม ไม่น้อยเกินไปในเป้าหมายใดเป้าหมายหนึ่ง โดยเฉพาะแต่เป็นการผสมผสานกันระหว่าง 3 เป้าหมาย

#### 2.4.4 เป้าหมายการลงทุน

ผู้ลงทุนควรคำนึงเป้าหมายการลงทุน (Goal Achievement) ว่าต้องการจะนำผลตอบแทนจากเงินลงทุนไปใช้เมื่อใด และเพื่ออะไร เพื่อจะได้วางแผนการลงทุนให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์และเป้าหมายการลงทุนที่วางไว้

ตารางที่ 2.1 ตัวอย่างของการกำหนดเป้าหมายของการลงทุน

เป้าหมายการลงทุน	ตัวอย่างเป้าหมาย	สินทรัพย์ที่เหมาะสม
1. Near-Term High Priority Goal: เป้าหมายระยะสั้นที่มีความสำคัญต่อการดำรงชีวิต	- เงินค่าน้ำบ้าน/รถยนต์ - เงินทุนเพื่อการศึกษา - ค่ารักษาพยาบาล	ตราสารที่ใกล้เคียงเงินสด เช่น ตัวเงินคลัง พันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น ฯลฯ
2. Long-Term High Priority Goal: เป้าหมายระยะยาว และมีความสำคัญในอนาคต	- เงินสำหรับใช้จ่ายหลังเกษียณอายุ - เงินจุนเจือพ่อแม่ยามชรา	ควรกระจายการลงทุนในสินทรัพย์หลายๆประเภท เพื่อกระจายความเสี่ยง โดยให้น้ำหนักการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำในสัดส่วนที่สูงกว่าสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง
3. Short-Term Low Priority Goal: เป้าหมายระยะสั้นที่มีระดับความสำคัญน้อย	- เงินสำหรับพักผ่อนและท่องเที่ยว - เงินบริจาค	สินทรัพย์เกือบทุกประเภท แต่ต้องมีสภาพคล่องสูง เช่น หุ้นยอคนิยม หรืออสังหาริมทรัพย์ที่กำลังบูม ซื้อ-ขายคล่องมือ
4. Money Making Goal : เป้าหมายระยะสั้นเพื่อทำเงินเป็นกอบเป็นกำ หรือทำกำไรรวม	- ทุ่มเงินลงทุนเพื่อหวังรวยในระยะสั้น	หุ้นของบริษัทที่กำลังเติบโต มีโอกาสทางธุรกิจดีกว่าคู่แข่ง

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554

## ขั้นตอนการวางแผนการลงทุน

1) การกำหนดนโยบายการลงทุน โดยผู้ลงทุนระบุเป้าหมายการลงทุนและข้อจำกัดการลงทุนของผู้ลงทุน ในการกำหนดนโยบายลงทุน ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจในสถานะตลาดทุนในอดีตและสถานะที่คาดไว้ เพื่อให้ทราบแนวทางการลงทุนรูปแบบใดบ้างที่ผู้ลงทุนควรสนใจลงทุน

2) การเก็บรวบรวมข้อมูลต่างๆ เกี่ยวกับลูกค้าหรือผู้ต้องการวางแผนการลงทุน เพื่อนำไปวิเคราะห์ฐานะทางการเงินของลูกค้า และใช้เป็นข้อมูลประกอบการวางแผนการลงทุน

3) การปฏิบัติตามแผนที่วางไว้ ผู้ลงทุนต้องตัดสินใจว่าจะกระจายเงินลงทุนไปยังหลักทรัพย์ประเภทใด ในการจัดทำนโยบายการลงทุนสำหรับผู้ลงทุนที่เป็นสถาบัน จะต้องตระหนักถึงกฎระเบียบของสถาบันนั้น เพื่อการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับความเสี่ยงต่ำที่สุด ณ ระดับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการหรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนยอมรับได้

4) การติดตามความต้องการของผู้ลงทุน สถานการณ์เศรษฐกิจ ตลาดการเงิน และการเมืองเนื่องจากสถานการณ์ต่างๆ อาจเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ทำให้ต้องมีการปรับนโยบายตามความจำเป็นและเหมาะสมกับความต้องการของผู้ลงทุน

## 2.5 ตลาดทุนไทย

### ตลาดทุน (Capital Market)

ตลาดทุนคือตลาดการเงินที่เป็นแหล่งกลางที่เชื่อมโยงโดยตรงระหว่างผู้ออมซึ่งต้องการนำเงินกู้ยืมหรือลงทุนระยะยาวและผู้ลงทุนซึ่งแสวงหาเงินทุนระยะยาวเพื่อนำไปใช้ในการก่อตั้งกิจการหรือเพื่อขยายกิจการลักษณะของตลาดทุนเป็นแหล่งเงินกู้ระยะยาวคือมีระยะเวลาตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป

### 2.5.1 ความสำคัญของตลาดทุน

- 1) เป็นแหล่งระดมเงินทุน
- 2) เป็นแหล่งสะสมทุน
- 3) ธุรกิจสามารถระดมทุนได้อย่างรวดเร็วมีจำนวนเพียงพอกับความต้องการ
- 4) เป็นแหล่งระดมเงินทุนที่เสียค่าใช้จ่ายต่ำกว่าการกู้ยืมจากแหล่งอื่น
- 5) เป็นประโยชน์ต่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

### 2.5.2 ประเภทของตลาดทุนสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท

- 1) ตลาดแรกหรือตลาดหลักทรัพย์ที่ออกใหม่
- 2) ตลาดรองหรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์

ตลาดแรกหรือตลาดหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ (Primary Market or New Issue Market) ตลาดแรกหรือตลาดหลักทรัพย์ที่ออกใหม่คือแหล่งกลางที่มีการเสนอขายหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ครั้งแรกแก่ประชาชนหรือนิติบุคคลทั่วไปหลักทรัพย์ที่นำออกจำหน่ายได้แก่หุ้นสามัญหุ้นบุริมสิทธิหุ้นกู้หรือพันธบัตรฯ

ตลาดรองหรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ (Secondary Market or Trading Market) ตลาดรองหรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์คือแหล่งกลางในการติดต่อซื้อขายหลักทรัพย์ที่เคยผ่านการซื้อขายในตลาดแรกมาแล้วการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองเป็นเพียงการโอนเปลี่ยนมือผู้ถือหุ้นเท่านั้นตลาดรองไม่ได้ทำหน้าที่ระดมเงินทุนจากประชาชนแต่ทำหน้าที่สนับสนุนการระดมเงินออมจากตลาดแรกและสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ที่ซื้อหลักทรัพย์ในตลาดแรกว่าเขาสามารถขายหลักทรัพย์นั้นได้เมื่อต้องการเงินสดหรือเมื่อต้องการได้กำไรจากการขายหุ้นแม้ว่าตลาดรองจะไม่ได้มีลักษณะเป็นแหล่งเงินทุนโดยตรงของธุรกิจเช่นเดียวกับตลาดแรกแต่ก็มีความสำคัญไม่แพ้กันเพราะตลาดรองช่วยให้เงินทุนหมุนเวียนได้สะดวกและช่วยกระตุ้นให้ตลาดแรกเจริญเติบโตขึ้นด้วยตลาดรองประกอบด้วย

(1) ตลาดรองเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถือเป็นตลาดรองหลักสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ตามที่กำหนดไว้ในพ.ร.บ.

หลักทรัพย์ฯ โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดให้มีหน่วยธุรกิจย่อยเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ได้แก่

- ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ เป็นตลาดรองสำหรับการระดมทุนให้แก่ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก (SMEs) ที่เป็นอุตสาหกรรมส่งออกอุตสาหกรรมที่รัฐบาลมุ่งให้การส่งเสริมเพื่อฟื้นฟูเศรษฐกิจหรืออุตสาหกรรมการผลิตที่มีแนวโน้มการเติบโตที่ดี

- ตลาดตราสารหนี้หรือ Bond Electronic Exchange: BEX เป็นตลาดรองสำหรับการซื้อขายตราสารหนี้ที่เปิดให้บริการการซื้อขายแก่นักลงทุนทั่วไปโดยให้บริการผ่านระบบการซื้อขายแบบเรียลไทม์มีข้อมูลที่โปร่งใสตลอดจนถึงกระบวนการส่งมอบและชำระราคาที่เกี่ยวข้องได้เพื่อที่จะพัฒนาตลาดตราสารหนี้ให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น

(2) ตลาดรองสำหรับการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในปัจจุบันได้มีการจัดตั้งบริษัทตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures Exchange)

### 2.5.3 โครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุน

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) และกำหนดอำนาจหน้าที่ให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นผู้กำหนดนโยบายและควบคุมการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ฯ

#### ตลาดแรก

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ทำหน้าที่กำกับและดูแลตลาดแรก โดยบริษัทใดที่ต้องการออกหลักทรัพย์ใหม่เสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering) หรือเสนอขายหลักทรัพย์อื่นๆ แก่ประชาชน ต้องขออนุมัติจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) และดำเนินการตามเกณฑ์ที่กำหนด จากนั้นคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จะต้องตรวจสอบสถานะทางการเงินและการดำเนินงานของบริษัทนั้นก่อนที่จะอนุมัติให้บริษัททำการออกหลักทรัพย์ขายแก่ประชาชนได้



### ตลาดรอง

หลังจากการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรก หลักทรัพย์จะสามารถทำการซื้อขายในตลาดรองได้ก็ต่อเมื่อผู้ออกหลักทรัพย์นั้น ได้ยื่นคำขอและได้รับอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว

### แนวคิดในการพัฒนาตลาดทุนไทย

ตลาดทุนไทยนับว่ามีการพัฒนาก้าวหน้าไปในระดับหนึ่ง และมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจและความมั่นคงของประเทศ บทบาทของตลาดทุนในฐานะเป็นแหล่งระดมเงินทุน

### 2.5.4 โครงสร้างของตลาดทุนไทย

ตลาดทุนนับเป็นแหล่งกลางในการออม การลงทุน และการลงทุนระยะยาวที่สำคัญ การทำ  
 ง่ายของตลาดทุนเป็นกลไกสำหรับการจัดสรรทรัพยากรทางการเงินจากผู้ลงทุนส่วนเกินไปยังผู้ที่  
 ขาดแคลนเงินทุนซึ่งสามารถนำเงินนั้นไปใช้ให้เกิดประโยชน์สูงสุดส่งผลให้ผู้ลงทุนสามารถ  
 ตอบแทนผู้มีเงินทุนส่วนเกินซึ่งให้เงินทุนไปก่อนได้เป็นจำนวนที่สูงที่สุดได้ด้วย ตลาดทุนจึง  
 สามารถเพิ่มทางเลือกสำหรับการลงทุนและการจัดหาเงินทุนแก่ภาครัฐและภาคเอกชน ความสำเร็จ  
 ของตลาดทุนของประเทศจึงเป็นเป้าประสงค์ของทุกฝ่าย พัฒนาการที่เกิดขึ้นในช่วงที่ผ่านมาของ  
 ตลาดทุนโลกและประเทศไทยถือเป็นผลของการเปลี่ยนแปลงในตลาดเงินที่กำลังจะปรับเข้าสู่ระบบ  
 การจัดหาเงินลงทุนแบบไร้ตัวกลาง พัฒนาการนี้ถือเป็นการเปลี่ยนแปลงรูปแบบครั้งสำคัญของการ  
 ออม การลงทุน และการระดมทุน

ในช่วงปี พ.ศ. 2535 ถึงปี พ.ศ. 2540 ถือเป็นช่วงที่การพัฒนาตลาดทุนของประเทศไทย  
 เป็นไปอย่างรวดเร็ว ตลาดทุนของประเทศไทยมีความซับซ้อนมากขึ้นทั้งในด้านโครงสร้างของ  
 ตลาด กลไกการทำงานของตลาด และลักษณะตราสารที่ซื้อขายกันในตลาด โดยพัฒนาการของตลาด  
 ทุนได้เริ่มต้นอย่างเป็นทางการเป็นรูปธรรมตั้งแต่มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาด  
 หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 พระราชบัญญัติฉบับนี้ได้รองรับการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับ  
 หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.) ขึ้น เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลและพัฒนา  
 ตลาดทุนและตราสารทางการเงินของประเทศโดยเฉพาะ และต่อมาได้มีการจัดตั้งบริษัท ไทยเรทติ้ง  
 แอนด์ อินฟอรมะชัน เซอร์วิส จำกัด หรือ TRIS ขึ้น เป็นสถาบันเพื่อจัดอันดับเครดิตให้แก่หุ้นกู้

พันธบัตร ตราสารหนี้อื่นๆ รวมไปถึงบริษัทและรัฐวิสาหกิจในฐานะกิจการผู้มีความเสี่ยงด้านเครดิตภายในประเทศ บริษัท ไทยเรตติ้ง แอนด์ อินฟอร์เมชัน เซอร์วิส จำกัด หรือ TRIS เป็นตัวแปรสำคัญในการพัฒนาตราสารหนี้

ตลาดทุนเป็นหัวใจสำคัญของการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศ การขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง แผนการปฏิรูปทางการเงิน การเปิดเสรีทางการเงิน และการพัฒนาโครงสร้างทางการเงินทำให้บริษัทที่ต้องการระดมทุนมีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนและสามารถระดมเงินทุนได้มากขึ้น ระยะต่อมาไทยประสบกับภาวะวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ได้เกิดการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่ในตลาดเงิน การจัดหาเงินทุนจากตลาดเงิน โดยการกู้ยืมจากสถาบันการเงินในประเทศและต่างประเทศลดลงอย่างฉับพลันซึ่งเป็นผลจากการถูกปิดกิจการของธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และสถาบันการเงินอื่นหลายแห่ง การระงับการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงิน การล้มลายของธุรกิจ และการลดลงของอันดับเครดิตของผู้กู้ส่วนใหญ่ เหตุการณ์เหล่านี้ส่งผลต่อเนื่องในทางลบต่อกัน และวนเวียนเป็นลูกโซ่ ในขณะที่การระดมทุนผ่านการออกหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ลดลงอย่างมาก เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยทำให้โอกาสไม่มีโอกาสที่จะทำธุรกิจ บริษัทจดทะเบียนจึงไม่ต้องการเงินทุน และบริษัทอื่นก็ยังไม่ต้องการเป็นบริษัทจดทะเบียนเพื่อระดมเงินทุน ภายหลังจากการเกิดวิกฤตประมาณ 1 ปี ตลาดตราสารหนี้ที่เคยซบเซาไปพร้อมกับตลาดตราสารทุนได้กลับมาเป็นที่สนใจของผู้ลงทุนอีกครั้ง โดยในปี พ.ศ. 2542 เพียงปีเดียวตลาดตราสารหนี้กลับมีการเจริญเติบโตสูงถึงร้อยละ 908.75 ตราสารหนี้กลายเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญของภาครัฐและภาคเอกชน โดยภาคเอกชนที่ระดมทุนจากตลาดตราสารหนี้ส่วนใหญ่เป็นบริษัทจดทะเบียน การเสนอขายหุ้นกู้และหุ้นกู้แปลงสภาพของบริษัทจดทะเบียนเหล่านั้นมีมูลค่าสูงถึง 167,073 ล้านบาท

ในระหว่างปี พ.ศ. 2543 และพ.ศ. 2545 ตลาดทุนไทยเริ่มมีการสร้างความสัมพันธ์ระหว่างกันในลักษณะใหม่ ระหว่างผู้ขาดแคลนเงินทุนให้มีแหล่งเงินทุนและผู้มีเงินออม ซึ่งต้องการลงทุนให้มีแหล่งออมและลงทุนจากทั้งตลาดเงินและตลาดทุน เป็นการสนับสนุนซึ่งกันและกัน มิใช่พึ่งพาการกู้ยืมเงินและการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์เป็นหลักดังเหมือนที่ผ่านมา ตลาดทุนไทยยังมีความจำเป็นในการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงาน การปรับเปลี่ยนโครงสร้างตลาดทุนเพื่อให้สอดคล้องและก้าวทันต่อพัฒนาการสำคัญของโลก โดยเฉพาะเทคโนโลยีการสื่อสาร

พัฒนาการหนึ่งที่สำคัญในต่างประเทศเป็นการเกิดขึ้นของธุรกิจหลักทรัพย์เครือข่ายสื่อสารอิเล็กทรอนิกส์ (Electronic Communications Network หรือ ECN) สามารถพิจารณาได้ว่าเป็นตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งอาจเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน หลักทรัพย์ขึ้นทะเบียน หรือหลักทรัพย์อื่นๆ แต่ ECN เป็นตลาดของเอกชนที่มีได้จัดตั้งขึ้นอย่างเป็นทางการทำหน้าที่จับคู่คำสั่งซื้อขายผ่านระบบเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ณ ราคาที่ผู้เสนอซื้อและผู้เสนอขายได้ระบุไว้ การซื้อขายจึงเป็นการจับคู่โดยตรงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย ไม่มีการทำผ่านนายหน้าตัวแทนใดๆ โดย ECN จะคิดค่าธรรมเนียมการซื้อขายจากผู้ซื้อและผู้ขายในแต่ละครั้ง เนื่องจาก ECN มีลักษณะเด่นที่การจับคู่ซื้อขายกันโดยตรงผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์ค่าธรรมเนียมการซื้อขายและค่าใช้จ่ายอื่นที่เกี่ยวข้องจึงต่ำมาก และเป็นประโยชน์โดยตรงต่อผู้ใช้บริการ และ ECN ยังสามารถเปิดทำการซื้อขายนอกเวลาทำการของตลาดหลักทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นอย่างเป็นทางการ ซึ่งผู้ลงทุนสามารถซื้อขายได้ในเวลาที่ตนเองสะดวก ณ เวลาใดก็ได้ การพัฒนาไปใช้ระบบ ECN อาจได้รับการยอมรับในประเทศไทย สัญญาของการยอมรับเบื้องต้นมาจากการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการนำระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านทางอินเทอร์เน็ตเข้ามาใช้ เพื่อเป็นทางเลือกของผู้ลงทุนในการส่งคำสั่งซื้อขาย

### 2.5.5 แนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย

ตลาดทุนไทยมีความสำคัญต่อระบบการเงินของประเทศโดยรวม ซึ่งมีส่วนช่วยสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศให้เติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืน การพัฒนาตลาดทุนให้เติบโตอย่างยั่งยืนนั้น จะขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายด้าน เช่น การออกและบังคับใช้กฎหมายที่มีประสิทธิภาพ การขยายฐานผู้ลงทุนผ่านผู้ลงทุนสถาบัน โดยเฉพาะการลงทุนผ่านกองทุนรวม ซึ่งจะเป็นการเพิ่มอุปสงค์และสร้างเสถียรภาพในตลาดทุน แนวทางพัฒนาตลาดมีดังนี้

1) การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านกฎหมาย โดยเพิ่มกลไกให้ผู้ลงทุนสามารถดูแลปกป้องสิทธิของตนเองได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และสามารถฟ้องเรียกค่าเสียหายจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการเปิดเผยข้อมูลไม่ถูกต้องครบถ้วนและสามารถเลือกค่าเสียหายจากกรรมการที่ไม่ปฏิบัติหน้าที่ด้วยความไม่ระมัดระวังซื่อสัตย์สุจริต เพื่อประโยชน์ของบริษัท

2) การพัฒนาด้านผู้ลงทุน โดยเพิ่มบทบาทของผู้ลงทุนสถาบันให้มีการลงทุนในตลาดมากขึ้น รวมทั้งการเสริมสร้างความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนให้กับบุคคลทั่วไป เพื่อขยายฐานและเสริมความแข็งแกร่งให้แก่ผู้ลงทุน

3) การพัฒนาด้านสถาบันตัวกลาง เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและความมั่นคง ให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ให้มีความสามารถดำเนินธุรกิจได้หลากหลายรองรับธุรกรรมต่างๆ ได้ทั้ง ตลาดแรกและตลาดรองในด้านธุรกิจการลงทุนต้องสร้างความรูความเข้าใจที่ถูกต้องและสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน

4) การพัฒนาเครื่องมือบริหารความเสี่ยงและบริหารสภาพคล่อง เพื่อพัฒนาตลาดทุนของประเทศให้มีความก้าวหน้า และสามารถแข่งขันได้กับตลาดทุนต่างประเทศในการวางแผนและการดำเนินการต่างๆ ในการพัฒนาตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ตลอดจนเครื่องมือบริหารสภาพคล่อง

## 2.6 แนวความคิดเรื่องตราสารอนุพันธ์

ตราสารอนุพันธ์ (Derivatives) เป็นตราสารทางการเงินประเภทหนึ่ง ซึ่งใช้ซื้อขายกันใน ตลาดการเงินในปัจจุบัน มีหลายคนคิดว่าตราสารอนุพันธ์เป็นของใหม่ ที่จริงแล้วตราสารประเภทนี้มีวิวัฒนาการมาแล้วหลายศตวรรษ เพียงแต่ผู้คนทั่วไปไม่ค่อยจะคุ้นเคยกับวิธีการ โดยเฉพาะเมื่อนำมาปรับใช้กับ สินทรัพย์ทางการเงิน (Financial Assets) และเมื่อมีการนำคณิตศาสตร์ขั้นสูงเข้ามาใช้ในการคำนวณราคาของตราสารอนุพันธ์ ก็ยิ่งทำให้การศึกษาเรื่องตราสารอนุพันธ์อยู่ไกลตัวของ ผู้คนส่วนใหญ่ออกไป ทุกที เนื้อหาในบทนี้มีจุดมุ่งหมายจะนำเสนอความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับตรา สารอนุพันธ์ เพื่อใช้เป็นพื้นฐานให้ผู้สนใจเข้าใจความหมาย บทบาท ของตราสารอนุพันธ์ว่าเหตุใดนัก ลงทุนจึงเข้ามาทำการซื้อขายตราสารประเภทนี้จน มีมูลค่าการซื้อขายทั่วโลก ถึงวันละหลายพันล้าน ดอลลาร์สหรัฐอเมริกา นอกจากนี้จะได้วางพื้นฐานความรู้เกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์สำคัญ 2 ประการ คือ Futures และ Options

ตราสารอนุพันธ์ (Derivatives) เป็นสัญญาทางการเงินระหว่างบุคคลตั้งแต่ 2 ฝ่ายขึ้นไป เพื่อตกลงกันซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงิน (Underlying Assets) ในปัจจุบัน แต่ทำการส่งมอบและชำระราคากันในอนาคต ตราสารอนุพันธ์ถูกสร้างและออกแบบมาเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการบริหาร และ ป้องกันความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารทางการเงินอื่นที่เกี่ยวข้องกัน (Underlying Assets) โดยปกติแล้วการซื้อขายตราสารทางการเงิน เช่น หุ้นกู้ หุ้นสามัญ เป็นต้นนั้น ผู้ขาย (Issuers) ซึ่งเป็น ผู้ที่ต้องการเงินทุนจะเป็นผู้ออกตราสารมาขายให้แก่ผู้ซื้อ (Investors) ซึ่งเป็นผู้มีเงินทุนเหลือ ผู้ซื้อ ขอมลงทุนในตราสารอนุพันธ์ทางการเงินก็เพราะต้องการอัตราผลตอบแทนที่ดี ซึ่งโดยหลักแล้วจะ

มาจาก ดอกเบี้ย หรือ เงินปันผล และกำไรส่วนเกินจากราคาเมื่อซื้อและเมื่อขายตราสารนั้น (Capital Gain) อย่างไรก็ตามผลตอบแทนที่ผู้ซื้อต้องการนั้นจะเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งมีความไม่แน่นอน ทั้งจากผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกตราสารนั้นมาขายและจากปัจจัยภายนอก เช่น ภาวะเศรษฐกิจอุตสาหกรรม เป็นต้น การเปลี่ยนแปลงต่างๆ ของปัจจัยเหล่านี้ทำให้เกิดความผันผวนของราคาตราสารทางการเงิน ซึ่งส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารนั้น ซึ่งเป็นสถานะที่เรียกว่าเกิดความเสี่ยงจากการลงทุนขึ้น นักการเงินได้สร้างตราสารอนุพันธ์ขึ้นเพื่อใช้บริหาร และป้องกันความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารทางการเงิน (รวมทั้งสินทรัพย์ประเภทอื่นด้วย เช่น สินค้าเกษตร) ซึ่งนับว่าเป็นประโยชน์อย่างยิ่งในปัจจุบันที่สภาพเศรษฐกิจและตลาดการเงิน ทั่วโลก มีปัจจัยต่างๆ เข้ามาเกี่ยวข้องมาก และก่อให้เกิดความผันผวนกว่าในอดีตเป็นอย่างมาก

เนื่องจากราคาของสินทรัพย์ทางการเงินอ้างอิง ซึ่งเป็น Underlying Assets ของตราสารอนุพันธ์มีความผันผวน จึงส่งผลให้ราคาของตราสารอนุพันธ์มีการเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย ซึ่งเป็นโอกาสให้นักลงทุนเข้ามาทำการเก็งกำไรเพื่อหาผลประโยชน์จากตราสารอนุพันธ์นี้ การขึ้นอยู่กับสินทรัพย์อ้างอิงของตราสารอนุพันธ์นี้สอดคล้องกับชื่อภาษาอังกฤษของตราสารอนุพันธ์ คือ “Derivatives” ซึ่งมาจากรากของคำว่า Derive ที่แปลว่า “มาจาก” หรือ “ขึ้นอยู่กับ” ในที่นี้หมายถึงการขึ้นอยู่กับ หรือ พึ่งพิงต่อการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์การเงินอ้างอิงนั่นเอง

ในตลาดการเงินนั้นสินทรัพย์การเงินอ้างอิงที่นิยมใช้กันประกอบด้วย หุ้นสามัญ หุ้นกู้ หรืออาจเป็นระดับของดัชนีบางอย่าง เช่น ดัชนีราคาหลักทรัพย์ อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น ดังนั้นเราจึงได้เห็นตราสารอนุพันธ์ที่ถูกกำหนดมาโดยอ้างอิงกับตราสารหรือดัชนีต่างๆ ข้างต้น ในระดับความรู้พื้นฐานผู้สนใจควรได้เรียนรู้ตราสารอนุพันธ์หลักๆ ได้แก่ Futures , Options อย่างไรก็ตามควรระลึกไว้ด้วยว่า ในปัจจุบันตราสารอนุพันธ์ได้เติบโตและพัฒนาเกิดเป็นผลิตภัณฑ์ต่อเนื่องชนิดใหม่ๆ อย่างไม่หยุดยั้ง เช่น Swap, Cap , Floor, Collar , Corridor , Swaption , Floortion , Spreadtion , Look-back , Khockout Option เป็นต้น ซึ่งควรจะได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมต่อไป

### 2.6.1 วิวัฒนาการของตราสารอนุพันธ์

ตราสารอนุพันธ์ได้เกิดขึ้นมานานแล้วตั้งแต่ในยุคอารยธรรมต่างๆ ของประวัติศาสตร์ที่มนุษย์เริ่มทำการค้าขายระหว่างกัน มีหลักฐานย้อนไปได้ ถึงสมัยกรีกและโรมันที่พ่อค้าในยุคนั้นมี

การทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้า แบบ Forward Contract ซึ่งเป็นตราสารอนุพันธ์ประเภทหนึ่ง บทบาทของตราสารอนุพันธ์ที่ชัดเจนอาจดูได้จากยุคคลั่งดอกทิวลิป (Tulip mania) ในช่วงปี ค.ศ. 1630 ซึ่งเป็นยุคที่ประชาชนในยุโรปและอังกฤษหลงใหลในความสวยงามของดอกทิวลิป และมีการเพาะพันธุ์สีต่างๆ จนเกิดเป็นความต้องการดอกทิวลิปเป็นอย่างมาก การซื้อขาย Options ของดอกทิวลิปเกิดขึ้นตั้งแต่ช่วงต้นๆ ปี ค.ศ. 1600 ในเมืองอัมสเตอร์ดัม ของประเทศฮอลแลนด์ ส่วนในประเทศอังกฤษ การทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดอกทิวลิป แบบ Forward Contract เกิดขึ้นที่ The Royal Exchange ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1630

ในช่วงที่เป็นยุครุ่งเรืองของการเก็งกำไรดอกทิวลิปนี้ ดอกทิวลิปบาง พันธุ์ เช่น พันธุ์ The Samper Augustus เป็นที่ต้องการอย่างมาก ในปี ค.ศ. 1636 ทั่วประเทศฮอลแลนด์มีดอกทิวลิปพันธุ์นี้อยู่เพียง 2 หัวพันธุ์ นักเก็งกำไรมีการเสนอที่ดินและสิ่งปลูกสร้างในพื้นที่ 12 เอเคอร์ เพื่อแลกเปลี่ยนกับหัวพันธุ์ของ Samper Augustus เพียง 1 หัวเท่านั้น อย่างไรก็ตามยุคคลั่งดอกทิวลิปก็เกิดขึ้นไม่นานนัก และสิ้นสุดในราว ค.ศ. 1636 – 1637 เมื่อความต้องการในดอกทิวลิปเริ่มเสื่อมความนิยมลง

ในระหว่างที่ยุโรปเป็นยุคคลั่งดอกทิวลิปนั้น ช่วงทศวรรษ 1630 ในประเทศญี่ปุ่นเกิดการซื้อขายล่วงหน้า (Futures) ในสินค้าข้าวสารขึ้น ในตลาด The Yodoya Rice Market ขึ้นที่เมืองโอซาก้า ความเป็นมาเกิดจากเจ้าของที่นาที่ให้เช่าที่ดินทำนา และจะเก็บค่าเช่าจากผลผลิตข้าวบางส่วนที่ชาวนาผลิตได้ พบว่าสภาพแวดล้อมเกี่ยวกับอากาศ น้ำ และอื่นๆ นั้น มักจะเกิดความผันผวน ดังนั้นในแต่ละปีเจ้าของที่นาจะพยากรณ์ว่าจะได้ผลผลิตข้าวเท่าใด และจะไปตกลงกับพ่อค้าข้าว โดยขายล่วงหน้าผลผลิตข้าวนี้ให้แก่พ่อค้า เอกสารสัญญาซื้อขายนี้ถูกเรียกว่า Rice tickets ซึ่งเป็นลักษณะเกี่ยวกับสัญญา Futures ในปัจจุบันนั่นเอง Chance (1995)

การซื้อขายตราสารอนุพันธ์แบบ Put และ Call Options ของหุ้นสามัญได้เกิดขึ้นใน The London Stock Exchange ตั้งแต่ช่วงต้นทศวรรษ 1800 เป็นความนิยมและการพัฒนาการของตราสารอนุพันธ์ก็ยังเป็นไปอย่างเชื่องช้า จนถึงปี ค.ศ. 1848 มีการก่อตั้งตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าขึ้นในเมือง ชิคาโก สหรัฐอเมริกา ในชื่อ The Chicago Board of Trade (CBOT) เพื่อเป็นศูนย์กลางให้ผู้ซื้อและผู้ขายสินค้าเกษตรได้พบกัน ในช่วงแรกๆ ตลาด CBOT ยังเป็นการซื้อขายในลักษณะส่งมอบทันที (Spot) การซื้อขายล่วงหน้าแบบ Forward Contract ได้เกิดขึ้นครั้งแรก ในวันที่ 13 มีนาคม ค.ศ. 1851 โดยการเป็นการตกลงซื้อขายข้าวโพด จำนวน 3,000 บุษเซล ส่งมอบกันในเดือนมิถุนายนของปีเดียวกัน หลังจากนั้นการซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าก็แพร่หลายขึ้น และ เริ่มมีการกำหนด

มาตรฐานของสัญญาซื้อขาย ทั้งในด้านคุณภาพ ปริมาณ เวลา และสถานที่การส่งมอบสินค้า ซึ่งเป็นที่มาของการพัฒนาตราสารใน ลักษณะของ Futures

จนถึงช่วงทศวรรษ 1860 ตราสารอนุพันธ์แบบ Options ของสินค้าเกษตร และหุ้นจึงถูกนำมาซื้อขายในตลาดของสหรัฐอเมริกา ซึ่งได้เกิดขึ้นอีกหลายตลาด สมาคมนายหน้าซื้อขาย Options (The Put and Call Brokers and Dealers Association) ถูกจัดตั้งขึ้นในช่วงต้นๆ ของ ค.ศ. 1900 การซื้อขายตราสารอนุพันธ์มีการขยายตัวไปเกี่ยวข้องกับอัตราแลกเปลี่ยนในตลาด การเงินระหว่างประเทศ ในปี ค.ศ. 1972 ตลาด Chicago Mercantile Exchange (CME) ได้จัดตั้งแผนก International Monetary Market (IMM) เพื่อดำเนินการอำนวยความสะดวกในการซื้อขาย Currency Futures นอกจากนี้ยังมีการจัดตั้ง The Chicago Board Options Exchange (CBOE) เพื่อจัดระเบียบในการซื้อขาย Options ในปี ค.ศ. 1973

การพัฒนาการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ยังเกิดขึ้นไม่หยุดยั้ง เกิดตราสารอนุพันธ์ใหม่ๆ ขึ้นอย่างต่อเนื่อง มีการใช้คณิตศาสตร์ชั้นสูงเข้ามาช่วยสร้างแบบจำลองในการ กำหนดราคา จึงนับได้ว่าเป็นยุคของ The Modern Derivatives Trading อย่างแท้จริง วัฒนาการที่นำมาสู่ยุคใหม่ของตลาดตราสารอนุพันธ์ อาจอธิบายได้จากตาราง เวลาการเกิดตลาดตราสารอนุพันธ์ในช่วง 400 ปีที่ผ่านมา

ในปัจจุบันการลงทุนท่ามกลางภาวะตลาดที่มีความผันผวนจากภาวะความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจ ประกอบกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีความซับซ้อนมากขึ้น ทำให้ตราสารอนุพันธ์เข้ามามีส่วนสำคัญมากยิ่งขึ้นในการลงทุนในปัจจุบัน สำหรับในประเทศไทยตราสารอนุพันธ์เริ่มเข้ามา มีบทบาท มากยิ่งขึ้น ในภาคธุรกิจอย่างเช่น ธุรกิจทางการส่งออกหรือนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศที่ต้องใช้เงินตราต่างประเทศทำให้ตราสารอนุพันธ์ที่เรียกว่าสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศ เป็นตราสารอนุพันธ์ที่ผูกพันกับภาคธุรกิจมาก่อนช้านาน เพื่อใช้ในการลดความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราสกุลต่างๆ ทำให้ผู้ประกอบการธุรกิจส่งออกหรือนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศสามารถรับรู้รายได้และรายจ่ายได้อย่างแน่นอน ซึ่งตราสารอนุพันธ์ในปัจจุบันก็มีความหลากหลายมากยิ่งขึ้น ไม่ว่าจะเป็นตราสารอนุพันธ์สินค้าเกษตรล่วงหน้า สัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหลักทรัพย์ SET50 Index Futures สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอ้างอิงกับราคาหุ้น Stock Futures สัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าโภคภัณฑ์ ไม่ว่าจะเป็น Gold Futures , Oil Futures ,Silver Futures รวมถึงสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่อ้างอิงกับอัตราดอกเบี้ย Interest Rate Futures และอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าซึ่งในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในประเทศไทย มีสัญญาซื้อขายดอลลาร์

ล่วงหน้า (USD Futures) เพื่อให้ผู้ที่ต้องประสบปัญหาด้านอัตราแลกเปลี่ยน สามารถลดความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนจากค่าดอลลาร์ได้ สำหรับตราสารอนุพันธ์ในอนาคตมีแนวโน้มที่จะเกิดตราสารอนุพันธ์รูปแบบใหม่ขึ้นอย่างต่อเนื่อง ตราสารอนุพันธ์ Derivatives เป็นตราสารอนุพันธ์ชนิดหนึ่งที่มีมูลค่าของตราสารขึ้นอยู่กับสินค้าอ้างอิงหรือตัวแปรอ้างอิงซึ่งสินค้าอ้างอิงของตราสารอนุพันธ์ยกตัวอย่างเช่น ตราสารทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็น หุ้นสามัญ หุ้นกู้ เงินตราต่างประเทศ อ้างอิงจากสินค้าโภคภัณฑ์ ไม่ว่าจะเป็นทองคำ โลหะมีค่าเงินหรือทองคำ น้ำมัน หรืออ้างอิงกับตัวแปรอื่น ไม่ว่าจะเป็นดัชนีหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน ก็สามารถใช้อ้างอิงได้ทั้งนั้น สำหรับตราสารอนุพันธ์นั้นเป็นตราสารทางการเงินที่ตกลงกันระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย เพื่อซื้อหรือขายสินค้าอ้างอิงกันในอนาคตในราคาและเวลาที่กำหนดในสัญญาที่ผู้ซื้อและผู้ขายมีภาระผูกพันกันที่ต้องทำตามสัญญา ซึ่งตราสารอนุพันธ์ที่มีการซื้อขายในปัจจุบันมีทั้งตลาดที่มีการจัดตั้งอย่างเป็นทางการ เช่น ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) และตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (AFET) ซึ่งตลาดจะมีความเป็นมาตรฐานทั้งในรูปแบบของสัญญา มีความสะดวกในการซื้อขายแลกเปลี่ยน การรับประกันการส่งมอบและชำระราคาโดยสำนักหักบัญชี (Clearing House) เป็นตัวกลางทำให้ไม่มีความเสี่ยงของกลุ่มสัญญา เนื่องจากมีหน่วยงานในการกำกับดูแลในการส่งมอบและชำระราคา ซึ่งโดยทั่วไปในตลาดที่มีการจัดตั้งอย่างเป็นทางการ การซื้อขายโดยทั่วไปจะไม่มี การส่งมอบสินค้าอ้างอิงและชำระราคากันจริง จะเป็นการชำระส่วนต่างการเท่านั้น Cash Settlement อีกหนึ่งตลาดเป็นตลาดที่อยู่นอกระบบเป็นตลาดต่อรองกันเอง เรียกว่าตลาด Over- The-Counter หรือ ตลาด OTC นั้นเอง รูปแบบของสัญญามีความยืดหยุ่นมากกว่าตราสารอนุพันธ์ที่ซื้อขายในตลาดที่เป็นระบบ เนื่องจากมีการตกลงกันเองตามความต้องการของบุคคลทั้ง 2 ฝ่าย แต่จะมีความเสี่ยงจากกลุ่มสัญญาหากกลุ่มสัญญาไม่ปฏิบัติตามสัญญา เนื่องจากการตกลงซื้อขายกันเอง การซื้อขายและการส่งมอบมักจะมีการส่งมอบสินค้าอ้างอิงและชำระราคากันจริงๆจริง Physical Delivery ซึ่งสินค้าที่ซื้อขายส่วนมากเป็นสินค้ามีใช้ในการผลิตของธุรกิจนั่นเองถ้าเปรียบเทียบกับตราสารอนุพันธ์รูปแบบที่เป็นมาตรฐานก็ได้เปรียบกับการซื้อสื่อ โดยทั่วไปที่มีขนาดรูปแบบเป็นมาตรฐาน แต่ถ้าเป็นตราสารอนุพันธ์ที่มีรูปแบบไม่เป็นมาตรฐานก็เปรียบเหมือนเราสั่งตัดเสื้อที่จะได้ขนาดรูปแบบตามสัดส่วนและความต้องการของเรานั้นเอง ตราสารอนุพันธ์แบ่งเป็น 4 ประเภท คือ สัญญาฟอร์เวิร์ด (Forward) สัญญาฟิวเจอร์ (Futures) สัญญาออปชั่น (Option) สัญญาสวอป (Swap)

สัญญาฟอร์เวิร์ด (Forward) และสัญญาฟิวเจอร์ (Futures) เป็นสัญญาที่มีลักษณะเหมือนกัน คือเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าระหว่างบุคคลสองฝ่ายเพื่อซื้อหรือขายสินค้าอ้างอิงกันในอนาคต ตามราคาระยะเวลาที่กำหนดกันไว้ล่วงหน้าในสัญญา ซึ่งแตกต่างกันตรงที่สัญญาฟอร์เวิร์ด (Forward)



จะเป็นการซื้อขายนอกตลาดที่มีการจัดตั้งอย่างเป็นทางการ หรือตลาดต่อรอง Over- The-Counter หรือ ตลาด OTC ส่วนสัญญาฟิวเจอร์ (Futures) จะเป็นสัญญาที่มีการซื้อขายในตลาดที่มีการจัดตั้งอย่างเป็นทางการ สัญญาออปชั่น (Option) เป็นสัญญาสิทธิที่ผู้ซื้อมีสิทธิที่จะเลือกใช้สิทธิตามสัญญาหรือไม่ก็ได้ แต่ผู้ขายมีภาระผูกพันในการทำตามสัญญา หากผู้ซื้อต้องการใช้สิทธิ และสัญญาสวอป (Swap) เป็นสัญญาระหว่างบุคคลทั้งสองฝ่ายในการตกลงแลกเปลี่ยนกระแสเงินสดกันในอนาคตนั่นเอง

### ออปชั่น (Option)

เป็นสัญญาที่ผู้ซื้อออปชั่นมีสิทธิที่จะซื้อหรือขายสินทรัพย์อ้างอิงในอนาคตตามราคา และระยะเวลาที่กำหนด ซึ่งผู้ซื้อมีสิทธิในการตัดสินใจว่าจะใช้สิทธิหรือไม่ใช้สิทธิหรือไม่ก็ได้ ส่วนทางด้านผู้ขายสัญญาออปชั่นมีภาระผูกพันต้องทำตามสัญญาหากผู้ซื้อต้องการใช้สิทธิ โดยทั่วไปผู้ถือออปชั่นจะใช้สิทธิหากทำให้เกิดผลประโยชน์กับตนเองหรือมีกำไรจากการใช้สิทธินั้น แต่ถ้าหากการใช้ไม่ได้ก่อให้เกิดผลประโยชน์หรืออาจจะทำให้ขาดทุน ผู้ซื้อก็เลือกที่จะไม่ใช้สิทธิ โดยจะยอมขาดทุนเฉพาะส่วนที่ต้องจ่ายค่าซื้อสิทธิหรือใบสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งเงินที่จ่ายไปนี้เรียกว่า ค่าพรีเมียมของออปชั่น (Premium) ซึ่งผู้ขายใบสำคัญแสดงสิทธิจะได้รับจากผู้ซื้อ ลักษณะของออปชั่นมีด้วยกัน 2 ประเภท

1) คอลออปชั่นเป็นสัญญาที่ผู้ซื้อออปชั่นมีสิทธิในการ ซื้อ สินค้าอ้างอิงในอนาคตในราคา จำนวนและระยะเวลาที่กำหนดซึ่งผู้ซื้ออาจจะเลือกหรือไม่เลือกใช้สิทธิก็ได้ หากผู้ซื้อออปชั่นไม่มีการใช้สิทธิตามระยะเวลาที่กำหนดไว้ ออปชั่นก็จะหมดอายุส่วนผู้ขายก็มีภาระผูกพันต้องทำตามสัญญาคือต้องขายสินค้าอ้างอิงให้กับผู้ซื้อหากผู้ซื้อต้องการใช้สิทธิตาม ราคา จำนวน และระยะเวลาที่กำหนดไว้

2) พุทออปชั่นเป็นสัญญาที่ให้สิทธิแก่ผู้ซื้อ ในการ ขาย สินค้าอ้างอิงในอนาคตตามราคา จำนวน และระยะเวลาที่กำหนด ผู้ที่ซื้อออปชั่นมีสิทธิที่จะขายหรือไม่ขายสินทรัพย์อ้างอิงก็ได้ แต่ผู้ขายสิทธิมีภาระผูกพันในการรับซื้อสินทรัพย์อ้างอิงหากผู้ซื้อสิทธิต้องการขายสินทรัพย์อ้างอิงในอนาคต แต่ถ้าหากไม่มีการใช้สิทธิตามระยะเวลาที่กำหนดไว้ สิทธินั้นก็หมดอายุไป การใช้สิทธิมีรูปแบบดังนี้

ตราสารสิทธิแบบยุโรป (European Option) คือตราสารที่สามารถใช้สิทธิได้เมื่อถึงวันสิ้นสุดสิทธิ

ตราสารสิทธิแบบอเมริกา (American Option) คือตราสารที่สามารถใช้สิทธิในวันทำการใด ๆ ก่อนหรือภายในวันสิ้นสุดสิทธิ

ตราสารสิทธิแบบเบอร์มิวดา (Bermudan Option) คือตราสารที่สามารถใช้สิทธิเฉพาะในวันที่กำหนดก่อนหรือภายในวันสิ้นสุดสิทธิ

สัญญาสวอป (Swap) สัญญาสวอป เป็นตราสารอนุพันธ์ที่บุคคลสองฝ่ายตกลงที่จะแลกเปลี่ยนกระแสเงินสดระหว่างกันในอนาคต มีการทำสัญญากันในปัจจุบัน สัญญาสวอปมีการระบุสินทรัพย์อ้างอิงเหมือนกับตราสารอนุพันธ์อื่น ๆ เช่น อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยนตราสารทุน และสินค้าโภคภัณฑ์ เป็นต้น

สัญญาสวอปอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Swap)

เป็นสัญญาที่จะมีการแลกเปลี่ยนกระแสเงินสดระหว่างกัน สัญญาสวอปในอัตราดอกเบี้ยจะเป็นการทำสัญญาเพื่อแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยระหว่างกันอาจเป็นการทำสัญญาเพื่อแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยแบบคงที่ (Fixed Interest Rate) กับอัตราดอกเบี้ยลอยตัว (Floating Rate) หรือแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยลอยตัวในดอกเบี้ยอ้างอิงระยะสั้นที่ต่างประเภทกัน เช่น LIBOR กับ MLR ประโยชน์ของสัญญาสวอปในอัตราดอกเบี้ยนั้นจะนิยมนำมาใช้ประโยชน์เพื่อปรับ โครงสร้างทางการเงินของบริษัทให้เหมาะสม

สัญญาสวอปเงินตราต่างประเทศ (Currency Swap)

สัญญาสวอปเงินตราต่างประเทศเป็นการตกลงแลกเปลี่ยนดอกเบี้ยจ่ายในรูปสกุลเงินที่ต่างกัน โดยมีการระบุสกุลเงินรับจ่าย จำนวนเงินและเวลาในข้อตกลง สัญญาสวอปเงินตราต่างประเทศจะเป็นการทำสัญญาระหว่างสองสกุลเงิน วัตถุประสงค์เพื่อป้องกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนในสกุลเงินที่ได้รับหรือจ่ายออกไปในอนาคตนั่นเอง

## สัญญาสวอปตราสารทุน (Equity Swap)

สัญญาสวอปตราสารทุน เป็นสัญญาสวอปประเภทหนึ่งที่ตกลงทำขึ้นระหว่างคู่สัญญาสองฝ่าย โดยทั่วไปแล้วคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งซึ่งอาจจะเป็นนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในตราสารทุน แต่ไม่ต้องแบกรับความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากความผันผวนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่อาจจะเปลี่ยนแปลงไปทางบวกหรือลบ ดังนั้น นักลงทุนท่านนั้นจึงตกลงทำสัญญาสวอปกับบริษัทที่เป็นตัวแทนขายสวอป Dealer เพื่อรับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารทุนดังกล่าวในอัตราคงที่ ตามข้อตกลงในสัญญา

### 2.6.2 ตลาดตราสารอนุพันธ์

#### 1) สถานะของตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทยในปัจจุบัน

(1) โครงสร้างตลาด ถึงแม้ว่าระบบการเงินในประเทศจะพัฒนาไปอย่างมากแล้ว แต่ยังคงขาดตลาดตราสารอนุพันธ์ที่จัดตั้งขึ้นอย่างเป็นทางการ ผลิตภัณฑ์อนุพันธ์ที่มีการซื้อขายในปัจจุบันมี 3 รูปแบบ คือ ใบสำคัญแสดงสิทธิการจองซื้อหลักทรัพย์ (Warrant) และในรูปของสิทธิการแปลงสภาพของหุ้นกู้แปลงสภาพ รวมทั้งเงื่อนไข Call และ Put option ในตราสารหนี้เท่านั้น นอกจากนี้ ผลิตภัณฑ์ตราสารอนุพันธ์ส่วนใหญ่ที่เกิดขึ้นจะอยู่ในรูปของข้อตกลงที่กระทำกันเป็นการส่วนบุคคล (Private Agreement) ในตลาดนอกกระบวน (Over-The-Counter) ส่วนใหญ่จะเกี่ยวข้องกับธุรกรรมเงินตราต่างประเทศ และอัตราดอกเบี้ย ได้แก่ Forward และ Swap ซึ่งในปัจจุบันธนาคารพาณิชย์เป็นผู้ให้บริการ อาจจะสามารถแยกได้เป็น Interest Rate Swap ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นธุรกรรมที่ธนาคารพาณิชย์ไทยใช้เพื่อป้องกันความเสี่ยงของตนเองกับธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ นอกจากนี้ จะเป็นธุรกรรมที่เกี่ยวกับเงินตราต่างประเทศ ได้แก่ Currency Swap และ Forward โดยส่วนใหญ่จะเป็นธุรกรรมที่ธนาคารให้บริการลูกค้า และแก่ธนาคารพาณิชย์เอง ซึ่งจะเป็นธุรกรรมระหว่างเงินบาทกับเงินตราต่างประเทศ นอกจากนี้ จะมีธุรกรรม Currency Option ซึ่งธนาคารพาณิชย์ให้บริการแก่ลูกค้าผู้ร่วมตลาด ได้แก่ สถาบันการเงิน โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ ซึ่งทำหน้าที่ทั้งเป็นผู้ให้บริการและผู้ใช้บริการ ในการบริหารความเสี่ยงและสถาบันการเงินอื่น ๆ รวมทั้งลูกค้า อาทิ ผู้ส่งออก และนำเข้า และผู้กู้เงินจากต่างประเทศ

(2) ปริมาณการออกไปสำคัญแสดงสิทธิเริ่มได้รับความนิยมนมากขึ้นในช่วง 2 – 3 ปีที่ผ่านมา หลักจากประกาศ กตต. ได้มีผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิรวม 603 ล้านหน่วย มูลค่า 8,738 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2535 – 2537 ส่วนมูลค่าใบสำคัญแสดงสิทธิตามราคาตลาดในตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ สิ้นปี พ.ศ. 2538 มีมูลค่า 31.0 พันล้านบาท ส่วนมูลค่าการซื้อขายปี พ.ศ. 2538 มีจำนวน 60.7 พันล้านบาท ลักษณะการออกไปสำคัญแสดงสิทธิส่วนใหญ่จะออกควบคู่กับหุ้นกู้เพื่อเป็นสิ่งจูงใจให้นักลงทุนซื้อหุ้นกู้ขนาดของธุรกรรมอนุพันธ์ทางการเงินเริ่มมีขนาดใหญ่ขึ้น โดยจะเห็นได้ว่าอัตราการขายตัวของธุรกรรม Currency Forward (ซึ่งรวมถึงธุรกรรม Swap ด้วย) ที่ธนาคารพาณิชย์ให้บริการลูกค้าและธุรกรรมในตลาด Interbank สูงขึ้นเฉลี่ยถึงร้อยละ 127 ในช่วงปี พ.ศ. 2537 และร้อยละ 70 ในช่วงปี พ.ศ. 2538 สาเหตุที่อัตราการค้าเติบโตของธุรกรรมนี้สูงขึ้นมากเนื่องจากสถาบันการเงินต่างประเทศเข้ามาทำ Swap ทั้งนี้ มีแนวโน้มที่ขนาดของธุรกรรมในตลาดจะสูงขึ้นอีกหากพิจารณาจากยอดคงค้างของธุรกรรมที่ธนาคารพาณิชย์ไทยให้บริการธุรกรรมทางด้านตราสารอนุพันธ์ ธุรกรรมที่เกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนจะมีขนาดใหญ่กว่าธุรกรรมทางด้านอัตราดอกเบี้ย โดยธุรกรรม Currency Forward จะมียอดคงค้างถึง 424,100 ล้านบาท ณ สิ้นปี พ.ศ. 2537 มากกว่าร้อยละ 80 ของยอดคงค้างของธุรกรรมตราสารอนุพันธ์ทั้งหมดอย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันตลาดตราสารอนุพันธ์ยังไม่ได้รับการพัฒนาอย่างจริงจัง นอกจากนี้ในปัจจุบันระบบการเก็บรวบรวมข้อมูลของธุรกรรมเกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์ทางการเงินยังไม่สามารถจะครอบคลุมถึงปริมาณธุรกรรมที่เกิดขึ้นทั้งหมดได้

ตารางที่ 2.2 ขนาดของธุรกรรม Foreign Exchange Forward ระหว่างธนาคารพาณิชย์ กับลูกค้าและในตลาด Interbank

	2535	2536	2537	2538
ธุรกรรม Forward	80,437.3	170,870.1	386,431.7	657,226.4
อัตราการค้าเจริญเติบโต	(53.4)	(112.4)	(127.1)	(70.1)

ที่มา : [www.tfx.co.th](http://www.tfx.co.th) , 4 มกราคม 2557

ตารางที่ 2.3 ยอดคงค้างธุรกรรมอนุพันธ์ของธนาคารพาณิชย์ไทย ณ สิ้นธันวาคม พ.ศ. 2553

Currency Derivative			Interest Rate Derivative			รวม
Swap	Option	Forward	เงินบาท	เงินตราต่างประเทศ	อื่น ๆ	
107,223.7	1,330.48	424,100	2,424.80	5,193.74	-	540,272.7

ที่มา : www.tfex.co.th , 4 มกราคม 2557

หน่วย : ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา

คุณและโทษของตราสารอนุพันธ์ ปัจจุบัน ตลาดการเงินของประเทศไทย เชื่อมโยงกับตลาดการเงินของโลกมากขึ้นตามแนวโน้มของโลกาภิวัตน์ ปัจจัยต่างประเทศ เช่น วิกฤตการณ์ทางการเงินของเม็กซิโก จึงมีผลกระทบต่อระบบการเงินของไทยในทันที เช่น ทำให้เกิดการเก็งกำไรในค่าเงินบาท เป็นต้น ดังนั้น ความต้องการหาเครื่องมือช่วยบริหารความเสี่ยงจึงมีมากขึ้น นอกจากนี้ จากการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็วในประเทศแถบเอเชียรวมประเทศไทย ส่งผลให้เกิดความต้องการเงินลงทุนที่สูงขึ้นมาก ทำให้มีความต้องการเครื่องมือทางการเงินที่ซับซ้อนขึ้น ความจำเป็นในการบริหารความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจจึงมีมากขึ้น เป็นผลให้ตราสารอนุพันธ์ทางการเงินมีบทบาทมากขึ้นด้วย

อย่างไรก็ดี เนื่องจากตราสารอนุพันธ์เป็นเครื่องมือบริหารความเสี่ยง ดังนั้น จึงสามารถใช้ทั้งเพื่อลดและเพื่อเพิ่มความเสี่ยงได้ หากนำไปใช้ในลักษณะของการเก็งกำไร ดังนั้น แม้ว่าตราสารอนุพันธ์จะมีประโยชน์ต่อการพัฒนาระบบการเงินของประเทศ แต่หากผู้ใช้ไม่มีความรู้ความเข้าใจที่แท้จริง หรือหากระบบการกำกับควบคุมไม่มีประสิทธิภาพ อาจทำให้เกิดความเสียหายอย่างรุนแรงได้ ดังเช่น การล้มของธนาคารแบริงในปี พ.ศ. 2538 เป็นต้น ดังนั้น หากประเทศไทยจะพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์จำเป็นต้องวางรากฐานให้เป็นระบบ ส่งเสริมความรู้ความเข้าใจให้กับผู้ร่วมตลาดและพัฒนากำกับควบคุมให้มีความรัดกุม

โดยรวมแล้ว การประยุกต์ใช้ตราสารอนุพันธ์อย่างเหมาะสมและถูกต้องจะก่อให้เกิดประโยชน์ใน 4 ด้าน ด้วยกันคือ เพิ่มความสามารถในการกระจายหรือลดความเสี่ยงระดับอัตราผลตอบแทน และสร้างความคล่องตัวในการบริหารสินทรัพย์หรือฐานะทางการเงิน การพิจารณาประโยชน์จากการใช้ตราสารอนุพันธ์สามารถสรุปได้ดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

(1) ตราสารอนุพันธ์จะช่วยเพิ่มช่องทางเลือกในการลงทุนแก่นักลงทุน อาทิ การซื้อขายใบสำคัญแสดงสิทธิการซื้อขายหลักทรัพย์ (Warrant) ช่วยลดและกระจายความเสี่ยงของการลงทุนปกติ ซึ่งทำให้การใช้ทรัพยากรมีประสิทธิภาพมากขึ้น และช่วยสร้างความคล่องตัวในการเคลื่อนย้ายเงินทุน

(2) สถาบันการเงินสามารถใช้ตราสารอนุพันธ์ในการลดความเสี่ยงในการประกอบธุรกรรมทางการเงิน อาทิ การระดมเงินตราต่างประเทศ และการลงทุนใน Portfolio อันจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหาร และเสริมสร้างความมั่นคง นอกจากนี้ ตราสารอนุพันธ์ยังช่วยเปิดช่องทางในการทำธุรกิจใหม่ ซึ่งเพิ่มกำไรในรายได้ที่ไม่ใช่ดอกเบี้ยอีกด้วย

(3) การพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์จะช่วยให้ตลาดเงินและตลาดทุนไทยพัฒนาขึ้นสู่ความเป็นมาตรฐานสากล โดยเป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงของผู้ร่วมธุรกรรมในตลาด เป็นช่องทางในการจัดสรรทรัพยากรทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ สนับสนุนการดำเนินงานของนักลงทุนประเภทสถาบันให้มีความคล่องตัวมากขึ้น และภายใต้การกำกับดูแลที่เหมาะสมเสริมสร้างความมั่นคงขึ้นในระบบการเงิน

(4) เพิ่มการลงทุน เนื่องจากตราสารอนุพันธ์ เป็นเครื่องมือในการป้องกันความเสี่ยงให้นักลงทุน ทำให้โอกาสที่นักลงทุนจะลงทุนมีสูงขึ้น อาทิ การที่นักลงทุนต่างชาติต้องการมาลงทุนตั้งโรงงานในประเทศ แต่ในช่วงการลงทุนจะต้องกู้ยืมเงินจากต่างชาตินั้น นักลงทุนจะมีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้นการที่นักลงทุนสามารถซื้อตราสารอนุพันธ์เพื่อคุ้มครองความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนแล้วก็มีโอกาสที่จะเข้ามาลงทุนมากขึ้น

### โครงสร้างกฎหมายไทยด้านผลิตภัณฑ์อนุพันธ์

ในปัจจุบันธนาคารพาณิชย์สามารถให้บริการธุรกรรมที่เกี่ยวกับอนุพันธ์ทางด้านอัตราดอกเบี้ยและเงินตราต่างประเทศโดยถือว่าเป็นธุรกรรมโดยปกติของธนาคารพาณิชย์ภายใต้มาตรา 4 ของพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505

สำหรับใบสำคัญแสดงสิทธิ ปัจจุบันการออกใบสำคัญแสดงสิทธิอยู่ในการกำกับดูแลของคณะกรรมการ กสท. ผู้ที่ออกจะต้องเป็นบริษัทมหาชนเท่านั้น โดยถ้าเป็นการออก

ให้กับผู้ลงทุนไม่เกิน 35 ราย หรือสถาบันการเงิน 17 ประเภทตามประกาศคณะกรรมการ กสท. สามารถออกได้โดยไม่ต้องยื่นคำขออนุญาต และคณะกรรมการ กสท. ได้ออกหลักเกณฑ์เพิ่มเติม สำหรับการออกไปสำคัญแสดงสิทธิระยะสั้น (Short-Term Warrant) ด้วย

สำหรับสินค้าเกษตรล่วงหน้า คณะรัฐมนตรีฝ่ายเศรษฐกิจในรัฐบาลที่แล้วได้มีมติเห็นชอบในหลักการต่อร่างพระราชบัญญัติตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย ของกระทรวงพาณิชย์แล้ว ในขณะที่ศูนย์ซื้อขายตราสารอนุพันธ์ทางการเงินนั้น สำนักงาน กสท. ได้ทำการศึกษาและอยู่ในระหว่างการพิจารณาร่างกฎระเบียบ โดยได้รับคำแนะนำจากผู้แทน Commodity Futures Trading Commission (CFTC)

#### การกำกับควบคุม

เนื่องจากธุรกรรมอนุพันธ์เป็นธุรกรรมที่มีความเสี่ยงสูงและมีความซับซ้อน ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงให้ความสำคัญกับการกำกับดูแล โดยธนาคารแห่งประเทศไทยได้ยึดแนวทางของ Bank for International Settlements (BIS) ในการกำกับดูแลความเสี่ยงจากธุรกรรมอนุพันธ์ นอกจากนี้ มุ่งเน้น ให้ธนาคารพาณิชย์พัฒนาระบบการควบคุมภายในและระบบการบริหารความเสี่ยงของธนาคารพาณิชย์ โดยปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยได้จัดตั้งรูปแบบให้ธนาคารพาณิชย์ยึดถือและปฏิบัติดังนี้

- 1) ผู้บริหารระดับสูงจะต้องมีความรู้ความเข้าใจถึงความเสี่ยงและผลตอบแทนของตราสารอนุพันธ์ และจะต้องรับผิดชอบในการประกอบธุรกรรม
- 2) ธนาคารพาณิชย์จะต้องมีการจัดองค์กรที่เกี่ยวข้องกับการค้าอนุพันธ์ โดยให้มีการแบ่งแยกในส่วนของ Front Office และ Bank Office
- 3) ธนาคารพาณิชย์ต้องจัดระบบและวิธีการวัดความเสี่ยงที่เป็นรูปธรรม เช่น การตีราคาตลาด (Mark to Market) อย่างสม่ำเสมอ และมีการประเมินผลเสียหายจากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ย นอกจากนี้ จะต้องจัดเตรียมเงินกองทุนให้เพียงพอเพื่อรองรับความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น

4) ธนาคารพาณิชย์จะต้องจัดวางระบบและวิธีการบันทึกบัญชีการรับรู้ผลกำไรขาดทุนและการรายงานผลการประกอบธุรกรรม

นอกจากนี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์จัดทำรายงานการบริหารความเสี่ยงของธนาคารพาณิชย์มาให้ธนาคารแห่งประเทศไทยพิจารณา และเพื่อให้การประเมินผลระบบการควบคุมความเสี่ยงของธนาคารพาณิชย์อย่างต่อเนื่อง ธนาคารแห่งประเทศไทยได้กำหนดให้ผู้ตรวจสอบบัญชีภายนอก (External Auditor) ประเมินระบบธนาคารพาณิชย์ในเรื่องนี้และรายงานต่อธนาคารแห่งประเทศไทย

#### แนวทางการจัดตั้งศูนย์ซื้อขายตราสารอนุพันธ์

ในปัจจุบันทางการมีแนวความคิดในการจัดตั้งศูนย์ซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในรูปแบบของตลาดกลาง ซึ่งอาจแบ่งได้เป็น 2 ลักษณะ คือ

##### 1) การจัดตั้งศูนย์ซื้อขายตราสารอนุพันธ์ทางการเงิน

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้ว่าจ้างบริษัท Power Research Inc. ทำการศึกษาวิจัยประเด็นต่างๆ ที่เกี่ยวกับความเป็นไปได้ในการจัดตั้งศูนย์ซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย ซึ่งผลจากการศึกษาสรุปได้ว่า เศรษฐกิจของไทยจะมีการขยายตัวต่อไปในอนาคต จึงสามารถเป็นเครื่องชี้สำคัญว่ามีความต้องการการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ และการให้บริการทางด้านการบริหารความเสี่ยง ดังนั้น จึงควรมีการจัดตั้งศูนย์ซื้อขายตราสารอนุพันธ์ทางการเงินที่มีมาตรฐานขึ้น เพื่อเป็นศูนย์กลางที่รับซื้อขายตราสารอนุพันธ์ ซึ่งได้แก่ตราสารล่วงหน้า และตราสารสิทธิ โดยสินทรัพย์รองรับสัญญา ได้แก่ ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

สำหรับความคืบหน้าของการดำเนินงาน ปัจจุบันสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้จัดตั้งอนุกรรมการเตรียมการจัดตั้งศูนย์ซื้อขายตราสารอนุพันธ์ทางการเงินขึ้น และได้ทยอยออกกฎระเบียบต่างๆ เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์ค่อยๆ ปรับตัวในการให้บริการเกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากระดับความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ยังอยู่



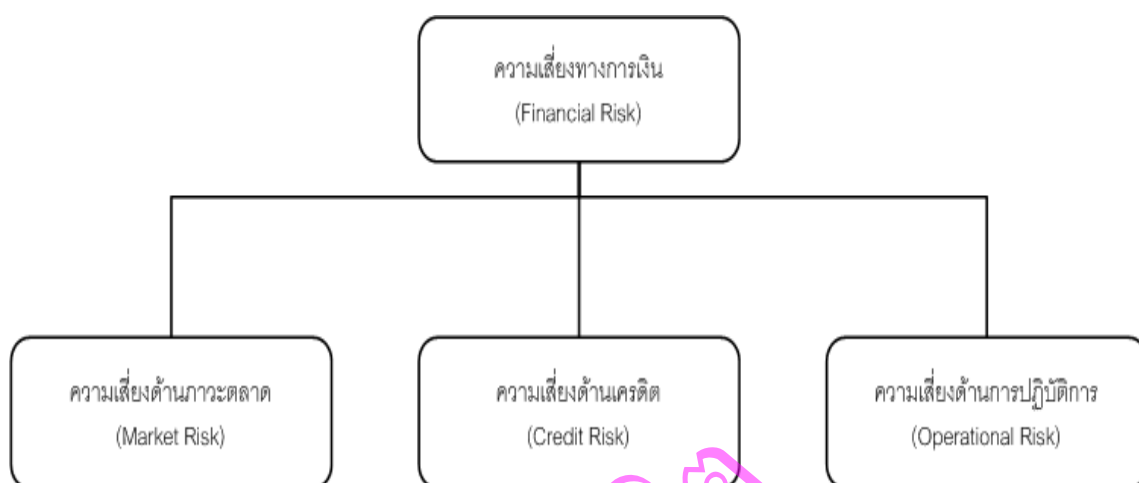
ในขีดจำกัด ดังนั้น จึงต้องมีการให้ความรู้ความเข้าใจแก่ผู้ร่วมตลาด รวมทั้งองค์กรกำกับดูแลควบคู่กันไปด้วย

## 2) การจัดตั้งศูนย์ซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า

คณะรัฐมนตรีได้ให้ความเห็นชอบในหลักการร่างพระราชบัญญัติตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย เมื่อวันที่ 16 พฤษภาคม พ.ศ. 2538 โดยสินค้าที่จะอนุญาตให้ซื้อขายในศูนย์ดังกล่าว ได้แก่ สินค้าเกษตรไม่แปรรูปที่สามารถผลิตได้จำนวนมากในประเทศ อาทิ ข้าว ยางพารา ข้าวโพด เป็นต้น เนื่องจากการที่ประเทศไทยเข้าเป็นสมาชิกองค์การการค้าโลก (WTO) ทำให้ไทยต้องเปิดการค้าให้เสรีมากขึ้น ซึ่งอาจมีผลกระทบต่อราคาสินค้าเกษตร ดังนั้น การจัดตั้งศูนย์ซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าจะเป็นมาตรการหนึ่งในการบริหารความเสี่ยงของความผันผวนของราคาให้กับเกษตรกร เพราะจะทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางการซื้อขายสินค้าเกษตรที่มีการส่งมอบในอนาคต กำหนดมาตรฐานคุณภาพสินค้า และจัดระบบและวิธีการซื้อขายที่เป็นธรรม

## 2.7 แนวคิดเรื่องความเสี่ยงและการบริหารความเสี่ยง

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้กล่าวว่า องค์กรต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นสถาบันการเงินที่บริหารจัดการลงทุนโดยตรง หรือบริษัทเอกชนทั่วไปที่ต้องจัดการเงินสดคงเหลือผ่านช่องทางการลงทุนต่างๆ แล้ว ย่อมมีความเสี่ยงเกิดขึ้นด้วยกันทั้งสิ้น โดยนิยามแล้ว ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) สำหรับองค์กร หมายถึง ความไม่แน่นอนของผลลัพธ์ในอนาคต อันเนื่องมาจากการดำเนินกิจกรรมทางการเงินของฝ่ายที่เกี่ยวข้องในองค์กร ที่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ ดังรูปที่ 2.2



รูปที่ 2.2 โครงสร้างของความเสี่ยงและการบริหารความเสี่ยง

ที่มา : [www.tsi-thailand.org](http://www.tsi-thailand.org), 15 พฤศจิกายน 2556

หากมองในเชิงเปรียบเทียบแล้ว ความเสี่ยงทางการเงินสำหรับผู้ลงทุนรายบุคคล มักจะเกิดจากความเสี่ยงด้านภาวะตลาด (Market Risk) เป็นหลัก ซึ่งหมายถึงความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากความผันผวนของตลาดเงิน ทำให้ผู้ลงทุนไม่สามารถเชื่อได้อย่างแน่นอนว่าผลตอบแทนที่จะได้รับจะเป็นเท่าใด ณ สิ้นสุดการลงทุนแต่ ความเสี่ยงทางการเงินในระดับองค์กร ครอบคลุมปัจจัยที่กว้างกว่า

นอกจากความเสี่ยงด้านภาวะตลาดที่องค์กรต้องเผชิญเช่นเดียวกันแล้ว ความเสี่ยงยังเกิดจากความไม่แน่นอนที่อีกฝ่ายหนึ่งจะไม่ชำระราคาหรือชำระหนี้ตามที่ตกลงกันได้ เรียกว่าความเสี่ยงด้านเครดิต (Credit Risk) และความเสี่ยงที่เกิดจากข้อผิดพลาดในกระบวนการทำงาน หรือการตรวจสอบเกี่ยวกับธุรกรรมทางการเงิน จนทำให้เกิดความเสียหายขึ้น เรียกว่า ความเสี่ยงด้านการปฏิบัติการ (Operational Risk) ทั้งนี้ ความเสี่ยงด้านภาวะตลาดและความเสี่ยงด้านเครดิต จัดได้ว่าเป็นความเสี่ยงระยะสั้นที่ก่อให้เกิดความผันผวนต่อมูลค่าการลงทุน ในขณะที่ความเสี่ยงด้านการปฏิบัติการ จัดได้ว่าเป็นความเสี่ยงระยะยาวที่ส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการ

เนื่องจากความเสี่ยงทางการเงินมีหลายมิติ องค์กรที่ดำเนินธุรกิจแตกต่างกันจะรับความเสี่ยงแต่ละประเภทในระดับที่ต่างกันเช่น องค์กรที่เน้นการบริหารพอร์ตการลงทุนจะมีความเสี่ยงด้านภาวะตลาดสูง และองค์กรที่เน้นการปล่อยสินเชื่อจะมีความเสี่ยงด้านเครดิตสูง เป็นต้น นอกจากนี้ ความเสี่ยงประเภทเดียวกันในช่วงเวลาที่ต่างกัน อาจมีความสำคัญต่อองค์กรไม่เท่ากันอีกด้วย เช่น ในช่วงเริ่มต้นของธุรกิจ องค์กรอาจมีความเสี่ยงด้านการปฏิบัติการมาก เนื่องจากอยู่ใน

ระบบการดำเนินการต่างๆ ยังไม่เข้าที่ หรือเมื่อต้องขยายการลงทุนไปยังสินทรัพย์ที่ยังไม่คุ้นเคย อาจทำให้เผชิญกับความเสียหายจากภาวะตลาดเพิ่มขึ้นอีก ดังนั้น ท่านผู้บริหารควรพิจารณาความเสี่ยงทางการเงินในเชิงภาพรวมและจัดสมดุลให้ดี หากให้น้ำหนักการบริหารความเสี่ยงประเภทใดประเภทหนึ่งมากเกินไป อาจทำให้ได้รับความเสียหายจากการละเลยความเสี่ยงอีกประเภทหนึ่งได้

### 2.7.1 ความเสี่ยงด้านภาวะตลาด

ความเสี่ยงด้านภาวะตลาด ไม่ว่าจะเป็นตลาดตราสารทุนที่มีความผันผวนด้านราคา (Price Risk หรือ Equity Risk) ตลาดตราสารหนี้ที่มีความผันผวนด้านอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) ตลาดค่าเงินตราที่มีความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Risk) เป็นต้น นอกจากนี้ยังรวมไปถึงความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (Liquidity Risk) ของการซื้อขาย ที่ทำให้ผู้ลงทุนสามารถเพิ่มหรือลดการลงทุนในปริมาณที่ต้องการได้ โดยไม่ทำให้ราคาสินทรัพย์ในตลาดเงินเปลี่ยนแปลงไปมากนัก

ถึงแม้ว่าองค์กรจะมีการบริหารความเสี่ยงด้านภาวะตลาดก็ตาม แต่หากคาดการณ์ภาวะตลาดผิดและทำให้บริหารความเสี่ยงในทิศทางที่ไม่ถูกต้อง จะทำให้เกิดความเสียหายที่รุนแรงได้ ตัวอย่างบริษัทที่ได้รับความเสียหายจากความเสียหายด้านภาวะตลาดมีอยู่มากมาย แต่กรณีศึกษาที่รู้จักกันอย่างกว้างขวางคือ Long-Term Capital Management Co., Ltd. หรือ LTCM ซึ่งก่อตั้งโดยนักการเงินและนักวิชาการที่มีชื่อเสียงในปี ค.ศ. 1994 เพื่อบริหารกองทุนประเภท Hedge Fund โดยในช่วงปีแรก LTCM ประสบความสำเร็จอย่างสูง ด้วยผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่า 40% ต่อปี ด้วยการกู้ยืมเงินจำนวนมาก (Leveraging) เพื่อทำกำไรจากส่วนต่างราคาเพียงเล็กน้อยของหลักทรัพย์ การกู้ยืมเงินจำนวนมากนี้ ทำให้บริษัทมีหนี้สินสูงถึง 124.5 พันล้านเหรียญสหรัฐอเมริกา แต่การขาดการบริหารความเสี่ยงทางการเงินที่เป็นระบบ และการคาดการณ์ภาวะตลาดผิดพลาด ทำให้บริษัทประสบผลขาดทุนอย่างหนักในปี พ.ศ. 2541 เป็นจำนวน 4.6 พันล้านเหรียญสหรัฐอเมริกา ภายในเวลาไม่ถึง 4 เดือน และต้องปิดกิจการลงในช่วงต้นปี พ.ศ. 2543

## 2.7.2 การบริหารความเสี่ยง

การบริหารความเสี่ยงเริ่มได้รับการศึกษาหลังสงครามโลกครั้งที่สองเป็นต้นมา สำหรับจุดเริ่มต้นของการบริหารความเสี่ยงแนวใหม่อยู่ในช่วงปี ค.ศ. 1955-1964 Snider (1956) พบว่าไม่มีหนังสือที่เกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงในช่วงเวลานั้นและไม่มีมหาวิทยาลัยใดเลยที่เปิดการเรียนการสอนหลักสูตรการบริหารความเสี่ยง หนังสือของ Mehr and Hedges (1963) และ Williams and Hems (1964) เป็นสองเล่มแรกที่ได้รับการตีพิมพ์ เนื้อหาครอบคลุมการบริหารความเสี่ยงโดยตรงซึ่งไม่รวมความเสี่ยงทางการเงินขององค์กร ในด้านวิศวกรรมก็ได้มีการพัฒนาเทคโนโลยีต้นแบบในการบริหารความเสี่ยงควบคู่กันกันไป ความเสี่ยงในการดำเนินงานบางส่วนครอบคลุมถึงการสูญเสียของเทคโนโลยีด้วย ปัจจุบันมีความเสี่ยงจากการดำเนินงานซึ่งจะต้องมีการบริหารจัดการโดยบริษัท และได้รับการควบคุมโดยธนาคารและบริษัทประกันภัย การออกแบบยังต้องพิจารณาถึงความเสี่ยงของนโยบายทางการเมืองด้วย

การบริหารความเสี่ยงมีการเชื่อมโยงใช้กับการประกันภัยเพื่อคุ้มครองบุคลากรและ บริษัทจากการสูญเสียต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการเกิดอุบัติเหตุ Harrington and Niehaus (2003) Crockford (1982) กล่าวว่า “ความสะดวกสบายในการดำเนินงานยังคงมีความเสี่ยงทั้งความเสี่ยงโดยตรงและความเสี่ยงจากการเก็งกำไร ซึ่งควรได้รับการจัดการที่ต่างกันภายในบริษัท แม้ว่าทฤษฎีอาจได้แย้งสำหรับพวกเขาในการเริ่มต้นการบริหารจัดการส่วนหนึ่งเพื่อการปฏิบัติจึงเน้นการบริหารความเสี่ยงยังคงเป็นความเสี่ยงที่แท้จริง” จากคำกล่าวนี้ จะเห็นว่ามีความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการเก็งกำไรมากขึ้นซึ่งเป็นที่มาของนิยามความเสี่ยงในการเก็งกำไร

รูปแบบใหม่ของการบริหารความเสี่ยงที่แท้จริงเกิดขึ้นในช่วงกลางทศวรรษ 1950 เป็นทางเลือกในการประกันตลาดเมื่อความแตกต่างกันของประเภทความคุ้มครองการประกันทำให้มีค่าใช้จ่ายสูงมากและไม่สมบูรณ์ ความเสี่ยงทางธุรกิจหลายที่ค่าใช้จ่ายแพงหรือไม่สามารถที่จะประกันได้ ในช่วงปี ค.ศ. 1960 กิจกรรมการวางแผนในอนาคตจึงมีการพัฒนาและการป้องกันความเสี่ยงหรือการป้องกันตนเองจากกิจกรรมต่างๆและการประกันตนเองจากการสูญเสียได้รับการบรรจุเข้าในองค์กร กิจกรรมการป้องกันและความคุ้มครองสำหรับการเจ็บป่วยที่เกี่ยวข้องกับการทำงานและการเกิดอุบัติเหตุเริ่มเกิดขึ้นในบริษัทในช่วงเวลานี้

ส่วนการใช้ตราสารอนุพันธ์ในการบริหารจัดการประกันและไม่ประกันภัยความเสี่ยงได้เริ่มต้นขึ้นในปี ค.ศ. 1970 และการพัฒนาอย่างรวดเร็วในระหว่างปี ค.ศ. 1980 ซึ่งก่อนปี ค.ศ. 1970 อนุพันธ์มีการนำมาใช้ด้านผลิตภัณฑ์ทางการเงินน้อยมาก ส่วนใหญ่จะจำกัดอยู่ที่สินค้าเกษตร ในช่วงปี ค.ศ. 1980 บริษัทเริ่มที่จะพิจารณาการบริหารจัดการทางการเงินหรือการจัดการผลงาน การบริหารความเสี่ยงทางการเงินได้กลายเป็นส่วนประกอบของการบริหารความเสี่ยงอย่างแท้จริงในหลาย ๆ บริษัท สถาบันการเงินรวมทั้งธนาคารและบริษัทประกันภัยอยู่ในช่วงที่ได้รับความนิยมมาก ในความเสี่ยงด้านตลาดและกิจกรรมการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านเครดิตในช่วงปี ค.ศ. 1980 ส่วนความเสี่ยงและสภาพคล่องในการดำเนินงานมีการดำเนินการในปี ค.ศ. 1990

ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบระหว่างประเทศก็เริ่มในปี 1980 สถาบันการเงินมีการพัฒนา รูปแบบการบริหารจัดการความเสี่ยงภายในและสูตรการคำนวณเงินทุนเพื่อป้องกันตัวเองจากความเสียหายที่ไม่คาดคิดและลดเงินกองทุน ในเวลาเดียวกันก็กำกับดูแลการบริหารความเสี่ยงเป็นสำคัญ การบริหารความเสี่ยงแบบบูรณาการได้รับการนำเสนอและมีการกำหนดตำแหน่งหัวหน้าผู้จัดการ ความเสี่ยง (Chief Risk Manager: CRO)

ในการกระแสรองเรือราวต่าง ๆ และการล้มละลายที่เกิดจากการบริหารความเสี่ยงที่ดี กฎระเบียบ Sarbanes-Oxley ได้แนะนำในประเทศสหรัฐอเมริกาในปี ค.ศ. 2002 มีการกำหนด กฎระเบียบที่กำกับดูแลบริษัท ตลาดหุ้นรวมทั้งตลาดหุ้นนิวยอร์ก (New York Stock Exchange: NYSE) ในปี ค.ศ. 2002 (Blanchard and Dionne, 2004) นอกจากนี้ยังมีการเพิ่มกฎระเบียบที่กำกับดูแลการบริหารความเสี่ยงสำหรับบริษัทจดทะเบียน แต่กฎระเบียบและวิธีการบริหารความเสี่ยงต่าง ๆ เหล่านี้ก็ไม่พอเพียงที่จะป้องกันไม่ให้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินที่เริ่มต้นขึ้นในปี ค.ศ. 2007 ได้ และไม่จำเป็นต้องควบคุมความเสี่ยงและกฎระเบียบกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ แต่การประยุกต์ใช้ และการบังคับกฎระเบียบ ซึ่งเป็นที่ทราบกันดีในหมู่ผู้บริหารในตลาดต่างๆ อย่างต่อเนื่องของ กฎระเบียบและกฎเกณฑ์ แต่ดูเหมือนว่าการกระทำจะถูกเบี่ยงเบนทำให้เป็นเรื่องปกติมากขึ้น ในปี ก่อนเกิดวิกฤตทางการเงินแนวโน้มหน่วยงานกำกับดูแลก็ไม่ได้คิดจะแจ้งเตือนหรือการดำเนินอย่าง ชัดเจน

### 2.7.3 ความเป็นมาของการบริหารความเสี่ยง

#### 1) การประกันภัยและการบริหารความเสี่ยง

การบริหารความเสี่ยงเป็นหน้าที่ค่อนข้างใหม่ขององค์กร เหตุการณ์ที่สำคัญทางประวัติศาสตร์จะเป็นประโยชน์ซึ่งจะแสดงให้เห็นถึงวิวัฒนาการของการบริหารความเสี่ยงแนวใหม่ หลังจากปี ค.ศ. 1955 ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1970 เป็นต้นมา แนวคิดของการจัดการความเสี่ยงทางการเงินมีการพัฒนามากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งการบริหารความเสี่ยงได้กลายเป็นข้อจำกัดเล็กน้อยในการประกันตลาด ซึ่งปัจจุบันถือเป็นเครื่องมือป้องกันการแข่งขันที่ลงตัวกับหลายกิจกรรมอื่น ๆ ในการบริหารการจัดการความเสี่ยง หลังจากสงครามโลกครั้งที่สองบริษัทขนาดใหญ่ที่มีหน่วยการลงทุนสินทรัพย์ทางกายภาพที่หลากหลาย เริ่มที่จะพัฒนาการประกันตนเองจากความเสี่ยงที่ครอบคลุมบริษัทประกันสำหรับความเสี่ยงขนาดเล็กจำนวนมากอย่างมีประสิทธิภาพเป็น การประกันตนเองครอบคลุมถึงผลกระทบทางการเงิน เหตุการณ์ไม่พึงประสงค์ หรือความสูญเสียจากอุบัติเหตุ (Erllich and Becker, 1972; Dionne and Eeckhoudt, 1985) กิจกรรมที่ประกันตนเองง่าย ๆ เกี่ยวข้องกับการสำรอง การสร้างสภาพคล่องของเงินทุนที่เป็นธรรม เพื่อให้ครอบคลุมการสูญเสียที่เกิดจากอุบัติเหตุหรือความผันผวนของตลาดด้านลบ การลดความเสี่ยงเริ่มใช้บ่อยขึ้นในด้านการลดผลกระทบทางการเงินของความเสียหายทางธรรมชาติ ซึ่งเป็นรูปแบบของการประกันตนเอง

กิจกรรมป้องกันตนเองได้เป็นสิ่งสำคัญมากขึ้น ประเภทของกิจกรรมนี้มีผลต่อความน่าจะเป็นของการสูญเสียหรือค่าใช้จ่ายก่อนที่จะเกิดขึ้น นอกจากนี้ยังส่งผลกระทบต่อ การกระจายของการสูญเสียตามเงื่อนไข การป้องกันการเกิดอุบัติเหตุเป็นรูปแบบที่เป็นธรรมชาติมากที่สุดของการป้องกันตนเอง การระมัดระวังเป็นรูปแบบของการป้องกันตนเองนำไปใช้กับ เหตุการณ์ที่น่าสงสัย แต่ไม่ได้ระบุเหตุการณ์ที่คาดว่าจะเกิดและผลกระทบทางการเงินที่ไม่เป็นที่รู้จัก การแพร่กระจายนี้เป็นหนึ่งในเหตุการณ์ดังกล่าว (Courbage et al, 2013) ทุกกิจกรรมในการคุ้มครอง และการป้องกันเป็นส่วนหนึ่งของการบริหารความเสี่ยง

บทบาทดั้งเดิมที่ผู้ประกันคนได้รับตรวจสอบอย่างจริงจังในประเทศ สหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1980 โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงวิกฤตการประกันภัยความรับผิดชอบที่โดดเด่นด้วยเบี้ยประกันที่มากเกินไปและความคุ้มครองความเสี่ยงเพียงบางส่วน ในทศวรรษที่รูปแบบ ทางเลือกของการป้องกันจากความเสียหายต่าง ๆ ที่เกิดขึ้น เช่น การจับกุม (บริษัทย่อยของบริษัทที่

ประกันความเสี่ยงต่างๆและประกันที่ใหญ่ที่สุด) การเก็บรักษากลุ่มเสี่ยง (กลุ่มบริษัทในอุตสาหกรรมหรือกลุ่มสมาคมภูมิภาคเพื่อป้องกันตัวเองจากความเสียหายที่พบบ่อย ๆ) และการประกันภัยจำกัด (การกระจายความเสี่ยงในช่วงเวลาหนึ่งหน่วยของความเสียหายมากกว่าการระหว่างหน่วยงานที่เกี่ยวข้องโดยตรง)

แนวคิดของการบริหารความเสี่ยงในภาคการเงินได้รับการปฏิบัติในปี ค.ศ. 1970 เมื่อการบริหารความเสี่ยงทางการเงินที่สำคัญมาจากหลายบริษัทรวมถึงธนาคาร บริษัทประกัน และรัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินเผชิญกับความผันผวนของราคาที่แตกต่างกัน เช่น ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดหลักทรัพย์ ผลตอบแทนของอัตราแลกเปลี่ยนและราคาของวัตถุดิบหรือสินค้าโภคภัณฑ์

การปฏิวัตินี้ได้รับการจุดประกายโดยการเพิ่มขึ้นในความผันผวนที่สำคัญของราคาดังกล่าวข้างต้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งสกุลเงินและราคาของสินค้าที่เป็นความผันผวนมากขึ้น ความเสี่ยงของภัยพิบัติทางธรรมชาติที่ยังเกิดขึ้นอย่างมาก ในอดีตเพื่อปกป้องตัวเองจากความเสียหายทางการเงินเหล่านี้ บริษัทจะใช้บุคคลหรือการปฏิบัติจริง (สำรองสภาพคล่อง) เพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นหรือเพื่อลดค่าใช้จ่ายของกิจกรรมการป้องกันความเสี่ยงแบบดั้งเดิมตราสารอนุพันธ์ถูกใช้มากขึ้นแล้ว

สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเป็นสัญญาที่ปกป้องผู้ถือจากความเสียหายบางอย่างมูลค่าจะขึ้นอยู่กับมูลค่าและความผันผวนพื้นฐานของสินทรัพย์หรือมูลค่าดัชนีของสัญญา ที่รู้จักกันดีที่สุดคือในซื้อขายล่วงหน้าเป็นสัญญาซื้อขายฟิวเจอร์ส ออปชั่นและแลกเปลี่ยนเงินตรา สัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีเป็นครั้งแรกอยู่ในรูปแบบของการประกันที่จะปกป้องส่วนบุคคลและบริษัทจากความผันผวนของความเสี่ยงที่สำคัญ แต่การแก๊งกำไรอย่างรวดเร็วเกิดขึ้นในตลาดต่างๆ ได้สร้างความเสี่ยงอื่น ๆ ที่มีความยุ่งยากมากขึ้นในการควบคุมหรือจัดการ นอกจากนี้การขายตัวของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าก็ทำให้ยุ่งยากมากขึ้นที่จะประเมินความเสี่ยงระดับโลกของบริษัท (เฉพาะรวมกันและระบุรูปแบบการทำงานของกระจายตัวของราคาหรือผลตอบแทน)

ในขณะเดียวกันก็ทำให้ความหมายของการบริหารความเสี่ยงได้กลายเป็นสิ่งทั่วไปมากขึ้น การตัดสินใจการบริหารความเสี่ยงที่มีตอนนี้เป็นการตัดสินใจทางการเงินที่ต้องได้รับการประเมิน ซึ่งขึ้นอยู่กับผลกระทบภายในบริษัท หรือมูลค่าของผลงานมากกว่าวิธีการที่ดีที่

ครอบคลุมความเสี่ยง การเปลี่ยนแปลงในความหมายนี้โดยเฉพาะอย่างยิ่งกับองค์กรขนาดใหญ่ซึ่งอาจเป็นบริษัทที่อย่างน้อยต้องป้องกันความเสี่ยง (นอกเหนือจากความเสี่ยงจากการเก็งกำไร) เพราะองค์กรขนาดใหญ่มีความสามารถที่จะกระจายอย่างเป็นธรรมชาติได้ง่ายกว่าบริษัทขนาดเล็ก โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ถือหุ้นสามารถกระจายหน่วยการลงทุนของตนเองในตลาดการเงินในราคาที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีหุ้นที่ตนเอง

## 2) เหตุการณ์สำคัญในการบริหารจัดการความเสี่ยงทางการเงิน

การวิวัฒนาการของการบริหารความเสี่ยงและสัญญาซื้อขายล่วงหน้าหรือผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีโครงสร้าง จุดกำเนิดของทฤษฎีทางการเงินที่ทันสมัยที่เกี่ยวข้องกับการทำงานอย่างบรรลุผลของ Louis Bachelier ในปี ค.ศ. 1900 เขาเป็นคนแรกที่ใช้รูปแบบการเคลื่อนไหวของ Brownian ในการวิเคราะห์ความผันผวนของสินทรัพย์ทางการเงิน แต่ในปี ค.ศ. 1930 งานวิจัยเกี่ยวกับราคาของสินทรัพย์ทางการเงินก็เริ่มเกิดขึ้น สมาคมการเงินสหรัฐอเมริกา (American Finance Association: AFA) พบครั้งแรกในปี ค.ศ. 1939 ในวารสาร Philadelphia ซึ่งเป็นวารสารการเงินฉบับแรกของสหรัฐอเมริกา ในปี ค.ศ. 1942 แล้วเปลี่ยนเป็นวารสารการเงินในปี ค.ศ. 1946 ในขณะที่การวิจัยในด้านการเงิน โดยเฉพาะที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคา ตลาดการเงินที่มีประสิทธิภาพ และการตรวจสอบกลยุทธ์การทำกำไร (รวมถึงความคาดหวังของราคาหุ้น) ในปี ค.ศ. 1932 ถือได้ว่าเป็นการเกิดสมาคมประกันวินาศภัยของสหรัฐอเมริกา และการศึกษาทางวิชาการด้านการประกันเป็นครั้งแรกได้รับการตีพิมพ์ในวารสารการประกันภัย ซึ่งได้รับการเปลี่ยนชื่อเป็นวารสารของความเสี่ยงและการประกันภัยในปี ค.ศ. 1964 (Weiss and Qiu, 2008) นอกจากนี้ยังมีวารสารพิเศษอื่นๆ ตามมา รวมทั้งการบริหารความเสี่ยง (The National Insurance Buyer) ตีพิมพ์โดย Risk and Insurance Management Society (RIMS) และสมาคมวิชาชีพของผู้บริหารความเสี่ยงได้ก่อตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1950 พร้อมกับหนังสือพิมพ์ความเสี่ยงและการประกันภัยของเจเนอรัลที่ตีพิมพ์โดยสมาคมเจเนอรัลตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976

ในปี ค.ศ. 1950 และปี ค.ศ. 1960 นักวิจัยเข้ามาทำการศึกษาพื้นฐานของการตัดสินใจทางการเงินซึ่งส่งผลให้ทฤษฎีใหม่ของการเลือกลงทุนที่อยู่บนพื้นฐานของ Capital Asset Pricing Model (CAPM) ช่วงนี้ได้มีบทความการปฏิบัติในด้านการเงินที่มีผู้เขียนได้รับรางวัลโนเบล แต่จำกัดในปี ค.ศ. 1970 ก่อนที่ผลิตภัณฑ์การบริหารจัดการความเสี่ยงทางการเงินที่สำคัญที่ปรากฏและรูปแบบจำลองทางทฤษฎีเบื้องต้นของความป้องกันความเสี่ยงที่ทันสมัยได้รับการตีพิมพ์



รูปแบบของ Black and Scholes ที่เป็นที่ยอมรับมากที่สุด รุ่นแรกของสิ่งเหล่านี้ผู้เขียนเหล่านี้เป็นคนแรกที่เสนอสูตรที่ชัดเจนสำหรับการกำหนดราคาของอนุพันธ์ที่เรียกว่า ออปชั่น (Option) รุ่นนี้จึงปฏิวัติที่วารสารการเงินที่ปฏิเสธที่จะเผยแพร่รุ่นแรก ในที่สุดก็ได้รับการตีพิมพ์ในวารสารของเศรษฐกิจการเมืองในปี ค.ศ. 1973 ปีหลังจาก Merton ตีพิมพ์รวมถึงตีพิมพ์ในวารสารเศรษฐศาสตร์และวิทยาการจัดการ (Bell) หลังจากที่สัญญาซื้อขายล่วงหน้าครอบคลุมความเสี่ยงได้ขยายตัวอย่างรวดเร็ว สกุลเงินและสัญญาแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยและตลาด Over The Counter Options (OTC) คณิตศาสตร์ทางการเงินและความนิยมคอมพิวเตอร์เติบโตมากและการใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้า

ช่วงเวลานี้เป็นจุดเริ่มต้นของการพัฒนาอย่างเข้มข้นของการวิจัยในการกำหนดราคาสัญญาซื้อขายล่วงหน้า แม้ว่ารายงานข่าวของผลิตภัณฑ์ทางการเกษตรเริ่มที่ชิคาโกในปี ค.ศ. 1864 (ประเทศญี่ปุ่นในปี ค.ศ. 1730 สำหรับราคาข้าว) ในปี ค.ศ. 1972 มีธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินทรัพย์ทางการเงินที่เข้ามาในสหรัฐอเมริกาที่ (Chicago Board of Trade: CBOT) ปี ค.ศ. 1973 เป็นจุดหักเหของประวัติศาสตร์ทางการเงินสำหรับเหตุผลอื่นๆ ในการก่อตั้ง Chicago Board Options Exchange (CBOE) ร่วมกับสำนักหักบัญชี

ตัวเร่งในการเจริญเติบโตของตลาดหลังจาก CBOE ได้กำหนดสัญญามาตรฐานและการพัฒนาตลาดรอง เพื่อการเสริมสภาพคล่องสินทรัพย์อย่างเพียงพอสำหรับการตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Smith, Smithson and Wakeman, 1990) ในช่วงปี ค.ศ. 1980 และปี ค.ศ. 1990 การดำเนินงานของผลิตภัณฑ์ป้องกันความเสี่ยงตรวจสอบผู้เล่นในตลาดมีความเสี่ยงที่ ก่อให้เกิดการลงทุนในกิจกรรมปกติของผู้เล่น

การรวมกันของเครื่องมือทางสถิติใหม่ๆ มีการนำมาใช้ในธนาคารและหน่วยงานที่ประเมินเพื่อคัดเลือกลูกค้า (คะแนนเครดิต) และการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านเครดิต เครื่องมือเหล่านี้อำนวยความสะดวกการประเมินผลของการเริ่มต้นความเสี่ยงด้านเครดิตและการกำหนดราคาที่มีความเสี่ยง

การบริหารความเสี่ยงได้กลายเป็นเรื่องของบริษัทในช่วงปลายปี ค.ศ. 1990 การตัดสินใจที่สำคัญในการวางแผน นโยบายการบริหารบริษัท (และการตรวจสอบติดตาม) จะทำโดยคณะกรรมการบริหาร ส่วนใหญ่คณะกรรมการตรวจสอบการตัดสินใจเหล่านี้แม้จะมี

บางสถาบันการเงินขนาดใหญ่ที่ตั้งคณะกรรมการบริหารความเสี่ยงลงในสถานที่ ตำแหน่งของหัวหน้าเจ้าหน้าที่บริหารความเสี่ยงหรือ CRO ก็เกิดขึ้น

ผลิตภัณฑ์ป้องกันความเสี่ยงทางการเงินที่ได้รับการพัฒนาขึ้นเพื่อให้ครอบคลุมประเภทของความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ความเสี่ยง 4 ด้าน สำหรับธนาคารคือความเสี่ยงด้านเครดิต (80% ของความเสี่ยงของธนาคาร รวมทั้งความเสี่ยงในการผิดสัญญา) ความเสี่ยงด้านตลาด (5 %) ความเสี่ยงด้านการดำเนินงาน (15%) และความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (ยังไม่รวม ปริมาณ และทั่ว ๆ ไป รวมถึงการกระจายอัตราผลตอบแทนระหว่างพันธบัตรภาครัฐและเอกชน) แสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงด้านตลาด ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาหรือ ผลตอบแทนของสินทรัพย์และความเสี่ยงด้านเครดิต ความเสี่ยงที่ได้รับจากการผิดสัญญา แม้ว่าการศึกษาล่าสุดที่ประเมินว่ามีความเสี่ยงจากการผิดสัญญาสอดคล้องสูงสุดตั้งแต่ 25% ถึง 85% การกระจายอัตราผลตอบแทนระหว่างพันธบัตรภาครัฐและเอกชน (Elton et al., 2001; Dionne et al., 2010)

## 2.8 ธรรมเนียมปฏิบัติ

แนวคิดของ “การปกครอง” “การบริหารจัดการ” หรือ Governance เป็นสิ่งที่มีมาพร้อมกับการมีอารยธรรมของมนุษย์ ดังนั้นเราอาจให้ความหมายของ “การปกครอง” หรือ “การบริหารจัดการ” ว่าเป็นกระบวนการของการตัดสินใจและกระบวนการที่มีการนำผลของการตัดสินใจไปปฏิบัติ การปกครองหรือการบริหารจัดการอาจถูกใช้ไปในหลายสถานะ เช่น ในเรื่องของการปกครองหรือการบริหารงานเอกชน การปกครองหรือการบริหารงานในระดับนานาชาติ ระดับชาติ หรือระดับท้องถิ่น

การบริหารและการจัดการในภาครัฐและภาคเอกชนได้มีการให้ความสำคัญกับระบบคุณธรรมและจริยธรรม เนื่องจากการบริหารและการจัดการทั้งในภาครัฐและภาคเอกชนประสบกับภาวะวิกฤติอันเกิดจากการทุจริตที่ระบาดออกไปอย่างรวดเร็วและกว้างขวาง ความไม่รับผิดชอบต่อสังคมหรือส่วนรวม คำนึงแต่ประโยชน์ของตนเองและพวกพ้อง อันเป็นการบริหารจัดการที่ขาดคุณธรรมและจริยธรรม การบริหารจัดการที่ดีในภาครัฐ (Good Governance) หรือบางทีเรียกกันว่า ธรรมเนียมปฏิบัติ นั้น จะช่วยกระตุ้นอย่างมากต่อการพัฒนาและขยายตัวของจริยธรรมในทางธุรกิจ ทั้งนี้ เพราะความสัมพันธ์ระหว่างภาครัฐกับภาคเอกชนมีอยู่อย่างใกล้ชิด ภาครัฐในฐานะที่เป็นผู้ควบคุมกติกาดำเนินงานของเอกชนย่อมมีผลต่อการเสริมสร้างการบริหารจัดการที่ดีในวงการธุรกิจและ

การยึดมั่นในหลักคุณธรรมและจริยธรรมรวมทั้งความรับผิดชอบที่ธุรกิจมีต่อสังคม ถ้าการควบคุมย่อยอ่อนหรือหน่วยงานในภาครัฐมีส่วนรู้เห็นเป็นใจกับการทุจริตหรือการเอาเปรียบสังคมและผู้บริโภคของธุรกิจเอกชนหรือมีการร่วมมือกันระหว่างคนในภาครัฐกับในภาคเอกชนเพื่อแสวงหาผลประโยชน์อันมิชอบแล้ว จะเป็นอุปสรรคซึ่งทำให้การเสริมสร้างจริยธรรมในการทำธุรกิจเป็นไปได้ลำบาก

ธรรมาภิบาลได้มีการใช้อย่างกว้างขวางในช่วงระยะ 20 ปีที่ผ่านมาโดยธนาคารโลก (World Bank) และธนาคารเพื่อการพัฒนาแห่งเอเชีย (Asian Development Bank) เพื่อเป็นเงื่อนไขทางการเมืองในการให้เงินกู้ โดยประเพณีแล้วธนาคารทั้งสองถูกห้ามไม่ให้ใช้ปัจจัยทางการเมืองเป็นเงื่อนไขในการให้เงินกู้ ต่อมาธนาคารโลกได้ยอมรับความจำเป็นของเงื่อนไขทางการเมือง โดยถือเอาธรรมาภิบาล (Good Governance) เป็นเงื่อนไขมากกว่าที่จะเอาประชาธิปไตย เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาความอ่อนไหวทางการเมือง โดยระบุว่าธรรมาภิบาลประกอบด้วยลักษณะ 4 ประการ คือ การบริหารจัดการภาครัฐที่มีประสิทธิภาพ การตรวจสอบข้อบอขายได้ (Accountability) ความโปร่งใสและการมีกรอบกฎหมายสำหรับการพัฒนา

แนวคิดหลักธรรมาภิบาล (Good Governance) มีกำเนิดจากข้อสรุปของที่ประชุมองค์การให้ความช่วยเหลือระหว่างประเทศในช่วงต้นทศวรรษ 1990 ได้แก่ ธนาคารโลก (World Bank) องค์การพัฒนาแห่งสหประชาชาติ (UN) และองค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (OECD) เป็นต้น โดยต่อมาได้แพร่หลายอย่างรวดเร็วในบริบทการพัฒนาที่ยั่งยืนและการช่วยบรรเทาปัญหาความยากจน ซึ่งก่อนหน้านั้นในปี ค.ศ. 1989 ธนาคารโลกได้ริเริ่มใช้ธรรมาภิบาล (Good Governance) ซึ่งปรากฏในรายงานเรื่อง Sub-Saharan African : From Crisis To Sustainable Growth ได้กล่าวถึงความสำคัญของการมีธรรมาภิบาลในการฟื้นฟูเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนา และประเทศด้อยพัฒนาทั้งหลาย และสรุปว่า ภาวะด้อยการพัฒนาและปัญหาความยากจนที่เกิดขึ้นในประเทศในซีกโลกใต้ โดยเฉพาะในแถบละตินอเมริกาและแอฟริกา โดยที่องค์การทางการเงินระหว่างประเทศไม่สามารถแก้ปัญหาหรือให้ความช่วยเหลือทางเศรษฐกิจแก่ประเทศต่าง ๆ อย่างมีประสิทธิภาพเนื่องมาจากปัญหาการบริหารจัดการที่ไม่ดีของประเทศนั้นๆ ธนาคารโลกจึงได้ใช้หลักธรรมาภิบาล (Good Governance) เป็นเงื่อนไขสำคัญในการพิจารณาอนุมัติให้กู้ โดยมีเป้าหมายเพื่อยกระดับคุณภาพการบริการภาครัฐที่ดียิ่งขึ้น ยึดหลักนิติธรรมรวมทั้งการขจัดคอร์รัปชันในประเทศเหล่านั้นให้หมดสิ้นไป และยังได้ให้คำนิยาม “Good Governance” ว่าหมายถึง ลักษณะการใช้อำนาจเพื่อนำไปสู่การจัดการทรัพยากรเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ และต่อมาองค์การ

พัฒนาแห่งสหประชาชาติ (United Nations Development Program : UNDP) ได้นำแนวคิดดังกล่าว มาวิเคราะห์ในเอกสาร “Governance For Sustainable Human Development” ส่งผลให้นับจาก ประมาณปี ค.ศ. 1990 เป็นต้นมาแนวคิดเรื่องหลักธรรมาภิบาลเริ่มได้รับความสำคัญมากขึ้นและ กลายเป็นประเด็นสำคัญในบริบทการพัฒนาในระดับสากล แนวความคิดเรื่องธรรมาภิบาลใน ต่างประเทศได้รับความสำคัญนำมากล่าวถึงอีกครั้งในช่วงปี ค.ศ. 1995 โดยธนาคารเพื่อการพัฒนา แห่งเอเชีย (ADB)

สำหรับประเทศกำลังพัฒนานั้น Good Governance หรือที่นิยมเรียกในปัจจุบันว่าธรรมาภิบาลนั้น ถือเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับการขยายความสามารถของประเทศเพื่อสร้างรายได้และลดปัญหา ความยากจนในอนาคต หรือก่อให้เกิดการพัฒนาทางการบริหารปกครองของประเทศไปได้อย่าง ยั่งยืน นอกจากนี้ยังช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของระบบทางเศรษฐกิจแล้ว หลักการธรรมาภิบาล ยัง ได้รับการกล่าวถึงว่าเป็นแนวความคิดหนึ่งที่มีบทบาทสำคัญต่อการกระตุ้นส่งเสริมศักยภาพให้ภาค ประชาสังคม (Civil Society) เพื่อให้เกิดการส่งเสริมการพัฒนาทุนมนุษย์ (Human Capital) อย่าง ยั่งยืน

ส่วนคำว่า บรรษัทภิบาล (Corporate Governance) ในภาคเอกชนคือ แกนหลักสำหรับการ บริหารงานในยุคปัจจุบันที่ทุกหน่วยงานจะต้องให้ความสำคัญ ทั้งนี้ ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ความสำคัญของธรรมาภิบาลและบรรษัทภิบาลได้โดดเด่นขึ้นมา และกลายเป็นปัจจัยหลักของการ พิจารณาการลงทุนทั้งภายในและภายนอกประเทศ ภาวะวิกฤตทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศไทย เมื่อปี พ.ศ. 2540 และแผ่ขยายไปอีกหลายประเทศในเอเชียนั้น สาเหตุสำคัญมาจากการขาดธรรมาภิบาล และบรรษัทภิบาล โดยที่วิกฤตการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้นนั้นเป็นเพียงปลายเหตุ ด้วยเหตุ ดังกล่าวธนาคารโลกจึงได้พิจารณาว่าตัวชี้วัดที่สำคัญที่แสดงถึงการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจากวิกฤต เอเชียหาใช่เพียงตัวเลขการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้นแต่อย่างเดียวไม่ แต่ภาวะของการฟื้นตัวอยู่ที่ การพัฒนาบรรษัทภิบาล

ผลการดำเนินงานของภาคเอกชนไม่น้อยที่ขาดรากฐานที่ดี ขาดรากฐานบรรษัทภิบาลที่ คอยค้ำจุนการเติบโตให้มั่นคงและยั่งยืน ขาดความสุจริตต่อผู้ถือหุ้น ต่อภาครัฐและต่อสาธารณชน คำนึงถึงวิธีการปฏิบัติเพียงแต่มุ่งเน้นให้เกิดกำไรระยะสั้น ขาดความรอบคอบโดยไม่คำนึงถึงกลไก การบริหารบริษัท

ดังนั้น ปัญหาการขาดความเข้าใจในหลักบรรษัทภิบาลที่แท้จริง และการขาดความเชื่อมโยงที่จะแสดงให้เห็นถึงประโยชน์อย่างเป็นรูปธรรมของการปฏิบัติตามหลักบรรษัทภิบาลจึงน่าจะเป็นหัวใจสำคัญของการนำระบบบรรษัทภิบาลมาใช้กับองค์กรภาครัฐและภาคเอกชนในประเทศไทยให้เกิดประสิทธิภาพและประสิทธิผลในที่สุด

### 2.8.1 หลักการสากลของ “บรรษัทภิบาล”

บรรษัทภิบาล ประกอบไปด้วยหลักการสำคัญหลายประการ แล้วแต่วัตถุประสงค์ขององค์กรที่นำมาใช้ หลักการที่มีผู้นำไปใช้เสมอคือ การมีส่วนร่วมของประชาชน การมุ่งฉันทมติ การมีสำนึกรับผิดชอบ ความโปร่งใส การตอบสนอง ประสิทธิภาพและประสิทธิภาพ ความเท่าเทียมกัน และการคำนึงถึงคนทุกกลุ่มหรือพหุภาคีและการปฏิบัติตามหลักนิติธรรม แต่ระเบียบสำนักนายกรัฐมนตรีว่าด้วยการบริหารกิจการบ้านเมืองและสังคมที่ดีนั้นได้ระบุไว้ 6 หลักการดังกล่าวมาแล้วและกลายเป็นหลักการสำคัญที่มีการนำมาใช้อย่างกว้างขวางอยู่ในปัจจุบันนี้

องค์การสหประชาชาติ (United Nations, 2009) กำหนดหลักการทั่วไปของบรรษัทภิบาลไว้ 8 หลักการ ดังนี้

1) การมีส่วนร่วมของสมาชิกทั้งชายหญิงคือการตัดสินใจที่สำคัญในสังคมและสร้าง ความสามัคคีให้เกิดกับประชาชน การมีส่วนร่วมสามารถทำได้โดยอิสระไม่มีการบังคับสมาชิกเต็มใจให้ความร่วมมือด้วยตนเอง หรือมีส่วนร่วมผ่านหน่วยงาน สถาบันหรือผู้แทนตามระบอบประชาธิปไตย

2) การปฏิบัติตามกฎ บรรษัทภิบาลต้องการความถูกต้องตามกรอบของกฎหมาย ไม่เลือกปฏิบัติ ไม่ลำเอียง มีการปฏิบัติอย่างเสมอภาคและเป็นธรรมกับประชาชนโดยเท่าเทียมกัน ทุกคนในสังคมอยู่ภายใต้ข้อกำหนดของกฎหมายเดียวกัน

3) ความโปร่งใสเป็นการตรวจสอบความถูกต้อง มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างตรงไปตรงมา สิ่งนี้ช่วยแก้ปัญหาการทุจริตและคอร์รัปชันได้ทั้งในภาครัฐและเอกชน สื่อจะเข้ามามีบทบาทอย่างมากในการตรวจสอบและรายงานผลงานดำเนินงาน โดยการนำเสนอ ข่าวสารให้แก่สังคมได้รับทราบ

4) ความรับผิดชอบ เป็นการพยายามให้คนทุกฝ่ายทำหน้าที่ของตนให้ดีที่สุดในการทำงาน กล้าที่จะตัดสินใจและรับผิดชอบต่อผลการตัดสินใจนั้นๆ

5) ความสอดคล้องต้องกันเป็นการกำหนดและสรุปความต้องการของคนในสังคม ซึ่งมีความแตกต่างกันอย่างมาก โดยพยายามหาจุดสนใจร่วมกันและความต้องการที่สอดคล้องต้องกันของสังคมมาเป็น ข้อปฏิบัติเพื่อลดปัญหาความขัดแย้งในสังคม การจะพัฒนาสังคม ได้ ต้องทราบความต้องการที่สอดคล้องต้องกันของสังคมนั้นๆ ด้วยวิธีการเรียนรู้ วัฒนธรรมของสังคมนั้นๆ ก่อน

6) ความเสมอภาค เป็นสิทธิขั้นพื้นฐานที่ประชาชนทุกคนพึงได้รับจากรัฐบาล ทั้งการบริการด้านสวัสดิการ ตลอดจนสาธารณูปโภคด้านอื่นๆ

7) หลักประสิทธิภาพและประสิทธิผล เป็นวิธีการจัดการทรัพยากรที่มีอยู่ โดยการผลิตและจำหน่ายเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่มีค้ำค่ากับเงินที่ลงทุนหรือ การใช้ทรัพยากรให้ได้ประโยชน์สูงสุดต่อมวลมนุษยชาติ โดยมีการพัฒนากระบวนการเพิ่มผลผลิตอย่างต่อเนื่องและยั่งยืน

8) การมีเหตุผลเป็นความต้องการในทุกสังคม ประชาชนทุกคน ต้องตัดสินใจและความรับผิดชอบต่อการกระทำของตนเองด้วยเหตุด้วยผลที่สมเหตุสมผล การมีเหตุผลไม่สามารถกระทำได้อำปราศจากการปฏิบัติตามกฎหมายและความโปร่งใส

#### ธรรมาภิบาลที่ยั่งยืน

เพื่อให้องค์กรของรัฐ เอกชน และทุกๆ ส่วนนำหลักธรรมาภิบาลมาใช้ให้กว้างขวางและยั่งยืนจำเป็นต้องมีปัจจัยสำคัญหลายๆ ปัจจัย ที่นอกเหนือจากความตระหนักของบุคลากรในหน่วยงานและผู้บริหารแล้ว คือ ความต่อเนื่องหรือความยั่งยืนของการเป็นประชาธิปไตยและความมั่นคงของประเทศ (Sustainability of Democracy and National Security) เพราะประชาธิปไตยค่อนข้างเป็นพลวัต เพราะมีการเปลี่ยนแปลงไปตามกาลเวลา และตามการเปลี่ยนแปลงของสังคม และยังมีการอภิปรายกันถึงความหมายที่แท้จริงอยู่อย่างกว้างขวาง แต่มิติที่สำคัญของประชาธิปไตย ก็คือการแข่งขัน การมีส่วนร่วม และเสรีภาพในทางการเมือง การเป็นประชาธิปไตยและความยั่งยืน

ของประชาธิปไตยจึงเป็นสิ่งที่ช่วงทำให้การบริหารจัดการที่ดี หรือธรรมาภิบาลคงอยู่ได้ เนื่องจาก ทราบใดที่ไม่เป็นเผด็จการ ประชาชนย่อมมีโอกาสแสดงความคิดเห็น มีส่วนร่วมในการกำหนด นโยบาย มีการตรวจสอบการดำเนินการของรัฐ ทำให้เกิดความโปร่งใส ผู้บริหารและเจ้าหน้าที่ของ รัฐและเอกชนตลอดหน่วยงานต่างๆมีสำนึกรับผิดชอบ ประชาธิปไตยจึงมีข้อดี คือเป็นวิธีส่งเสริม การมีส่วนร่วมของบุคคลกลุ่มต่างๆ เพื่อหาแนวทางแก้ไขความขัดแย้งแทนการใช้ความรุนแรง กระบวนการเป็นประชาธิปไตยนำมาสู่การส่งเสริมสันติวิธีในชาติ และระหว่างชาติได้ (Boutros-Ghali, 2000: 106) ประชาธิปไตยเปิดโอกาสให้เกิดการมีส่วนร่วมอย่างมีประสิทธิภาพ มีการลงคะแนน เสียงโดยเท่าเทียมกัน มีการสร้างความเข้าใจร่วมกัน มีการควบคุมทางนโยบาย ประชาธิปไตยนำมาสู่การหลีกเลี่ยงทรราช การมีสิทธิเสรีภาพ มีการแสดงความคิดเห็นของตนเอง มีความอิสระทางความคิด มีการพัฒนาทรัพยากรมนุษย์ ปกป้องความสนใจส่วนบุคคล มีความเท่าเทียมกันทางการเมืองและ ประชาธิปไตยแนวใหม่นำมาสู่การแสวงหาเสรีภาพและความเจริญ (Robert Dahl, 2000: 38-44) และ ที่สำคัญกระบวนการประชาธิปไตยนำมาสู่การพัฒนาทรัพยากรมนุษย์เป็นการสร้างการเจริญเติบโต ในด้านการสร้างความรับผิดชอบและสร้างปัญญา ขณะเดียวกันก็นำมาซึ่งแนวทางที่สำคัญที่สุด สำหรับประชาชนในการปกป้องและนำเสนอความสนใจของพวกเขา (Diamond, 1998)

การใช้กระบวนการประชาธิปไตยเพื่อผลักดันให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทางกฎหมาย การ บริหารและทางสังคม ตลอดจนการมีความเป็นธรรมมากขึ้นจัดเป็นเรื่องยาก แต่ก็เป็นที่เข้าใจกันว่า การเมืองแบบประชาธิปไตยทำให้เกิดนิติธรรม เป็นส่งเสริมเสรีภาพทางการเมืองและเสรีภาพของ ประชาชน เกิดการเลือกตั้งได้ผู้จะทำหน้าที่ในกระบวนการนิติบัญญัติได้อย่างเสรีและเป็นธรรม

ประชาธิปไตยเป็นปัจจัยสำคัญที่สุดประการหนึ่งของการมีธรรมาภิบาล อันที่จริงแล้วธรร มาภิบาลและประชาธิปไตยเป็นสิ่งที่เกื้อหนุนกันอยู่ ประเทศใดที่มีได้เป็นประชาธิปไตย การมีธรร มาภิบาลคงเกิดขึ้นได้ยากยิ่ง เพราะไม่มีปัจจัยสำคัญของการเป็นธรรมาภิบาล หรือไม่สามารที่จะ เกิดขึ้นหรือทำให้เกิดขึ้นได้ อาทิเช่น หลักของนิติธรรม นิติรัฐ ผู้มีอำนาจจะใช้กฎหมายเพื่อ ประโยชน์ของตนเองและพวกพ้องมากกว่าเพื่อประชาชนโดยรวม ทั้งนี้เพื่อให้คงความมีอำนาจของ ตนและพวกต่อไป กฎหมาย กฎระเบียบต่างๆจึงเป็นไปเพื่อกำจัดฝ่ายตรงข้ามเสียมากกว่า

หลักการมีส่วนร่วมของประชาชน จะเกิดขึ้นยากมากเพราะทราบใดที่ประชาชนสามารถ แสดงความคิดเห็นต่อการทำงานของภาครัฐได้ ทราบนั้นผู้ที่มีอำนาจสามารถทำงานได้ยากยิ่ง เพราะ ต้องคอยตอบคำถาม ต้องให้ข้อมูล ให้ประชาชนผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ตลอดจนกลุ่มต่างๆมาร่วมรับรู้

ตัดสินใจ และที่สำคัญหากใช้หลักการนี้มากๆ การมีส่วนร่วมในการเลือกตั้ง หรือถอดถอน อาจนำมาสู่การหลุดจากอำนาจได้

อนึ่ง ธรรมชาติของประชาชนไทยที่ยั่งยืนและความยั่งยืนของประชาธิปไตย จะเกิดขึ้นได้ต้องมีประชาชนมีจิตสำนึกและพฤติกรรมในการเป็นประชาธิปไตย มีความเชื่อมั่นสถาบัน ประชาธิปไตย มีประสิทธิภาพทางการเมืองของประเทศ มีทุนทางสังคมสูง มีการมีส่วนร่วมทางการเมืองสูง มีวัฒนธรรมทางการเมืองแบบมีส่วนร่วม ผู้นำเป็นผู้แทนประชาชนอย่างแท้จริง มาจากการเลือกตั้งของประชาชน

### 2.8.2 ธรรมชาติ: หลักการเพื่อการบริหารรัฐกิจแนวใหม่

ถวิลวดี บุรีกุล (2554) ได้กล่าวถึง หลักการเพื่อการบริหารรัฐกิจแนวใหม่ไว้ว่า การบริหารรัฐกิจแนวใหม่เป็นเรื่องของการที่รัฐบาลไม่ควรบริหารงานในลักษณะองค์การธุรกิจ แต่เป็นการบริหารงานด้วยการยึดหลักประชาธิปไตย หลายประเทศในโลกกำลังดำเนินการอยู่บนพื้นฐานของหลักการนี้ และมีการยอมรับในแนวทางการทำงานที่ยึดหลักประชาธิปไตยมากขึ้น มีการให้ความสำคัญกับเรื่องต่างๆ หลายเรื่อง เช่น ความสนใจของสาธารณชน กระบวนการบริหารหรือการปกครอง และการเป็นพลเมืองตามระบอบประชาธิปไตย ข้าราชการมีการเรียนรู้ เสริมสร้างทักษะใหม่ในการพัฒนา นโยบายและปฏิบัติตามนโยบาย มีการรับรู้ มีการเคารพและยอมรับศักดิ์ศรีของการเป็นพลเมืองมากขึ้น

โดยปกติข้าราชการหรือเจ้าหน้าที่ของรัฐจะรู้สึกว่าตนเองมีคุณค่ามากขึ้น เมื่อมีการเพิ่มหรือขยายการให้บริการของตนและมีการติดต่อกับประชาชนมากขึ้น ผู้บริหารจะรู้สึกว่าตนได้ประโยชน์จากการรับฟังประชาชนมากขึ้น และจากการบริการมากกว่าการกำกับดูแลเท่านั้น ประชาชนและข้าราชการจึงทำงานร่วมกัน และระบุนโยบายและแนวทางแก้ไขร่วมกันด้วย

ทัศนคติที่กล่าวมาแล้วเหล่านี้เป็นสิ่งที่ดีที่กำลังเกิดขึ้น อย่างไรก็ตามเนื่องจากปัญหาในการบริหารงานมีความซับซ้อน และทรัพยากรมีจำนวนจำกัด ทั้งยังมีสาธารณชนคอยวิพากษ์การทำงาน ข้าราชการอยู่เสมอ หน่วยงานราชการควรจะดำเนินการอย่างไร คำตอบในเรื่องนี้อาจไม่ยากแต่การยอมรับที่จะทำงานเพื่อบริการสาธารณะอาจจะเป็นปัจจัยที่ช่วยทำให้การทำงานประสบความสำเร็จได้ สิ่งที่ยังขาดอยู่คือหลักการที่จะแสดงถึงผลของการมีค่านิยมของการให้บริการสาธารณะ ที่ผ่านมาก็มีการเคลื่อนไหวเพื่อปรับปรุง เปลี่ยนแปลงการทำงานของหน่วยงานราชการ



อยู่มาก เช่นเรื่องของการบริหารรัฐกิจแนวใหม่ การทบทวนการทำงาน การบริหารที่มุ่งผลลัพธ์ และการบริหารคุณภาพ เป็นสำคัญ อย่างไรก็ตามในการบริหารรัฐกิจสิ่งที่จะต้องคำนึงมากที่สุดก็คือการบริการประชาชน

การบริหารรัฐกิจแบบเดิมๆ เป็นเรื่องที่รัฐบาลให้ความสนใจอยู่ที่การให้บริการโดยผ่านหน่วยงานของรัฐ มีการกำหนดนโยบายสาธารณะ มีการบริหารงาน และมีการปฏิบัติตามนโยบาย ที่อาจมีเรื่องทางการเมืองเข้ามาเกี่ยวข้อง และนักบริหารรัฐกิจจะเป็นเพียงผู้มีบทบาทในการปฏิบัติตามนโยบายเสียมากกว่า ผู้บริหารจะรับผิดชอบต่อนักการเมืองที่ถูกเลือกเข้ามาตามวิถีประชาธิปไตยมากกว่ารับผิดชอบต่อประชาชน มีเรื่องของการรายงานตามลำดับชั้นในการทำงานตามแผนงาน และโครงการต่างๆ มีการควบคุมโดยผู้บริหารระดับสูงๆต่อไป ค่านิยมสาธารณะจะเป็นเรื่องของประสิทธิภาพและการมีเหตุผล องค์กรจะดำเนินการไปด้วยระบบปิดเพื่อให้มีประสิทธิภาพสูงสุด การเข้ามามีส่วนร่วมของประชาชนมีจำกัด บทบาทของนักบริหารจึงเป็นเพียงการวางแผน จัดองค์กร การจัดหาบุคลากร การสั่งการ การประสานงาน การรายงานและการทำงบประมาณ ซึ่งสิ่งที่กล่าวมานี้ล้วนเป็นสิ่งที่ผู้บริหารในองค์กรของรัฐต่างดำเนินการกันอยู่เป็นปกติ

การมีกระแสการบริหารรัฐกิจแนวใหม่ที่ให้ความสำคัญกับหลักการของประชาธิปไตยแบบมีส่วนร่วม การให้ความสำคัญกับประชาชน การมุ่งให้เกิดการบริหารจัดการที่ดีตามแนวคิดของการบริหารแนวใหม่จึงเกิดขึ้น การบริหารรัฐกิจแนวใหม่เป็นการรวมกลุ่มของแนวคิดและการปฏิบัติ เป็นหลักการที่ใช้การดำเนินงานแบบเอกชนและธุรกิจในภาคราชการ หรือทำราชการให้เหมือนธุรกิจแต่ไม่ใช่ให้เป็นองค์กรทางธุรกิจ นักทฤษฎีที่ศึกษาเรื่องของการเป็นพลเมือง เรื่องของชุมชน ประชาสังคม มนุษยวิทยาองค์กรและการบริหารรัฐกิจแนวใหม่เป็นผู้ที่ได้มีส่วนในการผลักดันให้เกิดการอภิปรายกันถึงหลักการบริหารแนวใหม่ๆขึ้น ซึ่งอาจมีหลักการหลากหลายแตกต่างกันออกไป (Denhardt and Denhardt, 2003: 42-43) อาทิ

- การมุ่งให้บริการแก่ประชาชนไม่ใช่การค้ากับ ข้าราชการจึงไม่เพียงแต่ตอบสนองต่อความต้องการของประชาชนแต่ต้องสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับประชาชนด้วย

- การสำรวจความสนใจและความต้องการของสาธารณชน เพื่อสร้างความสนใจร่วมและรับผิดชอบร่วมกัน

- การให้คุณค่าแก่ประชาชนในฐานะของการเป็นพลเมืองมากกว่าการเป็นผู้ประกอบการ โดยข้าราชการจะยอมรับที่จะเป็นผู้ช่วยเหลือสังคมมากกว่าการเป็นผู้จัดการธุรกิจที่คิดและทำเสมือนเงินหลวงเป็นเงินของตนเอง

- การคิดอย่างมีกลยุทธ์ แต่ปฏิบัติอย่างเป็นประชาธิปไตย นโยบายและโครงการต่างๆ จะสนองความต้องการของสาธารณชนได้อย่างมีประสิทธิภาพหากมีการทำงานร่วมกัน

- การตระหนักว่าการมีสำนึกรับผิดชอบไม่ใช่เรื่องง่าย ข้าราชการไม่ควรสนใจแค่เรื่องของการทำงานตามนโยบาย หรือเรื่องการตลาด และการอุดหนุนของคุณ แต่ต้องสนใจเรื่องของกฎหมาย รัฐธรรมนูญ ค่านิยมของชุมชน สังคม บรรทัดฐานทางการเมือง มาตรฐานวิชาชีพ และความสนใจสาธารณะด้วย

- การบริการมากกว่ากำกับ มีการสร้างค่านิยมร่วม การเปิดโอกาสให้ประชาชนมีส่วนร่วมในกระบวนการทางนโยบายถือเป็นการสร้างความสัมพันธ์และค่านิยมร่วมกันด้วย

- การคำนึงว่าประชาชนเป็นผู้มีคุณค่าไม่ใช่แค่ผลผลิต หน่วยงานราชการต่างๆ จะประสบความสำเร็จในระยะยาวหากดำเนินการด้วยการสร้างการมีส่วนร่วมของประชาชนและสร้างการเป็นผู้นำร่วมกันกับประชาชนบนพื้นฐานของการเคารพประชาชน

เมื่อพิจารณาหลักการบริหารรัฐกิจแนวใหม่ที่กล่าวแล้วจะพบว่าประชาชนเป็นปัจจัยสำคัญเป็นหัวใจของการบริหารรัฐกิจแนวใหม่นี้ เพราะประชาชนมีฐานะของการเป็นพลเมือง และการเป็นหุ้นส่วนในการดำเนินกิจกรรมเป็นสิ่งสำคัญ เมื่อเป็นพลเมืองและหุ้นส่วน การปรึกษาหารือ การเปิดเผยข้อมูล การมีส่วนร่วม การทำงานอย่างโปร่งใส การทำงานที่มีหลักการ การยึดหลักนิติธรรม จึงเป็นสิ่งที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ รัฐธรรมนูญแห่งราชอาณาจักรไทย พุทธศักราช พ.ศ. 2540 จัดเป็นคัมภีร์สำคัญของการบริหารรัฐกิจแนวใหม่ที่ครอบคลุมประเด็นต่างๆ ทั้งหมด โดยพิจารณาได้จากการมีเจตนารมณ์ที่มุ่งส่งเสริมสิทธิเสรีภาพและศักดิ์ศรีของการเป็นมนุษย์ ส่งเสริมการมีส่วนร่วมของประชาชน การตรวจสอบอำนาจรัฐ การสร้างความโปร่งใสในการปฏิบัติหน้าที่และส่งเสริมการกระจายอำนาจเป็นสำคัญ ทั้งนี้จึงกล่าวได้ว่ารัฐธรรมนูญฉบับนี้นอกจากมุ่งก่อให้เกิดการปฏิรูปทางการเมืองแล้วยังมุ่งให้เกิดการปฏิรูปทางการบริหารราชการแผ่นดินโดยยึดหลักการบริหารแนวใหม่อีกด้วย อนึ่งหลักการการบริหารแนวใหม่ที่กำลังเป็นกระแสอยู่ในขณะนี้คือ การบริหารจัดการที่ดี

หรือธรรมาภิบาล (Good Governance) ซึ่งองค์กรภาครัฐและเอกชนให้ความสนใจและพยายามที่จะนำมาใช้เพื่อให้เกิดผลลัพธ์ของการทำงานที่ดีที่สุด โดยอยู่บนพื้นฐานของการมีหลักการดังกล่าว

### 2.8.3 ธรรมาภิบาลกับการบริหารแนวใหม่

ถวิลวดี บุรีกุล (2554) ได้กล่าวถึง ธรรมาภิบาลกับการบริหารแนวใหม่ไว้ว่า ธรรมาภิบาลจัดเป็นแนวคิดสำคัญในการบริหารงานและการปกครองในปัจจุบัน เพราะ โลกปัจจุบันได้หันไปให้ความสนใจกับเรื่องของโลกาภิวัตน์และธรรมาภิบาลหรือการบริหารจัดการที่ดี มากขึ้น แทนการสนใจเรื่องการพัฒนาอุตสาหกรรมดังแต่ก่อน เพราะกระแสการพัฒนาเศรษฐกิจมีความสำคัญกระทบถึงกัน การติดต่อสื่อสาร การดำเนินกิจกรรมในที่หนึ่งมีผลกระทบต่ออีกที่หนึ่ง การพัฒนาเรื่องของการเมืองการปกครองได้มุ่งให้ประชาชนเป็นศูนย์กลางมากขึ้น หากจะให้ประเทศมีการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน การมุ่งดำเนินธุรกิจ หรือปฏิบัติราชการต่างๆ โดยไม่ให้ความสนใจถึงเรื่องของสังคม ประชาชน และสิ่งแวดล้อมจึงเป็นไปได้ไม่ได้อีกต่อไป การมีการบริหารจัดการที่ดีจึงเข้ามาเป็นสิ่งที่ทุกภาคส่วนให้ความสำคัญและเริ่มมีการนำไปปฏิบัติกันมากขึ้น

ดังกล่าวแล้วธรรมาภิบาลหรือการบริหารจัดการที่ดี เป็นประเด็นที่อยู่ในความสนใจของประชาชน โดยเฉพาะข้าราชการ และพนักงานบริษัทเอกชนเพราะธรรมาภิบาลเป็นการบริหารงานให้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผล ตั้งมั่นอยู่บนหลักการบริหารงานที่เที่ยงธรรม สุจริต โปร่งใส ตรวจสอบได้ มีจิตสำนึกในการทำงาน มีความรับผิดชอบในสิ่งที่ได้กระทำ พร้อมตอบคำถามหรือตอบสนองต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและพร้อมรับผิดชอบ มีศีลธรรม จริยธรรมในการทำงาน การคำนึงถึงการมีส่วนร่วมในการรับรู้ ตัดสินใจ ดำเนินการและประเมินผล ตลอดจนร่วมรับผลจากการตัดสินใจร่วมกัน มีการส่งเสริมสถานภาพหญิงชาย และการให้ความสำคัญกับกลุ่มต่างๆ รวมทั้งคนด้อยโอกาส ตลอดจนการ สร้างความเท่าเทียมกันทางสังคมในการรับ โอกาสต่างๆ ที่ประชาชนพึงจะได้รับจากรัฐอีกด้วย ธรรมาภิบาลเป็นทั้งหลักการ กระบวนการและเป็นเป้าหมายไปในตัว การมีธรรมาภิบาลอาจนำมาสู่การมีประชาธิปไตยที่สมบูรณ์ได้ในที่สุดและการมีประชาธิปไตยก็นำมาสู่การมีผลทางสังคมคือการมีการพัฒนาประเทศไปในทางที่สร้างความสงบสุขอย่างต่อเนื่องและสถาพร ตลอดจนนำมาสู่การแก้ปัญหาความขัดแย้งต่างๆ ที่จะเกิดขึ้นได้โดยสันติวิธี

## 2.9 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Olatundun (2009) ชี้ว่า การที่แอฟริกาได้ประสบความสำเร็จเป็นผลมาจากการค่อยๆ ผ่อนคลายการควบคุมการแลกเปลี่ยน และการพัฒนาตลาดการเงินด้วยการเปิดตลาดซื้อขายล่วงหน้าสกุลเงินผ่านการสร้างความมั่นใจในการควบคุมที่เหมาะสมและความสามารถในการกำกับดูแลที่เพิ่มขึ้น ในสถานที่สำหรับตลาดอนุพันธ์ในประเทศอื่นๆ ในกลุ่มแอฟริกาซาราสสามารถเพิ่มสภาพคล่องในตลาด ตั้งแต่ความสนใจเพิ่มขึ้นจากนักลงทุนภายนอก ช่วยเพิ่มสภาพคล่องในตลาดการเงินและลึก Olatundun (2009) กล่าวเสริมว่า การพัฒนาของตลาดอนุพันธ์สามารถให้ทางเลือกจากเครดิตของธนาคารซึ่งเป็นแหล่งที่มาของเงินทุนและสามารถช่วยในการสร้างแหล่งมีเสถียรภาพมากขึ้นของเงินทุนสกุลเงินท้องถิ่น จึงลดช่องว่างการระดมทุนจากการพลิกผันการไหลของเงินทุนสำรองหรือการหยุดอย่างฉับพลัน Olatundun (2009) ในอนาคตควรเพิ่มที่ใช้ในการป้องกันความเสี่ยงที่มาพร้อมกับการควบคุมที่แน่นและความสามารถในการกำกับดูแลที่เพิ่มขึ้นจะต้องสามารถใช้ได้สำหรับการพัฒนาที่เหมาะสมของตลาดอนุพันธ์

ตามที่ Mugo (2009) การแนะนำแลกเปลี่ยน สัญญาซื้อขายล่วงหน้าขึ้นอยู่กับตลาดเกิดใหม่ของเอเชีย จากการศึกษา สรุปได้ว่าการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีประโยชน์อันยิ่งใหญ่ และเน้นว่าตลาดเกิดใหม่ควรมุ่งมั่นที่จะสร้างตลาดอนุพันธ์ที่จะได้รับประโยชน์ของการซื้อขายอนุพันธ์ที่มีความสุขการที่ตลาดพัฒนามากที่สุด Mugo (2009) ยังกล่าวว่า ตลาดอนุพันธ์เสริมการพัฒนาของตลาดหุ้นในหลายประเทศ แต่ Mugo ก็เตือนว่าสถานประกอบการของตลาดเหล่านี้ไม่ควรทำโดยไม่ได้ระดมแต่แรกเงื่อนใจแลกเปลี่ยนในทางเศรษฐกิจโดยเฉพาะอย่างยิ่งควรจะได้รับ การประเมิน ในอนาคต Mugo (2009) ให้คำแนะนำเกี่ยวกับวิธีการที่ตลาดเกิดใหม่ควรไปเกี่ยวกับในการสร้างการแลกเปลี่ยน คำแนะนำลำดับแรกคือการที่ตลาดเกิดใหม่สามารถแนะนำตลาดแลกเปลี่ยนอย่างอิสระหรือเป็นหน่วยงานหรือส่วนหนึ่งของตลาดสต็อกที่มีอยู่ ประการที่สองสามารถสร้างกิจการร่วมค้าที่มีการแลกเปลี่ยนที่ประสบความสำเร็จมาแล้ว โดยที่จะได้รับประโยชน์จากเทคโนโลยีและความรู้ในการแลกเปลี่ยนที่มีอยู่ ประการที่สามตลาดเกิดใหม่ครั้งแรกที่สามารถออกแบบและราชการสินค้าที่ดีขึ้นในการแลกเปลี่ยนสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่ได้รับคามนิยมและในที่สุด Mugo ก็ชี้ให้เห็นว่าตลาดในพื้นที่ทางภูมิศาสตร์เดียวกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ที่มีการจดทะเบียนข้ามบริษัทที่ระบุไว้ในตลาดทุน ซึ่งจะสามารถสร้างตลาดอนุพันธ์ในภูมิภาค

MFA (2008) ระบุหลายแนวโน้มที่มีความโดดเด่นในการพัฒนาการแลกเปลี่ยนซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในตลาดเกิดใหม่ ครั้งแรกเป็นการรวมของการแลกเปลี่ยนภายในหรือระหว่างประเทศที่มีวัตถุประสงค์เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพสูงขึ้นและความลึกของตลาด สนับสนุนโดยตลาดโลกาภิวัตน์และการปรับปรุงเทคโนโลยีการสื่อสาร สองคือการเพิ่มขึ้นซึ่งแสดงโดยการลงนามในบันทึกความเข้าใจระหว่างการค้าแลกเปลี่ยนในประเทศที่แตกต่างกันในการให้บริการที่หลากหลายของวัตถุประสงค์รวมถึงการฝึกอบรมบุคลากรใช้แพลตฟอร์มการซื้อขายร่วมกันในการใช้อินเทอร์เน็ตและรายการร่วมกันของผลิตภัณฑ์ ประการที่สามการกำหนดค่าสำหรับผลิตภัณฑ์ทางการเงินผ่านทางสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าโภคภัณฑ์ในการแลกเปลี่ยนที่สร้างขึ้นใหม่ในตลาดเกิดใหม่ตรงข้ามกับการแลกเปลี่ยนแบบเก่า ซึ่งมักจะเริ่มต้นการซื้อขายเพียงสินค้าโภคภัณฑ์ สุดท้ายการแยกสิทธิในการค้าและสิทธิการเป็นสมาชิกให้เป็นเจ้าของที่อยู่นอกของการแลกเปลี่ยนที่เป็นตลาดหลักทรัพย์ปัจจุบัน ไม่มีใครเป็นเจ้าของที่ชัดเจนเป็นเหมือนการรวมกลุ่มของโบรกเกอร์ที่มาทำการค้าขายหลักทรัพย์ด้วยกันในสต็อกและการแลกเปลี่ยนสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

Nilsson (2008) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของทัศนคติ และการรับรู้ผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีผลต่อพฤติกรรมการลงทุน จากการศึกษาพบว่า ด้านสังคมสิ่งแวดล้อม และจริยธรรมทัศนคติ การไว้วางใจ และการรับรู้ประสิทธิผลของผู้บริโภคส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมผู้บริโภคในการลงทุนในด้านบวกการรับรู้ทางด้านผลตอบแทนทางการเงินและการรับรู้ความเสี่ยงมีความสำคัญต่อการตัดสินใจในการลงทุน ในทางทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ ความเสี่ยงกับผลตอบแทนการลงทุนสัมพันธ์กัน เมื่อความเสี่ยงสูง ผลตอบแทนก็สูงตามไปด้วย ด้านการรับรู้ทางการเงิน พบว่าการรับรู้ด้านผลตอบแทนส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมผู้บริโภคต่อการลงทุนในด้านบวก การรับรู้ความเสี่ยงส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมผู้บริโภคต่อการลงทุนในด้านลบ ส่วนด้านประชากรศาสตร์ สรุปแล้วพบว่า ผู้หญิงแบ่งสัดส่วนการลงทุนในกองทุนรวมได้ดีกว่าผู้ชาย และ นักลงทุนที่การศึกษาสูงจะลงทุนได้ดีกว่านักลงทุนที่การศึกษาต่ำกว่า

Jasim (2008) ได้ทำการศึกษาความอดทนต่อความเสี่ยงของนักลงทุนในประเทศบาห์เรน โดยใช้วิธีการศึกษาจากแบบสอบถาม 1,500 ตัวอย่าง จากการศึกษาพบว่า นักลงทุนเพศชายมีความอดทนต่อความเสี่ยงมากกว่าเพศหญิง และพบว่านักลงทุนที่มีระดับการศึกษาและรายได้ที่สูงจะชอบความเสี่ยงมากกว่าผู้ที่มีการศึกษาและรายได้ที่ต่ำ รวมทั้งนักลงทุนจะมีอดทนต่อความเสี่ยงลดลงเมื่อมีภาระทางการเงินที่เพิ่มมากขึ้น และอายุเริ่มจะเข้าใกล้วัยเกษียณหรือเกษียณอายุแล้ว

Esin Okay Ozerlerand Dicle Taspinar (2006) ศึกษาฟังก์ชันอรรถประโยชน์และการยอมรับความเสี่ยง จากการศึกษาพบว่า ธรรมชาติของการลงทุนถือเป็นธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับอารมณ์ความรู้สึก นักลงทุนน้อยคนที่จะมีความรู้ มีความมั่นคงทางอารมณ์ สามารถควบคุมตนเอง เพื่อที่จะทำการตัดสินใจอย่างมีเหตุมีผล ชาญฉลาดและนำมาซึ่งผลกำไรได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงเวลาที่มีความไม่แน่นอน วัตถุประสงค์ของการศึกษานี้ คือ เพื่อตรวจสอบลักษณะการรับความเสี่ยงทางการเงิน โดยเฉพาะการวินิจฉัยทางจิตวิทยาในเรื่องพฤติกรรมในการรับความเสี่ยงที่แตกต่างกัน เศรษฐศาสตร์และการเงินที่เกี่ยวกับพฤติกรรมเพิ่มพูนการอธิบายถึงสมรรถภาพของตัวอย่าง โดยนำพื้นฐานทางจิตวิทยาเข้ามาใช้ บทสรุปของพฤติกรรมการรับความเสี่ยงแสดงออกมาว่าลักษณะในการเข้าถึงความเสี่ยงมีอยู่ 3 ลักษณะคือ ผู้ที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Avoiders) จะละเว้นจากการลงทุนถ้าเขารับรู้ว่ามีความเสี่ยงอยู่ ผู้ที่ลดความเสี่ยง (Risk Reducers) จะเข้าร่วมการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงต่างๆที่เห็นว่ามีความเสี่ยงอยู่ และผู้ที่มองความเสี่ยงทางด้านดี (Risk Optimizers) ซึ่งจะได้รับ การกระตุ้นจากความเสี่ยงที่เปิดเผยออกมา การศึกษานี้บ่งชี้และแสดงลักษณะเฉพาะของนักลงทุนแต่ละคนตามพฤติกรรมและแนวคิดในการแบ่งสรรการลงทุน

Roopnarine (2005) พบว่านักลงทุนและผู้บริหารระดับสูงในภูมิภาค CARICOM ยังไม่พร้อมหรือเตรียมอย่างเพียงพอที่จะช่วยให้การพัฒนาและการขยายตัวของ การซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพราะกลัวที่พวกเขามีในสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Roopnarine et al. (2005) ชี้ให้เห็นว่าต่อไป ความเข้าใจที่จำกัด ของการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในส่วนของตัวแทนจำหน่ายและกรรมการ ของสถาบันที่น่าจะเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาของตลาดอนุพันธ์ นอกจากนี้สำหรับการแลกเปลี่ยน สัญญาซื้อขายล่วงหน้าในประเทศที่จะดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพเป็นสิ่งสำคัญสำหรับ พนักงานที่จะมีการศึกษาและการฝึกอบรมที่เพียงพอในการใช้งานของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า นอกจากนี้ Roopnarine et al. (2005) ต่อไปขอแนะนำว่าการศึกษาเป็นครั้งแรกและความรู้ในหมู่นักลงทุนในตลาดทุกคนควรได้รับการปรับปรุงแล้วเสริมสร้างมาตรฐานข้อมูลและการเปิดเผยข้อมูลในทุกระดับของอุตสาหกรรมตราสารอนุพันธ์ใน นอกจากนี้พวกเขาควรจะให้แน่ใจว่าการวัด ประสิทธิภาพและผลตอบแทนทางการเงินของโครงการพนักงานมีแรงจูงใจที่เข้ากันได้ นอกจากนี้ Roopnarine et al. (2005) กล่าวว่ารัฐบาลมีกลไกการควบคุมควรจะนำมาใช้เฉพาะในกรณีที่เกิดไป การบังคับตนเองล้มเหลวและว่าธนาคารกลางควรจะมีบทบาทในตลาดอนุพันธ์ในประเทศในการ ใฝ่หากลไกในการลดความเสี่ยงด้านเครดิตเช่นดาบ้ายและการตั้งถิ่นฐานในข้อตกลง

Faff, Terrance and Michael (2003) ศึกษาถึงพฤติกรรมและปัจจัยที่มีผลต่อบุคคลที่มีความอดทนต่อความเสี่ยงในการลงทุนจากการศึกษาพบว่า ค่าความอดทนต่อความเสี่ยงที่ศึกษาได้จากกลุ่มตัวอย่างมีความแตกต่างกับค่าความอดทนต่อความเสี่ยงของบริษัทจัดการกองทุนที่ได้เคยศึกษาไว้ โดยบริษัทจัดการกองทุนได้ประเมินจากลูกค้าที่มีความเข้มงวดในการลงทุนทำให้ค่าความอดทนต่อความเสี่ยงที่ได้ไม่สะท้อนความเป็นจริงและพบว่าอายุ และสถานภาพการสมรสมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับความอดทนต่อความเสี่ยง นั่นคือ เมื่อมีอายุมากขึ้นจะมีการระมัดระวังเรื่องการลงทุนมากขึ้นเช่นเดียวกับเมื่อมีครอบครัวก็จะหลีกเลี่ยงความเสี่ยงเช่นกัน นอกจากนี้ในการประเมินความเสี่ยงของนักลงทุนถือว่าเป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างพอร์ตการลงทุนที่เหมาะสมของนักลงทุน และยังพบว่าเพศหญิงมีความอดทนต่อความเสี่ยงต่ำกว่าเพศชาย

Ersen และ Karagozoglu (2003) พบว่าระหว่างปี ค.ศ. 1989 และปี 8.L.2000 มีสัญญา 183 สัญญาที่ซื้อขายล่วงหน้า ได้รับการแนะนำโดย 10 อันดับของการแลกเปลี่ยนสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในประเทศที่เกิดขึ้นใหม่และส่วนใหญ่ที่สัญญาซื้อขายล่วงหน้าในสินทรัพย์ทางการเงิน ร้อยละ 45 ของสัญญาเปิดตัวโดยการแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นใหม่ในประเทศที่ไม่ประสบความสำเร็จ โดยเฉลี่ย 2.75 ปีและไม่ได้รับการนำเสนอสำหรับการซื้อขาย แสดงให้เห็นว่าในหมู่ผู้ที่ประสบความสำเร็จในตลาดอนุพันธ์ส่วนของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนสัญญาบรรลุปริมาณสูงสุดของการค้าตามลำดับ นี่เป็นผลมาจากรูปแบบการพัฒนาบนพื้นฐานเศรษฐกิจมหภาคที่มีความเสี่ยงทางการเงินและตัวแปรขนาดของตลาดที่จะอธิบายการซื้อขายในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในตลาดเกิดใหม่

Dodd (2002) กล่าวว่า มีความกังวลผลประโยชน์ของประชาชนที่มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในประเทศกำลังพัฒนาและประเทศที่ยากจนลงความกังวลเหล่านี้เป็น 2 ประเภทที่ไม่เหมาะสมของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและตัวที่สองวัตถุประสงค์ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า อุดมด้วยคุณภาพต่อความมั่นคงของตลาดและเนื้อหาข้อมูลของราคาในขณะที่เขาอธิบายในทางที่ผิดซึ่งเป็นหนึ่งในภัยคุกคามต่อเสถียรภาพของภาคการเงินและเศรษฐกิจ โดยรวม โดยการเพิ่มความเสี่ยงของระบบความเสี่ยงของการติดเชื้อและอาจจะให้บริการ เป็นตัวเร่งปฏิกิริยาหรือเร่งการหยุดชะงักทางการเงินหรือวิกฤต เขายังเสริมว่าการปรากฏตัวของโครงสร้างไม่ดีไม่ถูกต้องและควบคุมตลาดอนุพันธ์สามารถสร้างความเสี่ยงใหม่ที่ต่ออายุระดับของความเสี่ยงที่มีอยู่และสร้างช่องโหว่กว้างเศรษฐกิจใหม่ นอกจากนี้เขาเตือนว่าแม้ว่าแต่ละ บริษัท และนักลงทุนที่ประสบความสำเร็จป้องกันความเสี่ยงโดยการขยับความเสี่ยงจากผู้ที่อย่างน้อยสามารถเอาชนะมันต่อผู้ที่มีความเต็มใจและสามารถที่จะทำเช่นนั้นภาคการเงินทั้งในขณะนี้มีความเสี่ยงใหม่และมากขึ้นจากการแสดงตนของ

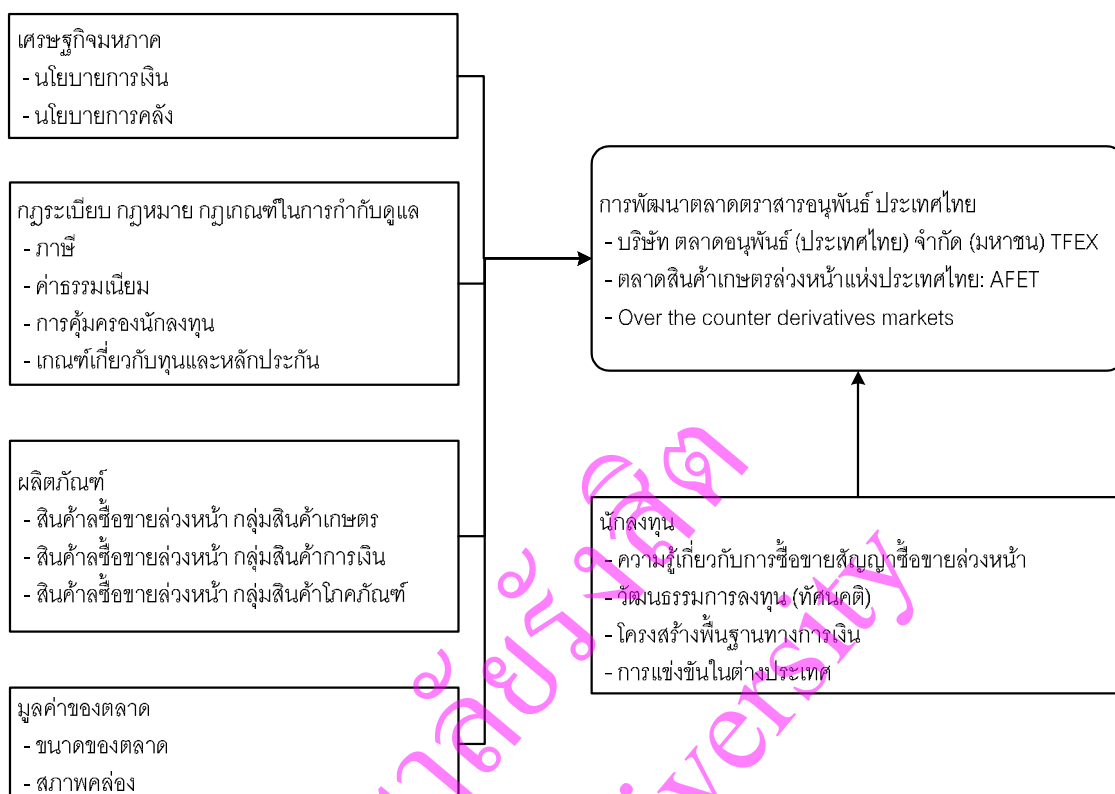
การซื้อขายนี้อีกกิจกรรมและสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่โดดเด่นส่งผลให้สัญญา IMF (2002) พบว่า ปัญหาที่พบมากที่สุดที่จำกัด การพัฒนาตลาดอนุพันธ์ในประเทศเป็นตลาดที่ค่อนข้างด้อยพัฒนา เครื่องมือพื้นฐานโครงสร้างพื้นฐานทางกฎหมายและการตลาดที่อ่อนแอหรือไม่เพียงพอและข้อจำกัด ในการใช้งานของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าโดยหน่วยงานท้องถิ่น

Tsetsekos and Varangis (1997) ระบุว่า กระบวนการของการแนะนำผลิตภัณฑ์ตราสารอนุพันธ์ที่ประสบความสำเร็จมายาวนาน และทั้งสองเกี่ยวข้องกับกฎระเบียบของรัฐบาลและโครงสร้างการกำกับดูแลตนเอง ซึ่งมักมีความจำเป็นที่ต้องมีความสมดุลระหว่างบทบาทการกำกับดูแลของรัฐบาลและกฎระเบียบของการแลกเปลี่ยน ข้อตกลงเบื้องต้นของการมีตลาดอนุพันธ์ที่มีการทำงานที่ดีอยู่ในความสนใจของทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง รัฐบาลจะส่งเสริมและสนับสนุนการประเมินผลของความเป็นไปได้ของตลาดดังกล่าว เพื่อสร้างความมั่นใจทั้งภายในประเทศและการมีส่วนร่วมในต่างประเทศ ในกระบวนการการแลกเปลี่ยนและใช้กรอบการกำกับดูแลขึ้นอยู่กับนักลงทุนในตลาดและการแลกเปลี่ยนในการพัฒนาผลิตภัณฑ์ กลไกการซื้อขายและระบบการกำกับดูแลตนเองซึ่งเป็นระดับของการพัฒนาตลาด

### 2.9.1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

กระบวนการนี้จะกล่าวถึงกรอบแนวคิดในการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการพัฒนาตลาดอนุพันธ์ในประเทศไทย ดังรูปที่ 2.3





รูปที่ 2.3 กรอบแนวคิดการวิจัย

ที่มา : จากการสังเคราะห์ของผู้วิจัย, 2556

### 2.9.2 ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค (Macro-Economic Variables)

ปัจจัยนโยบายทางการเงินและการคลังมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาตลาดทุน นักลงทุนจำเป็นต้องมีความเชื่อมั่นในการป้องกันและข้อมูลที่จะมีส่วนร่วมในตลาดบริษัทมองหาแรงจูงใจทางการคลังสะดวกในการเข้าและนโยบายของภายในบริษัท (Ngugi et al., 2009) ตัวแปร เศรษฐกิจมหภาคที่ดีและนโยบายโครงสร้างนำไปสู่อัตราเงินเฟ้อที่ลดลงส่งเสริมอย่างต่อเนื่อง อัตราการเติบโตที่สูงของส่งออกและการจ้างงานมีการขาดดุลการคลังที่ระดับที่สามารถหาทุนภายในและภายนอกโดยไม่ยาก นำไปสู่ระบบการธนาคารแข็งแกร่งและระดับความสะดวกสบายของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศจะรักษาความปลอดภัยและผู้ที่มีความต้องการขั้นพื้นฐานของประชากรจะพบว่ากระบวนการและการเจริญเติบโตที่มีส่วนช่วยในการลดความยากจน (ธนาคารแห่งกายอานา, 1996) นโยบายเศรษฐกิจมหภาคและปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเมืองต้องมีความเข้มแข็งในการดึงดูดและรักษาความสนใจของนักลงทุนต่างชาติในตลาดตราสารอนุพันธ์ความอ่อนแอในทางเศรษฐกิจและ

ในประเทศบรรยากาศทางการเมืองและระบบการเงินในประเทศมักจะมาพร้อมกับความผกผันของกระแสเงินทุนและลดลงในตลาดเกิดใหม่สามารถเข้าถึงเงินทุนระหว่างประเทศ (Olatundun , 2009)

กรอบกฎหมายและระเบียบข้อบังคับของตลาดอนุพันธ์ (Legal/ Regulatory Framework) กรอบกฎหมายกฎระเบียบและความเสี่ยงควรได้รับการพัฒนาขึ้นมาสำหรับวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลและการกำกับดูแลของตลาด วัตถุประสงค์พื้นฐานของกฎระเบียบที่จะปกป้องความสมบูรณ์ของตลาดเพื่อให้แน่ใจในระดับของการแข่งขันที่รุนแรงและการป้องกันการโกง (Sewel, 2007)

สิทธิพิเศษทางสำนักหักบัญชีและภาษีอากรเป็นประเด็นทางกฎหมายที่สำคัญที่จำเป็นต้องได้รับการแก้ไขในการพัฒนาของตลาดอนุพันธ์การสร้างโครงสร้างสัญญาที่ต้องการสำหรับการซื้อขายในตลาดหุ้นจะมีความซับซ้อนและทำให้สำนักหักบัญชีต้องการการคุ้มครองทางกฎหมายและยังทำให้ความพยายามที่จำเป็นเพื่อหลีกเลี่ยงการจัดอันดับเจ้าหนี้ปกติในเงินทุนในอัตราเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นของการล้มละลาย เพื่อให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพอาจต้องใช้กฎหมายในตลาดหุ้น ต้องมีการเปลี่ยนแปลงเพื่อรองรับความต้องการของตลาดอนุพันธ์ซื้อขาย (Alberta Market Solutions Ltd., 2003) ภาษีมีแนวโน้มที่จะก่อให้เกิดการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมที่ชัดเจน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในตลาดภาษีดังกล่าวจะกลายเป็นอุปสรรคในการสร้างตลาดที่ลึกและตลาดของเหลว ในความรู้สึกว่าการเพิ่มค่าใช้จ่ายในการค้าสามารถเป็นอุปสรรค การดึงดูดตัวแทนจำหน่ายและนักลงทุนน้อยลง (Ahuja , 2006) รัฐบาลควรที่จะเพิ่มน้ำหนักมากขึ้นที่อาจเกิดขึ้นในการลดภาษีรายได้ ซึ่งอาจทำให้เกิดสภาพคล่องขึ้นในตลาด หากกำหนดควรได้รับการเรียกเก็บเพื่อลดผลกระทบต่อสภาพคล่องในตลาด นอกจากนี้ยังได้รับการยกเว้นภาษีบางอย่างสามารถสร้างแรงจูงใจต่อการเข้ามาของนักลงทุนใหม่ในตลาด ตัวอย่างเช่น การลดภาษีสำหรับนักลงทุนต่างประเทศ บางครั้งอาจนำไปสู่การเพิ่มรูปร่างของนักลงทุนในจำนวนและขอบเขตการลงทุน (Le-Grazie and Fernandez, 2007)

การออกใบอนุญาตการซื้อขายและการหักบัญชีสำหรับการซื้อขาย ตราสารอนุพันธ์ใหม่ ต้องควบคุมความการ โดยกำหนดนโยบายเกี่ยวกับการอนุญาตให้ใช้สิทธิคนกลางและขยายถึงลูกค้าคนกลางที่เป็นเจ้าของและผู้ค้าเพื่อให้ใช้ได้ทั้งหมดในตลาด เตรียมการที่จะให้มีส่วนร่วมในตลาด นอกจากนี้ยังรวมถึงลูกค้าของที่ปรึกษาเพื่อให้มีผลบังคับใช้สำหรับลูกค้าที่จะลงนามในเอกสารที่มีทั้งคำเตือนและการเข้าใจความเสี่ยง ในกรณีนี้การเปลี่ยนเตรียมการในการพัฒนาหลักสูตรการ

ฝึกอบรมและการฝึกอบรม และเตรียมความพร้อมผู้ใช้ คนกลาง และนักลงทุนเป็นอย่างดี ในอนาคตของการเปิดตลาด (Alberta Market Solutions Ltd., 2003) ส่วนใหญ่ของข้อกำหนดด้านกฎระเบียบชัดเจนในตนเอง ในการซื้อขายและกฎระเบียบชัดเจน กฎระเบียบที่ไม่สามารถดำเนินการได้รวมถึงการวิจัยทางกฎหมายและกฎระเบียบ และการเจรจาต่อรองที่ได้รับการเสร็จสิ้น หากตลาดอนุพันธ์สร้างขึ้นโดยผู้ประกอบการของการแลกเปลี่ยนที่มีอยู่และสำนักหักบัญชีของการเพิ่มกฎระเบียบสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเป็นไปอย่างง่าย เนื่องจากมีหลายพื้นที่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกฎการซื้อขายที่สามารถใช้ร่วมกันในการตลาดทั้งระยะเวลาที่ผู้ประกอบการ ตลาดที่ใช้ในการร่าง ทบทวน และปิดกฎอนุพันธ์ใหม่ไม่ควรจะอยู่ภายใต้การประมาณ (Dodd, 2007)

ความสมบูรณ์ทางการเงิน ข้อกำหนดด้านความปลอดภัยทางการเงินที่มีต้องไม่เพียงแต่ปกป้องตลาดและเงินจากบัตรเครดิตและความเสี่ยงที่เป็นระบบ แต่เพื่อให้แน่ใจว่าบุคคลเหล่านั้นที่ถือว่าเครดิตคู่ค้าและมีส่วนร่วมในการปฏิบัติที่เหมาะสมของธุรกิจควรมีการเข้าถึงตลาด (Saksena, 2003) จะมีการดำเนินการผ่านความต้องการในการลงทะเบียนและการรายงานความต้องการเงินทุนและหลักประกันและการควบคุมการป้องกันของลูกค้า

การลงทะเบียนและการรายงาน: การลงทะเบียนเป็นวิธีการเพื่อให้แน่ใจว่าทุกสถาบันการเงินเป็นไปตามมาตรฐานขั้นต่ำที่หน่วยงานกำกับดูแลมีการสำรวจสำมะโนประชากรของสถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องทั้งหมดและเพื่อให้ง่ายต่อการตรวจสอบการกระทำธุรกิจผิดกฎหมายและการปิดธุรกรรมที่ผิดกฎหมาย ข้อกำหนดในการรายงานจะนำไปใช้กับทุกตัวแทนจำหน่ายตราสารอนุพันธ์และผู้เข้าร่วมตลาดทุกราย ข้อมูลที่ได้มาผู้มีอำนาจกำกับดูแลจะใช้ในการเฝ้าระวังตลาด และผู้ลงทุนจะได้รับการคุ้มครองที่ดีที่สุดเมื่อผู้มีอำนาจกำกับดูแลได้รับข้อมูลที่เพียงพอที่จะควบคุมการทุจริตและช่วยป้องกันการหยุดชะงักของตลาดที่เกิดจากการฉ้อโกง (Dodd, 2007)

เงินทุนและความต้องการหลักประกัน: การกำกับดูแลจะต้องมีเงินทุนขั้นต่ำสำหรับตัวแทนจำหน่ายอนุพันธ์และต้องมีหลักประกันขั้นต่ำสำหรับการทำธุรกรรมอนุพันธ์ สิ่งสำคัญอย่างยิ่งคือต้องมีเงินทุนในจำนวนของการเปิดรับเงินตราต่างประเทศที่สถาบันการเงินต้องการหลักประกันสำหรับการทำธุรกรรมทางการเงินที่ทำหน้าที่เหมือนกับความต้องการเงินทุนของสถาบันการเงินทั้งสองให้ครอบคลุมกับความล้มเหลวทางการเงินและสร้างแรงจูงใจที่จะบริหารความเสี่ยง โดยการเพิ่มค่าใช้จ่ายในการถือครองจุดที่เปิด การใช้หลักประกันที่เพียงพอจะช่วยลด

ความจำเป็นในการเพิ่มทุน โดยการลดความเสี่ยงที่จะปรับหลักประกันความเสี่ยงด้านเครดิตคู่สัญญา (Dodd, 2007)

กฎระเบียบการป้องกันของลูกค้า: การป้องกันความกังวลของลูกค้าจะมีการแก้ไขโดยการกำหนดมาตรฐานการกำกับดูแลเกี่ยวกับคนกลางทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับผลประโยชน์การดำเนินธุรกิจรวมถึงการดำเนินการสั่งซื้อ การระงับการซื้อขายผิดประเภทของข้อมูลที่ผิดข้อห้ามในมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูล และความพร้อมของขั้นตอนในการแก้ไขข้อกล่าวหาของลูกค้า (Saksena, 2003)

### ตราสารอนุพันธ์ (Derivative Instruments)

สัญญาซื้อขายล่วงหน้าซื้อขายแลกเปลี่ยนสัญญาซื้อขายกันมากที่สุดคือ Options Futures, Forward Contracts และ Swaps รายละเอียด ดังนี้

อนุพันธ์ตราสารทุน (Equity Derivatives) อนุพันธ์ที่อ้างอิงกับตราสารทุน เป็นอนุพันธ์ที่มีตราสารทุนเป็นสินทรัพย์อ้างอิง เช่น ฟิวเจอร์สที่อ้างอิงกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ (Stock Index Futures) หรือ ออปชั่นที่อ้างอิงกับหุ้นสามัญ (Stock Options) เป็นต้น

สัญญาซื้อขายล่วงหน้าสกุลเงิน (Currency Derivatives Contracts) สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเป็นสกุลเงินตราต่างประเทศที่ได้รับตามสัญญา มีหลายประเภทของตราสารอนุพันธ์สกุลเงินเป็นสัญญา สัญญาเหล่านี้จะขึ้นอยู่กับสกุลเงินของโลก เป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่พบบ่อยมากเนื่องจากลักษณะของสกุลเงินแข็งค่า (CFA, 2009)

สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Derivatives) เป็นเครื่องมือทางการเงินที่อยู่บนพื้นฐานของความมั่นคงทางการเงิน พื้นฐานที่มีค่าได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยที่เป็นที่รู้จักกันเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ย สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ยมีการป้องกันความเสี่ยงที่ใช้โดยนักลงทุนสถาบัน เช่น ธนาคารเพื่อการต่อสู้กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาด นักลงทุนรายย่อยมีแนวโน้มที่จะใช้ตราสารอนุพันธ์อัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องมือในการเก็งกำไรหวังว่าจะได้กำไรจากการคาดเดาของนักลงทุนเกี่ยวกับการที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดจะเปลี่ยนไป (CFA, 2009)

สัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity Derivatives) สัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าโภคภัณฑ์เป็นสัญญาที่ได้จากสินค้าบางอย่างที่อ้างอิงกับสินค้าโภคภัณฑ์ ส่วนใหญ่จะมีสินค้าท้องถิ่นที่มีความสำคัญโดยเฉพาะอย่างยิ่งต่อชุมชนท้องถิ่นไม่ว่าจะเป็นข้าว, ทอง, น้ำมันปาล์มหรือสัตว์ที่สามารถดึงดูดความสนใจการค้าแม้ว่าจะมีมาตรฐานระหว่างประเทศอยู่แล้ว (CFA, 2009)

สัญญาอนุพันธ์เครดิต (Credit Derivative Contracts) อนุพันธ์เครดิตเป็นเครื่องมือทางการเงินที่ใช้ในการเปลี่ยนความเสี่ยงจากฝ่ายหนึ่งไปยังอีกฝ่ายหนึ่ง โดยให้ลดความเสี่ยงโดยการแพร่กระจายออกไปตามจำนวนของนักลงทุน บริษัทและธนาคารมีความสามารถที่จะเห็นผลกำไรที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากมีผู้เข้าร่วมกระจายความเสี่ยง เมื่อมีการเผชิญหน้ากับความเสี่ยงของเหตุการณ์เครดิตหรือเงินกู้ ค่าของอนุพันธ์ที่ได้มาจากค่าของพันธบัตรที่ถือโดยธนาคาร อนุพันธ์เครดิตช่วยให้นักลงทุนที่จะลงทุนในความเสี่ยงของบริษัทโดยไม่ต้องมีการซื้อพันธบัตรหรือเงินให้สินเชื่อ (CFA, 2009)

สภาพคล่องและอนุพันธ์ (Liquidity and Derivatives) สภาพคล่องคือความสามารถในการค้าขนาดใหญ่ได้อย่างรวดเร็วด้วยต้นทุนที่ต่ำ เมื่อต้องการที่จะค้า เป็นลักษณะที่สำคัญที่สุดของตลาด (Harris, 2002) สภาพคล่องมักจะคิดในแง่ของการซื้อขายได้อย่างรวดเร็ว เกี่ยวกับการซื้อขายขนาดใหญ่และเกี่ยวกับการซื้อขายที่ค่าใช้จ่ายต่ำ สภาพคล่องค้นหาทวิภาคีที่ผู้ซื้อดังกล่าวสำหรับผู้ขาย และผู้ขายค้นหาสำหรับผู้ซื้อ เมื่อผู้ซื้อพบผู้ขายที่จะขายในแง่ที่ยอมรับร่วมกันของผู้ซื้อได้พบสภาพคล่อง และเช่นเดียวกันเมื่อผู้ขายได้พบผู้ซื้อที่ได้รับการยอมรับเงื่อนไขการขายพบว่ามีสภาพคล่อง สภาพคล่องในตลาดอนุพันธ์ที่มีความหมาย มีความสนใจในสินทรัพย์ของตัวเอง ดังนั้นจึงมีความต้องการสำหรับนักลงทุนที่จะใช้ตราสารอนุพันธ์ เพื่อป้องกันความเสี่ยงของนักลงทุนที่จะได้รับสินทรัพย์ที่ขาดสภาพคล่องเพียงพอ ในผลการตลาดส่วนใหญ่กับค่าใช้จ่ายที่ค่อนข้างสูงของการป้องกันความเสี่ยง และยับยั้งการเจริญเติบโตของสัญญา (Dodd, 2002) และหากตลาดข้ามมีสภาพคล่องมากขึ้น นักลงทุนก็พอใจที่จะใช้ตลาดข้ามถึงแม้ว่าอาจจะมีการป้องกันความเสี่ยงที่ต่ำกว่าตลาดของประเทศ บทบาทของการขาดสภาพคล่องในการทำกำไรราคาถูก และสะดวกหากค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมที่ต่ำ แล้วประเมินราคาผิดที่เล็กที่สุดในตลาดอนุพันธ์จะถูกปล่อยออกโดยผู้ลงทุนที่แสวงหากำไรจากการเข้าทำธุรกรรมในตลาดซึ่งจะทำให้ตลาดอนุพันธ์มีประสิทธิภาพมากขึ้น

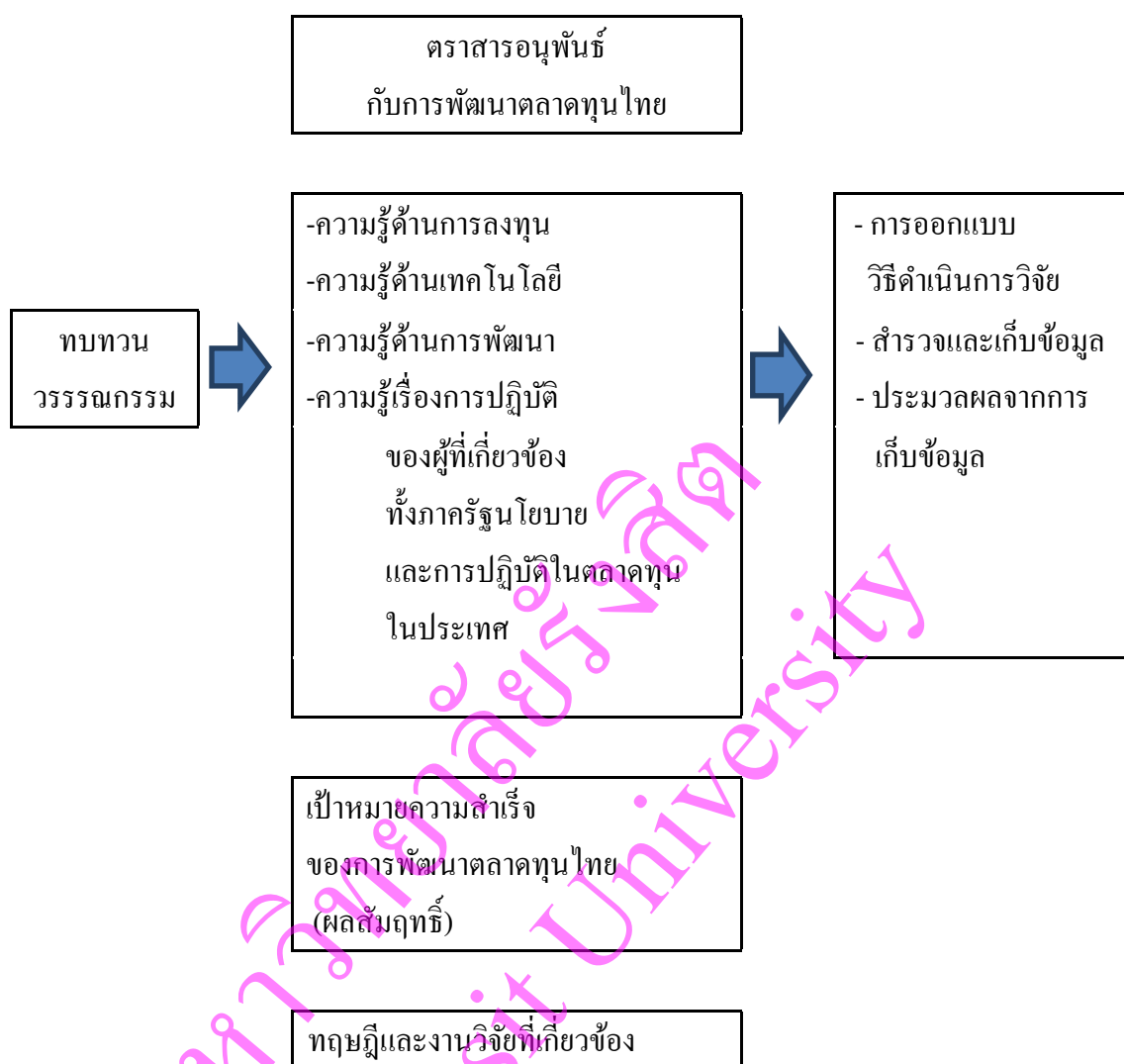
## บทที่ 3

### วิธีการดำเนินงานวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ดังนั้นผู้วิจัยจึงใช้วิธีการศึกษาโดยแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ การวิจัยเอกสาร (Documentary Research) ที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน โดยครอบคลุมทั้งด้านนโยบาย ด้านการกำกับดูแล และด้านนักลงทุน และการสัมภาษณ์เชิงลึก (In-Depth Interview) จากบุคคลากรที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน โดยครอบคลุมทั้งด้านนโยบาย ด้านการกำกับดูแล และด้านนักลงทุน

#### 3.1 กรอบแนวทางการศึกษา

กรอบในการวิจัยความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย ผู้วิจัยมีวิธีการศึกษาตลาดทุนไทยในประเทศกับโอกาสในการพัฒนาเพิ่มช่องทางการเข้าหาแหล่งทุนต้นทุนรูปแบบหลากหลายโดยศึกษาตราสารอนุพันธ์เพื่อถึงพิจารณาความเหมาะสมของบทบาทตราสารอนุพันธ์ ความรู้ด้านการลงทุน ความรู้ด้านเทคโนโลยี ความรู้ด้านการพัฒนา และการปฏิบัติการของฝ่ายที่เกี่ยวข้องมีดังนี้



รูปที่ 3.1 ความเหมาะสมของบทบาททรานซาร์อนุพันธ์ ความรู้ด้านการลงทุน ความรู้ด้านเทคโนโลยี  
ความรู้ด้านการพัฒนา และการปฏิบัติของฝ่ายที่เกี่ยวข้อง

ที่มา : จากการสังเคราะห์ของผู้วิจัย, 2557

เก็บรวบรวมข้อมูลปฐมภูมิและทุติยภูมิเพื่อการศึกษาความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทยที่มีส่วนสำคัญในการเพิ่มโอกาสในการเข้าถึงแหล่งทุนต้นทุนต่ำ ส่งเสริมให้ผู้คนทั่วไปสนใจลงทุนเพิ่มมากขึ้น และส่งเสริมให้นักลงทุนหันมาลงทุนในกลุ่มตราสารอนุพันธ์เพิ่มมากขึ้น

### 3.2 กลุ่มเป้าหมาย

การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจึงใช้วิธีการศึกษาโดยแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ การวิจัยเอกสาร (Documentary Research) ที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน โดยครอบคลุมทั้งด้านนโยบาย ด้านการกำกับดูแล และด้านนักลงทุน และการสัมภาษณ์เชิงลึก (In-Depth Interview) จากบุคคลากรที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน โดยครอบคลุมทั้งด้านนโยบาย ด้านการกำกับดูแล และด้านนักลงทุน เฉพาะกรณีที่เกี่ยวข้องในเรื่องการลงทุนในตลาดหุ้นทั้งในประเทศและต่างประเทศหรือในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในด้านตราสารอนุพันธ์กับการพัฒนาตลาดหุ้นไทย เพื่อให้ผู้สนใจลงทุนนักลงทุนมีโอกาสในการเพิ่มช่องทางเลือกในการลงทุนได้มากขึ้นมีผลต่อสภาพโดยรวมของเศรษฐกิจ สังคมในประเทศดีขึ้น เพิ่มโอกาสในการแข่งขันประเทศรอบบ้าน

จากข้อมูลเบื้องต้น ผู้วิจัย เลือกรูปแบบเป้าหมายของการวิจัยครั้งนี้ ดังนี้

- 1) นักวิชาการทางด้านลงทุน
- 2) ผู้ที่เกี่ยวข้องในหน่วยงานภาครัฐที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย
- 3) บริษัทเอกชนที่เป็นตัวกลางการซื้อขาย หน่วยลงทุนในประเทศ บริษัท โปรเกอร์

### 3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูลเชิงคุณภาพ

กลุ่มเป้าหมายหลัก (Key Informant) ที่ให้ข้อมูลเชิงคุณภาพ เป็นองค์กรหลักหรือหน่วยงานที่มีบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการวางแผนกำหนดนโยบาย และติดตามผลของตราสารอนุพันธ์กับการพัฒนาตลาดทุนไทย โดยครอบคลุมทั้งด้านนโยบาย ด้านการกำกับดูแล และด้านให้บริการซื้อขายหลักทรัพย์ ทั้งองค์กรขนาดใหญ่ใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็ก ดังนี้

หน่วยงานราชการหรือสมาคมกำกับดูแล

- 1) กระทรวงการคลัง
- 2) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)
- 3) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)
- 4) บริษัทตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TFEX)
- 5) สมาคมบริษัทหลักทรัพย์
- 6) ตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (AFET)

หน่วยงานบริษัทสมาชิกที่เปิดให้บริการของอนุพันธ์



- 7) บริษัทหลักทรัพย์เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด
- 8) บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด
- 9) บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน)
- 10) บริษัทหลักทรัพย์ยูโอบี เคย์เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

### 3.4 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ดังนั้นผู้วิจัยจึงใช้วิธีการศึกษาโดยแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ การวิจัยเอกสาร (Documentary Research) ที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน โดยครอบคลุมทั้งด้านนโยบาย ด้านการกำกับดูแล และด้านนักลงทุน และการสัมภาษณ์เชิงลึก (In-Depth Interview) จากบุคคลากรที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน โดยครอบคลุมทั้งด้านนโยบาย ด้านการกำกับดูแล และด้านนักลงทุน เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาโดยใช้การสัมภาษณ์แบบมีโครงสร้าง (Structured Interview)

### 3.5 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการเก็บรวบรวมข้อมูลครั้งนี้ ผู้วิจัยเป็นผู้ดำเนินการเก็บข้อมูลเอง ซึ่งมีข้อมูลหลายด้านที่ต้องเก็บรวบรวมข้อมูลมาศึกษาและนำมาประกอบกัน เพื่อให้ครอบคลุมความมุ่งหมายของการวิจัยในครั้งนี้ การเก็บรวบรวมข้อมูลใน 3 ลักษณะ คือ

- 1) ข้อมูลทุติยภูมิ เป็นการรวบรวมข้อมูลจากทฤษฎี แนวคิด งานวิจัย และการศึกษาข้อมูล เอกสารวิชาการต่างๆ โดยการทบทวนวรรณกรรม โดยศึกษาสภาพความเป็นจริงจาก เอกสารต่างๆ เพื่อให้ทราบถึงข้อเท็จจริงส่วนใหญ่ อันที่จะนำมาปรับปรุงแก้ไขให้เหมาะสมเพื่อสร้างแบบแนวคิดในการวิจัย บทบาทตราสารอนุพันธ์กับการพัฒนาตลาดทุนไทย การทบทวนวรรณกรรม ข้อมูลที่รวบรวมได้สร้างเป็นแบบสอบถามเพื่อเก็บรวบรวมข้อมูลต่อไป

- 2) ข้อมูลปฐมภูมิจะดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูลในช่วงตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2556 ถึง ตุลาคม พ.ศ. 2556 โดยขั้นนี้แบ่งการเก็บข้อมูลเป็น 2 กลุ่ม คือ

(1) การเก็บรวบรวมข้อมูลการสัมภาษณ์แบบมีโครงสร้างกับหน่วยงานภาครัฐและเอกชน เพื่อหาข้อมูลเชิงนโยบายจำนวน 10 หน่วยงาน และหน่วยงานบริษัทสมาชิกที่เปิดให้บริการซื้อขายอนุพันธ์ จำนวน 41 บริษัทเพื่อนำมาวิเคราะห์เปรียบเทียบกับข้อมูลทฤษฎีแนวคิด ข้อมูลที่ได้จากการเก็บแบบสอบถามเพื่อสังเคราะห์ภาคต่อไป

(2) การเก็บรวบรวมข้อมูลจากแบบสอบถามในขั้นตอนนี้ จะรวบรวมข้อมูลจากกลุ่มนักลงทุน 2 กลุ่ม คือกลุ่มนักลงทุนที่เป็นสถาบันและกลุ่มนักลงทุนรายย่อย ทั่วๆ ไปที่ประสบความสำเร็จในการลงทุนตลาดทุนในประเทศ รวมถึงผู้ที่สนใจการลงทุนในตลาดทุน อิทธิพลของปัจจัยที่มีผลต่อความสามารถในการเรียนรู้เรื่องการลงทุน ความสามารถในการสร้างโอกาสการลงทุน การบริหารความเสี่ยง การป้องกันความเสี่ยง และการทำกำไร

### 3.6 การวิเคราะห์ข้อมูล

เนื่องจากการวิจัยครั้งนี้ เป็นการวิจัยเชิงคุณภาพ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงวิเคราะห์ข้อมูลเชิงคุณภาพ ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์ข้อมูลไปพร้อมๆ กับการเก็บรวบรวมข้อมูลด้วยการสังเคราะห์ข้อความเปรียบเทียบกับข้อมูลปฐมภูมิและข้อมูลแนวคิด ทฤษฎีจากตลาดทุนไทยที่ศึกษาในการทบทวนวรรณกรรมแล้วนำมาเป็นข้อเสนอแนะในลำดับต่อไป

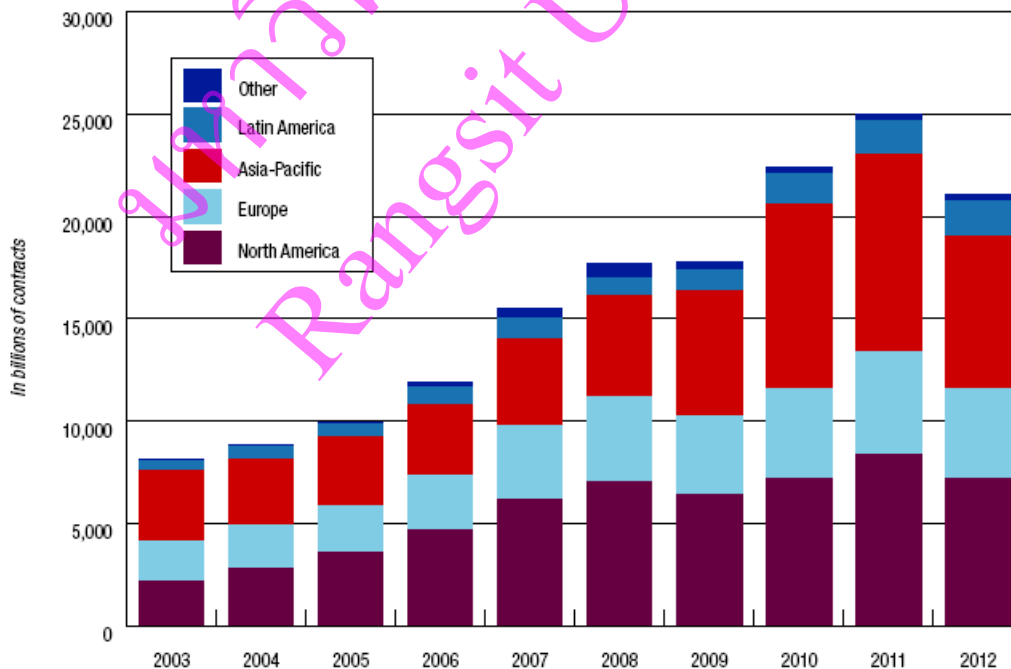
## บทที่ 4

### ตลาดตราสารอนุพันธ์ในต่างประเทศ

เนื้อหาบทนี้ ผู้วิจัยได้ทบทวนเอกสารและงานวิจัยต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับตลาดตราสารอนุพันธ์ในต่างประเทศ โดยค้นหาสภาพและทิศทางการซื้อขายตราสารอนุพันธ์เพื่อนำมาเป็นแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย

#### 4.1 ภาพรวมตลาดตราสารอนุพันธ์ของโลก

โดยภาพรวมการค้าในตลาดตราสารอนุพันธ์ของโลก มีการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ทั้งตราสารอนุพันธ์ประเภทฟิวเจอร์และออปชันเป็นจำนวนมาก โดยในปี พ.ศ. 2555 จำนวนการซื้อขายข้อตกลงในตราสารอนุพันธ์จาก 84 ตลาดหุ้นทั่วโลกมีทั้งสิ้น 21,170,387,845 ข้อตกลง (Futures Industry, March 2013) แสดงดังรูปที่ 4.1



รูปที่ 4.1 จำนวนการซื้อขายข้อตกลงในตราสารอนุพันธ์จาก 84 ตลาดหุ้นทั่วโลกในปี พ.ศ. 2555

ที่มา : Futures Industry, March 2013

ตารางที่ 4.1 จำนวนข้อตกลงการซื้อขายในตราสารอนุพันธ์จาก 84 ตลาดหุ้นทั่วโลกจำแนกตามภูมิภาค

ภูมิภาค	ม.ค.-ธ.ค. 2554	ม.ค.-ธ.ค. 2555	ร้อยละของการเปลี่ยนแปลง
เอเชียแปซิฟิก	9,825,035,798	7,525,104,448	-23.40
ทวีปอเมริกาเหนือ	8,185,544,285	7,207,682,122	-11.90
ยุโรป	5,017,134,049	4,388,879,712	-12.50
ละตินอเมริกา	1,603,203,726	1,730,633,144	7.90
อื่นๆ	350,764,885	318,088,419	-9.30
โดยรวม	24,981,682,743	21,170,387,845	-15.30

ที่มา : Futures Industry, March 2013

จากตารางที่ 4.1 จำนวนข้อตกลงการซื้อขายในตราสารอนุพันธ์จาก 84 ตลาดหุ้นทั่วโลกพบว่าเดือนมกราคมถึงธันวาคม พ.ศ. 2554 โดยรวมมีจำนวนข้อตกลงการซื้อขายในตราสารอนุพันธ์เป็น 24,981,682,743 และเดือนมกราคมถึงธันวาคม พ.ศ. 2555 เป็น 21,170,387,845 ซึ่งลดลงร้อยละ 15.30 และเมื่อพิจารณาเป็นรายภูมิภาคแล้ว พบว่า ละตินอเมริกามีจำนวนข้อตกลงการซื้อขายในตราสารอนุพันธ์ ปี พ.ศ. 2555 เพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2554 ส่วนภูมิภาคอื่นๆ ที่เหลือ ได้แก่ เอเชียแปซิฟิก ทวีปอเมริกาเหนือ ยุโรป และอื่นๆ มีจำนวนข้อตกลงการซื้อขายในตราสารอนุพันธ์ ปี พ.ศ. 2555 ลดลงจากปี พ.ศ. 2554 โดยตลาดเอเชียแปซิฟิกลดลงมากที่สุด คือ ร้อยละ 23.40

ตารางที่ 4.2 จำนวนการซื้อขายข้อตกลงในตราสารอนุพันธ์จาก 84 ตลาดหุ้นทั่วโลก จำแนกตามประเภทดัชนี

ประเภทดัชนี	ม.ค.-ธ.ค. 2554	ม.ค.-ธ.ค. 2555	ร้อยละของการเปลี่ยนแปลง
หุ้นส่วนบุคคล	7,062,567,141	6,467,944,406	-8.40
ดัชนีหุ้น	8,462,371,741	6,048,262,461	-28.50
อัตราดอกเบี้ย	3,491,200,684	2,933,255,540	-16.00
เงินตรา	3,147,046,787	2,434,238,493	-22.70
สินค้าการเกษตร	996,837,283	1,270,531,588	27.50
พลังงาน	814,774,756	905,856,150	11.20
โลหะไม่มีค่า	435,113,003	554,253,069	27.40
โลหะมีค่า	342,057,656	319,267,659	-6.70
อื่นๆ	229,713,692	236,778,479	3.10
โดยรวม	24,981,682,743	21,170,387,845	-15.30

ที่มา : Futures Industry, March 2013

ผลจากตารางที่ 4.2 จำนวนการซื้อขายข้อตกลงในตราสารอนุพันธ์จำแนกตามประเภทของดัชนี พบว่า ปี พ.ศ. 2555 สินค้าการเกษตร พลังงาน และโลหะไม่มีค่า ที่มีจำนวนข้อตกลงการซื้อขายในตราสารอนุพันธ์เพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2554 ส่วนดัชนีอื่นๆ ปี พ.ศ.2555 มีจำนวนข้อตกลงการซื้อขายในตราสารอนุพันธ์ ลดลงจากปี พ.ศ. 2554

ตารางที่ 4.3 ตลาดการซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า 30 อันดับสูงสุด

ลำดับ ที่	ตลาด	ปริมาณของ สัญญาซื้อขาย (ม.ค.-ธ.ค. 2555)	ร้อยละของ การ เปลี่ยนแปลง ทั้งปี ธ.ค. 2555	จำนวน ของสัญญา ที่การเปิด ฐานะ	ร้อยละของ การ เปลี่ยนแปลง ทั้งปี
1	CME Group	2,890,036,506	-14.70	69,940,737	-10.70
2	Eurex*	2,291,465,606	-18.80	79,088,999	-14.10
3	National Stock Exchange of India	2,010,493,487	-8.60	7,786,961	31.50
4	NYSE Euronext*	1,951,376,420	-14.50	46,795,803	-8.20
5	Korea Exchange	1,835,617,727	-53.30	2,553,351	-27.60
6	BM&FBovespa	1,635,957,604	9.00	63,739,705	23.00
7	CBOE Holdings*	1,134,316,703	-6.80	16,312,240	12.70
8	Nasdaq OMX*	1,115,529,138	-13.90	6,770,453	2.50
9	Moscow Exchange	1,061,835,904	-3.40	3,797,729	18.10
10	Multi Commodity Exchange of India	959,613,240	-19.80	2,364,256	44.50
11	Dalian Commodity Exchange	633,042,976	119.00	2,265,275	43.30
12	IntercontinentalExchange**	473,895,526	24.40	73,128,103	982.80
13	Shanghai Futures Exchange	365,329,379	18.50	1,242,174	16.10
14	Zhengzhou Commodity Exchange	347,091,533	-14.60	1,142,206	22.10
15	ASX Group	259,966,030	15.40	16,073,167	21.00
16	BSE	243,757,257	7879.50	68,370	51.30
17	TMX Group*	209,352,769	3.80	4,231,977	-2.90
18	Osaka Securities Exchange	205,130,168	5.60	4,382,878	50.10
19	London Metal Exchange	159,719,781	9.00	1,892,457	-9.30

20	JSE South Africa	158,996,880	-4.30	13,465,018	4.40
21	Taiwan Futures Exchange	156,731,912	-14.40	238,981	323.30
22	BATS Exchange*	130,624,660	-11.90	N/A	N/A
23	Hong Kong Exchanges and Clearing	119,802,638	-14.70	5,317,952	-10.40
24	China Financial Futures Exchange	105,061,825	108.40	110,386	127.90
25	Singapore Exchange	80,548,318	11.40	2,555,953	108.50
26	London Stock Exchange Group	68,584,760	-20.50	7,790,121	-15.80
27	Tel-Aviv Stock Exchange	67,179,795	-32.10	7,790,121	-15.80
28	MEFF	67,176,529	-0.60	10,195,290	-9.70
29	Tokyo Financial Exchange	66,925,893	-53.80	983,014	-27.10
30	Turkish Derivatives Exchange	62,474,464	-15.90	274,556	3.20
31	Rosario Futures Exchange	51,071,227	-7.10	1,343,236	-51.10
32	National Commodities and Derivatives Exchange	44,885,711	-5.30	183,118	-13.50
33	Mexico Derivatives Exchange	42,630,658	-8.80	7,407,279	-67.50
34	Tokyo Stock Exchange	29,079,934	17.60	762,720	40.00
35	Athens Derivatives Exchange	28,261,224	170.90	377,266	19.90
36	Tokyo Commodity Exchange	25,479,111	-19.50	353,513	9.20
37	Warsaw Stock Exchange	11,307,717	-27.10	137,211	3.30
38	Oslo Stock Exchange	10,826,940	-20.30	694,098	-32.00
39	Thailand Futures Exchange	10,457,928	4.30	238,981	323.30
40	Malaysia Derivatives Exchange	9,596,896	13.40	214,065	40.40

ที่มา : Futures Industry, March 2013

\*จำนวนของสัญญาที่การเปิดฐานะสำหรับการแลกเปลี่ยนนี้จะไม่รวมถึงออพชั่นที่ซื้อขายในสหรัฐอเมริกาและการหักลบโดย OCC

\*\*รวมถึงผลิตภัณฑ์ OTC ที่แปลงเป็นรวมถึงฟิวเจอร์ในเดือนตุลาคม พ.ศ. 2558

ผลจากตารางที่ 4.3 ปริมาณของสัญญาซื้อขาย ตั้งแต่เดือนมกราคม ถึง ธันวาคมปี พ.ศ. 2555 ลำดับที่ 1 ได้แก่ ตลาด CME Group ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 2,890,036,506 สัญญา รองลงมาได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ Eurex ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 2,291,465,606 สัญญา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 2,010,493,487 สัญญา กลุ่มของตลาดหุ้นยุโรปและสหรัฐอเมริกา ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 1,951,376,420 สัญญา ตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้ ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 1,835,617,727 สัญญา ตลาดหลักทรัพย์บราซิล ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 1,635,957,604 สัญญา ตลาด CBOE Holdings ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 1,134,316,703 สัญญา ตลาด Nasdaq OMX ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 1,115,529,138 สัญญา ตลาดหลักทรัพย์มอสโก ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 1,061,835,904 สัญญา ตลาด Multi Commodity Exchange of India ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 959,613,240 สัญญา สำหรับประเทศไทยมีการซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าอยู่ที่ 10,457,928 สัญญา ซึ่งอยู่ในลำดับที่ 39 จาก 40 ตลาด

ตารางที่ 4.4 ปริมาณการซื้อขายสัญญาตราสารอนุพันธ์จำแนกตามกลุ่มตลาด

กลุ่มตลาด	ปริมาณของสัญญาซื้อขาย (ม.ค.-ธ.ค. 2555)	ร้อยละของการเปลี่ยนแปลงทั้งปี	ธ.ค. 2555 จำนวนของสัญญาที่การเปิดฐานะ	ร้อยละของการเปลี่ยนแปลงทั้งปี
ASX	157,606,867	28.20%	13,963,560	23.20%
ASX 24	102,359,163	0	2,109,607	0
ASX Group	259,966,030	0	16,073,167	0
Bolsa de Valores de São Paulo	931,869,932	10.80%	10,977,039	-19.30%
Bolsa de Mercadorias & Futuros	704,087,672	6.80%	52,762,666	38.00%
BM&FBovespa	1,635,957,604	9.00%	63,739,705	23.00%
Chicago Board Options	1,059,404,089	-8.00%	N/A	N/A



Exchange				
C2 Exchange	51,020,411	0	N/A	N/A
CBOE Futures Exchange	23,892,203	98.40%	N/A	N/A
CBOE Group	1,134,316,703	0	16,312,240	0
Chicago Mercantile Exchange	1,429,853,403	-20.80%	26,341,317	-10.00%
Chicago Board of Trade	943,717,276	-9.10%	13,252,763	0
New York Mercantile Exchange	516,465,827	-5.20%	30,346,657	0
CME Group	2,890,036,506	0	6994073700.00%	0
Eurex	1,659,637,772	-18.80%	79,088,124	-14.10%
International Securities Exchange	631,827,834	-18.80%	N/A	N/A
Eurex	2,291,465,606	-18.80%	79,088,999	-14.10%
ICE Futures Europe	281,613,933	0	8,340,333	113.80%
ICE Futures U.S.	187,220,775	74.50%	2,821,573	5.30%
ICE Futures Canada	5,039,160	6.70%	144,068	0.80%
Chicago Climate Futures Exchange	21,658	-74.40%	0	-1.00%
IntercontinentalExchange	473,895,526	24.40%	11,305,974	67.40%
Includes OTC products converted to futures on Oct. 15				
MCX-SX	570,862,166	-32.80%	1,386,110	44.20%
Multi Commodity Exchange of India	388,751,074	12.30%	978,146	44.90%
Multi Commodity Exchange of India	959,613,240	-19.80%	2,364,256	44.50%
Nasdaq OMX PHLX	791,443,344	-19.50%	N/A	N/A
Nasdaq Options Market	203,505,324	4.80%	N/A	N/A
Nasdaq OMX (Nordic markets)	104,904,236	-10.40%	6,616,003	0

Nasdaq OMX Commodities	879,842	2.60%	120,957	0
Nasdaq OMX Futures Exchange (U.S.)	518,360	N/A	N/A	N/A
Nasdaq OMX Boston Options	14,278,032	N/A	N/A	N/A
Nasdaq OMX	1,115,529,138	0	6,770,453	0
NYSE Liffe Europe	955,802,220	-16.80%	45,771,223	-8.40%
NYSE Amex Options	564,814,869	-8.70%	N/A	N/A
NYSE Arca Options	411,936,938	-16.80%	N/A	N/A
NYSE Liffe U.S.	18,822,393	-9.90%	1,023,488	2.90%

ที่มา : Futures Industry, March 2013

\*รวมถึงผลิตภัณฑ์ OTC ที่แปลงเป็นรวมถึงฟิวเจอร์ในเดือนตุลาคม พ.ศ. 2556

ผลจากตารางที่ 4.4 ปริมาณการซื้อขายสัญญาตราสารอนุพันธ์จำแนกตามกลุ่มตลาด พบว่ากลุ่มตลาดที่มีการซื้อขายเกิน 1,000 ล้านคำสั่ง ได้แก่ CME Group ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 2,890,036,506 สัญญา รองลงมาได้แก่ ตลาด Eurex ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 2,291,465,606 สัญญา ตลาด Eurex ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 1,659,637,772 สัญญา ตลาด BM & FBovespa ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 1,635,957,604 สัญญา ตลาด Chicago Mercantile Exchange ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 1,429,853,403 สัญญา ตลาด Chicago Mercantile Exchange ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 1,429,853,403 สัญญา ตลาด CBOE Group ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 1,134,316,703 สัญญา ตลาด CBOE Group ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 1,134,316,703 สัญญา ตลาด Nasdaq OMX ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 1,115,529,138 สัญญา และตลาด Chicago Board Options Exchange ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 1,059,404,089 สัญญา สำหรับประเทศไทยมีปริมาณซื้อขายยังไม่อยู่ในเกณฑ์การซื้อขายสัญญาตราสาร ในครั้งนี้

ตารางที่ 4.5 สินค้าเกษตรล่วงหน้าที่มีการซื้อขาย 20 อันดับสูงสุด

ลำดับ	สัญญา	ขนาด	ม.ค.-ธ.ค. 2554	ม.ค.-ธ.ค. 2555	% การ เปลี่ยนแปลง
1	Soy Meal Futures, DCE	10 tonnes	50,170,334	325,876,653	549.50
2	White Sugar Futures, ZCE	10 tonnes	128,193,356	148,290,190	15.70
3	Rubber Futures, SHFE	5 tonnes	104,286,399	75,176,266	-27.90
4	Corn Futures, CBOT	5,000 bushels	79,004,801	73,184,337	-7.40
5	Soy Oil Futures, DCE	10 tonnes	58,012,550	68,858,554	18.70
6	Soybean Futures, CBOT	5,000 bushels	45,143,755	52,041,615	15.30
7	Soybean Futures, DCE	10 tonnes	25,239,532	45,475,425	80.20
8	Palm Oil Futures, DCE	10 tonnes	22,593,961	43,310,013	91.70
9	Corn Futures, DCE	5,000 bushels	26,849,738	37,824,356	40.90
10	Soybean Oil Futures, CBOT	60,000 pounds	24,156,509	27,627,590	14.40
11	Wheat Futures, CBOT	5,000 bushels	24,283,331	27,379,403	12.70
12	Sugar #11 Futures, ICE Futures U.S.	112,000 pounds	24,629,369	27,126,728	10.10
13	Corn Options on Futures, CBOT	5,000 bushels	28,650,380	26,599,756	-7.20
14	Strong Gluten Wheat Futures, ZCE	10 tonnes	7,909,755	25,796,425	226.10
15	Cotton No. 1 Futures, ZCE	5 tonnes	139,044,152	21,033,646	-84.90
16	Soybean Options on Futures, CBOT	5,000 bushels	13,236,367	18,402,208	39.00
17	Soybean Meal Futures, CBOT	100 short tons	16,920,194	18,187,433	7.50
18	Live Cattle Futures, CME	40,000 pounds	13,532,554	13,985,374	3.30
19	Lean Hogs Futures, CME	40,000 pounds	9,969,961	11,461,892	15.00
20	Refined Soya Oil Futures, NCDEX	10 tonnes	5,414,754	8,477,569	56.60

ที่มา : Futures Industry, March 2013

ผลจากตารางที่ 4.5 สินค้าเกษตรล่วงหน้าที่มีการซื้อขาย 20 อันดับสูงสุด ได้แก่ สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าอาหารถั่วเหลือง ในตลาด DCE ขนาด 10 ตัน สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าน้ำตาลทรายขาว ในตลาด ZCE ขนาด 10 ตัน สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้ายางพารา ในตลาด SHFE ขนาด 5 ตัน สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าข้าวโพด ในตลาด CBOT ขนาด 5,000 บูเชล สัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าน้ำมันถั่วเหลือง ในตลาด DCE ขนาด 10 ตัน สัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าถั่วเหลือง ในตลาด CBOT ขนาด 5,000 บูเชล สัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าถั่วเหลืองเบอร์ 1 ในตลาด DCE ขนาด 10 ตัน สัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าน้ำมันปาล์ม ในตลาด DCE ขนาด 10 ตัน สัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าข้าวโพด ในตลาด DCE ขนาด 5,000 บูเชล สัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าน้ำมันถั่วเหลือง ในตลาด CBOT ขนาด 60,000 ปอนด์ สัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าข้าวสาลี ในตลาด CBOT ขนาด 5,000 บูเชล สัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าตาลเบอร์ 11 ในตลาด ICE ขนาด 112,000 ปอนด์ สัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าข้าวโพด ในตลาด CBOT ขนาด 5,000 บูเชล สัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าข้าวสาลี ในตลาด ZCE ขนาด 10 ตัน สัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (Options on Futures) ประเภทสินค้าฝ้ายเบอร์ 1 ในตลาด ZCE ขนาด 5 ตัน สัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าอาหารถั่วเหลือง ในตลาด CBOT ขนาด 200,000 ปอนด์ สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าโคสด ในตลาด CME ขนาด 40,000 ปอนด์ สัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าหมูติดมัน ในตลาด CME ขนาด 40,000 ปอนด์ และสัญญาซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (Futures) ประเภทสินค้าน้ำมันถั่วเหลืองก้น ในตลาด NCDEX ขนาด 10 ตัน

ตารางที่ 4.6 กลุ่มพลังงานที่มีการซื้อขาย 20 อันดับสูงสุด

ลำดับ	สัญญา	ขนาด	ม.ค.-ธ.ค. 2554	ม.ค.-ธ.ค. 2555	% การ เปลี่ยนแปลง
1	Brent Crude Futures, ICE Futures Europe	1,000 barrels	132,045,563	147,385,858	11.60
2	Light, Sweet Crude Oil Futures, Nymex	1,000 barrels	175,036,216	140,531,588	-19.70
3	Henry Hub Natural Gas Futures, Nymex	10,000 MMBTU	76,864,334	94,799,542	23.30
4	Gasoil Futures, ICE Futures Europe	100 tonnes	65,774,151	63,503,591	-3.50
5	Crude Oil Futures, MCX	100 barrels	54,753,722	57,790,229	5.50
6	NY Harbor RBOB Gasoline Futures, Nymex	42,000 gal	31,129,256	36,603,841	17.60
7	No. 2 Heating Oil Futures, Nymex	42,000 gal	31,838,626	36,087,707	13.30
8	WTI Crude Futures, ICE Futures Europe	1,000 barrels	51,097,818	33,142,089	-35.10
9	Light Sweet Crude Oil Options, Nymex	1,000 barrels	36,716,805	32,525,624	-11.40
10	Natural Gas Futures, MCX	1,250 MMBTU	9,882,133	27,886,670	182.20
11	Natural Gas European-Style Options, Nymex	10,000 MMBTU	23,773,183	24,260,726	2.10
12	U.S. Oil Fund ETF Options	* N/A	28,881,647	21,348,808	-26.10
13	Henry Hub Natural Gas Swap Futures, Nymex	2,500 MMBTU	20,825,660	18,156,113	-12.80
14	Brent Oil Futures, Micex-RTS	10 barrels	18,707,384	11,952,101	-36.10
15	Brent Crude Oil Options, ICE	1,000 barrels	2,191,733	8,908,862	306.50

	Futures Europe				
16	Natural Gas Penultimate Swap Futures, Nymex	2,500 MMBTU	7,384,147	7,945,695	7.60
17	EUA Futures, ICE Futures Europe	1,000 EUAs	5,444,050	6,465,262	18.80
18	UK Nat. Gas (Monthly) Fut., ICE Futures Europe	1,000 therms/day	2,788,240	3,114,820	11.70
19	UK Nat. Gas (Seasons) Fut., ICE Futures Europe	1,000 therms/day	2,604,150	3,096,300	18.90
20	Crude Oil 1 Month Cal. Spread Options, Nymex	1,000 barrels	2,886,427	2,873,842	-0.40

ที่มา : Futures Industry, March 2013

\*การซื้อขายออพชั่นอัตราแลกเปลี่ยนหลายตัวในสหรัฐอเมริกา

ผลจากตาราง 4.6 กลุ่มพลังงานที่มีการซื้อขาย 5 อันดับสูงสุด ได้แก่ สัญญาซื้อขายน้ำมันดิบ Brent ล่วงหน้า (Brent Crude Futures) ในตลาด ICE Futures Europe ขนาด 1,000 บาร์เรล ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 147,385,858 สัญญา รองลงมาได้แก่ สัญญาซื้อขายน้ำมันดิบคุณภาพสูงมีกำมะถันต่ำ (Light, Sweet Crude Oil Futures) ในตลาด Nymex ขนาด 1,000 บาร์เรล ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 140,531,588 สัญญา สัญญาซื้อขายแก๊สธรรมชาติล่วงหน้า Henry Hub (Henry Hub Natural Gas Futures) ในตลาด Nymex ขนาด 10,000 MMBTU ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 94,799,542 สัญญา สัญญาซื้อขายแก๊สโซฮอล (Gasoil Futures) ในตลาด ICE Futures Europe ขนาด 100 ตัน ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 63,503,591 สัญญา สัญญาซื้อขายน้ำมันดิบ (Crude Oil Futures) ในตลาด MCX ขนาด 100 บาร์เรล ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 57,790,229 สัญญา

ตารางที่ 4.7 สัญญาซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าที่มีการซื้อขายสูงสุด  
20 อันดับ

ลำดับ	สัญญา	ขนาด	ม.ค.-ธ.ค. 2554	ม.ค.-ธ.ค. 2555	% การ เปลี่ยนแปลง
1	U.S. Dollar/Indian Rupee Futures, NSE India	1,000 USD	697,825,411	620,215,043	-11.10
2	U.S. Dollar/Indian Rupee Futures, MCX-SX	1,000 USD	807,559,846	551,326,121	-31.70
3	U.S. Dollar/Russian Ruble Futures, Micex	1,000 USD	206,820,695	373,108,731	80.40
4	U.S. Dollar/Indian Rupee Options, NSE India	1,000 USD	252,807,126	237,062,966	-6.20
5	U.S. Dollar Futures, BM&F	50,000 USD	86,167,955	84,049,097	-2.50
6	Euro FX Futures, CME	125,000 Euro	84,236,825	67,407,741	-20.00
7	U.S. Dollar Futures, KRX	10,000 USD	70,212,467	53,549,300	-23.70
8	U.S. Dollar Futures, Rofex	1,000 USD	54,373,381	50,359,614	-7.40
9	Euro/U.S. Dollar Futures, Micex	1,000 Euro	45,657,240	33,632,175	-26.30
10	Australian Dollar Futures, CME	100,000 AUD	30,751,538	32,727,390	6.40
11	British Pound Futures, CME	62,500 GBP	29,028,755	26,166,290	-9.90
12	Japanese Yen Futures, CME	12,500,000 Yen	28,369,147	23,520,562	-17.10
13	Canadian Dollar Futures, CME	100,000 CAD	22,416,680	22,799,446	1.70
14	Euro/Japanese Yen Futures, TFX	10,000 AUD	26,769,174	16,927,476	-36.80

15	Australian Dollar/Japanese Yen Futures, TFX	10,000 Euro	41,589,199	16,500,368	-60.30
16	Mexican Peso Futures, CME	500,000 MXP	9,203,730	11,482,886	24.80
17	U.S. Dollar Futures, Turkdex	1,000 USD	16,028,342	10,503,364	-34.50
18	Euro/Indian Rupee Futures, MCX-SX	1,000 Euro	29,403,759	10,496,445	-64.30
19	Swiss Franc Futures, CME	125,000 CHF	10,238,684	9,911,325	-3.20
20	Mexican Peso/U.S. Dollar Futures, Mexder	10,000 USD	7,189,846	9,827,086	36.70

ที่มา : Futures Industry, March 2013

ผลจากตารางที่ 4.7 พบว่า สัญญาซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าที่มีการซื้อขายสูงสุด 5 อันดับ ได้แก่ ลำดับที่ 1 สัญญาซื้อขายประเภทฟิวเจอร์ U.S. Dollar/Indian Rupee ในตลาด NSE India ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 620,215,043 สัญญา รองลงมาได้แก่ สัญญาซื้อขายประเภทฟิวเจอร์ U.S. Dollar/Indian Rupee ในตลาด MCX-SX ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 551,326,121 สัญญา สัญญาซื้อขายประเภทฟิวเจอร์ U.S. Dollar/Russian Ruble ในตลาด Micex ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 373,108,731 สัญญา สัญญาซื้อขายประเภทออปชั่น U.S. Dollar/Indian Rupee ตลาด NSE India ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 237,062,966 สัญญา สัญญาซื้อขายประเภทฟิวเจอร์ U.S. Dollar ตลาด BM&F ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 84,049,097 สัญญา



ตารางที่ 4.8 สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า 20 อันดับที่มีการซื้อขายสูงสุด

ลำดับ	สัญญา	ขนาด	ม.ค.-ธ.ค. 2554	ม.ค.-ธ.ค. 2555	% การ เปลี่ยนแปลง
1	Eurodollar Futures, CME	1,000,000 USD	564,086,746	426,438,437	-24.40
2	One Day Inter-Bank Deposit Futures, BM&F	100,000 Real	320,821,062	340,800,485	6.20
3	10 Year Treasury Note Futures, CBOT	100,000 USD	317,402,598	264,997,089	-16.50
4	Euro-Bund Futures, Eurex	100,000 Euro	236,188,831	184,338,704	-22.00
5	3 Month Euribor Futures, Liffe	1,000,000 Euro	241,950,875	178,762,097	-26.10
6	5 Year Treasury Note Futures, CBOT	100,000 USD	170,563,052	133,342,429	-21.80
7	3 Month Sterling Futures, Liffe	500,000 GBP	115,586,702	114,915,025	-0.60
8	IDI Options, BM&F	1 Real x IDI	95,790,772	107,961,438	12.70
9	Euro-Bobl Futures, Eurex	100,000 Euro	142,309,151	107,645,238	-24.40
10	Euro-Schatz Futures, Eurex	100,000 Euro	165,798,952	93,840,656	-43.40
11	30 Year Treasury Bond Futures, CBOT	100,000 USD	92,338,638	91,745,232	-0.60
12	Eurodollar Mid-Curve Options on Futures, CME	1,000,000 USD	92,429,741	91,189,258	-1.30
13	3 Month Euribor Options, Liffe U.K.	1,000,000 Euro	126,535,338	70,671,111	-44.10
14	10 Year Treasury Options on Futures, CBOT	100,000 USD	50,797,081	56,070,376	10.40
15	2 Year Treasury Note Futures, CBOT	200,000 USD	72,178,803	55,108,651	-23.60

16	Eurodollar Options on Futures, CME	1,000,000 USD	100,855,181	48,279,896	-52.10
17	3 Year Treasury Bond Futures, ASX	24100,000 AUD	41,662,349	44,003,411	5.60
18	Euro-Bund Options on Futures, Eurex	100,000 Euro	38,154,098	39,924,387	4.60
19	Long Gilt Futures, LiffeU.K.	100,000 GBP	34,362,932	37,777,306	9.90
20	3 Year Treasury Bond Futures, KRX	100 million KRW	34,140,210	29,728,075	-12.90

ที่มา : Futures Industry, March 2013

ผลจากตารางที่ 4.8 สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้าที่มีการซื้อขายเกิน 100 ล้านสัญญา พบว่า สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้าสูงสุดที่มีการซื้อขาย ได้แก่ สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า Eurodollar ในตลาด CME ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 426,438,437 สัญญา รองลงมาได้แก่ สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า One Day Inter-Bank Deposit ในตลาด BM&F ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 340,800,485 สัญญา สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า 10 Year Treasury Note ในตลาด CBOT ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 264,997,089 สัญญา สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า Euro-Bund ในตลาด Eurex ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 184,338,704 สัญญา สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า 3 Month Euribor Futures ในตลาด Liffe ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 178,762,097 สัญญา สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า 5 Year Treasury Note ในตลาด CBOT ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 133,342,429 สัญญา สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า 3 Month Sterling ในตลาด Liffe ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 114,915,025 สัญญา สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า (Options) IDI ในตลาด BM&F ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 107,961,438 สัญญา สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า Euro-Bobl ในตลาด Eurex ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 107,645,238 สัญญา

ตารางที่ 4.9 สัญญาซื้อขายโลหะล่วงหน้าที่มีการซื้อขายสูงสุด 20 อันดับ

ลำดับ	สัญญา	ขนาด	ม.ค.-ธ.ค. 2554	ม.ค.-ธ.ค. 2555	% การ เปลี่ยนแปลง
1	Steel Rebar Futures, SHFE	10 tonnes	81,884,789	180,562,480	120.50
2	High Grade Primary Aluminum Futures, LME	25 tonnes	59,558,330	59,123,583	-0.70
3	Copper Futures, SHFE	5 tonnes	48,961,130	57,284,835	17.00
4	SPDR Gold Shares ETF Options *	N/A	74,967,191	54,567,743	-27.20
5	Silver MIC Futures, MCX	1 kilogram	46,865,399	51,441,996	9.80
6	Comex Gold Futures, Nymex	100 ounces	49,175,593	43,893,311	-10.70
7	Silver M Futures, MCX	5 kilograms	46,804,425	36,266,593	-22.50
8	Gold Petal Futures, MCX **	1 gram	31,086,737	36,004,247	15.80
9	iShares Silver Trust ETF Options	*N/A	79,433,438	35,963,367	-54.70
10	Copper Grade A Futures, LME	25 tonnes	34,537,310	35,874,789	3.90
11	Copper Futures, MCX	1 tonne	34,011,417	32,520,309	-4.40
12	Special High Grade Zinc Futures, LME	25 tonnes	21,984,302	29,559,338	34.50
13	Gold M Futures, MCX	100 grams	26,200,601	22,213,409	-15.20
14	Silver Futures, SHFE ***	15 kilograms	N/A	21,264,954	N/A
15	Zinc Futures, SHFE	5 tonnes	53,663,483	21,100,924	-60.70
16	Copper Mini Futures, MCX****	250 kilograms	443,149	18,214,742	4010.30
17	Silver Futures, MCX	30 kilograms	24,434,577	17,284,529	-29.30
18	Comex Copper Futures, Nymex	25,000 pounds	12,491,517	16,158,815	29.40

19	Nickel Futures, MCX	250 kilograms	15,126,636	15,414,792	1.90
20	Standard Lead Futures, LME	25 tonnes	10,921,882	14,248,937	30.50

ที่มา : Futures Industry, March 2013

\*การซื้อขายออปชั่นอัตราแลกเปลี่ยนหลายตัวในสหรัฐอเมริกา

\*\*เริ่มมีการซื้อขายในเดือนเมษายน 2554

\*\*\*เริ่มมีการซื้อขายพฤษภาคม 2555

\*\*\*\*เริ่มมีการซื้อขายในเดือนธันวาคม 2554

ผลจากตารางที่ 4.9 พบว่า สัญญาซื้อขายโลหะล่วงหน้าที่มีการซื้อขายสูงสุด 5 อันดับ ได้แก่ อันดับที่ 1 คือสัญญาซื้อขายเหล็กเส้นล่วงหน้า (Steel Rebar) ในตลาด SHFE ขนาด 10 ตัน ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 180,562,480 สัญญา รองลงมา ได้แก่ สัญญาซื้อขายอะลูมิเนียมปฐมภูมิคุณภาพสูง ล่วงหน้า (High Grade Primary Aluminum) ในตลาด LME ขนาด 25 ตัน ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 59,123,583 สัญญา สัญญาซื้อขายทองแดงล่วงหน้า (Copper) ตลาด SHFE ขนาด 5 ตัน ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 57,284,835 สัญญา สัญญาซื้อขายกองทุนทองคำ (SPDR Gold Shares) ในตลาด ETF ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 54,567,743 สัญญา สัญญาซื้อขายโลหะเงินล่วงหน้า (Silver MIC) ในตลาด MCX ขนาด 1 กิโลกรัม ปริมาณของสัญญาซื้อขาย 51,441,996 สัญญา

10 ตลาดหุ้นที่ใหญ่ที่สุดในโลกโดยมูลค่าตลาดในปี ค.ศ. 2011

1) New York Stock Exchange (NYSE) สำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ในนครนิวยอร์ก มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (2011) 14,242 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ มูลค่าการค้า (2011) 20,161 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ

2) NASDAQ OMX สำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ในนครนิวยอร์ก มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (2011) 4,687 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ มูลค่าการค้า (2011) 13,552 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ

3) Tokyo Stock Exchange สำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ในกรุงโตเกียว มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (2011) 3,325 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ มูลค่าการค้า (2011) 3,972 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ

4) London Stock Exchange สำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ในกรุงลอนดอน มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (2011) 3,266 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ มูลค่าการค้า (2011) 2,871 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ

- 5) Shanghai Stock Exchange สำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ในเซี่ยงไฮ้ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (2011) 2,357 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ มูลค่าการค้า (2011) 3,658 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ
- 6) Hong Kong Stock Exchange สำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ในฮ่องกง มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (2011) 2,258 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ มูลค่าการค้า (2011) 1,447 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ
- 7) Toronto Stock Exchange สำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ในโตรอนโต มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (2011) 1,912 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ มูลค่าการค้า (2011) 1,542 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ
- 8) BM&F Bovespa สำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ในเซาเปาโล มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (2011) 1,229 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ มูลค่าการค้า (2011) 931 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ
- 9) Australian Securities Exchange สำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ในซิดนีย์ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (2011) 1,198 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ มูลค่าการค้า (2011) 1,197 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ
- 10) Deutsche Börse สำนักงานใหญ่ในแฟรงก์เฟิร์ต มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (2011) 1,185 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ มูลค่าการค้า (2011) - 1,758 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ

#### 4.2 ยุคแห่งการควมรวมและปรับตัวของ Exchanges

พิกัดความสนใจในแวดวงตลาดหลักทรัพย์ตอนนี้หันสปอตไลท์ไปสู่ความพยายามควมรวมกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์หลักๆ ไม่ว่าจะเป็น Nasdaq-LSE Euronext-NYSE หรือ Deutsche Borse - Euronext หรืออีกหลายความพยายามในการทำข้อเสนอการควมรวม จนในที่สุดข้อตกลงที่เกิดขึ้นเมื่อสองสัปดาห์ที่ผ่านมาคือข้อตกลงในการควมรวมระหว่าง Euronext-NYSE โดยจะส่งผลให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามกระดานของทั้งสองสูงถึง 21,000 ล้านเหรียญ และถือเป็นการควมรวมตลาดหลักทรัพย์ข้ามทวีปที่ใหญ่ที่สุด ทั้งนี้ผู้ที่อยู่ในแวดวงตลาดทุนต่างคาดการณ์กันถึงข้อตกลงการควมรวมอื่นๆที่จะเกิดขึ้นในอนาคตหลังการควมรวมอันยิ่งใหญ่

#### 4.3 วิวัฒนาการและความเคลื่อนไหวสำคัญ

ความร่วมมือและการควมรวมระหว่างตลาดหลักทรัพย์นั้นไม่ได้เกิดขึ้นมาอย่างไม่มีที่ไปที่ไป หากแต่เป็นการเปลี่ยนแปลงที่มีวิวัฒนาการอย่างเป็นลำดับ โดยเริ่มจากการควมรวมภายในประเทศ ก่อนจะก้าวเข้ามาสู่การควมรวมข้ามประเทศ และข้ามทวีปในที่สุด โดยตลาดหลักๆของโลกอย่างในโซนยุโรปก็เริ่มโดยการควมรวมระหว่างตลาดภายในประเทศเพื่อลดต้นทุนจากระบบการซื้อขาย และเพื่อรวมสภาพคล่องไว้ที่ตลาดเดียว พลวัตรต่อมาจึงเริ่มมีความร่วมมือเกิดขึ้น

ระหว่างตลาดในภูมิภาคอย่างความร่วมมือครั้งยิ่งใหญ่ระหว่างตลาดหลักทรัพย์เบลเยียม ฝรั่งเศส เนเธอร์แลนด์ โปรตุเกส และ สหราชอาณาจักร (เฉพาะอนุพันธ์) ซึ่งนับเป็นความร่วมมือข้ามประเทศ (Cross Border Exchange Organization) ที่ใหญ่ที่สุดภายในนาม EURONEXT ก่อนที่จะมีการประกาศควมรวมข้ามทวีปครั้งสำคัญระหว่าง Euronext-NYSE ภายใต้อาณาเขต “Creating The Global Exchange” หรือการพยายามสร้างตลาดหลักทรัพย์ของโลก ซึ่งการควมรวมครั้งนี้ทำให้ส่งผลให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามกระดานของทั้งสองสูงถึง 21,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา และคาดว่าจะมีสภาพคล่องหมุนเวียนเฉลี่ยรายวันกว่า 100,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา เกิดอะไรขึ้นกับตลาด NYSE ที่ได้ชื่อว่ามีขนาดใหญ่ที่สุดในโลก (NYSE มีขนาดใหญ่กว่า SET ถึง 100 เท่า)

#### 4.4 อุตสาหกรรมตลาดหลักทรัพย์

เรามักจะพบว่าประเทศหนึ่งๆ มักจะมีตลาดหลักทรัพย์เพียงหนึ่งหรือสองแห่งเท่านั้น ด้วยคุณลักษณะเช่นนี้มักทำให้ความรับรู้ของคนทั่วไปมองตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้ให้ “บริการสินค้าสาธารณะ” และไม่ได้มองตลาดหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการ “อุตสาหกรรมตลาดหลักทรัพย์” ที่มีความเกี่ยวข้องเชื่อมโยงกับ “อุตสาหกรรมตลาดทุน” เลย

หากมองตลาดหลักทรัพย์อย่างบริษัทที่เป็นผู้ให้บริการการเข้าจดทะเบียนของบริษัทต่างๆ บริการการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ การชำระราคา และการให้บริการด้านข้อมูลราคาแล้ว อุตสาหกรรมนี้ถือได้ว่าเป็นอุตสาหกรรมที่มีการผูกขาด โดยอุตสาหกรรมตลาดหลักทรัพย์มีลักษณะของ Network Externalities ในเชิงบวก กล่าวคือประโยชน์ของผู้ใช้ระบบหนึ่งๆ จะเพิ่มขึ้นหากมีผู้ร่วมใช้ระบบเพิ่มมากขึ้นเป็นรูปแบบรวมศูนย์ ลักษณะคล้ายกับกรณีของเครื่องส่งเอกสารหรือแฟกซ์ ซึ่งหากมีผู้ร่วมใช้แฟกซ์มากขึ้น โอกาสในการติดต่อระหว่างผู้ใช้ถึงผู้ใช้ก็เพิ่มขึ้น ดังนั้นเมื่อเครือข่ายผู้ใช้ขยายตัวก็จะส่งผลดีต่อระบบโดยรวม

เช่นเดียวกันกับอุตสาหกรรมตลาดหลักทรัพย์ การซื้อขายหลักทรัพย์โดยมีระบบรวมศูนย์ การซื้อขายไว้ที่ตลาดเดียวและสามารถขยายเครือข่ายบริษัทจดทะเบียนและนักลงทุนเพิ่มมากขึ้นจะยังผลดีต่อผู้ลงทุนรายอื่นๆ เป็นผลเชิงบวก เนื่องจากสภาพคล่องที่เพิ่มสูงขึ้นทำให้การกำหนดราคาตลาด (Price Discovery) เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและเป็นตลาดที่ซื้อขายคล่อง ดังนั้น ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมาเราจะพบความพยายามรวมตลาดภายในประเทศเพื่อให้สภาพคล่องหมุนเวียนอยู่ในตลาดเดียว เช่น การควมรวมของตลาดหลักทรัพย์ 3 ตลาด ประเทศเกาหลีใต้ได้แก่ Korea Stock

Exchange (KSE) ซึ่งเป็นตลาดหลัก Korea Futures Exchange (KOFEX) และ KOSDAQ ซึ่งเน้นบริษัทจดทะเบียนที่ทำธุรกิจ IT และอิเล็กทรอนิกส์ ส่งผลให้ตลาดมีขนาดที่ใหญ่ขึ้นและสภาพคล่องที่เพิ่มสูงขึ้นทันที

#### 4.5 แรงขับเคลื่อนสำคัญจากกระแสโลก

การมุ่งหาพันธมิตรในอุตสาหกรรมที่เกิดขึ้นอย่างเข้มข้นไม่ว่าจะเป็นในรูปแบบของการสร้างความเชื่อมโยงของตลาด การควบรวม หรือการเทคโอเวอร์ เป็นเครื่องบ่งชี้ที่แสดงถึงจุดเปลี่ยนที่เกิดขึ้นในอุตสาหกรรมที่มีความเชื่อว่าเป็นอุตสาหกรรมที่ถูกขาดโดยธรรมชาติเริ่มทำการปรับตัว สาเหตุสำคัญส่วนหนึ่งเกิดจากการพัฒนาของเทคโนโลยีที่สูงขึ้นรวมทั้งนวัตกรรมใหม่ๆ ทำให้เกิดช่องทางการตั้งธุรกิจกึ่งตลาดหลักทรัพย์ (Quasi-Exchange) ขึ้นให้บริการซื้อขายโดยไม่ได้ให้บริการเข้าจดทะเบียน ที่เกิดขึ้นในยุโรป หรือการแข่งขันในรูปแบบการซื้อขายนอกตลาด Over-The-Counter (OTC) รวมถึงความพยายามของลูกค้านักลงทุนรายใหญ่ที่พยายามส่งคำสั่งซื้อขายสุทธิมายังตลาด แทนที่จะส่งทั้งคำสั่งซื้อและคำสั่งขายอย่างที่ NYSE และ NASDAQ ในสหรัฐอเมริกากำลังเผชิญ เหล่านี้เริ่มเปลี่ยนเงื่อนไขทำให้อุตสาหกรรมที่เคยถูกขาดแปรเปลี่ยนเป็นอุตสาหกรรมที่เริ่มทำการแข่งขันได้

นอกจากปัจจัยด้านการแปรสภาพของอุตสาหกรรมจากผูกขาดกลายเป็นกึ่งแข่งขันได้แล้ว อุตสาหกรรมตลาดหลักทรัพย์ยังต้องสร้างโอกาสทางธุรกิจจากกระแสทุนข้ามชาติที่มีขนาดใหญ่ที่หมุนเวียนเข้าออกอย่างรวดเร็วตามการพัฒนาของเทคโนโลยีสารสนเทศ โดยเฉพาะเม็ดเงินจาก Hedge Fund ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์ต่างๆต้องพยายามสร้างระบบซื้อขายที่มีประสิทธิภาพสูง การเผชิญกับสภาพส่วนแบ่งรายได้จากการซื้อขายที่ลดลงรวมถึงความต้องการดึงดูดเม็ดเงินลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดมหึมาสร้างเงื่อนไขให้ตลาดหลักทรัพย์หลักๆ พยายามหาประโยชน์จาก Network Externalities เชิงบวกที่จะส่งผลต่อการลดต้นทุนการทำธุรกรรม ต้นทุนการดำเนินงาน รวมถึงประสิทธิภาพในการขยายตลาดเพื่อรวมสภาพคล่องและสร้างแรงดึงดูดเม็ดเงินลงทุนจากนักลงทุนสู่ตลาด

อย่างไรก็ตามเกมส์การควบรวมนี้ต้องมีกลยุทธ์ในการจับคู่เพื่อผลประโยชน์สูงสุด นักวิเคราะห์ทางการเงินเชื่อว่าสิ่งที่ NYSE เลือกที่จะจับคู่กับ EURONEXT (NYSE-EURONEXT) แทนที่จะเลือก LSE มาจาก 2 สาเหตุสำคัญ คือ NYSE ต้องการรักษาผลประโยชน์สูงสุดจากการใช้

ระบบการซื้อขาย (Trading Platform) ซึ่งลงทุนสูงจะนั่นกลยุทธ์ที่ดีที่สุดคือต้องให้เกิดธุรกรรมมากที่สุดทั้งการซื้อขายหลักทรัพย์และสินค้าอื่นๆ ทั้งนี้การซื้อขายตราสารอนุพันธ์จึงเข้ามาเป็นตัวแปรสำคัญเนื่องจากข้อเสนอของ EURONEXT สามารถทำได้ในขณะที่ LSE ทำไม่ได้ สาเหตุสำคัญอีกประการคือความกังวลถึงการสูญเสียส่วนแบ่งรายได้จากการเข้าจดทะเบียน IPO ตามที่ตลาดหลักทรัพย์ทั้ง NASDAQ และ NYSE กำลังเผชิญอยู่ มีข้อมูลน่าสนใจในแวดวงการเงินอ้างอิงเพื่อเปรียบเทียบถึงสภาวะการณ์นี้ว่าในปี พ.ศ. 2543 นั้น 9 ใน 10 เหยี่ย สหรัฐอเมริกาที่เป็นรายได้จากการเข้าจดทะเบียน IPO ของทั่วโลกจะตกอยู่ที่สหรัฐ แต่ในสภาวะปัจจุบันเราจะพบว่า 9 ใน 10 เหยี่ย สหรัฐอเมริกา ของ IPO จะจดทะเบียนนอกสหรัฐอเมริกา อันเป็นผลของกฎหมาย Sarbanes-Oxley ที่เข้มงวดหลังกรณีการล่มสลายของ Enron ซึ่งเป็นที่หวั่นเกรงของนักลงทุนในตลาด LSE ว่าหากมีการควบรวมกับ NASDAQ หรือ NYSE อาจส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงการกำกับดูแลที่ของ LSE ที่เคยอาศัยความไม่เท่าเทียมของมาตรฐานการกำกับดูแลที่ต่างกัน (Regulatory Arbitrage) ที่เข้มงวดน้อยกว่าในการดึงดูดบริษัทเข้าจดทะเบียนได้ ดังนั้นเราจะเห็นว่าการเลือกทำการควบรวมต้องเลือกการสร้างเครือข่ายอย่างมีชั้นเชิงเพื่อให้เกิดประโยชน์ทางธุรกิจสูงสุด

ถึงแม้ว่าการควบรวมจะสามารถสร้างประโยชน์ต่อประสิทธิภาพของตลาดหุ้นเข้าตามเกณฑ์ ยิ่งใหญ่ยิ่งดี แต่นั่นไม่ได้หมายความว่าทั้งโลกจะต้องมีซุเปอร์ตลาดหลักทรัพย์เพียงไม่กี่แห่งเท่านั้น จากการสำรวจพบว่าจากข้อตกลงระหว่างตลาดหลักทรัพย์กว่า 100 ข้อตกลงที่เกิดขึ้นในช่วง ค.ศ. 1996-1999 มีเพียง 13 ข้อตกลงที่เป็นลักษณะของข้อตกลงในการควบรวมโดยส่วนใหญ่เป็นการควบรวมที่เกิดในประเทศเอง ส่วนข้อตกลงข้ามประเทศนั้นมีไม่มาก ทั้งนี้ข้อตกลงส่วนใหญ่เป็นข้อตกลงเพื่อสร้างความร่วมมือ เชื่อมโยงของตลาดหลักทรัพย์เป็นหลัก

อย่างที่ได้อ้างถึงวิวัฒนาการที่เกิดขึ้นว่าการควบรวมตลาดนั้นไม่ได้เกิดขึ้นมาอย่างลอยๆ แต่มีที่มาที่ไปและต้องเกิดขึ้นภายใต้โครงสร้างที่เหมาะสม เช่นความสามารถในการเชื่อมโยงของระบบการซื้อขาย ความตกลงระหว่างตลาด เงื่อนไขกรอบการดำเนินนโยบายการกำกับดูแลที่ต้องประสานสอดคล้องกันรวมถึงลักษณะของโครงสร้างการบริหารของแต่ละตลาดหลักทรัพย์เองที่ในหลายๆตลาดยังไม่ได้มีการปรับสัดส่วนอย่างเหมาะสม เหล่านี้เป็นเงื่อนไขที่ต้องอาศัยการพิจารณาอย่างถี่ถ้วน ตัวอย่างที่เห็นได้อย่างชัดเจนเกี่ยวกับกฎการกำกับดูแลกรณีเกิดการประกอบธุรกรรมข้ามชาติเพราะยังคงมีนัยสำคัญเรื่องของสัญชาติของตลาดหลักทรัพย์เข้ามาเป็นตัวแปร โดยมากแล้วความเข้มงวดของการกำกับดูแลของแต่ละประเทศจะมีความแตกต่างกันจนอาจทำให้เกิดความได้เปรียบเปรียบในอุตสาหกรรมตลาดหลักทรัพย์ระหว่างประเทศต่างๆ ดังเช่นในกรณีของ ICE-Nymex ที่



ICE (Intercontinental Exchange) ที่ทำการซื้อขายทางอิเล็กทรอนิกส์โดยใช้ประโยชน์จากความไม่เท่าเทียมของมาตรฐานการกำกับดูแลที่ต่างกันระหว่างประเทศอังกฤษและสหรัฐอเมริกาในช่วงชิงส่วนแบ่งทางธุรกิจจากสินค้าสำคัญคือสัญญาซื้อขายน้ำมันล่วงหน้า West Texas Intermediate (WTI) จากตลาดสำคัญอย่าง Nymex ได้กว่าร้อยละ 25 โดยอ้างถึงการกำกับดูแลตามมาตรฐานที่เข้มงวดน้อยกว่าของอังกฤษ กรณีศึกษานี้เป็นกรณีสำคัญที่แสดงให้เห็นถึงการไม่ถูกจำกัดด้วยขอบเขตของสัญญาที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลที่ยังไม่มีคำตอบที่แน่ชัดและยังคงเป็นข้อถกเถียงสำหรับการซื้อขายที่ไม่ถูกจำกัดขอบเขตเช่นนี้

ด้วยเงื่อนไขของอุตสาหกรรมที่เปลี่ยนแปลงไป ความเคลื่อนไหวที่เกิดขึ้นในตลาดที่พัฒนาแล้วเป็นกระแสดึงดูดให้ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศกำลังพัฒนาที่จะหาแนวทางการปรับตัวเพื่อหาจุดยืนของตนเองและพัฒนาอุตสาหกรรมที่สามารถก่อให้เกิดประโยชน์ในวงกว้างได้

#### 4.6 การเติบโตของตลาดอนุพันธ์ในเอเชีย

ตลาดอนุพันธ์ในเอเชียมีการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วเมื่อเทียบกับตลาดตราสารทุน ณ สิ้นเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2549 พบว่ามูลค่าการซื้อขายอนุพันธ์ในเกาหลีและสิงคโปร์สูงกว่าการซื้อขายตราสารทุนถึง 35 เท่า และ 10 เท่าตามลำดับ ในช่วงที่ผ่านมา ตลาดหลักทรัพย์ต่างพากันหันมาให้ความสำคัญกับการพัฒนาตลาดอนุพันธ์เพิ่มมากขึ้นโดยมุ่งใช้ตลาดอนุพันธ์เป็นอีกช่องทางในการสร้างความแข็งแกร่งและความโดดเด่น เพื่อให้สามารถดึงดูดผู้ลงทุนจากทั้งในประเทศและต่างประเทศให้เข้ามาลงทุนในตลาดของตน ด้วยการใช้แนวกลยุทธ์ในแบบต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการขยายบริการให้ครอบคลุมมากขึ้น การทยอยออกสินค้าตัวใหม่ๆ ออกมาอย่างต่อเนื่อง หรือการพัฒนาความร่วมมือกับตลาดหลักทรัพย์อื่น ในการดำเนินการทั้งหลายทั้งปวงขณะเดียวกันก็มีภาวะการแข่งขันที่เพิ่มสูงขึ้น

#### 4.7 รูปแบบการพัฒนาตลาดอนุพันธ์ในเอเชีย

เพื่อเพิ่มโอกาสทางธุรกิจให้กับตลาดหลักทรัพย์ และเอื้อประโยชน์กับผู้ลงทุนเพื่อให้มีเครื่องมือบริหารความเสี่ยงทางการเงินที่หลากหลาย ได้มีการพัฒนาตลาดอนุพันธ์ทั้งภายในประเทศ และการพัฒนาความร่วมมือแบบข้ามทวีประหว่างตลาดอนุพันธ์ชั้นนำในอเมริกากับตลาดหลักทรัพย์ในเอเชีย โดย Singapore Exchange (SGX) ได้จับมือกับ Chicago Board of Trade (CBOT) ร่วมจัดตั้งตลาดอนุพันธ์แห่งใหม่คือ Joint Asian Derivatives Exchange (JADE) เปิดให้ซื้อขายตราสารอนุพันธ์ที่อ้างอิงกับสินค้าประเภทสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity)

จีนได้จัดตั้งตลาดอนุพันธ์แห่งใหม่ในเซี่ยงไฮ้อย่างเป็นทางการ คือ China Financial Futures Exchange เพื่อเป็นศูนย์กลางการซื้อขายสินค้าอนุพันธ์แห่งที่สี่ของจีน โดยมีตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้ ตลาดหลักทรัพย์เซินเจิ้น และตลาดอนุพันธ์อีก 3 แห่งในจีน (Shanghai Futures Exchange, Dalian Commodity Exchange และ Zhengzhou Commodity Exchange) รวมถึงหุ้นในอัตราร้อยละ 20 ซึ่งคาดว่าจะเริ่มเปิดซื้อขายสินค้าตัวแรกคือ Index Futures ที่อ้างอิงกับดัชนีหลักทรัพย์เอ (A share) ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้และเซินเจิ้น ซึ่งในความพยายามจัดตั้งตลาดอนุพันธ์ของจีนในครั้งนี้ ทาง China Securities Regulatory Commission (CSRC) ยังได้มีความร่วมมือกับองค์กรกำกับดูแลตลาดอนุพันธ์ของสหรัฐ Commodity Futures Trading Commission (CFTC) ตั้งแต่เมื่อปี พ.ศ. 2545 ซึ่งเอื้อประโยชน์แก่เงินในการรับคำแนะนำจาก CFTC ทั้งด้านมาตรฐานการกำกับดูแลตลาดอนุพันธ์ และการพัฒนาผลิตภัณฑ์

ตลาดหลักทรัพย์โอซาก้าได้มีความร่วมมือกับ Eurex ซึ่งเป็นตลาดอนุพันธ์ชั้นนำในยุโรป มีแผนเปิดให้มีการซื้อขาย Nikkei 225 Index Futures ในปี พ.ศ. 2550 เปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนเข้าถึงตลาดได้โดยไม่มีข้อจำกัดในเรื่องของเวลา โดยเอื้อให้ผู้ลงทุนทั้งในญี่ปุ่นและต่างประเทศสามารถซื้อขายตราสารนั้นนอกเวลาการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์โอซาก้า และยังเป็นอีกช่องทางที่จะช่วยให้ตลาดหลักทรัพย์โอซาก้าสามารถเพิ่มปริมาณธุรกรรมการซื้อขายสัญญาดังกล่าวเพิ่มขึ้นอีกด้วย

#### 4.8 ภาวะการแข่งขัน

ในขณะที่มีรูปแบบการพัฒนาตลาดอนุพันธ์ให้เห็นในแบบต่างๆ ก็ยังมีการแข่งขันเกิดขึ้นด้วยเช่นกัน ตัวอย่าง เช่นในกรณีการถือกำเนิดของ JADE ที่สามารถเห็นสัญญาณของการแข่งขันที่เกิดขึ้นจากกรณีการซื้อขายสัญญาน้ำมันปาล์มดิบล่วงหน้า ล่าสุดมาเลเซียซึ่งเป็นผู้ส่งออกน้ำมันปาล์มดิบรายใหญ่ของโลกและเป็นผู้นำของการซื้อขาย สัญญาน้ำมันปาล์มดิบล่วงหน้าได้ตัดสินใจปฏิเสธที่จะอนุญาตให้ JADE ใช้ราคาซื้อขายฟิวเจอร์น้ำมันปาล์มดิบเป็นราคาอ้างอิง เพราะเกรงว่าอาจจะถูกแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดไปจากการเปิดให้ซื้อขายสินค้าประเภทเดียวกัน

แม้จะมีโอกาสความเป็นไปได้ไม่มากนักที่คู่แข่งที่จะสามารถเอาชนะตลาดซึ่งเป็นผู้บุกเบิกและเปิดการซื้อขายสินค้าที่ได้รับการยอมรับในตลาดนั้นๆ อยู่ก่อนแล้ว ซึ่งตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียเองก็ตระหนักถึงข้อนี้แล้วดังเช่นจากประสบการณ์ในอดีต จากกรณีที่มาเลเซียไม่ประสบความสำเร็จกับการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าต่างๆ เช่น สัญญาซื้อขายยางพาราล่วงหน้า (RSS One และ SMR) ที่ไม่สามารถแข่งกับการซื้อขายสินค้าตัวเดียวกันที่ประสบความสำเร็จอย่างสูงในสิงคโปร์ สัญญาซื้อขายล่วงหน้ากาแฟ ที่ไม่สามารถดึงลูกค้าจากตลาดลอนดอนที่เป็นตลาดซื้อขายสัญญาล่วงหน้ากาแฟที่มีสภาพคล่องสูงได้ รวมทั้งกรณีสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดีบุกที่ต้องพ่ายต่อ London Metal Exchange

อย่างไรก็ตาม การตัดสินใจไม่อนุญาตให้ JADE ใช้ราคาซื้อขายของตนในครั้งนี้น่าจะถือว่าการตัดสินใจที่รอบคอบ เพื่อป้องกันมิให้คู่แข่งมาทำลายโอกาสทองของตนเอง เพราะถือได้ว่า JADE มีข้อได้เปรียบหลายด้านจากการเปิดซื้อขายสินค้าล่วงหน้า น้ำมันปาล์มดิบ เช่น มีการซื้อขายด้วยเงินสดดอลลาร์สหรัฐ และการส่งมอบสินค้าในรูปเงินสด ซึ่งน่าจะสามารถดึงความสนใจจากผู้ลงทุนได้มากกว่า โดยเฉพาะกลุ่มผู้ลงทุนที่ต้องการลดความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และโดยเฉพาะอย่างยิ่งหากเทียบค่าธรรมเนียมในการซื้อขายและชำระราคาของทั้งสองตลาดซึ่งจะเป็นอัตราที่ไม่แตกต่างกันมากนัก อย่างไรก็ตาม ล่าสุดตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียได้พยายามแสวงหาแนวกลยุทธ์เพื่อสร้างศักยภาพการแข่งขันของตน โดยมีแผนที่จะเปิดซื้อขายสัญญาล่วงหน้า น้ำมันปาล์มดิบด้วยสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐในต้นปีหน้า

คู่แข่งกันอีกคู่หนึ่งที่น่าจับตามองคือ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์กับจีน ในขณะที่จีนได้ประกาศจัดตั้ง China Financial Futures Exchange ซึ่งเป็นตลาดอนุพันธ์แห่งใหม่ในเดือนกันยายน โดยมีแผนจะเปิดให้ซื้อขายสัญญาล่วงหน้าอ้างอิงกับดัชนีหลักทรัพย์เอ ภายในปลายปีนี้ แต่ในเดือนเดียวกันนี้เองที่ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ก็ได้เปิดการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าอ้างอิงดัชนี FTSE/Xinhua China A50 ซึ่งประกอบด้วยดัชนีหลักทรัพย์เอ ในตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้ และตลาดหลักทรัพย์เซินเจิ้น นับเป็นการออกสินค้าที่มีลักษณะเดียวกับแผนการออกสินค้าตัวแรกของตลาดนี้ในจีน คงต้องติดตามภาวะการแข่งขันและกลยุทธ์ที่จะจัดมาใช้ของคู่ต่อไป

ในขณะที่ตลาดแต่ละแห่งมุ่งพัฒนาตลาดอนุพันธ์เพื่อสร้างจุดเด่นหรือจุดขายของตน เพื่อดึงดูดให้ผู้ลงทุนสนใจเข้ามาลงทุน สิ่งที่จะตามมาอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ คือ ภาวะการแข่งขันที่เพิ่มสูงขึ้น ดังนั้น จึงจำเป็นอย่างยิ่งที่ตลาดหลักทรัพย์จะต้องคำนึงถึงการวางแผนกลยุทธ์เพื่อป้องกันมิให้ตลาดอื่นเข้ามาแย่งโอกาสทางธุรกิจด้วยเช่นกัน

#### 4.9 ความเคลื่อนไหวของตลาดตราสารอนุพันธ์

Corporate Knights (CK) Capital ได้จัดทำบทศึกษาเกี่ยวกับการจัดทำรายงานแห่งความยั่งยืน (Sustainability Disclosure) พบว่า ปัจจุบันบริษัทในภูมิภาคยุโรปมีการรายงานอย่างมีประสิทธิภาพสูง ในขณะที่บริษัทในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนานั้น ได้มีการปรับปรุงการรายงานให้มีความมีประสิทธิภาพในอัตราที่เร็วขึ้นมากและจะลดช่องว่างระหว่างประเทศกำลังพัฒนาและประเทศพัฒนาแล้วได้ในไม่ช้า ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์สเปน BME Exchange เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นอันดับที่ 1 ด้านการรายงานข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน รองลงมาคือ เฮลซิงกิ โตเกียว ออสโล และโจฮันเนสเบิร์ก

Intercontinental Exchange (ICE) ประสบความสำเร็จในการควบรวมกิจการกับตลาดหลักทรัพย์ NYSE Euronext ด้วยมูลค่ากว่า 11,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา การควบรวมครั้งนี้ส่งผลให้เป็นผู้ประกอบการตลาดหลักทรัพย์ชั้นนำของโลกที่มีสินค้าที่หลากหลายครอบคลุมอัตราดอกเบี้ย หลักทรัพย์ อนุพันธ์ อัตราแลกเปลี่ยน พลังงาน โลหะและสินค้าโภคภัณฑ์ทางการเกษตรด้วย อนึ่ง บริษัทที่ควบรวมนี้จะมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่ 23,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ครอบคลุมตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก 16 แห่ง สำนักหักบัญชี 5 แห่ง และจะเป็นผู้นำด้านการระดมทุน ทั้งนี้ ทั้งสองแห่งจะยังคงแบรนด์ไว้ตามเดิม

NASDAQ OMX Stockholm แยกหน่วยงานการซื้อขายและชำระราคาออกจากกัน ตั้งแต่วันที่ 3 กันยายน พ.ศ. 2556 เป็นต้นไป โดยหน่วยงานชำระราคาจะดำเนินการภายใต้ชื่อใหม่ว่า “NASDAQ OMX Clearing AB” ในขณะที่บริษัทที่ทำหน้าที่เกี่ยวกับการซื้อขายจะย้ายไปอยู่ภายใต้ NASDAQ OMX GROUP และใช้ชื่อว่า NASDAQ OMX Stockholm AB

STOXX ออกดัชนี ASEAN Dividend 50 โดยคำนวณจากหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงที่สุดในกลุ่มประเทศอาเซียน ได้แก่ อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ และไทย เกณฑ์การนำหลักทรัพย์เข้าคำนวณในดัชนีนี้คือ หลักทรัพย์ดังกล่าวจะต้องอยู่ในดัชนี STOXX Asia มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันอย่างน้อย 1.5 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมาและมีสัดส่วนการจ่ายเงินปันผลต่อทุน (Dividend Pay-Out Ratio) ที่ร้อยละ 80 หรือน้อยกว่า ทั้งนี้ แต่ละประเทศจะมีหลักทรัพย์ได้ไม่เกินกว่า 15 หลักทรัพย์ หรือมีมูลค่าการตลาดไม่มากกว่าร้อยละ 10 ของทั้งหมด

กลุ่มตลาดหลักทรัพย์ CME Group ซึ่งเป็นพันธมิตรทางธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์โอซาก้า (Osaka Securities Exchange: OSE) เปิดตัวสัญญาซื้อขายออปชั่นที่อ้างอิงสกุลเงินเยน โดยจะเริ่มซื้อขายใน CME Globex ตั้งแต่วันที่ 13 มกราคม พ.ศ. 2557 และจะใช้ราคาในการส่งมอบของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า OSE Nikkei 225

กลุ่มตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ OMX เตรียมจ่ายเงินจำนวน 41.6 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา คืนให้กับบริษัทที่ได้รับผลกระทบจากการเสนอขายหุ้นแก่ประชาชนทั่วไป หรือ IPO ของบริษัท Facebook เมื่อปี พ.ศ. 2555 ซึ่งได้ประสบปัญหาความล่าช้า อันสืบเนื่องจากความผิดพลาดของระบบ

ตลาดหลักทรัพย์นิวซีแลนด์ (NZX) ให้ความสำคัญต่อการเพิ่มความแข็งแกร่งของตลาดทุนในระยะยาวผ่านการสนับสนุนการเติบโตของบริษัทขนาดเล็กและขนาดกลาง (SMEs) โดยได้จัดให้มีการสัมมนาพบปะนักลงทุน การเผยแพร่ข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ผ่าน [www.NZX.com](http://www.NZX.com) รวมทั้งการจัดทำงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์ Borsa Italiana ของอิตาลี ที่ได้ให้ความสำคัญต่อการเปิดให้บริษัท SMEs เข้าพบปะกับนักลงทุนมากขึ้น

ตลาดหลักทรัพย์เกาหลี (Korea Exchange: KRX) แต่งตั้ง Mr. Kyungsoo Choi ดำรงตำแหน่ง Chairman & CEO เริ่มมีผลวันที่ 1 ตุลาคม พ.ศ. 2556 ทั้งนี้ Mr. Choi ประกาศวิสัยทัศน์ที่จะส่งเสริมให้ KRX เป็นตลาดหลักทรัพย์ชั้นนำของโลก ผ่านกลยุทธ์การขยายตัวสู่สากลและการ

สนับสนุนการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไป (IPO) นอกจากนี้ ได้มุ่งเน้นการเพิ่มรายได้ของ KRX โดยเพิ่มความแข็งแกร่งในการสร้างโอกาสทางธุรกิจใหม่ๆ ในด้านการชำระราคาสำหรับการซื้อขายนอกตลาด (OTC Clearing) การพัฒนาสินค้าอนุพันธ์และโกลด์มันท์ใหม่ๆ รวมถึงธุรกิจการขายข้อมูล

ตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้ (Shanghai Stock Exchange: SSE) และบริษัทผู้จัดทำดัชนีของจีน China Securities Index (CSI) เปิดตัวดัชนีใหม่ SSE and CSI Urbanization ดัชนีประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนที่มีธุรกิจในเมืองใหญ่ที่กำลังเติบโตของจีน โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเป็นกลุ่มที่ผลักดันให้เกิดการเติบโตในเมืองใหญ่ของจีน อาทิ โครงสร้างพื้นฐาน การคมนาคม การก่อสร้าง เป็นต้น เพื่อให้ดัชนีเป็นตัวสะท้อนการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการบริโภคในเมืองใหญ่ของจีน และดึงดูดความสนใจในการลงทุน

ตลาดหลักทรัพย์โจฮันเนสเบิร์ก (Johannesburg Stock Exchange: JSE) ได้ร่วมลงนามความร่วมมือกับ GF Fund Management Company ซึ่งเป็นบริษัทจัดการกองทุนของจีน ในระหว่างการประชุม South Africa-China Market Forum เพื่อพัฒนาผลิตภัณฑ์ ETF อ้างอิงกับดัชนี FTSE/JSE Top 40 เพื่อให้นักลงทุนจีนสามารถลงทุนในหลักทรัพย์ของแอฟริกาใต้ อนึ่ง ก่อนหน้านี้นักลงทุนจีนสามารถลงทุนในผลิตภัณฑ์สินค้าอนุพันธ์ที่อ้างอิง FTSE/JSE Top 40 ในฮ่องกง ภายใต้ความร่วมมือ BRICS alliance ในโครงการ BRICS exchanges

ตลาดหลักทรัพย์โตเกียว (Tokyo Stock Exchange) ประกาศรายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่เน้นส่งเสริมการจ้างงานของผู้หญิงญี่ปุ่น เพื่ออยู่ภายใต้โครงการ “Empowerment of Women” ที่ TSE ร่วมมือกับกระทรวงเศรษฐกิจ การค้าและอุตสาหกรรมของญี่ปุ่น เพื่อสนับสนุนการทำงานของผู้หญิงที่มีส่วนสำคัญในการพลิกฟื้นเศรษฐกิจของญี่ปุ่น ได้ตลาดหลักทรัพย์โตเกียว (Tokyo Stock Exchange: TSE) มีการปรับลด Tick size โดยจะเริ่มเฟสแรกในเดือนมกราคม พ.ศ. 2557 ซึ่งจะลด Tick Size ของหลักทรัพย์ใน TOPIX 100 ลงเหลือที่ 1 เยน ปัจจุบัน Tick Size อยู่ที่ 5 เยน สำหรับหุ้นราคาระหว่าง 3,000-5,000 เยน และสูงสุด คือ 100,000 เยน สำหรับหุ้นที่ราคาสูงกว่า 50,000,000 เยน อย่างไรก็ตาม TSE จะเริ่มลดระดับ Tick Size ไปอย่างช้าๆ เพื่อพิจารณาถึงผลกระทบและให้การดำเนินการเป็นไปอย่างราบรื่นที่สุด สำหรับเฟสที่ 3 ซึ่งเป็นเฟสสุดท้ายนั้นมีการกำหนดในราวกลางปี 2558 อนึ่ง การดำเนินการดังกล่าวทำให้เกิดความวิตกกังวลในกลุ่มผู้ร่วมตลาดทั้งในด้านความสามารถของระบบในการรองรับปริมาณคำสั่งที่จะเพิ่มสูงขึ้น ด้านการปรับตัวของบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็กและผลกระทบของตลาดหลักทรัพย์ทางเลือกในญี่ปุ่น

ตลาดหลักทรัพย์มอสโก (Moscow Exchange) เปิดตัวตลาด OTC Derivatives Market เมื่อวันที่ 28 ตุลาคม พ.ศ. 2556 โดยจะมีการชำระราคาผ่าน NCC ซึ่งจะทำหน้าที่เป็นคู่สัญญากลาง (Central Counterparty) อันเอื้อประโยชน์แก่สมาชิกในด้านการดำรงเงินทุนและการเพิ่มโอกาสในการทำกำไรจากการบริหารสภาพคล่องที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น และเป็นไปตามข้อกำหนดของ G20 ในด้านการจัดให้มีศูนย์กลางของการซื้อขายอนุพันธ์นอกตลาดด้วย ตลาดหลักทรัพย์มอสโก (Moscow Exchange) และ Eurex ได้จัดทำความร่วมมือระหว่างกันเพื่อพัฒนาการซื้อขายอนุพันธ์ที่อ้างอิงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Foreign Exchange Derivatives) โดย Eurex มีกำหนดที่จะเปิดตัว Euro/Russian Rouble และ US Dollar/Russian Rouble FX futures บน Eurex ภายในไตรมาสที่ 4 ปี 2556

ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (Bursa Malaysia) เริ่มการซื้อขายฟิวเจอร์ทองคำ (Cash-Settled Gold Futures Contract) ซึ่งนับเป็นฟิวเจอร์ครั้งแรกที่อ้างอิงโลหะมีค่าของ Bursa Malaysia เพื่อรองรับความต้องการของนักลงทุนรายย่อย โดยซื้อขายด้วยสกุลเงินริงกิต และขนาดสัญญาที่ 100 กรัม ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (Bursa Malaysia) และ กลุ่มธนาคาร RHB ประสบความสำเร็จในการจัดกิจกรรม Invest Malaysia ที่ประเทศฮ่องกง นับเป็นโรดโชว์ครั้งที่ 4 โดยมีผู้จัดการกองทุนของฮ่องกงจำนวน 91 แห่ง เข้าร่วมงาน ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อส่งเสริมให้ Bursa Malaysia เป็นศูนย์กลางการลงทุนในภูมิภาค อื่นๆ กิจกรรม Invest Malaysia ครั้งต่อไปจะจัดที่นครนิวยอร์ก บอสตัน และซานฟรานซิสโก ในช่วงต้นเดือนพฤศจิกายนนี้

ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Singapore Exchange: SGX) มีการพัฒนาตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอ้างอิงไฟฟ้า (Electricity Futures Market) คาดว่าจะเปิดตัวภายในปลายปี พ.ศ. 2557 ตลาดดังกล่าว นับเป็นตลาดแห่งแรกในเอเชีย โดย SGX จะทำงานร่วมกับ Energy Market Authority และผู้ร่วมตลาดเพื่อที่จะพัฒนาผลิตภัณฑ์และโครงสร้างตลาดที่เอื้อต่อบริษัทผู้ผลิตกระแสไฟฟ้า ผู้จัดจำหน่ายลูกค้าและสมาชิกต่อไป ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Singapore Exchange: SGX) เริ่มซื้อขายฟิวเจอร์อ้างอิงถ่านหินประเภทให้ความร้อน (Thermal Coal) อันได้แก่ ดัชนี API 8 CFR China Coal และ HIS McCloskey Indonesian Sub-bit FOB ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Singapore Exchange: SGX) มีแผนในการลดขนาด board lot จาก 1,000 หน่วยเหลือเพียง 100 หน่วย โดยมีเป้าหมายที่ลดเหลือเพียง 1 หน่วยในอนาคต โดยขณะนี้ได้เปิดให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องแสดงความความคิดเห็น ทั้งนี้ วัตถุประสงค์การลดขนาด board lot เพื่อส่งเสริมให้นักลงทุนรายย่อยสามารถซื้อขายหลักทรัพย์ที่ราคาสูงได้มากขึ้น หลักทรัพย์ที่ปรับลดขนาด board lot มีดังนี้ หุ้นสามัญ, REITs,

Business Trusts, Company Warrants, Structured Warrants, Extended Settlement Contracts และหลักทรัพย์ที่ซื้อขายใน Global Quote ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Singapore Exchange: SGX) มีแผนในการลดขนาด board lot จาก 1,000 หน่วยเหลือเพียง 100 หน่วย โดยมีเป้าหมายที่ลดเหลือเพียง 1 หน่วยในอนาคต โดยขณะนี้ได้เปิดให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องแสดงความคิดเห็น ทั้งนี้ วัตถุประสงค์การลดขนาด board lot เพื่อส่งเสริมให้นักลงทุนรายย่อยสามารถซื้อขายหลักทรัพย์ที่ราคาสูงได้มากขึ้น หลักทรัพย์ที่รับลดขนาด board lot มีดังนี้ หุ้นสามัญ, REITs, REITs, Business Trusts, Company Warrants, Structured Warrants, Extended Settlement Contracts และหลักทรัพย์ที่ซื้อขายใน Global Quote ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Singapore Exchange: SGX) ร่วมกับหน่วยงานกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ของจีน (CSRC) อนุญาตให้บริษัทจีนจดทะเบียนใน SGX ได้โดยตรง โดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องยื่นขออนุญาตจาก CSRC และ SGX และปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของทั้งประเทศจีนและสิงคโปร์ นอกจากนี้ จะต้องจัดทำรายงานทางการเงินตามมาตรฐานการบัญชีของสิงคโปร์ด้วย

ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (Hong Kong Exchanges and Clearing: HKEx) เปิดให้มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Mini Hang Seng Index และ Mini H-shares Index ในช่วง After-hours Futures Trading (AHFT) (เวลา 17.00 – 23.00 น.) ในวันที่ 6 มกราคม พ.ศ. 2557 นอกเหนือจากที่มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Hang Seng Index และ H-shares Index อยู่ในปัจจุบัน นอกจากนี้ยังมีแผนที่จะเปิดให้มีการซื้อขายในลักษณะ block trading บน AHFT ด้วย ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง Hong Kong Exchanges and Clearing: HKEx) รับผิดชอบรัฐบาลสกุลเงินหยวนมูลค่า 10,000 ล้านหยวนเข้าจดทะเบียนซื้อขายบน HKEx ซึ่งก่อนหน้านี้ทางการจีนได้อนุมัติให้มีการออกพันธบัตรรัฐบาลของจีนในฮ่องกงเป็นเงิน 23,000 ล้านหยวนในปี พ.ศ. 2556 โดย 13,000 ล้านหยวนแรกได้นำเข้าจดทะเบียนซื้อขายบน HKEx เช่นกันเมื่อเดือนมิถุนายน พ.ศ.2556 สำหรับยอด 10,000 ล้านหยวนนี้ จะแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ 3,000 ล้านหยวน ที่จะเสนอขายแก่รายย่อยในฮ่องกง โดยสามารถจองซื้อได้ผ่านสมาชิกสำนักหักบัญชีของ HKEx คือ Central Clearing and Settlement System หรือ CCASS ซึ่งนับเป็นครั้งแรกที่เปิดให้มีการจองซื้อผ่าน HKEx ส่วนที่เหลืออีก 7,000 ล้านหยวน จะเป็นการเสนอขายแก่นักลงทุนสถาบัน ตลาดอนุพันธ์ NYSE Liffe ประกาศเปิดตัว Universal Stock Futures ที่อ้างอิงหุ้นของแคนาดาและแอฟริกาใต้บน Bclear ซึ่งให้บริการด้านการซื้อขายและการชำระราคา นับเป็นหนึ่งในแผนงานที่มุ่งขยายขอบเขตการให้บริการของ Bclear ให้ครอบคลุมตลาดทุนทั้งที่พัฒนาแล้วและตลาดเกิดใหม่ด้วย ตลาดอนุพันธ์ฮ่องกง (Hong Kong Futures Exchange: HKFE) บริษัทในเครือตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (Hong Kong Exchanges and Clearing: HKEx) ประกาศให้นักลงทุนจากสหรัฐอเมริกาสามารถซื้อขายสัญญาล่วงหน้าอ้างอิงดัชนี CES China 120



ได้ ภายหลังจากได้รับอนุมัติจากหน่วยงานกำกับการซื้อขายสินค้าโภคภัณฑ์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของสหรัฐอเมริกา (Commodity Futures Trading Commission: CFTC) ซึ่งดัชนี CES China 120 (CES 120 Index) นี้ อ้างอิงบริษัทจดทะเบียนในหุ้น A Shares ของตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้และเงินจีน และบริษัทที่จดทะเบียนใน HKEx ทางกรรองกจัดตั้งคณะทำงาน Bills Committee เพื่อศึกษาแนวปฏิบัติสำหรับธุรกรรมอนุพันธ์นอกตลาด (OTC Derivatives) ในฮ่องกง ทั้งในด้านการรายงานธุรกรรม การซื้อขายและการชำระราคา ให้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน โดยมี Securities Futures Commission (SFC) และ Hong Kong Monetary Authority (HKMA) ร่วมมือกันศึกษาและกำหนดทิศทางเพื่อให้เป็นไปตามมาตรฐานสากล

สำนักงาน กลต. มาเลเซีย (Securities Commission of Malaysia) อนุมัติการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอ้างอิงทองคำในตลาดอนุพันธ์มาเลเซีย กำหนดเริ่มการซื้อขายวันที่ 7 ตุลาคม พ.ศ. 2556

สิงคโปร์และประเทศในกลุ่มเอเปคร่วมลงนาม Asia Region Funds Passport (ARFP) เพื่อส่งเสริมให้เกิดการซื้อขายกองทุนระหว่างประเทศในภูมิภาคเอเชีย โดยผู้จัดการกองทุนสามารถเสนอขายกองทุนให้แก่นักลงทุนประเทศใดๆ ในเอเชียที่เข้าร่วมโครงการดังกล่าว ซึ่งประเทศที่เข้าร่วมในเบื้องต้นประกอบด้วยสิงคโปร์ ออสเตรเลีย เกาหลี และนิวซีแลนด์ โดยจะทำการสอบถามความคิดเห็นจากนักลงทุนในต้นปี พ.ศ. 2557 และคาดว่าจะเริ่ม ARFP ภายในปี พ.ศ. 2559

จากที่กล่าวมาจะ พบว่า ตลาดตราสารอนุพันธ์ในต่างประเทศ มีสภาพคล่องทางการตลาดที่สูง มีจำนวนสัญญาซื้อขายในปริมาณมาก มีผลิตภัณฑ์ที่หลากหลายรองรับการเข้ามาลงทุนของนักลงทุน มีการใช้เทคโนโลยีที่เป็นเครื่องมือในการลงทุนที่ทันสมัย ตลาดใหญ่ๆ มีการเชื่อมโยงถึงกันเอื้อต่อการเข้ามาลงทุนของนักลงทุน เปิดโอกาสให้นักลงทุนเข้าถึงตลาดได้ง่าย นอกจากนี้ยังพบว่า

ในปัจจุบันบริษัทในภูมิภาคยุโรปมีการรายงานอย่างมีประสิทธิภาพสูง ในขณะที่บริษัทในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนานั้น ได้มีการปรับปรุงการรายงานให้มีประสิทธิภาพในอัตราที่เร็วขึ้นมาก และจะลดช่องว่างระหว่างประเทศกำลังพัฒนาและประเทศพัฒนาแล้ว

มีการรวบรวมกิจการซึ่งส่งผลให้เป็นผู้ประกอบการตลาดหลักทรัพย์ชั้นนำของโลกที่มี  
สินค้าที่หลากหลายครอบคลุมอัตราดอกเบี้ย หลักทรัพย์ อนุพันธ์ อัตราแลกเปลี่ยน พลังงาน โลหะ  
และสินค้าโภคภัณฑ์ทางการเกษตร

มีการแยกหน่วยงานการซื้อขายและชำระราคาออกจากกัน

มีการเปิดตัวสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอ้างอิงสกุลเงินเยน

มีการคืนเงินให้กับบริษัทที่ได้รับผลกระทบจากการเสนอขายหุ้นแก่ประชาชนทั่วไปซึ่งได้  
ประสบปัญหาความล่าช้า อันสืบเนื่องจากความผิดพลาดของระบบ

มีการเพิ่มความแข็งแกร่งของตลาดทุนในระยะยาวผ่านการสนับสนุนการเติบโตของ  
บริษัทขนาดเล็กและขนาดกลาง

มีการสร้างโอกาสทางธุรกิจใหม่ๆ ในด้านการชำระราคาสำหรับการซื้อขายนอกตลาด  
(OTC clearing) การพัฒนาสินค้าอนุพันธ์และ โภคภัณฑ์ใหม่ๆ รวมถึงธุรกิจการขายข้อมูล

มีการเปิดตัวดัชนีใหม่ เพื่อให้ดัชนีเป็นตัวสะท้อนการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการบริโภค  
ในหัวเมืองใหญ่และดึงดูดความน่าสนใจในการลงทุน

มีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ ETF อ้างอิงกับดัชนี FTSE/JSE Top 40 เพื่อให้นักลงทุนสามารถ  
ลงทุนในหลักทรัพย์ของแอฟริกาใต้

มีการปรับลดช่วงห่างของราคา (Tick Size)

มีการเปิดตัวตลาด OTC Derivatives Market

เริ่มมีการซื้อขายฟิวเจอร์สอ้างอิงถ่านหินประเภทให้ความร้อน

มีการศึกษาแนวปฏิบัติสำหรับธุรกรรมอนุพันธ์นอกตลาด (OTC Derivatives) ทั้งในด้าน  
การรายงานธุรกรรม การซื้อขายและการชำระราคา ให้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน

มีการส่งเสริมให้เกิดการซื้อขายกองทุนระหว่างประเทศในภูมิภาคเอเชีย โดยผู้จัดการ  
กองทุนสามารถเสนอขายกองทุนให้แก่นักลงทุนประเทศใดๆ ในเอเชียที่เข้าร่วมโครงการก็ได้

## บทที่ 5

### ภาพรวมตลาดทุนไทย

เนื้อหาบทนี้ ผู้วิจัยได้ทบทวนเอกสารและงานวิจัยต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย โดยค้นหาสภาพและทิศทางการซื้อขายตราสารอนุพันธ์เพื่อนำมาเป็นแนวทางในการพัฒนาตลาดทุนไทย โดยเนื้อหาแบ่งเป็น 2 ส่วน ได้แก่

ส่วนที่ 1 ประวัติความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ส่วนที่ 2 พัฒนาการตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย

#### 5.1 ประวัติความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดทุนไทยยุคใหม่มีจุดเริ่มต้นจากการประกาศใช้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 1 (พ.ศ. 2504 - 2509) เพื่อรองรับการเติบโตและส่งเสริมความมั่นคงทางเศรษฐกิจและพัฒนาคุณภาพชีวิตของประชาชน ต่อมา แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2510 - 2514) ได้เสนอให้มีการจัดตั้ง ตลาดหลักทรัพย์ที่มีระบบระเบียบขึ้นเป็นครั้งแรก โดยเน้นให้มีบทบาทสำคัญในการเป็นแหล่งระดมเงินทุน เพื่อสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมของประเทศ

ก่อนที่จะมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ขึ้นมานั้นประเทศไทยได้มีการจัดตั้ง “บริษัทลงทุน” ในปี พ.ศ. 2503 โดยกลุ่มเอกชนส่วนใหญ่ซึ่งเป็นชาวต่างประเทศได้จัดตั้งสถาบันการเงินประเภทบริษัทจัดการลงทุน (Investment Management Company) ขึ้นดำเนินการในลักษณะกองทุนรวม (Mutual Fund) โดยให้ใช้ชื่อว่า กองทุนรวมไทย (Thai Investment Fund) หรือ TIF ต่อมาในเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2505 กลุ่มอุตสาหกรรมไทยเอกชนได้ร่วมกันจัดตั้งกิจการดำเนินงานในลักษณะสถานปริวรรตหุ้นที่เรียกว่าตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้ชื่อว่า บริษัทตลาดหุ้นกรุงเทพ จำกัด (Bangkok Stock Exchange)

พัฒนาการของตลาดทุนของไทยในยุคใหม่นั้น สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ยุค เริ่มจาก “ตลาดหุ้นกรุงเทพ” (Bangkok Stock Exchange) ซึ่งเป็นองค์กรเอกชน และต่อมาเป็น “ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ภายใต้ชื่อภาษาอังกฤษว่า “The Securities Exchange of Thailand”

### ยุคที่ 1 การจัดตั้งตลาดหุ้นกรุงเทพ

การจัดตั้งตลาดหุ้นของไทยเริ่มขึ้นในเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2505 ในรูปห้างหุ้นส่วนจำกัด โดยในปีต่อมาได้จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัดและเปลี่ยนชื่อเป็น “ตลาดหุ้นกรุงเทพ” (Bangkok Stock Exchange) ตลาดหุ้นกรุงเทพดังกล่าวใช้เป็นสถานที่ซึ่งสมาชิกชุมนุมเพื่อแลกเปลี่ยนซื้อขายหลักทรัพย์ ตลาดหุ้นที่มีอยู่ขณะนั้น ไม่ได้ทำหน้าที่ตลาดหุ้นอย่างแท้จริง คือ การซื้อขายหุ้นที่สมาชิกกระทำให้ลูกค้านั้นมีได้กระทำในตลาดหุ้น แต่จะกระทำที่สำนักงานของสมาชิกแต่ละคน นอกจากนี้การบริหารตลาดหุ้นก็ยังไม่มีประสิทธิภาพดีพอ อุปสรรคที่สำคัญในการดำเนินธุรกิจหลักทรัพย์ คือ บริษัทหลักทรัพย์ต่างๆ มีทุนในปริมาณจำกัดทำให้ไม่สามารถขยายธุรกิจในด้านนี้ได้อย่างกว้างขวางเพียงพอและไม่ลืกล้มเท่าที่ควร ถึงแม้ว่าจะมีพื้นฐานในการจัดตั้งที่ดีการซื้อขายในตลาดหุ้นกรุงเทพ ก็ไม่ได้รับความสนใจมากนักมูลค่าการซื้อขายมีเพียง 160 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2511 และ 114 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2512 การซื้อขายมีปริมาณลดลงเป็น 46 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2513 และลดลงเหลือ 28 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2514 การซื้อขายหุ้นผู้มีมูลค่าถึง 87 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2515 แต่การซื้อขายหุ้นก็ยังไม่เป็นที่สนใจ โดยมูลค่าการซื้อขายหุ้นที่ต่ำที่สุดมีเพียง 26 ล้านบาทเท่านั้น และ ในที่สุดตลาดหุ้นกรุงเทพก็ต้องปิดกิจการลง เป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปว่าตลาดหุ้นกรุงเทพไม่ประสบความสำเร็จเท่าที่ควร เนื่องจากขาดการสนับสนุนจากภาครัฐ ประกอบกับประชาชนยังขาดความรู้ความเข้าใจที่เพียงพอ ในเรื่องตลาดทุน การพัฒนาบริษัทต่างๆ ในประเทศไทยส่วนใหญ่จึงเกิดจากเงินทุนของเจ้าของกิจการเป็นส่วนใหญ่ ถ้ามีเงินไม่เพียงพอก็กู้ยืมจากสถาบันการเงินที่มีอยู่ในขณะนั้น

### ยุคที่ 2 การจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในปี พ.ศ. 2510 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เชิญศาสตราจารย์ซิดนีย์ (Sydney M. Robbins) ผู้เชี่ยวชาญด้านการพัฒนาตลาดทุน และเป็นศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการเงิน จากมหาวิทยาลัยโคลัมเบีย สหรัฐอเมริกา เข้ามาช่วยศึกษาโครงสร้างตลาดเงินและตลาดทุนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2512 ต่อมาเมื่อเดือนเมษายน พ.ศ. 2513 ก็ได้เสนอรายงานต่อธนาคารแห่งประเทศไทย ในเอกสาร

ชื่อ "A Capital Market in Thailand" หรือ "ตลาดทุนในประเทศไทย" รายงานฉบับนี้ชี้ให้เห็นถึงปริมาณหลักทรัพย์และผู้สนใจซื้อขายหลักทรัพย์ในขณะนั้นว่ามีอยู่จำนวนมาก รวมทั้งมีปัญหากฎหมายและอื่นๆ อีกหลายประการ และได้เสนอแนะหลักการและแนวทางเพื่อการแก้ไขปัญหาคตลาดทุนของประเทศไทยไว้

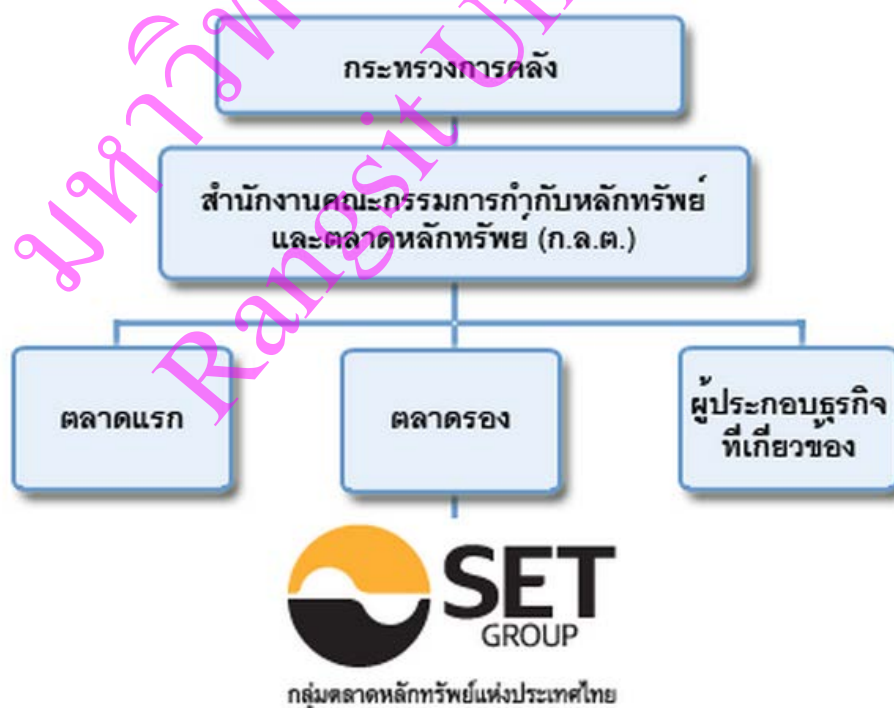
ในปี พ.ศ. 2515 รัฐบาลได้เข้ามามีบทบาทโดยการแก้ไข "ประกาศคณะปฏิวัติที่ 58" เกี่ยวกับการควบคุมธุรกิจ การค้า ที่มีผลกระทบต่อความปลอดภัยและความเป็นอยู่ของประชาชน" การแก้ไขดังกล่าวส่งผลให้รัฐบาลสามารถกำกับดูแลการดำเนินงานของบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้การดำเนินงานเป็นไปอย่างมีระเบียบและยุติธรรม ผลจากข้อเสนอแนะของ Sydney M. Robbins คณะกรรมการมีความเห็นว่าควรรวมการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศไทยให้อยู่ที่เดียวกัน และควรเปิดโอกาสให้ประชาชนทั่วไปได้เห็นวิธีการประมูลซื้อขายด้วย ในที่สุดกระทรวงการคลังได้พิจารณาแต่งตั้งคณะกรรมการจัดตั้งตลาดหุ้น และได้มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 เมื่อวันที่ 20 พฤษภาคม พ.ศ. 2517 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมทุนในประเทศ ตามมาด้วยการแก้ไขบทบัญญัติเกี่ยวกับรายได้เพื่อให้สามารถนำเงินออมมาลงทุนในตลาดหุ้นได้ เมื่อได้เตรียมการต่างๆ แล้วจึงได้เปิดทำการซื้อขายครั้งแรกเมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 และทำพิธีเปิดตลาดหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2518 ภายใต้การควบคุมของกระทรวงการคลัง และได้ทำการเปลี่ยนชื่อภาษาอังกฤษเป็นจากเดิม "Securities Exchange of Thailand" มาเป็น "Stock Exchange of Thailand" (SET) เมื่อวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2534

ปัจจัยทุนเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญต่อการพัฒนาการและการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ อันจะส่งผลต่อระดับรายได้และความเป็นอยู่ที่ดีของประชาชน ซึ่งเป็นผลจากการที่การเพิ่มขึ้นของการลงทุนจะส่งผลต่อการเพิ่มผลผลิต ภาวะการจ้างงาน และตัวแปรอื่นๆ ในเศรษฐกิจมหภาค ดังนั้นตลาดการเงิน (Financial Market) จึงเป็นแหล่งเงินทุนทั้งในด้านการระดมทุนของผู้ต้องการเงินทุนและเป็นแหล่งการปล่อยเงินทุนสำหรับผู้ที่ต้องการปล่อยเงินทุนส่วนเกินที่ตนมีอยู่ ตลอดจนเป็นแหล่งอำนวยความสะดวกแก่บุคคลทั้งสองฝ่ายให้สามารถทำธุรกรรมได้สะดวกขึ้น ทั้งนี้ตลาดการเงินซึ่งมีสถาบันการเงินเป็นสื่อกลางในการระดมเงินออมจากประชาชน ภาคธุรกิจ และภาครัฐบาล ซึ่งตลาดทุนนับเป็นส่วนหนึ่งของตลาดการเงินจึงมีบทบาทที่สำคัญอย่างยิ่งต่อการพัฒนาเศรษฐกิจไทย

กระบวนการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ได้ดำเนินการมาอย่างต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน ภายใต้กรอบหน้าที่ที่มีการวางไว้อย่างเป็นระบบ แต่ก็ปฏิเสธมิได้ว่าการดำเนินงานต่างๆ อาจต้องประสบกับภาวะอุปสรรคต่างๆ อันมาจากผลการดำเนินงานของสถาบันที่เกี่ยวข้อง จากสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ การเมือง และภาคต่างประเทศ ซึ่งส่งผลต่อการพัฒนาประเทศอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้เช่นกัน สำหรับการศึกษานในส่วนนี้จะนำเสนอถึงบทบาทและหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาพัฒนาการของตลาดตั้งแต่เปิดตลาดถึงปัจจุบัน (ตรงกับแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติตั้งแต่ฉบับที่ 3 เป็นต้นมา) เหตุการณ์ที่มีความสำคัญต่อตลาด ตลาดหลักทรัพย์กับการพัฒนาเศรษฐกิจ ทิศทางอันเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาและแนะนำ

### 5.1.1 โครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุน

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และกำหนดอำนาจหน้าที่ให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นผู้กำหนดนโยบายและควบคุมการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



รูปที่ 5.1 โครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุน

ที่มา : [www.set.co.th](http://www.set.co.th), 5 มีนาคม 2557

### ตลาดแรก

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ทำหน้าที่กำกับและดูแลตลาดแรก โดยบริษัทใดที่ต้องการออกหลักทรัพย์ใหม่เสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering) หรือเสนอขายหลักทรัพย์อื่นๆ แก่ประชาชน ต้องขออนุมัติจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และดำเนินการตามเกณฑ์ที่กำหนด จากนั้นคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จะต้องตรวจสอบสถานะทางการเงินและการดำเนินงานของบริษัทนั้นก่อนที่จะอนุมัติให้บริษัททำการออกหลักทรัพย์ขายแก่ประชาชนได้

### ตลาดรอง

หลังจากการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรก หลักทรัพย์จะสามารถทำการซื้อขายในตลาดรองได้ก็ต่อเมื่อผู้ออกหลักทรัพย์นั้นได้ยื่นคำขอและได้รับอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว

#### 5.1.2 บทบาทและหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์ที่สำคัญในการจัดตั้งตลาดฯก็เพื่อให้เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพทั้งในด้านดำเนินงาน (Operation Efficiency) และด้านการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสาร (Information Efficiency) มีความยุติธรรมและมีความเป็นมาตรฐานสากล อันจะเป็นการส่งเสริมให้เกิดการออมและระดมทุนภายในประเทศอันจะเป็นรากฐานที่สำคัญในการพัฒนาประเทศและนับว่าเป็นแนวทางหนึ่งในการดำเนินเป้าหมายทางเศรษฐกิจ โดยบทบาทหลักๆของตลาดหลักทรัพย์ได้แก่

1) การส่งเสริมการออมและการระดมทุน สำหรับบทบาทในด้านนี้เป็นการพิจารณาว่าตลาดหลักทรัพย์เป็นแหล่งที่ก่อให้เกิดการออกหลักทรัพย์ใหม่มาสู่สาธารณชน ทำให้ผู้มีความต้องการเงินทุนและผู้ที่ต้องการลงทุนได้มาทำการซื้อขายกัน ทั้งนี้หลักทรัพย์ที่มีอยู่ในตลาดทั้งในเชิงปริมาณและคุณภาพก็เป็นตัววัดพัฒนาการได้อย่างหนึ่ง ซึ่งตราสารที่มีการระดมทุนนั้นมีระยะเวลายาวนานกว่า 1 ปี เงินทุนที่มีการระดมได้ก็จะนำไปสู่การลงทุนในภาคธุรกิจ เกิดการจ้างงานที่มากขึ้น ในแง่ของผู้ลงทุนก็สามารถใช้การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นช่องทางหนึ่งในการ

ลงทุน ซึ่งในการลงทุนนั้นจะให้ผลตอบแทนในรูปส่วนเกินมูลค่าหุ้นและเงินปันผลที่จะได้จากหลักทรัพย์เหล่านั้น หน้าทีในข้อแรกนี้อาจพิจารณาในมุมมองของการที่ตลาดหลักทรัพย์ที่มีการออกหลักทรัพย์ใหม่เป็นตลาดแรกในการระดมทุน (Primary Market)

2) การสร้างสภาพคล่อง เป็นผลดีอีกประการในการเกิดตลาดหลักทรัพย์ เพราะหากการระดมทุนกระทำเพียงในตลาดแรกเพียงอย่างเดียวโดยไม่มีตลาดรอง (Secondary Market) ในการรองรับ การซื้อขายหลักทรัพย์เหล่านั้นก็จะมีการซื้อขายแลกเปลี่ยนได้อย่างยากลำบาก ซึ่งตรงจุดนี้จะไม่ส่งผลดีในลักษณะที่บริษัทจะออกหลักทรัพย์แล้ว หากผู้ซื้อได้ยากเพราะไม่มีความมั่นใจว่าหลักทรัพย์เหล่านั้นจะมีมูลค่าที่สูงขึ้นหรือลดลง และอาจไม่สามารถทำการเปลี่ยนมือได้อย่างรวดเร็ว ดังนั้นการมีตลาดรองช่วยทำให้เกิดสภาพคล่องในการซื้อขายเปลี่ยนมือในหลักทรัพย์ และทำให้ผู้ต้องการระดมทุนกับผู้ต้องการลงทุนสามารถทำตามวัตถุประสงค์ที่แต่ละฝ่ายต้องการได้ง่ายขึ้น

3) การเป็นตัวช่วยในการปรับโครงสร้างทางธุรกิจ ในประเด็นนี้อาจเป็นลักษณะทางการเงินที่มีความสำคัญต่อภาคธุรกิจ นั่นคือ มูลค่าของกิจการจะมีค่ามากที่สุดหากกิจการมีการเลือกใช้โครงสร้างทางการเงินอย่างเหมาะสม ซึ่งโครงสร้างทางการเงินในที่นี้หมายถึงสภาวะความเป็นหนี้สินต่อความเป็นเจ้าของที่อาจวัดโดยอัตราส่วนระหว่าง หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) ซึ่งในการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินนั้นก็เป็นเรื่องเกี่ยวกับระบบสถาบันการเงินในส่วนของธนาคารพาณิชย์ที่ทำการปล่อยสินเชื่อให้กับภาคธุรกิจหรืออาจเป็นตราสารหนี้ที่บริษัทออกสู่สาธารณชน ในขณะที่ส่วนของผู้ถือหุ้นในแง่การระดมเงินทุนจากการออกหุ้นนั้นก็เป็นการขายตรงที่ตลาดหลักทรัพย์เข้ามามีส่วนเกี่ยวข้อง นอกจากนี้การที่บริษัทสามารถที่จะระดมทุนได้เป็นระยะๆตามแผนการขยายตัวทางธุรกิจและสภาพหรือช่องทางการลงทุนที่เหมาะสม ตลอดจนผู้ระดมทุนสามารถจะเลือกใช้ตราสารได้อย่างเหมาะสมเพื่อให้ธุรกิจมีการเจริญเติบโตและมีความมั่นคง ก็ย่อมเป็นผลดีต่อการพัฒนาประเทศ ซึ่งเป็นบทบาทหลักประการหนึ่งของตลาดที่มีต่อการพัฒนาระบบเศรษฐกิจ

4) เป็นแหล่งกลางในการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์อย่างมีระเบียบ ในการดำเนินงานของตลาดฯ นั้นความเป็นระเบียบของการซื้อขายตลอดจนความยุติธรรมในการซื้อขายหรือการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารให้เกิดความเท่าเทียมกันให้แก่สมาชิกที่อยู่ในตลาด โดยที่การซื้อขายที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์เป็นไปตามอุปสงค์และอุปทานของตลาดในช่วงระยะเวลาหนึ่งๆ



ซึ่งการเป็นแหล่งกลางในการซื้อขายตลาดก็จำเป็นต้องมีระบบที่เป็นมาตรฐานในการรับและชำระราคา และต้องมีระบบป้องกันความผิดพลาดที่จะเกิดขึ้นจากการดำเนินงานและมีระบบตรวจสอบการกระทำอันมิชอบได้รวดเร็วและถูกต้อง

5) การสนับสนุนให้ประชาชนมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของกิจการ เป็นข้อดีอีกประการในการเกิดตลาดฯ เพราะการลงทุนในหุ้นสามัญนั้นให้ผลที่ตามมาคือการร่วมเป็นเจ้าของกิจการร่วมกับผู้ถือหุ้นรายอื่นตามสัดส่วนของหุ้นที่มีอยู่ การมีตลาดทำให้ผู้ลงทุนสามารถที่จะเลือกการลงทุนในอุตสาหกรรมต่างๆที่ได้ตามเป้าหมายที่ต้องการ เป็นการสนับสนุนให้คนร่วมเป็นเจ้าของกิจการในประเทศ อันจะเป็นการส่งเสริมต่อการขยายตัวในทางเศรษฐกิจในระยะยาว

6) ให้ความคุ้มครองผลประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องในตลาด การให้ความคุ้มครองนั้นเป็นการให้ความคุ้มครองในด้านกรให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ตามความจำเป็นและความเหมาะสม ราคาที่เกิดขึ้นในการซื้อขายจึงเป็นราคาที่เป็นธรรม และตลาดยังคงต้องมีการสอดส่องดูแลการกระทำอันก่อให้เกิดผลเสียต่อตลาดและผู้ลงทุนต่างๆ เช่น ในกรณีการสร้างราคาอันเป็นเท็จหรือการปั่นหุ้น การใช้ประโยชน์ในทางที่ผิดจากข้อมูลวงใน เป็นต้น และการมีระบบสัญญาณเตือนภัยที่เหมาะสม

7) การสร้างข้อมูลข่าวสารอันเป็นประโยชน์ต่อระบบภาคเศรษฐกิจ การที่กิจการจะเข้ามาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำเป็นต้องทำตามกฎระเบียบต่างๆที่ตลาดฯได้กำหนด รวมถึงการส่งข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท รายงานทางการเงิน และข้อมูลอื่นๆตามที่ตลาดฯกำหนดให้ส่งตามเวลาที่กำหนด ซึ่งข้อมูลส่วนนี้หากเป็นกิจการที่ไม่ได้อยู่ในตลาดหลักทรัพย์การเข้าถึงก็จะทำได้ยากกว่า และข้อมูลข่าวสารเหล่านี้ก็สามารถใช้เป็นเครื่องมือในการตัดสินใจการลงทุนสำหรับผู้ลงทุน และสามารถทำให้บุคคลทั่วไปสามารถตรวจสอบสถานภาพของกิจการ ความถูกต้องโปร่งใสในการดำเนินงานของผู้บริหารกิจการได้

8) ขยายฐานภาษีให้กับภาครัฐบาล ข้อนี้เป็นผลมาจากการที่ข้อมูลทั้งหลายเวียนอยู่ในตลาดเป็นข้อมูลที่มีคุณภาพและถูกกลั่นกรองมาในระดับหนึ่งและมีการตรวจสอบจากหลายๆฝ่าย จึงทำให้ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวกับกิจการมีความถูกต้อง ซึ่งสามารถทำให้รัฐสามารถจัดเก็บภาษีได้อย่างเต็มเม็ดเต็มหน่วย และการทำธุรกรรมบางอย่างทำให้เกิดผลรายได้ที่ทำให้รัฐสามารถใช้เป็นฐานภาษีได้ ซึ่งก็เป็นบทบาทที่มีความสำคัญอีกประการของตลาดหลักทรัพย์

9) การเป็นดัชนีชี้การพัฒนาทางเศรษฐกิจของประเทศ เป็นที่ทราบกันอย่างกว้างขวางว่าการกล่าวถึงความเจริญทางเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ การพัฒนาในด้านเงินทุน โดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์จะเป็นดัชนีชี้วัดความเจริญเติบโตและการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่มีความสำคัญอีกดัชนีหนึ่ง นอกจากนี้หากพิจารณาว่าการที่ตลาดฯ มีความเจริญเติบโตอาจเป็นสัญญาณบ่งชี้ว่าภาคธุรกิจมีความเติบโตด้วย

ดังจะเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ในฐานะสถาบันการเงินที่มีความเกี่ยวข้องกับตลาดทุนนั้นมีความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจอย่างมาก ในส่วนต่อไปเป็นการนำเสนอถึงพัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลทางสถิติเป็นพื้นฐานในการวิเคราะห์

### 5.1.3 ภาวะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

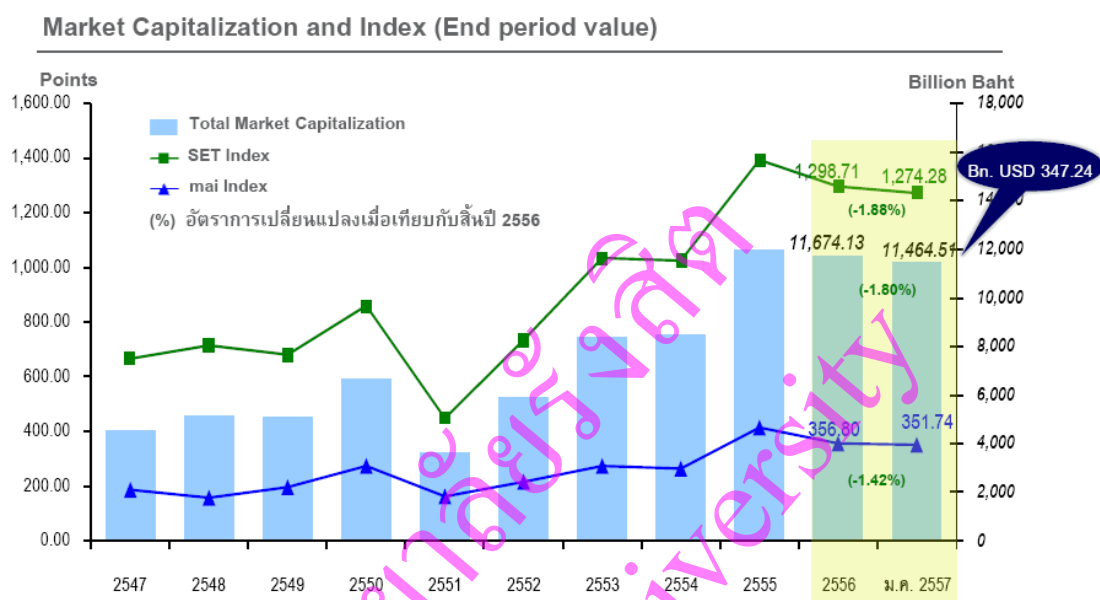
สถิติภาพรวมบริษัทจดทะเบียนใหม่ ในเดือนมกราคม พ.ศ.2557 มีบริษัทเข้าจดทะเบียนใหม่ 1 บริษัท ในขณะที่ไม่มีบริษัทเพิกถอนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้มีจำนวนบริษัทจดทะเบียน ทั้งหมด 585 บริษัท ในที่นี้ไม่รวมกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่มีการปรับโครงสร้างหรือเปลี่ยนชื่อจะไม่ถือว่าเป็นบริษัทจดทะเบียนเข้าใหม่ ดังแสดงตามรูปที่ 5.2



รูปที่ 5.2 แผนภาพบริษัทเข้าจดทะเบียนใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ที่มา : SETSMART และ SET. <http://www.set.or.th>, 5 มีนาคม 2557

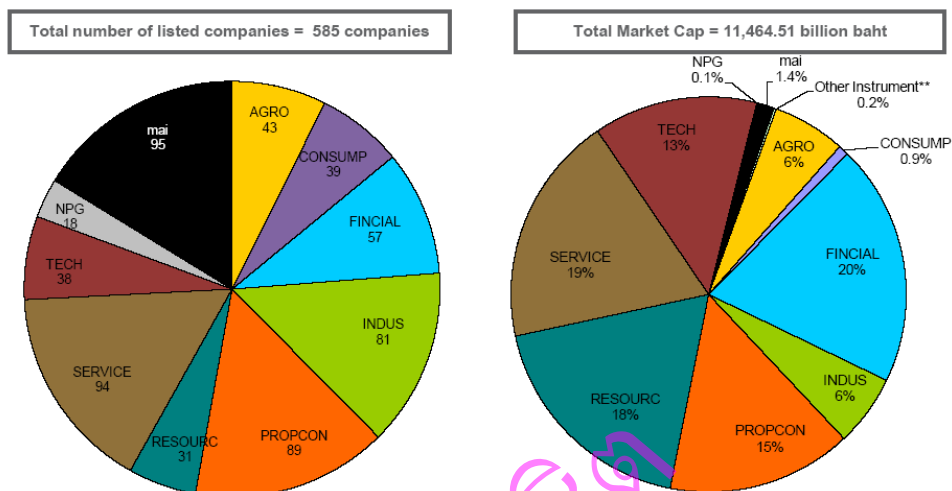
สถิติภาพรวมตลาดมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวม ณ สิ้นเดือนมกราคม พ.ศ. 2557 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวม SET Index และ Mai Index ปรับลดลงเมื่อเทียบกับ ณ สิ้นปี พ.ศ. 2556 ดังแสดงตามรูปที่ 5.3



รูปที่ 5.3 ภาพรวมตลาดมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวม ณ สิ้นเดือนมกราคม 2557

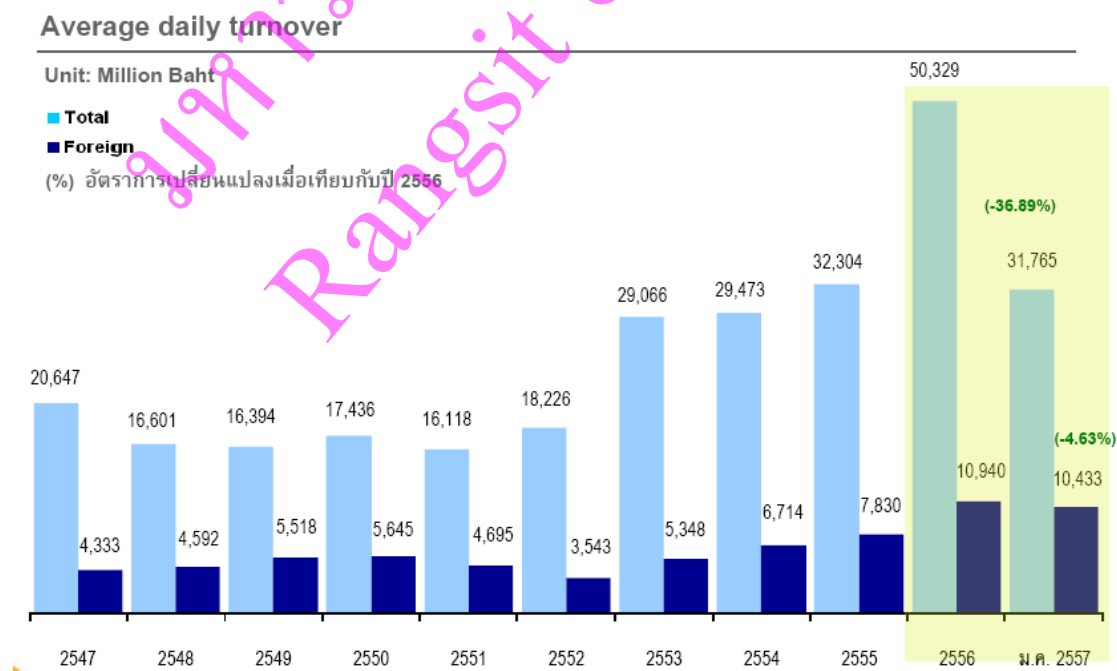
ที่มา : SETSMART. <http://www.set.or.th>, 5 มีนาคม 2557

สถิติภาพรวมมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการ ณ สิ้นเดือนมกราคม พ.ศ. 2557 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการมีสัดส่วนรวมสูงถึง 57% ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดทั้งหมด ดังแสดงตามรูปที่ 5.4



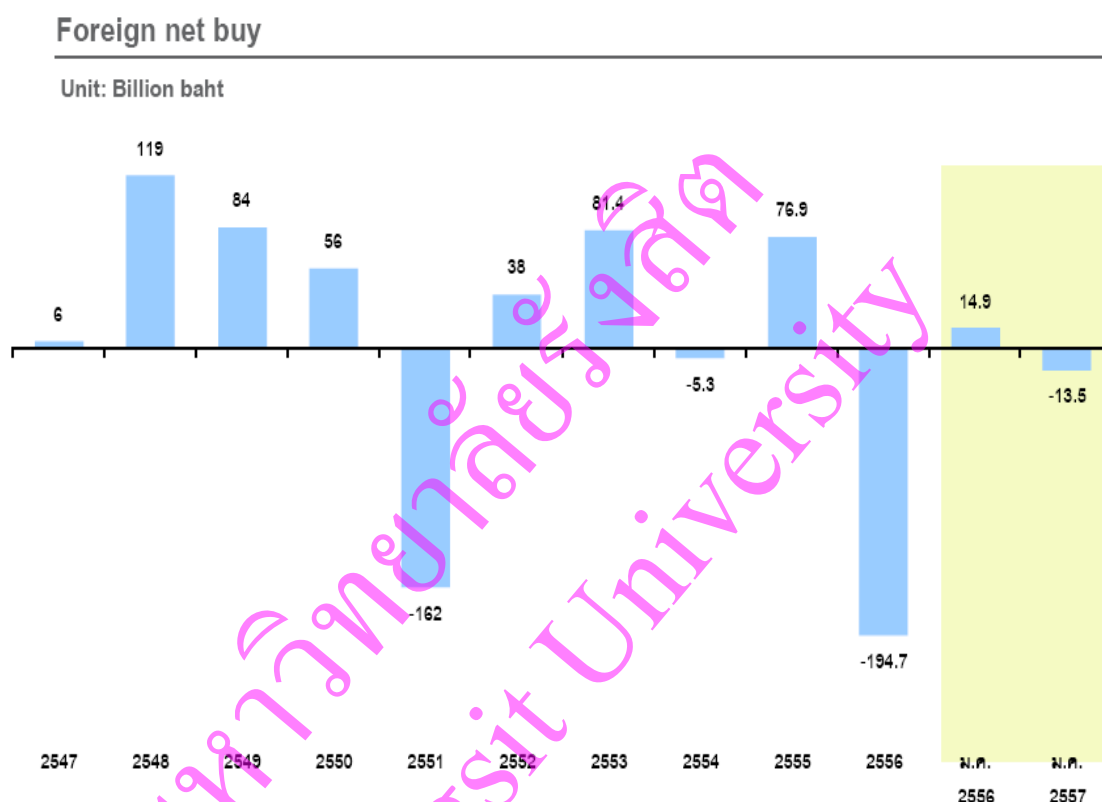
รูปที่ 5.4 ภาพรวมมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียน  
ในกลุ่มธุรกิจการเงินกลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการ  
ที่มา : SETSMART. <http://www.set.or.th>, 5 มีนาคม 2557

สถิติภาพรวมมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันของทั้งตลาดและของนักลงทุนต่างประเทศใน  
สิ้นเดือนมกราคม พ.ศ. 2557 มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันของทั้งตลาดและของนักลงทุนต่างประเทศ  
ปรับลดลงค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับปี พ.ศ. 2556 ดังแสดงตามรูปที่ 5.5



รูปที่ 5.5 ภาพรวมมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันของทั้งตลาดและของนักลงทุนต่างประเทศ  
ที่มา : SETSMART. <http://www.set.or.th>, 5 มีนาคม 2557

สถิติภาพรวมผู้ขายและผู้ซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ ในช่วงเดือนมกราคมพ.ศ. 2557 นักลงทุนต่างประเทศเป็นผู้ขายสุทธิ 13.5 พันล้านบาท ขณะที่ในช่วงเดียวกันของปี พ.ศ.2556 เป็นผู้ซื้อสุทธิที่ 14.9 พันล้านบาท ดังแสดงตามรูปที่ 5.6



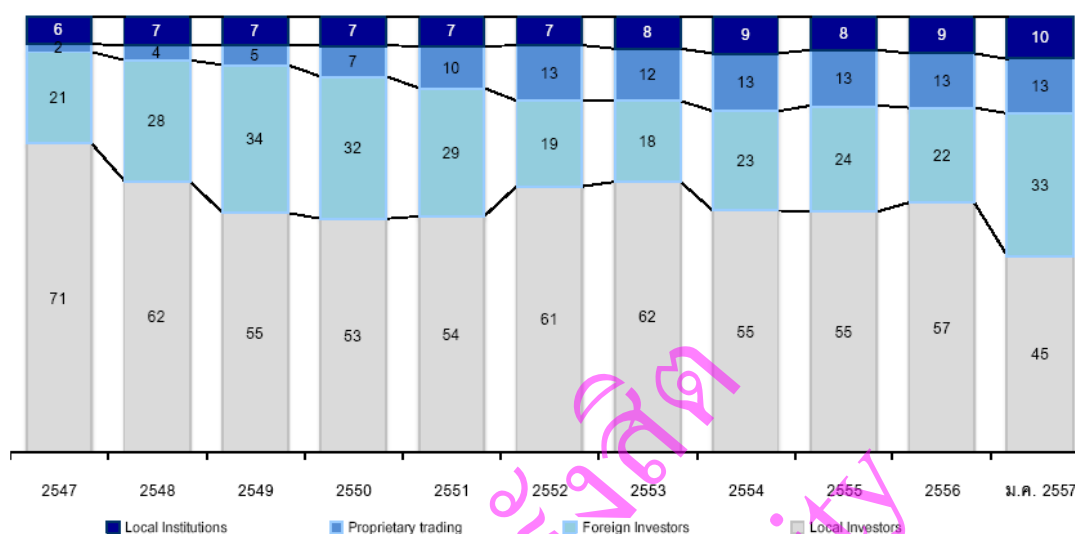
รูปที่ 5.6 ภาพรวมผู้ขายและผู้ซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ

ที่มา : SETSMART. <http://www.set.or.th>, 5 มีนาคม 2557

สถิติภาพรวมนักลงทุนบุคคล เดือนมกราคม พ.ศ. 2557 นักลงทุนบุคคลยังคงเป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนการซื้อขายมากที่สุด โดยมีสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายปรับลดลงจากปี พ.ศ.2556 มาอยู่ที่ 45% ดังแสดงตามรูปที่ 5.7

### Transactions by investor type

Unit: Percent



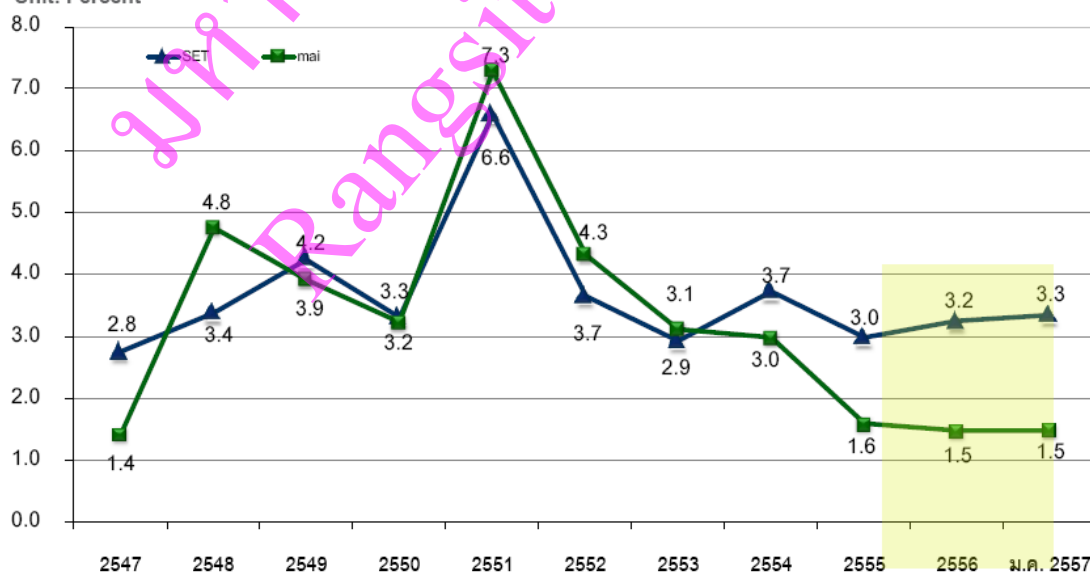
รูปที่ 5.7 ภาพรวมนักลงทุนบุคคล

ที่มา : SETSMART, <http://www.set.or.th>, 5 มีนาคม 2557

สถิติภาพรวมอัตราเงินปันผลตอบแทน (Market dividend yield) ของ SET และ Mai ณ สิ้นเดือนมกราคม พ.ศ. 2557 ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเมื่อเทียบกับ ณ สิ้นปี พ.ศ.2556 ดังแสดงตามรูปที่ 5.8

### Market dividend yield (End period value)

Unit: Percent

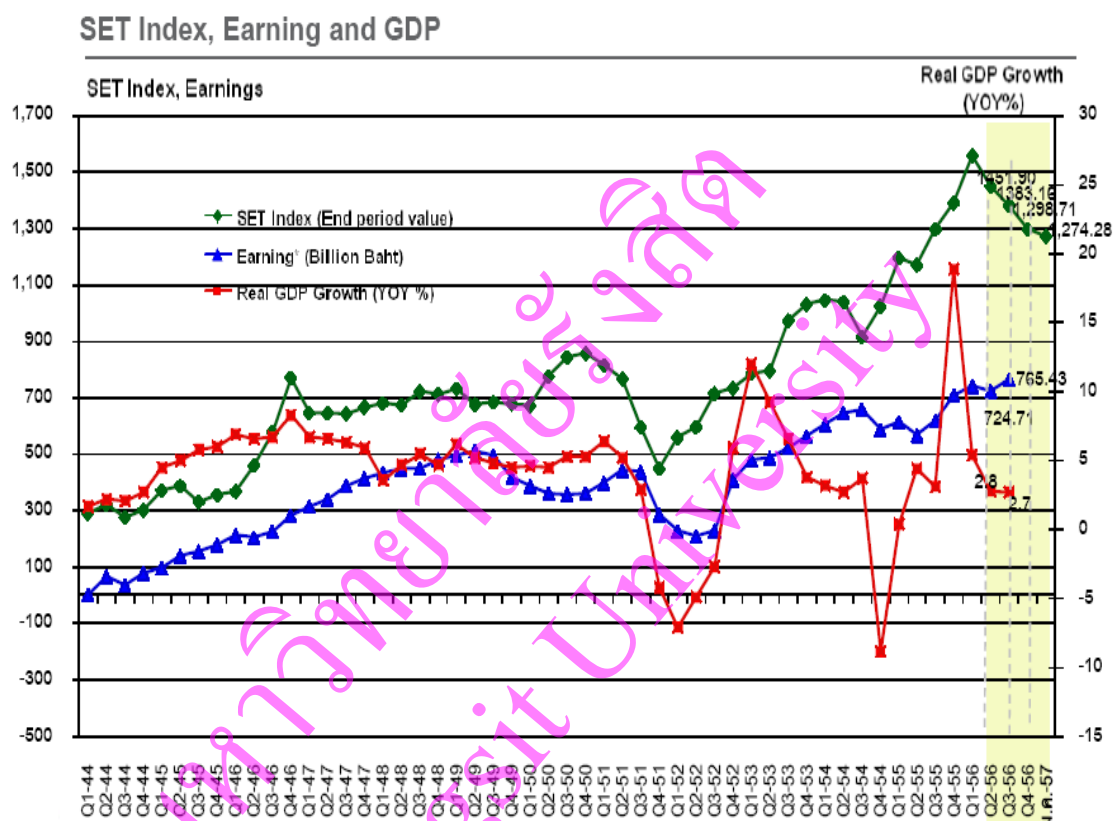


รูปที่ 5.8 ภาพรวมอัตราเงินปันผลตอบแทน (Market dividend yield) ของ SET และ Mai

ที่มา : SETSMART, <http://www.set.or.th>, 5 มีนาคม 2557

ปัจจัยที่มีผลต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจในไตรมาส 3/2556 และ SET Index ณ สิ้นเดือนมกราคม พ.ศ.2557ปรับลดลง สวนทางกับผลกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนสะสมของไตรมาส 3/2556 ที่ปรับเพิ่มขึ้นจากไตรมาส 2/2556 ดังแสดงตามรูปที่ 5.9

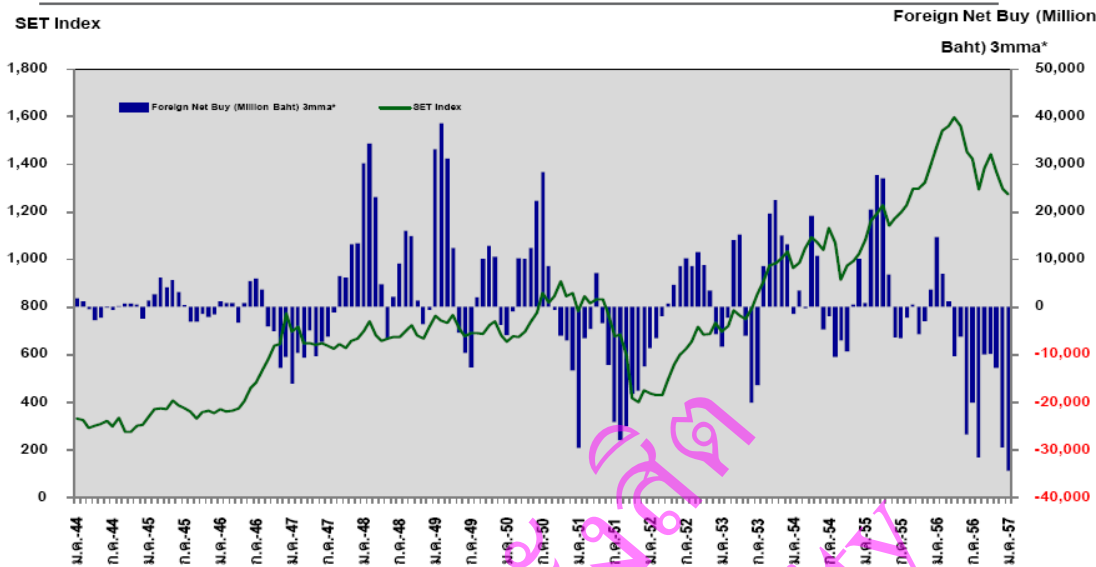


รูปที่ 5.9 อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจในไตรมาส 3/2556

ที่มา : SETSMART และ NESDB. <http://www.set.or.th>, 5 มีนาคม 2557

นักลงทุนต่างประเทศ ณ สิ้นเดือนมกราคม 2557 SET Index ปิดที่ 1,274.28 จุด ลดลงจากเดือนธันวาคม 2556 ซึ่งปิดที่ 1,298.71 จุด โดยนักลงทุนต่างประเทศมีฐานะเป็นผู้ขายสุทธิ 34,300.79 ล้านบาทเฉลี่ยในช่วง 3 เดือนล่าสุด

### Foreign net buy and SET Index



รูปที่ 5.10 จำนวนนักลงทุนต่างชาติ ณ สิ้นเดือนมกราคม

ที่มา : SETSMART และ NESDB. <http://www.set.or.th>, 5 มีนาคม 2557

#### 5.1.4 กลุ่มตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กลุ่มตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นกลุ่มตลาดที่อยู่ภายใต้การบริหารงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย

1) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) เป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 ทำหน้าที่ส่งเสริมการออมและการระดมเงินทุนระยะยาว เพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ

2) ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: Mai) จัดตั้งภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อเป็นตลาดทางเลือกในการระดมทุน ของธุรกิจที่มีศักยภาพในการเติบโตโดยได้เปิดดำเนินการ อย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 21 มิถุนายน พ.ศ. 2542

3) ตลาดตราสารหนี้ (Bond Electronic Exchange: BEX) จัดตั้งขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเปิดให้บริการการซื้อขายแก่นักลงทุนทั่วไป ตั้งแต่วันที่ 26 พฤศจิกายน พ.ศ. 2546 โดยให้บริการผ่านระบบการซื้อขายแบบเรียลไทม์ มีข้อมูลที่โปร่งใส ตลอดจนถึงกระบวนการส่งมอบและชำระราคาที่เกี่ยวข้องได้ เพื่อที่จะพัฒนาตลาดตราสารหนี้ให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ทั้งในด้านปริมาณการซื้อขาย คุณภาพของตราสารหนี้ ตัวกลางการซื้อขาย และแหล่งข้อมูลอ้างอิง โดยมีเป้าหมายในการดำเนินการตลาดรองตราสารหนี้ที่สมบูรณ์แบบของประเทศไทย ให้บริการครอบคลุมผู้ลงทุนและผู้ค้าตราสารหนี้ทั้งหมด



4) บริษัท ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) หรือ Thailand Futures Exchange PCL: TFEX เป็นบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จัดตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 17 พฤษภาคม 2547 เพื่อเป็นศูนย์ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ตามพระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546 โดยมีความมุ่งมั่นที่จะพัฒนาตลาดการซื้อขายอนุพันธ์แห่งนี้ให้มีสภาพคล่อง มีความหลากหลายของสินค้า ประเภทของสมาชิกและจำนวนผู้ซื้อขาย และมีการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้ผู้ประกอบการและผู้ลงทุนสามารถใช้บริการได้อย่างมีความเชื่อมั่นและมีความน่าเชื่อถือ โดยการพัฒนาตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในประเทศไทยจะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในตลาดทุนไทย และมีส่วนช่วยพัฒนาระบบเศรษฐกิจโดยรวม ตลอดจนเพิ่มศักยภาพการแข่งขันของประเทศในระดับสากล

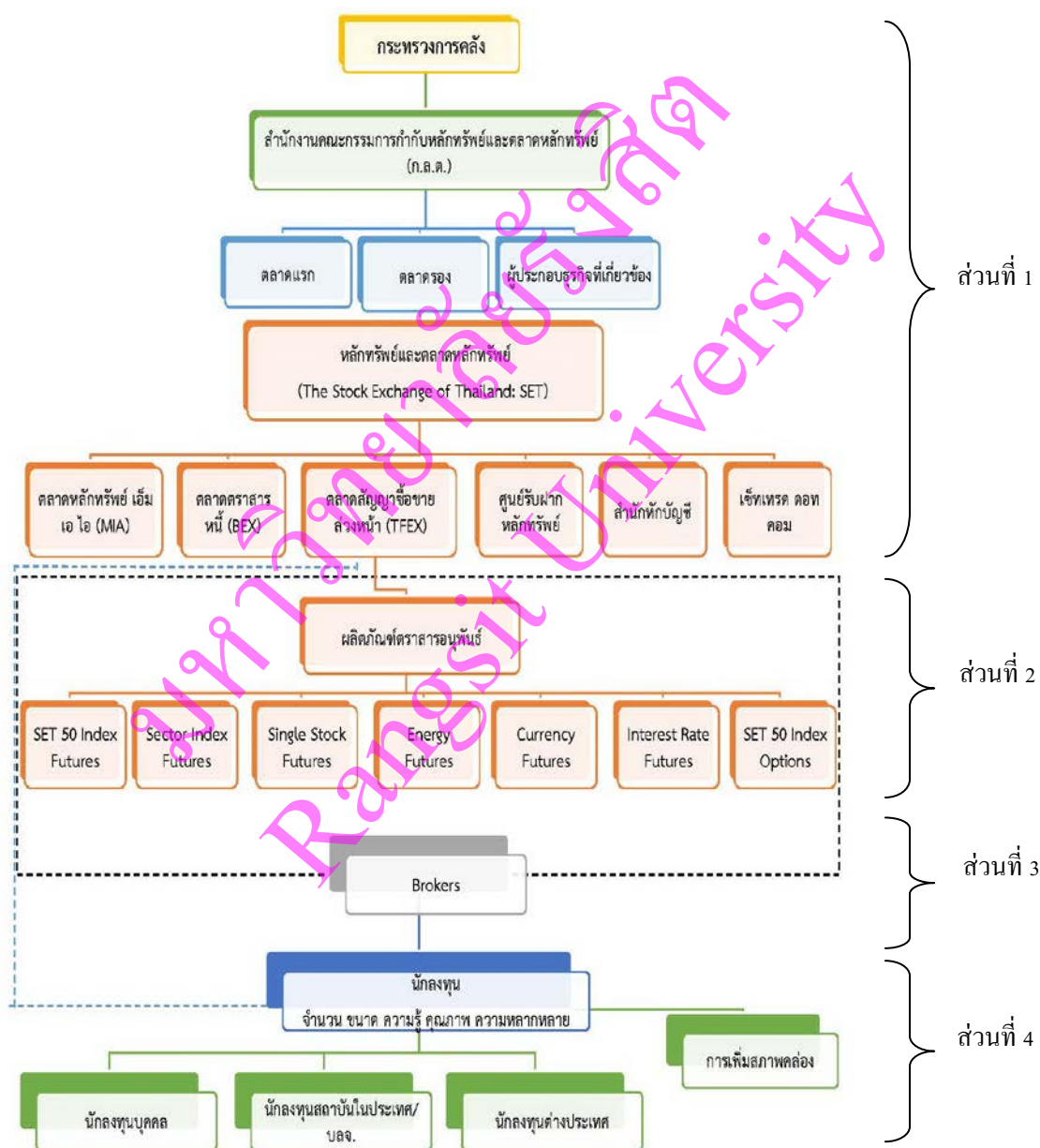
5) บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด (TSD) เป็นศูนย์กลางในการให้บริการที่ต่อเนื่องจากการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างครบวงจร โดยมีบริการ 3 ประเภทหลัก ได้แก่ (1) ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ เป็นศูนย์กลางในการรับฝากหลักทรัพย์ไว้ในระบบไร้ใบหลักทรัพย์ทั้งตราสารทุนและตราสารหนี้ที่ปลอดภัยและมีประสิทธิภาพ (2) นายทะเบียนหลักทรัพย์ ทำหน้าที่ในการดูแลและรักษาข้อมูลหลักทรัพย์ และจัดทำทะเบียนผู้ถือหลักทรัพย์ให้มีความถูกต้อง ครบถ้วน เป็นปัจจุบัน อยู่เสมอ โดยใช้ระบบคอมพิวเตอร์ที่ทันสมัยและมีประสิทธิภาพเชื่อมโยงกับระบบงานรับฝากหลักทรัพย์ และ (3) งานทะเบียนสมาชิกกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ให้บริการงานทะเบียนสมาชิกแบบครบวงจร ทั้งการติดตามนายจ้างเพื่อส่งเงินสะสม และเงินสมทบเข้ากองทุน จัดทำบัญชีทะเบียนรายชื่อสมาชิก การบันทึกจำนวนเงินและจำนวนหน่วยของเงินสะสม เงินสมทบ เป็นต้น

6) บริษัท สำนักหักบัญชี (ประเทศไทย) จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทที่ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการชำระราคาและส่งมอบตราสารการเงินในตลาดทุนไทย โดยเข้าแทนที่เป็นคู่สัญญา (Central Counterparty) และรับประกันการชำระราคาและส่งมอบในทุกๆ รายการซื้อขายที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Mai) ตลาดตราสารหนี้ (BEX) รวมถึงตราสารหนี้ที่ซื้อขายนอกตลาด (OTC markets) ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) ลดความเสี่ยงโดยรวม เสริมสร้างความเชื่อมั่นในการซื้อขายให้แก่ผู้ร่วมตลาดทุกฝ่าย รวมทั้งส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุนไทยในระยะยาว

7) บริษัท เซ็ทเทรด ดอท คอม จำกัด จัดตั้งขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อทำหน้าที่ให้บริการระบบซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านอินเทอร์เน็ต และ

เทคโนโลยีการลงทุนแก่บริษัทหลักทรัพย์ เพื่อเพิ่มช่องทางการส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์และอำนวยความสะดวกแก่ผู้ลงทุน รวมทั้งการพัฒนาระบบงานคอมพิวเตอร์ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ ตลอดจนเป็นตัวแทนขายและดูแลงานการตลาดข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เผยแพร่อย่างมีประสิทธิภาพไปยังผู้ลงทุนและหน่วยงานต่างๆ ในตลาดทุนไทย

### 5.2 ตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย

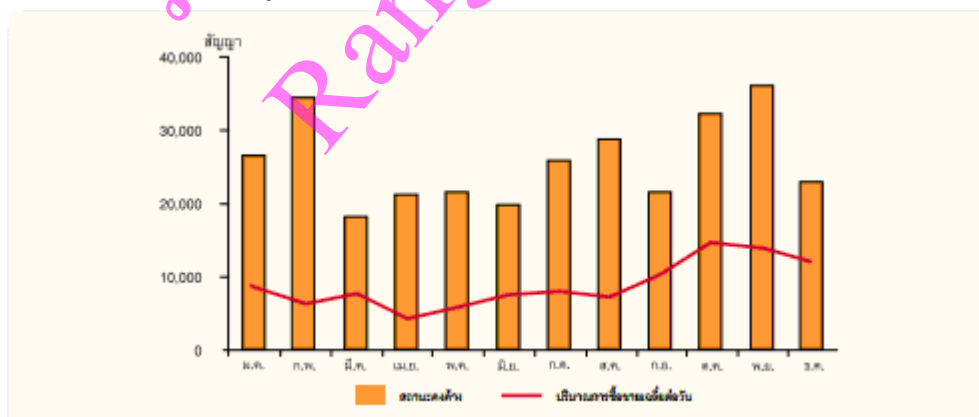


รูปที่ 5.11 โครงสร้างตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TFEX)  
ที่มา : จากการสังเคราะห์ของผู้วิจัย, 2557

บริษัท ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TFEX) ได้เปิดซื้อขาย Single Stock Futures ในวันที่ 24 พฤศจิกายน พ.ศ. 2551 เป็นสินค้าลำดับที่ 3 ต่อจาก SET50 Index Futures และ SET50 index Options สำหรับ Single Stock Futures ในช่วงแรกมีหุ้นอ้างอิง 3 หุ้น คือ หุ้นของ บมจ. ปตท. จำกัด (PTT) บมจ. ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (PTTEP) และ บมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (ADVANC)

ในช่วงเดือนมกราคม - สิงหาคม พ.ศ. 2551 มีปริมาณสัญญาซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า วันละประมาณ 6,900 สัญญา แต่ในช่วงเดือนกันยายน - ธันวาคม ปริมาณสัญญาซื้อขายเพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก ถึงวันละประมาณ 12,000 สัญญา ปริมาณสัญญาซื้อขายที่เพิ่มขึ้นในช่วงปลายปีเป็นผลจากการที่นักลงทุนเข้ามาบริหารความเสี่ยงผ่าน การซื้อขายตราสารอนุพันธ์หลังจากความเสี่ยงในภาวะตลาดหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้สถานะคงค้างของสัญญาเพิ่มขึ้นจากระดับประมาณ 21,000 สัญญาในช่วงเดือนเมษายน - พฤษภาคม พ.ศ. 2551 มาอยู่ที่ประมาณ 34,000 สัญญา ในช่วงเดือนตุลาคม - พฤศจิกายน (แผนภาพที่ 1) อย่างไรก็ตาม สถานะคงค้าง ณ สิ้นปี พ.ศ. 2551 ลดลงมาอยู่ที่ระดับประมาณ 23,000 สัญญา เนื่องจากสถานะของสัญญาซื้อขายเดือน ธันวาคมหมดอายุ

กลุ่มผู้ซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีบทบาทสำคัญคือ นักลงทุนทั่วไป โดยมีสัดส่วนการซื้อขายคิดเป็นร้อยละ 57 ของจำนวนสัญญาซื้อขายทั้งหมด รองลงมาคือ นักลงทุนสถาบันในประเทศมีสัดส่วนการซื้อขายคิดเป็นร้อยละ 26 สำหรับ นักลงทุนต่างประเทศมีสัดส่วนการซื้อขายคิดเป็นร้อยละ 17 ซึ่งหากพิจารณาเป็นรายไตรมาส พบว่าในไตรมาสที่ 4 สัดส่วนนี้ได้ลดลงมาก อยู่ที่ร้อยละ 12 แสดงให้เห็นว่านักลงทุนต่างประเทศลดการลงทุนในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในทิศทางเดียวกับการปรับลดพอร์ตการลงทุนในตลาดหุ้น ดังแสดงตามรูปที่ 5.12



รูปที่ 5.12 ปริมาณการซื้อขายและสถานะคงค้างในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า  
ที่มา: บมจ. ตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย). <http://www.tfex.co.th>, 5 มีนาคม 2557

ตราสารอนุพันธ์มีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการเพิ่มสินค้าใหม่ในตลาด โดยตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะ เริ่มเปิดการซื้อขาย Gold Futures ในช่วงเดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2552 และคาดว่าจะเพิ่ม Single Stock Futures ให้ครอบคลุมหุ้นหลากหลายมากขึ้น นอกจากนี้ ภาวะผันผวนของตลาดหุ้นทั่วโลกยังคงเป็นปัจจัยที่หนุนให้ตลาดตราสารอนุพันธ์ ขยายตัว โดยใช้ตราสารอนุพันธ์เป็นเครื่องมือบริหารความเสี่ยง

### ปัญหาและผลกระทบของการมีตลาดตราสารอนุพันธ์

การอธิบายถึงผลกระทบที่เกิดจากการออกตราสารอนุพันธ์ ส่วนใหญ่จะอธิบายใน 4 สมมติฐานที่ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลาย ดังนี้

สมมติฐานเกี่ยวกับตลาดที่สมบูรณ์ (Market Completion Hypothesis) จากงานวิจัยของ Ross (1976) ซึ่งเสนอการเกิดขึ้นของตราสารอนุพันธ์ทำให้ตลาดสมบูรณ์ยิ่งขึ้น โดยแสดงให้เห็นว่าการเกิดของสัญญาสิทธิซึ่งผู้ลงทุนสามารถมีทางเลือกการลงทุนที่เพิ่มขึ้นจากราคาใช้สิทธิที่มีความหลากหลาย เป็นผลให้อัตราผลตอบแทนของผู้ลงทุนในตลาดในตลาดขยายในวงกว้างขึ้นจากจำนวนหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายเดิม ๆ จึงทำให้ตลาดซื้อขายมีความสมบูรณ์ขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Detemple and Jorion (1990) ที่ศึกษาวิจัยภายใต้ข้อจำกัดความไม่สมบูรณ์ของตลาด โดยในตลาดผู้ลงทุนถือสถานะในสัญญาสิทธิ หลักทรัพย์อ้างอิงสัญญาสิทธิ และหุ้นกู้ ทั้งนี้ราคาใช้สิทธิของสัญญาสิทธิเป็นตัวกำหนดและสะท้อนระดับราคาและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อ้างอิง ซึ่งหากยังมีจำนวนผู้ลงทุนถือสถานะในสัญญาสิทธิมากขึ้นก็จะยิ่งทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับเข้าสู่ระดับดุลยภาพ และทำให้ตลาดมีความสมบูรณ์มากขึ้น โดยเป็นผลให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ในตลาดตราสารหลักเป็นบวก ขณะที่ปริมาณความผันผวนของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ลดลง และปริมาณการซื้อขายส่งผลทั้งในเชิงบวกและลบ

สมมติฐานที่ว่าด้วยผลกระทบของการออกตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อพฤติกรรมของตราสารหลักอ้างอิง (Information Asymmetry) สมมติฐานนี้ได้เสนอแนวคิดด้านการลงทุน ซึ่งแบ่งประเภทของผู้ลงทุนออกเป็น 2 ประเภท ซึ่งแสดงถึงพฤติกรรมของผู้ลงทุนสองประเภท คือ ผู้ลงทุนที่รู้ข่าวสาร (Informed Trader) และผู้ลงทุนที่ไม่รู้ข้อมูลข่าวสาร (Uninformed Trader) ในการซื้อขายหลักทรัพย์จากปัจจัยการเปิดเผยข้อมูลในตลาด โดยพฤติกรรมของผู้ลงทุนนั้นอยู่บนแนวคิด Information-Based Trading ของ Easley et al. (1989) โดยใช้ Market Microstructure ในการอธิบาย

ถึงพฤติกรรมของผู้ลงทุนที่รู้ข้อมูลที่มีมากกว่าในการหาประโยชน์ในการลงทุน ขณะที่ผู้ลงทุนที่ไม่  
มีข้อมูลก็จะเสียประโยชน์จากการลงทุน ถือว่าเป็นผลความเสี่ยงจากความไม่สมมาตรข่าวสารในซึ่ง  
ได้รับการสนับสนุนจากผลการศึกษาวิจัยชิ้นก่อนๆ จำนวนมาก ดังนี้

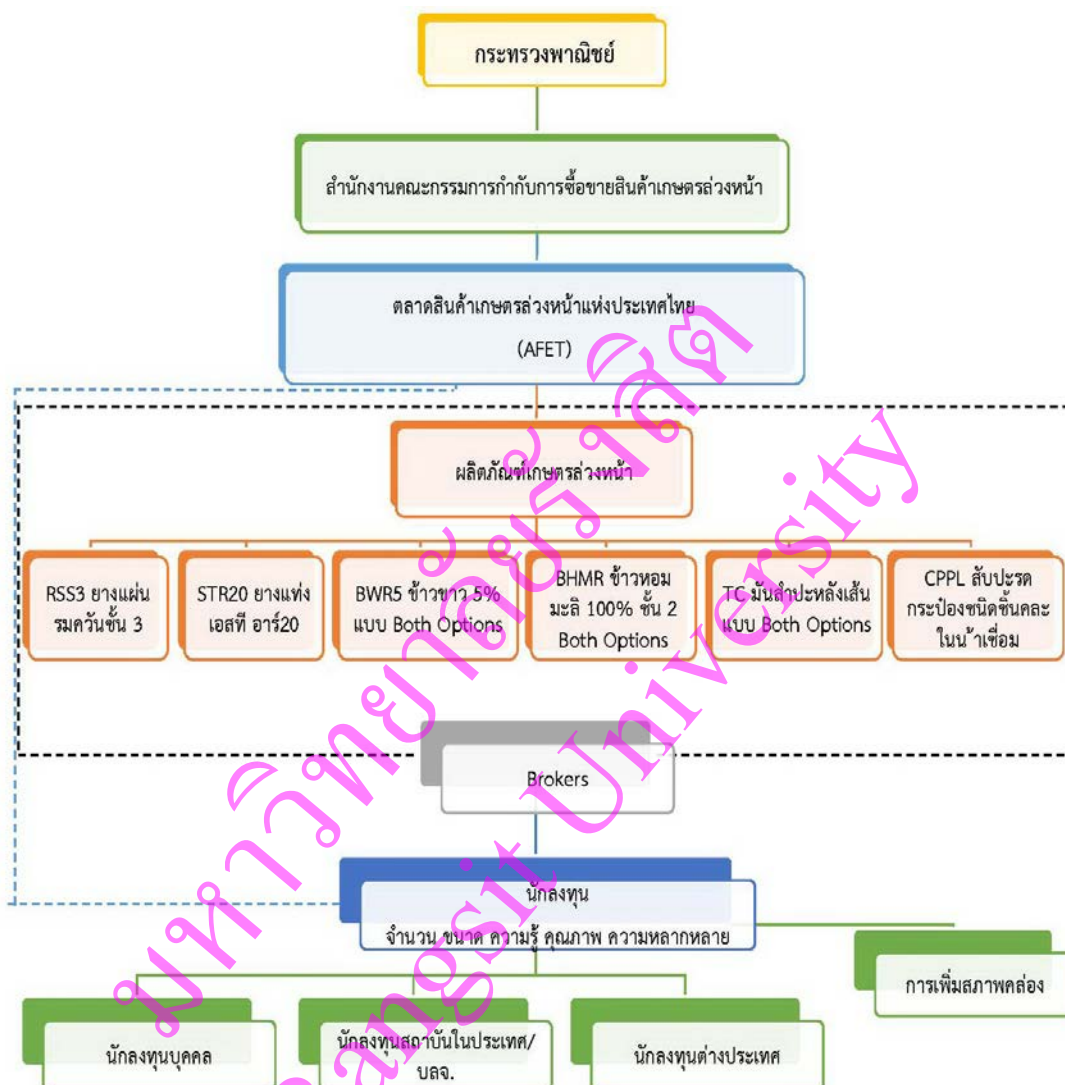
แนวความคิดแรก โดย Stein (1987) อธิบายผ่านผู้ลงทุนในตลาด 2 ประเภท คือ ผู้  
ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์หลัก (Primary Investor) ซึ่งผู้ลงทุนส่วนมากรู้ข้อมูลและถือ  
สถานะซื้อขายในหลักทรัพย์ และผู้ลงทุนในตลาดรอง (Secondary Investor) ผู้ลงทุนในตลาดรอง  
ตาม Stein (1987) เป็นผู้ลงทุนที่ไม่มีข้อมูลข่าวสาร ซึ่งผู้ลงทุนส่วนน้อยไม่ได้ประโยชน์จากข้อมูล  
ภายในและถือสถานะในตราสารหลักจำนวนไม่มาก ส่งผลให้เกิดความเคลื่อนย้ายของผู้ลงทุนที่  
ไม่รู้ข้อมูลจากตลาดตราสารหลักสู่ตลาดตราสารอนุพันธ์ ส่งผลให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลใน  
ตลาดตราสารหลักมากขึ้น เนื่องจากผู้ลงทุนที่ไม่มีข้อมูลข่าวสารกลับเคลื่อนย้ายไปซื้อขายในตลาด  
ใหม่ที่มีข้อมูลในตลาดเปิดกว้าง ขณะที่ผู้ลงทุนที่มีข้อมูลยังคงซื้อขายในตลาดตราสารหลักอยู่  
เนื่องจากอาศัยความได้เปรียบจากข้อมูลภายใน เป็นผลให้ตลาดตราสารหลักมีสภาพคล่องลดลง  
ปริมาณการซื้อขายลดลง ส่งผลให้ผู้ดูแลสภาพคล่องในตราสารหลักไม่สามารถรักษาความสมดุลใน  
ตลาดตราสารหลัก สอดคล้องกับ Gammil and Perold (1989) และเพิ่มเติมของ Gorton and Pennacci  
(1993) ที่เสนอการเกิดขึ้นของการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ที่อ้างอิงในดัชนีหลักทรัพย์เพิ่มเติมจากการ  
อ้างอิงในหลักทรัพย์แต่ละตัวของผู้ลงทุนที่มีข้อมูลน้อยกว่า เพื่อเป็นทางเลือกในการลงทุนที่เพิ่มขึ้น  
และป้องกันความเสี่ยงจากผู้ลงทุนที่มีข้อมูลภายใน จึงเพิ่มส่วนต่างของราคาเสนอซื้อเสนอขาย  
หลักทรัพย์ที่สะท้อนสภาพคล่องการซื้อขายในตลาดให้สูงขึ้น และเป็นผลให้ความผันผวนในอัตรา  
ผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักเพิ่มขึ้นหรืออาจไม่เปลี่ยนแปลง

แนวความคิดที่ 2 อธิบายถึงพฤติกรรมผู้ลงทุนที่ตัดสินใจซื้อขายตามข้อมูลข่าวสารที่  
มีอยู่ โดยผู้ลงทุนที่มีข้อมูล/นักเก็งกำไร (Informed Trader/Speculator) จะเคลื่อนย้ายไปลงทุนใน  
ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่เกิดขึ้นใหม่ที่เชื่อว่าให้ผลตอบแทนการลงทุนที่ดีกว่า โดยอาศัยเงิน  
ลงทุนน้อยกว่า และมีต้นทุนค่าใช้จ่ายที่ต่ำกว่า ส่งผลให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลในตลาดตราสาร  
หลักลดลง เป็นผลให้ความผันผวนในตลาดตราสารหลัก ปริมาณซื้อขายและส่วนต่างของราคาเสนอ  
ซื้อเสนอขายหลักทรัพย์ลดลง ทำให้ผู้ดูแลสภาพคล่องสามารถจะเข้าดูแลรักษาระดับสภาพ  
คล่องของตลาดตราสารหลักได้ดีขึ้นจึงก่อให้เกิดพฤติกรรมการซื้อขายแบบ Arbitrage ระหว่างตลาด  
ตราสารหลักและตราสารอนุพันธ์ ซึ่งช่วยเพิ่มสภาพคล่องของตลาดตราสารหลักและปรับราคา  
หลักทรัพย์ให้อยู่ระดับที่สะท้อนข้อมูลที่มีในตลาด ทิศทางของแนวความคิดที่ 2 แสดงให้เห็นว่าผู้

ลงทุนที่มีข้อมูลและนักเก็งกำไรมีส่วนช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดตราสารหลัก ซึ่งความคิดนี้ได้รับการสนับสนุนจาก Figlewski (1981) และ Grossman (1988) โดย Figlewski สนับสนุนเพิ่มเติมว่าปริมาณการซื้อขายในตลาดตราสารหลักจะเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งเป็นผลมาจากการป้องกันความเสี่ยงทำให้การลงทุนในตราสารหลักให้อัตราผลตอบแทนที่ดีขึ้น ขณะที่ Grossman เสนอว่าราคาสัญญาสิทธิช่วยสะท้อนราคาของตราสารหลักที่เกิดขึ้นและช่วยให้ผู้ดูแลสภาพคล่องสามารถป้องกันความเสี่ยงในสถานะของตนเองได้

สมมติฐานที่ว่าด้วยระดับความเสี่ยงของผู้ลงทุน (Investor Risk Tolerance) โดย Detemple and Selden (1991) อธิบายการเกิดปฏิสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์และตลาดสัญญาสิทธิ (ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า) พร้อมทั้งงานวิจัยนี้ยังได้แบ่งผู้ลงทุนตามระดับความเสี่ยง คือ ผู้ลงทุนที่มีระดับการยอมรับความเสี่ยงสูง (High Risk Tolerance) ที่ผลตอบแทนของผู้ลงทุนขึ้นกับอัตราผลตอบแทนของตราสารหลัก และมองว่าการลงทุนในสัญญาสิทธิเป็นตัวแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์จึงเลือกลงทุนโดยซื้อสัญญาสิทธิและขายหลักทรัพย์หลักเป็นผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง ปริมาณการซื้อขายและความผันผวนของหลักทรัพย์ลดลง ขณะที่ผู้ลงทุนที่มีระดับการยอมรับความเสี่ยงที่ต่ำ (Low Risk Tolerance) มองว่าการลงทุนในสัญญาสิทธิเป็นส่วนจากการลงทุนในหลักทรัพย์หลักเพิ่มเติมจากการลงทุนในหลักทรัพย์หลัก จึงเลือกซื้อหลักทรัพย์หลักและขายสัญญาสิทธิ ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นและความผันผวนของอัตราผลตอบแทนตราสารหลักกลับลดลง ผ่านปริมาณการซื้อขายที่มีผลทั้งเพิ่มขึ้นและลดลง

### 5.3 ตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า



รูปที่ 5.13 โครงสร้างตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า

ที่มา : จากการสังเคราะห์ของผู้วิจัย, 2557

ตลาดสินค้าล่วงหน้า (Futures Exchange) เป็นตลาดรูปแบบใหม่ที่เกิดขึ้นในประเทศไทย ซึ่งในความเป็นจริงแล้วตลาด Futures ไม่ใช่ตลาดรูปแบบใหม่ หากมองย้อนหลังไปเมื่อ 270 ปีก่อนตามหลักฐานที่ได้มีการบันทึกไว้ ตลาดสินค้าล่วงหน้าได้ถือกำเนิดขึ้นครั้งแรกในประเทศญี่ปุ่น เรียกว่าตลาดข้าวโดจิม่า (Dojima Rice Market) หรือที่รู้จักกันในนามของ Cho-Ai-Mai หรือแปลว่า “Rice Trade On Book” ซึ่งแปลเป็นภาษาไทยว่า “การซื้อขายบนกระดาษ” ในรัชสมัยของ โชกุน โทกุกาว่า อิเอยาสึ ปี ค.ศ. 1730 หรือราวปี พ.ศ. 2143 ตลาด Cho-Ai-Mai นี้ถือกำเนิดขึ้นสำหรับการซื้อ

ขายล่วงหน้าข้าว (Rice Futures Contracts) ปีค.ศ. 1852 ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกา กำลังขยายตัว ตลาดสินค้าล่วงหน้าแห่งแรกในสหรัฐฯ ที่ชื่อว่า ตลาดหอการค้าแห่งนครชิคาโก หรือ Chicago Board of Trade (CBOT) ได้ถือกำเนิดขึ้นจากการร่วมมือกันของกลุ่มพ่อค้าในนครชิคาโก ฟิลลิปส์ มิลเลอร์ อิลลินอยส์ สินค้าชนิดแรกที่มีซื้อขายโดยการนำมาทำเป็นสัญญาซื้อขายคือ ข้าวโพด การซื้อขายที่ได้พัฒนาที่ CBOT ได้ถูกยกให้เป็นแม่แบบของการซื้อขายสินค้าล่วงหน้าในตลาดต่างๆ ทั่วโลกในระยะเวลาต่อมา

สำหรับประเทศไทย มีการศึกษาและพูดถึงถึงการจัดตั้งตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้ามาเป็นเวลากว่า 20 ปีแล้ว กรมการค้าภายใน กระทรวงพาณิชย์ ได้ริเริ่มและก่อตั้งตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่ง ความพยายามในการจัดตั้งตลาดล่วงหน้าในประเทศไทยนั้นนับได้ว่าใช้เวลานานเป็นอย่างมาก ยิ่ง ความคิดในการ ตั้งตลาดล่วงหน้าในประเทศไทยมีขึ้นมานานแล้ว เนื่องจากเห็นแบบอย่างของตลาดล่วงหน้าในต่างประเทศ ซึ่งในประเทศเหล่านั้นใช้ตลาดล่วงหน้าในการป้องกันความเสี่ยง และเป็นการค้นพบราคาในอนาคต ซึ่งแยกจากตลาด ที่ดำเนินการซื้อขายปกติ ย้อนไปเมื่อปีพ.ศ. 2522 รัฐบาลต้องการปกป้องผู้มีรายได้น้อยที่จะถูกกด โกงจากธุรกิจแชร์ หรือการลงทุนในธุรกิจซื้อขายล่วงหน้าหรือที่รู้จักกันในนาม “คอมมอดิตี” และได้ดำเนินการร่างพระราชบัญญัติ แก้ไขเพิ่มเติมประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 58 ขึ้นมาเพื่อป้องกันประชาชน ถูกฉ้อ โกง แต่ปรากฏว่ามีการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง และร่างดังกล่าวยังไม่ได้ผ่านการพิจารณาจากรัฐสภา

จนกระทั่งล่วงเลยมาถึงปี พ.ศ. 2526 กรมเศรษฐกิจการพาณิชย์ทำการศึกษาปรับปรุงระบบตลาดสินค้าเกษตร และเห็นชอบให้มีการจัดตั้งตลาดสินค้า เกษตรล่วงหน้า และต่อมาในปี พ.ศ. 2529 กรมการค้าภายในได้นำมา ศึกษาต่อเนื่อง จากตลาดข้าวโพดในประเทศทำการซื้อขายล่วงหน้า มีปัญหา การไม่ปฏิบัติตามสัญญา และเห็นชอบ ให้มีการ จัดตั้งตลาดล่วงหน้าขึ้นเช่นเดียวกัน และในปี พ.ศ. 2531 มีความพยายามจาก ภาคเอกชนในการตั้งบริษัท บางกอกคอมมอดิตี เอ็กซ์เชนจ์ จำกัดเพื่อประกอบธุรกิจการซื้อขายล่วงหน้า แต่รัฐบาลไม่เห็นชอบให้จัดตั้ง เนื่องจากยังไม่มีกฎหมายควบคุมการธุรกิจ ซื้อขายล่วงหน้าโดยตรง และรัฐบาลเห็นว่าควรแยกกฎหมาย ควบคุมการซื้อขายสินค้าล่วงหน้า จากธุรกิจแชร์

ปี พ.ศ. 2532 กระทรวงเกษตรและสหกรณ์ร้องขอให้กระทรวงพาณิชย์จัดทำ โครงสร้างตลาดซื้อขายล่วงหน้าอย่างพารา จนกระทั่งปีพ.ศ. 2534 กระทรวงพาณิชย์ได้มอบหมายให้กรมการค้าภายในยกร่างกฎหมายเกี่ยวกับกิจการซื้อขายสินค้าล่วงหน้า คือยกร่างพระราชบัญญัติขึ้นเมื่อปี พ.ศ.



2535 และได้มีการปรับปรุงร่างหลายครั้งหลายรัฐบาล จนกระทั่งสุดท้ายผ่านความเห็นชอบของรัฐสภาและได้นำขึ้นทูลเกล้าเพื่อลงพระปรมาภิไธยเมื่อวันที่ 15 ตุลาคม พ.ศ. 2542

ตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (AFET) จึงเป็นองค์กรที่ถูกจัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติการซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าปี พ.ศ. 2542 และเป็นตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าเพียงตลาดเดียว มีฐานะเป็นนิติบุคคลอิสระ โดยภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า ทำหน้าที่ในการเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าภายใต้กฎระเบียบที่ชัดเจน และสร้างความเป็นธรรมให้แก่ผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า และเพื่อให้การจัดตั้งตลาดที่มีการซื้อขายล่วงหน้าบรรลุวัตถุประสงค์คณะรัฐมนตรีได้มีมติเมื่อวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2544 ให้นำเงินจากกองทุนรวมเพื่อช่วยเหลือเกษตรกรจำนวน 600 ล้านบาทเพื่อใช้ในการจัดตั้ง สำนักงานคณะกรรมการกำกับการซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า (ก.ส.ล.) และตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย

คณะกรรมการของ AFET ชุดแรกได้รับการแต่งตั้งขึ้นเมื่อ วันที่ 20 กันยายน พ.ศ. 2544 โดยมีนายชนะ รุ่งแสง เป็นประธานกรรมการฯ และมีนายชาลทอง ปัทมพงศ์ เป็นกรรมการและผู้จัดการ ปัจจุบันคณะกรรมการ AFET มีนายประสพ เกศพิทักษ์ เป็นประธานกรรมการ

ตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า ได้เริ่มเปิดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า เมื่อวันที่ 28 พฤษภาคม พ.ศ. 2547 เกษตรกรหรือผู้ประกอบการสามารถเข้ามามีส่วนร่วมในตลาดฯ ในฐานะผู้ประกันความเสี่ยงเพื่อลดความเสี่ยงด้านราคาที่ต้องเผชิญอยู่ โดยกระบวนการซื้อขายในตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าควบคู่กับกระบวนการค้าในตลาดสินค้าจริงตามปกติ ผู้มีความเสี่ยงด้านราคาขาย เช่น เกษตรกร สามารถลดความเสี่ยงจากการตกต่ำของราคาสินค้าเกษตรได้ โดยการขายล่วงหน้าสินค้าของตนในตลาดฯ ในทำนองเดียวกัน ผู้มีเสี่ยงด้านราคาซื้อ เช่น ผู้ส่งออก ก็สามารถลดความเสี่ยงจากราคาสินค้าเกษตรที่เป็นต้นทุนการผลิตปรับตัวสูงขึ้นได้โดยเข้าซื้อสินค้าที่ตนต้องการล่วงหน้าในตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า

#### ประโยชน์ของตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า

1) การรับรู้ราคาในอนาคต ตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า จะเป็นศูนย์กลางในการกำหนดราคาในอนาคต โดยผู้ที่อยู่ในภาคการเกษตรสามารถค้นพบราคาในอนาคต (Price Discovery) ซึ่ง

การรับรู้ราคาในอนาคตจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่อยู่ในภาคการเกษตรที่จะใช้อ้างอิงราคาและช่วยในการวางแผนการผลิตและการค้าให้สอดคล้องกับความต้องการของตลาดได้อย่างมีประสิทธิภาพ

2) การบริหารความเสี่ยง ตลาดจะเป็นเครื่องมือในการลดความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาสินค้าเกษตร

3) การรับรู้ข้อมูลข่าวสาร ตลาดเป็นแหล่งรวบรวมและกระจายข้อมูล ข่าวสารการค้าสินค้าเกษตรจากแหล่งต่างๆ ทั่วโลก ให้ผู้ที่เกี่ยวข้องในภาคการเกษตรสามารถรับรู้ข้อมูลข่าวสารและการตลาดได้อย่างรวดเร็วและเท่าเทียมกัน

### สรุปภาวะการณ์ซื้อขายของตลาด

ตารางที่ 5.1 ภาพรวมตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

	2556		2555		%ของการเปลี่ยนแปลง
	เฉลี่ย	รวม	เฉลี่ย	รวม	
TFEX	68,017	16,664,126	43,823	10,457,928	55.21
Index Market	23,485	5,753,813	16,692	4,088,708	40.69
Metal Market	9,014	2,208,505	14,927	3,657,195	-39.61
Single Stock Market	34,351	8,415,967	8,849	2,168,037	288.18
Interest Rate Market	-	-	-	27	-100.00
Brent Crude Oil Market	190	46,496	603	147,823	-68.55
Currency Market	977	239,345	2,751	396,138	-64.49

ที่มา : สรุปภาวะการณ์ซื้อขายของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ปี พ.ศ. 2556. <http://www.set.or.th>,

5 มีนาคม 2557

ผลจากตารางที่ 5.1 พบว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์เคลื่อนไหวค่อนข้างผันผวนในปี พ.ศ. 2556 โดยดัชนีปรับตัวเพิ่มขึ้นทำสถิติสูงสุดในรอบ 19 ปี ในเดือนพฤษภาคม ที่ระดับ 1,643.43 จุด จากนั้นปรับตัวลดลงแรงต่อเนื่องถึงช่วงปลายปี โดยได้รับผลกระทบหลักมาจากปัญหาการเมืองภายในประเทศ จากสถานการณ์ชุมนุมที่ตึงเครียด หลังจากที่สภาผู้แทนราษฎรได้ผ่านร่าง พรบ.นิรโทษกรรม และทำให้เกิดการชุมนุมยึดต่อเนื่องมาจนถึงช่วงปลายปี นอกจากนี้ คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ยังมีมติลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 0.25% จาก 2.50% มาอยู่ที่ 2.25% เนื่องจากประเมินว่าเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าที่คาดไว้เดิมและมีความเสี่ยงสูงขึ้น ขณะที่ปัจจัยภายนอก

ประเทศ หลังจากที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ ปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง ทำให้การประชุม FOMC ตัดสินใจปรับลดปริมาณ QE ลง ส่งผลให้เม็ดเงินลงทุนจากต่างชาติไหลออกจากตลาดหุ้นไทยและตลาดหุ้นในภูมิภาคมากขึ้น

การเคลื่อนไหวของราคา SET50 Index Futures ในปี พ.ศ. 2556 ปรับตัวลดลง 77.10 จุด หรือคิดเป็น -8.12% เมื่อเทียบกับสิ้นปี พ.ศ. 2555 ขณะที่ SET50 Index ปรับตัวลดลง 61.99 จุด หรือคิดเป็น -6.56% โดยมีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) สูงถึง 0.99 และมีค่าเบสิส ระหว่าง SET50 Index Futures และ SET50 Index เคลื่อนไหวอยู่ระหว่าง -18.3 จุด ถึง 6.6 จุด

การเคลื่อนไหวของราคาทองคำ ในปี พ.ศ. 2556 โดยราคาทองคำปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี จากการที่ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้น และจากความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับมาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงิน (QE) นอกจากนี้ยังมีการลดการถือครองทองคำของกองทุน ETF ที่เป็นปัจจัยที่กดดันการลงทุนในตลาดทองคำ โดยราคาทองคำแท่งในประเทศสูงสุดที่ราคา 24,300 บาทต่อทองคำ 1 บาท ในวันที่ 3 มกราคม พ.ศ. 2556 และต่ำสุดที่ราคา 17,800 บาทต่อทองคำ 1 บาท ในวันที่ 28 มิถุนายน พ.ศ. 2556

#### ตารางที่ 5.2 การซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

All Market	ปี					
	2556	2555	2554	2553	2552	2551
Daily avg. volume	68,017	43,823	41,145	18,676	12,771	8,837
Total volume	16,664,126	10,457,928	10,027,116	4,519,436	3,075,318	2,148,620
Open Interest	340,778	238,981	56,452	77,955	28,281	22,747

ที่มา : สรุปภาวะการซื้อขายของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ปี พ.ศ. 2556. <http://www.set.or.th>,

5 มีนาคม 2557

ผลจากตารางที่ 5.2 พบว่า ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้ามีปริมาณการซื้อขายในปี พ.ศ. 2556 รวมทั้งสิ้น 16,664,126 สัญญา ซึ่งมีปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันเท่ากับ 68,017 สัญญาเพิ่มขึ้นจากปี ก่อนร้อยละ 55.2 เมื่อเทียบกับปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในปี พ.ศ. 2555 และมีจำนวนสถานะคงค้างทั้งสิ้น 340,778 สัญญา เพิ่มขึ้นจากปี ก่อนร้อยละ 42.6

ปริมาณการซื้อขายรวมสูงที่สุดจำนวน 232,641 สัญญา ในวันที่ 13 มิถุนายน 2556 และปริมาณการซื้อขายต่ำที่สุดจำนวน 31,682 สัญญา ในวันที่ 17 กรกฎาคม พ.ศ. 2556

ตารางที่ 5.3 สรุปการยอดซื้อขายของนักลงทุน

ประเภทของนักลงทุน	2549	2556	2555	2554	2553	2552	2551	2550
ผู้ลงทุนสถาบัน	27.9	35.9	38.9	33.6	32.7	28.4	26.4	25.3
ผู้ลงทุนทั่วไป	52.9	56	53.4	60	57.2	60.3	56.6	55
ผู้ลงทุนต่างประเทศ	19.2	8	7.7	6.4	10.1	11.3	17.1	19.7
รวม	100	100	100	100	100	100	100	100

ที่มา: สรุปภาวะการซื้อขายของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ปี พ.ศ. 2556 ; <http://www.set.or.th>, 5 มีนาคม 2557

ผลจากตารางที่ 5.3 พบว่า ปริมาณการซื้อขายในปี พ.ศ. 2556 ผู้ลงทุนในประเทศมีสัดส่วนการซื้อขายสูงสุด คิดเป็น 56.0% ตามด้วย ผู้ลงทุนสถาบันในประเทศ คิดเป็น 35.9% และผู้ลงทุนต่างประเทศคิดเป็น 8.0% ตามลำดับ

ตารางที่ 5.4 จำนวนการเปิดบัญชีซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

ประเภทนักลงทุน	2556	2555	2554	2553	2552	2551	2550	2549
ผู้ลงทุนสถาบัน	1,811	1,712	1,487	1,166	990	724	424	242
ผู้ลงทุนทั่วไป	84,633	72,133	58,230	39,562	27,812	14,817	8,873	4,065
ผู้ลงทุนต่างประเทศ	1,249	1,119	1,005	714	469	353	234	119
รวม	87,693	74,964	60,722	41,442	29,271	15,894	9,531	4,426

ที่มา: สรุปภาวะการซื้อขายของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ปี พ.ศ. 2556. <http://www.set.or.th>,

5 มีนาคม 2557

ผลจากตารางที่ 5.4 พบว่า จำนวนการเปิดบัญชีซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในปี พ.ศ. 2556 ผู้ลงทุนในประเทศมีสัดส่วนของจำนวนการเปิดบัญชีซื้อขายสูงสุด คิดเป็น 96.5% ตามด้วยผู้ลงทุนสถาบันในประเทศ คิดเป็น 2.1% และผู้ลงทุนต่างประเทศ คิดเป็น 1.4% ตามลำดับ ทั้งนี้จำนวนบัญชีซื้อขายเพิ่มขึ้นจากปี ก่อน 12,729 บัญชี คิดเป็น 16.9%

ตารางที่ 5.5 ปริมาณการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552-2556

ปริมาณการซื้อขาย : สัญญา	2556		2555		2554		2553		2552	
	Total	%YoY	Total	%YoY	Total	%YoY	Total	%YoY	Total	%YoY
FUTURES	16,598,717	60	10,403,871	5	9,919,123	125	4,412,119	48	2,979,814	42
- Brent Crude Oil	46,496	-69	147,823	4353	3,320	-	-	-	-	-
- Metal Futures	2,208,505	-40	3,657,195	-9	4,020,845	314	971,423	212	311,591	-
- 50 Baht Gold	551,887	-47	1,045,370	-42	1,817,483	129	792,960	154	311,591	-
- 10 Baht Gold	1,655,381	-36	2,597,235	20	2,171,795	1117	178,463	-	-	-
- Silver	1,237	-92	14,590	-54	31,567	-	-	-	-	-
- USD Futures	239,345	-40	396,138	-	-	-	-	-	-	-
- Interest Rate Futures	-	-100	27	-94	429	946	41	-	-	-
- SET50 Index Futures	5,688,404	41	4,034,460	-7	4,316,437	75	2,471,302	-2	2,522,465	20
- Sector Futures	-	-100	191	-	-	-	-	-	-	-
- Single Stock Futures	8,415,967	288	2,168,037	37	1,578,092	63	969,353	565	145,758	3698
SET50 Index Options	65,409	21	54,057	-50	107,993	1	107,317	12	95,504	109
รวม	16,664,126	59	10,457,928	4	10,027,116	122	4,519,436	47	3,075,318	43

ที่มา : สรุปภาวะการซื้อขายของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ปี พ.ศ. 2556. <http://www.set.or.th>, 5 มีนาคม 2557

ผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 5.5 พบว่า ปริมาณการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าโดยรวมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552-2556 มีทิศทางเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากปี พ.ศ. 2555 ไป ปี พ.ศ. 2556 เพิ่มขึ้นร้อยละ 59 แต่เมื่อพิจารณารายผลิตภัณฑ์แล้วจากปี พ.ศ. 2555 ไป ปี พ.ศ. 2556 มีเพียง Single Stock Futures, SET50 Index Futures และ SET50 Index Options เท่านั้นที่มีทิศทางปริมาณการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าเพิ่มขึ้น ส่วนผลิตภัณฑ์อื่น ๆ ที่เหลือมีทิศทางปริมาณการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าลดลงทุกผลิตภัณฑ์

ตารางที่ 5.6 ปริมาณการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าเฉลี่ยต่อวันจำแนกตามประเภทของตราสารอนุพันธ์  
ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552-2556

ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน	2556		2555		2554		2553		2552	
	Total	%YoY	Total	%YoY	Total	%YoY	Total	%YoY	Total	%YoY
FUTURES	67,750	55	43,603	7	40,702	123	18,233	47	12,378	43
- Brent Crude Oil	190	-69	603	845	64	-	-	-	-	-
- Metal Futures	9,014	-40	14,927	-9	16,479	311	4,014	187	1,397	-
- 50 Baht Gold	2,253	-47	4,267	-43	7,449	127	3,277	135	1,397	-
- 10 Baht Gold	6,757	-36	10,601	19	8,901	419	1,716	-	-	-
- Silver	5	-92	60	-75	236	-	-	-	-	-
- USD Futures	977	-64	2,751	-						
- Interest Rate Futures	-	-100	0	-94	2	120	1	-	-	-
- SET50 Index Futures	23,218	41	16,467	-7	17,690	73	10,212	-2	10,381	22
- Sector Futures	-	-100	4							
- Single Stock Futures	34,351	288	8,849	37	6,468	61	4,006	568	600	291
SET50 Index Options	267	21	221	-50	443	0	443	13	393	112
รวม	68,017	55	43,823	7	41,145	120	18,676	46	12,771	45

ที่มา : สรุปภาวะการซื้อขายของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ปี พ.ศ. 2556. <http://www.set.or.th>,

5 มีนาคม 2557

ผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 5.6 พบว่า ปริมาณการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าเฉลี่ยต่อวันโดยรวมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552-2556 มีทิศทางเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากปี พ.ศ. 2555 ไปปี พ.ศ. 2556 เพิ่มขึ้นร้อยละ 55 แต่เมื่อพิจารณารายผลิตภัณฑ์แล้วจากปี พ.ศ. 2555 ไปปี พ.ศ. 2556 มีเพียง Single Stock Futures, SET50 Index Futures และ SET50 Index Options เท่านั้นที่มีทิศทางปริมาณการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าเฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้น ส่วนผลิตภัณฑ์อื่นๆ ที่เหลือมีทิศทางปริมาณการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าเฉลี่ยต่อวันลดลงทุกผลิตภัณฑ์

ตารางที่ 5.7 จำนวนสัญญาที่ยังคงมีสถานะคงค้างอยู่ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552-2556 จำแนกตามประเภทของตราสารอนุพันธ์

Open Interest : สัญญา	2556		2555		2554		2553		2552	
	Total	%YoY	Total	%YoY	Total	%YoY	Total	%YoY	Total	%YoY
FUTURES	339,138	43	237,412	328	55,497	-28	77,158	176	27,979	26
- Brent Crude Oil	253	-66	744	8167	9	-	-	-	-	-
- Metal Futures	13,485	-60	33,312	41	23,551	45	16,249	186	5,681	-
- 50 Baht Gold	4,949	-58	11,803	37	8,627	-17	10,344	82	5,681	-
- 10 Baht Gold	8,530	-60	21,326	45	14,695	149	5,905	-	-	-
- Silver	6	-97	183	-20	229	-	-	-	-	-
- USD Futures	5,622	-53	12,065	-	-	-	-	-	-	-
- Interest Rate Futures	-	-	-	-100	2	-	-	-	-	-
- SET50 Index Futures	37,496	2	36,920	65	22,421	-12	25,553	35	18,961	-14
- Sector Futures	-	-100	5	-	-	-	-	-	-	-
- Single Stock Futures	282,282	83	154,366	1523	9,514	-73	35,356	960	3,337	1775
SET50 Index Options	1,640	5	1,569	64	955	20	797	164	302	-36
รวม	340,778	43	238,981	323	56,452	-28	77,955	176	28,281	24

ที่มา : สรุปภาวะการซื้อขายของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ปี พ.ศ. 2556. <http://www.set.or.th>,

5 มีนาคม 2557

ผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 5.7 พบว่า จำนวนสัญญาที่ยังคงมีสถานะคงค้างอยู่โดยรวมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552-2556 มีทิศทางเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากปี พ.ศ. 2555 ไป ปี พ.ศ. 2556 เพิ่มขึ้นร้อยละ 43 แต่เมื่อพิจารณารายผลิตภัณฑ์แล้วจากปี พ.ศ. 2555 ไป ปี พ.ศ. 2556 มีเพียง Single Stock Futures, SET50 Index Futures และ SET50 Index Options เท่านั้นที่มีทิศทางจำนวนสัญญาที่ยังคงมีสถานะคงค้างอยู่เพิ่มขึ้น ส่วนผลิตภัณฑ์อื่นๆ ที่เหลือมีทิศทางจำนวนสัญญาที่ยังคงมีสถานะคงค้างอยู่ลดลงทุกผลิตภัณฑ์

ตารางที่ 5.8 จำนวนผู้ลงทุนของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552-2556 จำแนกตามประเภทของผู้ลงทุน

จำนวนผู้ลงทุน : บัญชี	2556		2555		2554		2553		2552	
	Total	%YoY	Total	%YoY	Total	%YoY	Total	%YoY	Total	%YoY
ผู้ลงทุนทั่วไป	84,633	17	72,133	24	58,230	47	39,562	42	27,812	88
ผู้ลงทุนสถาบัน	1,811	6	1,712	15	1,487	28	1,166	18	990	37
ผู้ลงทุนต่างประเทศ	1,249	12	1,119	11	1,005	41	714	52	469	33
รวม (จำนวนบัญชี)	87,693	17	74,964	23	60,722	47	41,442	42	29,271	84

ที่มา : สรุปลักษณะการซื้อขายของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ปี พ.ศ. 2556. <http://www.set.or.th>, 5 มีนาคม 2557

ผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 5.8 พบว่า จำนวนผู้ลงทุนของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552-2556 เพิ่มขึ้นทุกกลุ่มผู้ลงทุน โดยมีผู้ลงทุนทั่วไปมากที่สุด รองลงมาได้แก่ ผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ลงทุนต่างประเทศ ตามลำดับ

จากการศึกษาเอกสารที่เกี่ยวข้องกับภาพรวมตลาดทุนไทย พบว่า ตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทยมีอยู่ 2 ตลาด คือ ตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า (AFET) และตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TFEX) โดยการตั้งตลาดตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (AFET) เพื่อทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการดูแลซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า และสร้างความเป็นธรรม ซึ่งมีกลุ่มคนเกี่ยวข้อง 3 กลุ่ม ได้แก่ ผู้ผลิต เกษตรกร ผู้ใช้ภาคอุตสาหกรรม รวมถึงนักลงทุน กลุ่มเกษตรกรถือเป็นกลุ่มใหญ่ที่ได้รับประโยชน์ เพราะในการซื้อขายตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (AFET) จะเปิดโอกาสให้เกษตรกรสามารถกำหนดราคาขายผลผลิตได้เอง โดยไม่ถูกกดราคารับซื้อจากพ่อค้า ตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (AFET) ถือเป็นเครื่องมือช่วยการวางแผนการเพาะปลูกแก่เกษตรกร เพราะมีการกำหนดราคาอ้างอิงล่วงหน้า 3-7 เดือน เพื่อให้เกษตรกรวางแผนการเพาะปลูก เก็บเกี่ยว และใช้ต้นทุนการผลิตที่สอดคล้องกับราคาอ้างอิงในอนาคตได้ เช่น ในอีก 4 เดือนข้างหน้าหากรู้ว่า



ข้าวราคาดี ก็สามารเร่งผลผลิตข้าวมาขายเพื่อให้ได้ผลกำไร และในทางกลับกันหากอนาคตราคายังต่ำไม่น่าสนใจ อาจวางแผนชะลอการผลิต หรือลดต้นทุนอย่างอื่นเพื่อไม่ให้ขาดทุน ส่วนผู้ใช้สินค้าเกษตร เช่น โรงงานอุตสาหกรรม หรือพ่อค้า สามารถใช้กลไกของ “ตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (AFET)” เพื่อสร้างเสถียรภาพ ควบคุมต้นทุนการผลิตได้อย่างเหมาะสม เช่น โรงงานผลิตยางรถยนต์ หากเข้ามาทำสัญญาซื้อขายยางพาราล่วงหน้า จะช่วยให้คำนวณต้นทุนการผลิต และกำหนดราคาขายที่มีกำไรชัดเจนได้ ไม่ต้องเผชิญกับปัญหาการขาดทุนในอนาคต เช่น ถ้าทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในอีก 6 เดือนข้างหน้าที กิโลกรัมละ 84 บาท เมื่อถึงขณะนั้นแม้ราคายางจะสูงขึ้นเป็น กิโลกรัมละ 120 บาท โรงงานจะสามารถซื้อยางได้ในราคา 84 บาทอยู่ดี เพราะมีสัญญาซื้อขายไว้แล้ว โดยตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (AFET) ทำหน้าที่เป็นตัวกลางดูแล ไม่ให้เกิดการบิดพลิ้วสัญญาเกิดขึ้น ขณะที่กลุ่มสุดท้ายที่ใช้ประโยชน์จากตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (AFET) จะเป็นนักลงทุนที่เข้ามาซื้อมาขายเก็งกำไรเหมือนตลาดหุ้น เพื่อหวังผลตอบแทนในระยะสั้น ปัจจุบันการใช้ประโยชน์ในการนำสินค้าเกษตรเข้ามาซื้อขายในตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (AFET) ยังทำได้น้อย และมีไม่ถึง 1% ของผลผลิตทางเกษตรทั้งหมด อีกทั้งราคาอ้างอิง ไม่สามารถขึ้นนำราคาตลาดได้เท่าที่ควร เพราะการซื้อขายในตลาดล่วงหน้ายังเป็นเรื่องใหม่ในสังคมไทย ทั้งระดับราชการ และเกษตรกร ประกอบกับตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (AFET) มีข้อจำกัดในการดำเนินงานทั้งบุคลากรที่มีไม่มาก และงบประมาณที่ได้รับมาเพียงปีละ 100 ล้านบาท ทำให้การประชาสัมพันธ์การสร้างความรู้ให้เกษตรกร และภาคผู้ซื้อไม่เพียงพอ

ส่วนตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TFEX) เป็นศูนย์กลางการซื้อขายอนุพันธ์เกี่ยวกับตราสารทุน ตราสารหนี้ และสินค้าโภคภัณฑ์ประเภทอื่น ๆ สินค้าที่สามารถจัดให้มีการซื้อขายได้ตามที่กำหนดในพระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546 คือ ฟิวเจอร์ส (Futures) ออปชั่น (Options) และออปชั่นบนสัญญาฟิวเจอร์ส (Options on Futures) ของสินทรัพย์อ้างอิงประเภทต่าง ๆ ดังนี้ อ้างอิงกับตราสารทุน ได้แก่ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ หลักทรัพย์ อ้างอิงกับตราสารหนี้ ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล อัตราดอกเบี้ย อ้างอิงกับราคาหรือดัชนีราคาอื่น ๆ ได้แก่ ทองคำ โลหะเงิน น้ำมันดิบ อัตราแลกเปลี่ยน หรืออื่นๆ ตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ด. ประกาศกำหนด โดยมีเป้าหมายหลักในการดำเนินธุรกิจ เพื่อมุ่งเน้นให้เกิดคุณค่าและประโยชน์แก่ผู้ลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้อง โดยเป็นศูนย์กลางการซื้อขายอนุพันธ์ที่มีมาตรฐานและมีประสิทธิภาพ ทำให้ผู้ลงทุนและผู้ประกอบการในธุรกิจสามารถใช้เป็นเครื่องมือบริหารความเสี่ยงในการบริหารเงินลงทุนและธุรกิจของตนได้อย่างมีประสิทธิภาพและมีต้นทุนที่สมเหตุสมผล เป็นทางเลือกของการลงทุน ภายใต้ระบบการซื้อขายที่มีความยุติธรรม โปร่งใส และมี

สภาพคล่อง รวมทั้งมั่นใจในระบบการชำระราคาสำหรับทุกธุรกรรมที่เกิดขึ้นในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า โดยจะมีสำนักหักบัญชีที่มีความมั่นคงเป็นคู่สัญญาแผนการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ

จากวิกฤติทางการเงินที่เกิดขึ้นในหลายปีที่ผ่านมา อนุพันธ์ถูกตั้งข้อสงสัยว่าเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้เกิดวิกฤติขึ้น แต่หากผู้ที่เกี่ยวข้องที่รู้ข้อดีและความเสี่ยงของอนุพันธ์และใช้อนุพันธ์ด้วยความระมัดระวัง และมีระบบบริหารความเสี่ยงที่ดี จะไม่ประสบปัญหาจากการใช้อนุพันธ์ในการบริหารทางการเงิน ปัจจุบันมีตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทั่วโลก 69 แห่ง ยังมีการดำเนินธุรกิจที่ดี จากที่มีการกำกับที่ดีของ ก.ล.ต ในแต่ละประเทศ ซึ่งตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าไทยเองมีผลการดำเนินงานที่ดี วอลุ่มซื้อขายมากขึ้น หากจัดอันดับความสามารถเทียบกับต่างประเทศเราจะมีอยู่ 39 ของอนุพันธ์โลก สำหรับแนวทางของรัฐด้านการพัฒนาตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า นั้นมีประเด็นหลักๆ 3 ด้านที่ต้องเร่งพัฒนา คือ ความหลากหลายของสินค้า ความรู้ความเข้าใจ และความสะดวกในการซื้อขาย ซึ่งในส่วนของสินค้านั้นที่ผ่านมามีสินค้าน่าที่ซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า มีเพียง 9 สินค้า คือ SET50 Index Futures, SET50 Index Options, Sector Index Futures, Stock Futures, Gold Futures, Silver Futures, Interest Rate Futures, Oil Futures และ USD Futures นั้นยังถือว่ามีน้อยเกินไป ดังนั้น การเพิ่มประเภทของสินค้าให้มีความหลากหลายและครอบคลุมสินค้าน่าอย่างอื่น ๆ ที่มีความสำคัญกับระบบเศรษฐกิจ ประเด็นที่สองในเรื่องการให้ความเข้าใจให้มากขึ้น ซึ่งทุกหน่วยงานที่เกี่ยวข้องจะต้องช่วยกันไม่ใช่น้ำที่ของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า และตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น นอกจากนี้จะต้องเพิ่มความสะดวกในการซื้อขาย ให้รวดเร็ว มีประสิทธิภาพ เข้ามาทำธุรกรรมได้สะดวก ปราศจากอุปสรรคหรือข้อขัดข้องในการเข้ามาทำธุรกรรม ในเรื่องกฎเกณฑ์การทำงานของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของสำนักหักบัญชี กฎเกณฑ์ของผู้กำกับดูแล และการส่งเงินเข้าและออกจากประเทศไทยต้องไม่เป็นอุปสรรคกับผู้ลงทุนต่างชาติ รวมถึงผู้ลงทุนในสถาบันในประเทศด้วย และกฎเกณฑ์การกำกับดูแลที่มีอยู่ รวมทั้งแนวทางปฏิบัติงานของผู้ประกอบการควรพัฒนาให้เป็นแนวทางที่ใกล้เคียงกับระดับสากล

ตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้ามีการพัฒนาการที่ดี ปริมาณการซื้อขายเพิ่มมากขึ้น และในช่วงวิกฤติทางการเงิน โลกและปัญหาทางการเมืองของไทยในปีที่ผ่านมาทำให้ตลาดหุ้นผันผวนสูง ทำให้นักลงทุนต้องการเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงมากขึ้น ส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายของ TFEX ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงมาก ทั้งนี้ แผนการดำเนินงานในอนาคตควรมีดังนี้ แนวทางที่ 1 ควรมีการพัฒนาสินค้าน่าใหม่ๆ มากขึ้น โดยศึกษาสินค้าน่าที่อ้างอิงกับสินค้าน่าอื่นๆ นอกเหนือจากตราสารทุนที่เป็นสินค้าน่าที่มีความสำคัญแก่ระบบเศรษฐกิจและผู้ประกอบการสามารถใช้ประโยชน์ได้ในวงกว้าง เช่น

อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ หรือ สินค้าโภคภัณฑ์อื่นๆ เพื่อให้เป็นทางเลือกสำหรับผู้ประกอบการ และผู้ลงทุน ในการบริหารความเสี่ยงหรือลงทุนได้อย่างเหมาะสม และมีแนวคิดที่จะออกสินค้าที่อ้างอิงกับดัชนีต่างประเทศ หรือการนำอนุพันธ์จากตลาดอื่นมาซื้อขายในลักษณะซื้อขายระหว่างกัน (Cross Trading) เพื่อเป็นกระจายการลงทุนให้แก่นักลงทุนในประเทศ แนวทางที่ 2 คือ การเพิ่มประสิทธิภาพของช่องทางการซื้อขายอนุพันธ์ได้อย่างกว้างขวาง มีประสิทธิภาพรวดเร็วและมีต้นทุนต่ำ ซึ่งถือว่าเป็นหัวใจสำคัญของการดำเนินงานของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า และแนวทางที่ 3 ต้นทุนการดำเนินธุรกิจ ควรมีการทบทวนอัตราดอกเบี้ยค่าธรรมเนียมให้มีความเหมาะสม รวมถึงต้นทุนในเรื่องการวางหลักประกันให้อยู่ในระดับที่ไม่เป็นภาระกับนักลงทุน ในขณะเดียวกันก็ไม่เกิดความเสียหายแก่ระบบโดยรวม อย่างไรก็ตามก็ควรใช้นโยบายในการกำหนดโครงสร้างค่าธรรมเนียมในลักษณะที่จะส่งเสริมสมาชิกให้มีแรงจูงใจในการทำธุรกรรม และขยายฐานนักลงทุน และมุ่งสนับสนุนให้สมาชิกที่มีความตั้งใจในการประกอบธุรกิจ โดยผลักดันให้ผู้ที่เกี่ยวข้องนโยบายที่สอดคล้องกันในเรื่องการกำหนดค่าธรรมเนียม เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ลงทุน มีความยืดหยุ่นบ้างเพื่อตอบสนองในการใช้อนุพันธ์ในการเป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงให้มีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ภาวะตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าได้พัฒนาอย่างต่อเนื่อง เพื่อเป็นทางเลือกที่ดีให้กับนักลงทุนในการบริหารความเสี่ยง ปัจจุบัน ณ สิ้นเดือนมีนาคม พ.ศ. 2556 มีปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ระดับ 68,071 สัญญาต่อวัน โดยในปีที่ผ่านมาตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้ามีปริมาณการซื้อขายสูงขึ้นถึง 55% ในทางกลับกันปริมาณการซื้อขายในตลาดหุ้นกลับปรับตัวลดลง

ปัจจุบันตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้ามีบริษัทสมาชิกประเภทตัวแทนทั่วไป รวม 42 บริษัท (ข้อมูล ณ วันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2556) ในจำนวนบริษัทสมาชิกทั้ง 42 บริษัท มีบริษัทสมาชิกที่เปิดให้บริการซื้อขายอนุพันธ์ผ่านอินเทอร์เน็ต 37 บริษัท และมีจำนวนบัญชีผู้ลงทุนกว่า 87,693 บัญชี ซึ่งแสดงให้เห็นได้ชัดว่าตลาดนี้ได้รับความสนใจจากนักลงทุนอย่างมาก ฉะนั้นทางตลาดหลักทรัพย์จึงมีความมุ่งมั่นในการศึกษาวิจัยเพื่อพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ออกมาตอบสนองความต้องการของนักลงทุน โดยการเติบโตของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่ผ่านมาเป็นผลจากความสำเร็จของสินค้าหลักคือ SET50 Futures อย่างไรก็ตาม แนวทางการดำเนินงานของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในช่วงที่ผ่านมา ยังถือว่าเป็นไปตามเป้าที่วางไว้ 5 ปี คือต้องขยายสินค้าให้มีความหลากหลายและครอบคลุม 5 กลุ่มหลัก ได้แก่ หลักทรัพย์ อัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ย ตราสารหนี้ โภคภัณฑ์ นอกจากนี้ ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้พิจารณาและอนุมัติจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ในเรื่องการออก Derivative Warrant (DW) หรือใบสำคัญแสดงสิทธิ์ที่ให้

สิทธิ์ในการซื้อหุ้นตัวใดตัวหนึ่งในแก่นักลงทุนของบริษัทจดทะเบียนโดยไม่ผ่านบริษัทเจ้าของหลักทรัพย์นั้น แต่เป็นการซื้อขายผ่านธุรกิจหลักทรัพย์ (โบรกเกอร์) แทน ซึ่งในสินค้าดังกล่าวจะนำไปไว้ในตลาดหุ้นไทย ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของไทยนั้นถือว่ามีความสมบูรณ์ด้านเศรษฐศาสตร์ เพราะเป็นตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่นักลงทุนใช้ในการรองรับความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหุ้น

มหาวิทยาลัยรังสิต  
Rangsit University

## บทที่ 6

### ตลาดตราสารอนุพันธ์และการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย

เนื้อหาบทนี้ ผู้วิจัยได้ดำเนินศึกษาเอกสารและสัมภาษณ์ผู้เชี่ยวชาญที่เกี่ยวข้องกับตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย ซึ่งเนื้อหาแบ่งเป็น 2 ส่วน ดังนี้

#### 6.1 ตลาดตราสารอนุพันธ์

#### 6.2 การพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย

### 6.1 ตลาดตราสารอนุพันธ์

อนุพันธ์ คือ ตราสารทางการเงินประเภทหนึ่งซึ่งมีลักษณะเป็นสัญญาหรือข้อตกลงที่จะซื้อหรือขายสินค้าในราคา ปริมาณ และเงื่อนไขอื่นที่ตกลงกันได้ โดยจะทำการส่งมอบสินค้ากันในอนาคต ทั้งนี้ มูลค่าของอนุพันธ์ขึ้นอยู่กับมูลค่าของสินค้าที่ตกลงซื้อขาย หากมูลค่าของสินค้านั้นเปลี่ยนแปลงไป อนุพันธ์ก็จะมีมูลค่าเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย

ตัวอย่างของสิ่งที่พบในชีวิตประจำวันซึ่งมีลักษณะใกล้เคียงกับอนุพันธ์

“ใบจองซื้ออาคารชุด”

“คูปองของรีสอร์ท”

ตัวอย่าง: ใบจองซื้ออาคารชุด

นายแดง ไปงานแสดงนิทรรศการบ้านและที่อยู่อาศัย ถูกใจที่อยู่ซึ่งเป็นอาคารชุด และมีทำเลอยู่ใกล้สถานีระบบขนส่งมวลชน ถูกใจจึงตัดสินใจชำระเงิน 50,000 บาท เพื่อจองซื้ออาคารชุดในราคาที่แสดงไว้ คือ 3,000,000 บาท โดยมีกำหนดจะรับโอนอาคารชุดในอีก 3 เดือนข้างหน้า บริษัทได้ออกใบจองให้แก่ นายแดง ใบจองนี้เทียบเคียงได้กับอนุพันธ์ เนื่องจากเป็นสัญญาที่จะซื้อขายอาคารชุดในเงื่อนไขที่ตกลงกัน โดยจะส่งมอบอาคารชุดในอนาคต ทั้งนี้ มูลค่าของใบจองขึ้นอยู่กับราคาอาคารชุด เช่น หลังงานแสดงนิทรรศการบ้านและที่อยู่อาศัย บริษัทปรับราคาการขึ้นเป็น 3,500,000 บาท แต่นายแดง จะซื้ออาคารชุดได้ในราคาเพียง 3,000,000 บาทตามที่ตกลงกันได้ จึงอาจ

กล่าวได้ว่า มูลค่าของใบจองหลังงานแสดง เพิ่มขึ้น 500,000 บาท เมื่อราคาอาคารชุดเพิ่มเป็น 3,500,000 บาท

#### ตัวอย่าง : คุปองของริสอร์ท

ราคาห้องพักต่อคืนของริสอร์ทแห่งหนึ่งเท่ากับ 10,000 บาทในช่วงฤดูท่องเที่ยว หรือเท่ากับ 7,000 บาทนอกฤดูท่องเที่ยว ริสอร์ทแห่งนี้เข้าร่วมงานมหกรรมเที่ยวทั่วไทย และเสนอขาย คุปองห้องพักในราคาเพียง 6,000 บาท โดยลูกค้าจะนำคุปองไปใช้ในช่วงเวลาใดก็ได้ตลอดปี 2557 คุปองนี้เทียบเคียงได้กับอนุพันธ์ เนื่องจากเป็นข้อตกลงที่จะให้เข้าพักในริสอร์ทได้ในราคาที่ตกลงกัน โดยลูกค้าจะใช้บริการในอนาคต หากลูกค้าใช้คุปองเข้าพักในริสอร์ทในช่วงฤดูท่องเที่ยว นั้นหมายความว่าลูกค้าได้รับส่วนลดจากริสอร์ท 4,000 บาท

กรณีที่ลูกค้าใช้คุปองเข้าพักในริสอร์ทนอกฤดูท่องเที่ยว นั้นหมายความว่าลูกค้าได้รับส่วนลดจากริสอร์ท 1,000 บาท

#### 6.1.1 ลักษณะของอนุพันธ์

##### 1) อนุพันธ์เป็นสัญญาที่มีสินค้ำ้างอิง

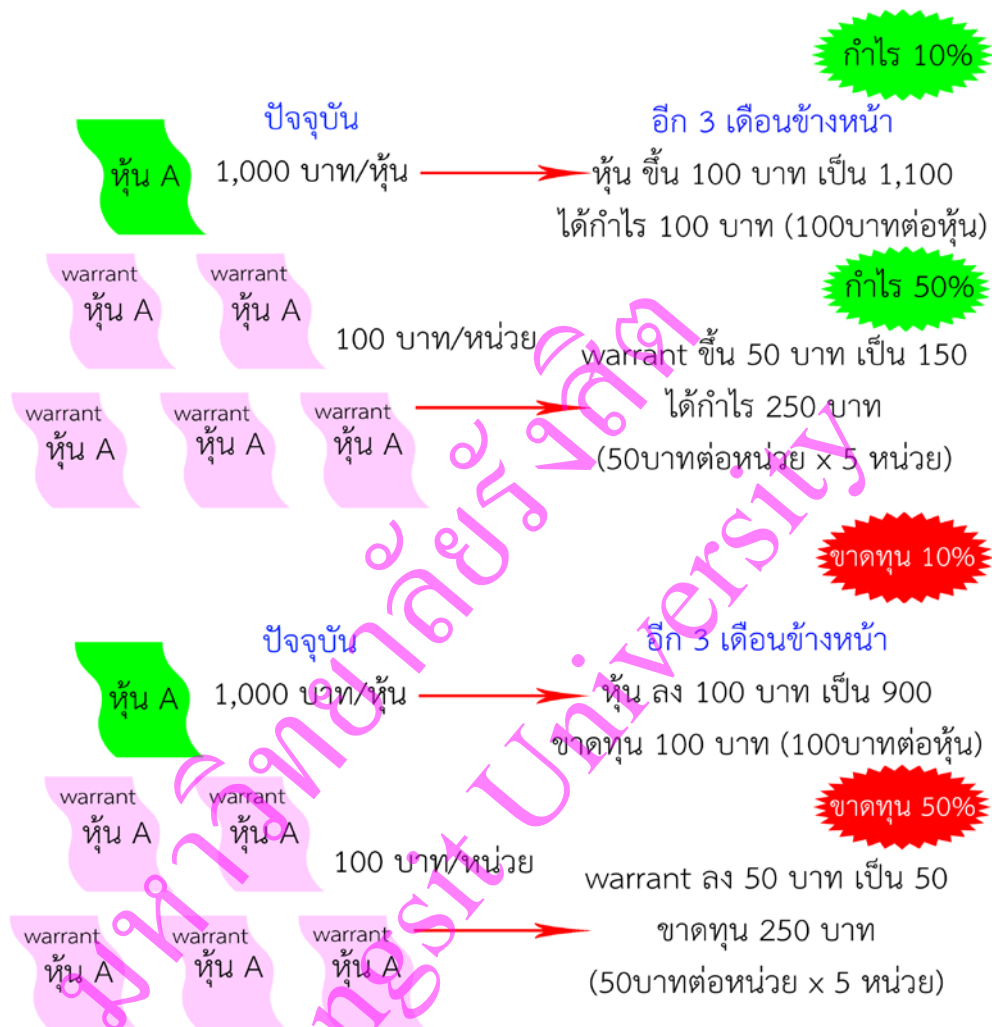
สินค้ำ้างอิง (Underlying Assets) คือ สินค้ำ้างอิงที่ผู้ซื้อและผู้ขายอนุพันธ์ตกลงซื้อขายกันในวันนี้และจะต้องนำมาส่งมอบในอนาคตตามเงื่อนไขในสัญญา ทั้งนี้สัญญาจะมีการกำหนดลักษณะของสินค้ำ้างอิงไว้อย่างละเอียดและชัดเจน โดยทั่วไป มีการแบ่งอนุพันธ์ตามประเภทสินค้ำ้างอิงออกเป็น 2 กลุ่มหลัก ดังนี้

(1) อนุพันธ์สินค้ำ้างอิงโภคภัณฑ์ (Commodity Derivatives) เช่น อนุพันธ์ของสินค้ำ้างอิงที่เป็นสินค้ำ้างอิงเกษตร เช่น ข้าว ข้าวโพด กาแฟ เป็นต้น สินค้ำ้างอิงด้านพลังงาน เช่น น้ำมัน ก๊าซ เป็นต้น โลหะ เช่น อลูมิเนียม ทอง ดีบุก เป็นต้น

(2) อนุพันธ์ทางการเงิน (Financial Derivatives) เช่น อนุพันธ์ของสินค้ำ้างอิงที่เป็นตราสารทุน เช่น หุ้น ดัชนีราคาหุ้น เป็นต้น ตราสารหนี้ เช่น พันธบัตรรัฐบาล เป็นต้น เงินตราต่างประเทศ เช่น ดอลลาร์สหรัฐ เป็นต้น

2) อนุพันธ์เป็นสัญญาที่มีการให้นักลงทุนจะใช้เงินเพียงส่วนหนึ่ง เพื่อถือครองมูลค่าสัญญาที่มีขนาดใหญ่กว่าเงินลงทุนจริง (Leverage) เปรียบเทียบการใช้เงินลงทุน 1,000

บาท เพื่อซื้อ Warrant ของหุ้น A ซึ่งเป็นอนุพันธ์ทางการเงินประเภทหนึ่ง กับการใช้เงินจำนวนเท่ากันเพื่อซื้อหุ้น A โดยตรงดังรูปที่ 6.1



รูปที่ 6.1 เปรียบเทียบการใช้เงินลงทุน 1,000 บาท เพื่อซื้อ Warrant ของหุ้น A ซึ่งเป็นอนุพันธ์ทางการเงินประเภทหนึ่ง กับการใช้เงินจำนวนเท่ากันเพื่อซื้อหุ้น A โดยตรง  
ที่มา : ผู้วิจัยประยุกต์จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548

จากตัวอย่าง จะเห็นได้ว่าการซื้อขายอนุพันธ์ใช้เงินทุนเริ่มต้นในจำนวนที่น้อยกว่าการลงทุนโดยตรงในสินค้าอ้างอิง

กรณีที่มีกำไรจากการซื้อขายอนุพันธ์ เมื่อเทียบกับเงินทุนเริ่มต้นที่ค่าดังกล่าว อัตราผลกำไรจึงเป็นอัตราที่สูง ในทางตรงกันข้าม กรณีที่เกิดผลขาดทุนจากอนุพันธ์ อัตราผลขาดทุนก็เป็นอัตราที่สูงเช่นกัน ลักษณะดังกล่าว เรียกว่า Leverage

3) อนุพันธ์เป็นสัญญาที่มีอายุจำกัด อนุพันธ์เป็นสัญญาหรือข้อตกลงที่มีกำหนดเวลาชัดเจน เช่น 1 เดือน 2 เดือน 3 เดือน หรือ 1 ปี เป็นต้น การปฏิบัติตามข้อผูกพันหรือการรับสิทธิประโยชน์ต่างๆ ที่ระบุไว้ในสัญญาจะต้องกระทำภายในระยะเวลาที่กำหนดนั้น เช่น อนุพันธ์ที่เป็นสัญญาให้สิทธิซื้อหุ้นในอีก 1 เดือนข้างหน้า ผู้ซื้อสัญญาอนุพันธ์ต้องซื้อหุ้นภายในระยะเวลาดังกล่าว เมื่อพ้นกำหนดแล้ว สัญญาจะหมดอายุและสิทธิของผู้ซื้อสัญญาจะหมดไปด้วย ดังนั้น ผู้ที่ต้องการซื้อขายสัญญาอนุพันธ์ จึงต้องคำนึงถึงลักษณะข้อนี้เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน

### 6.1.2 ประเภทของอนุพันธ์

ประเภทของอนุพันธ์ที่มีซื้อขายโดยทั่วไป มีดังนี้

- 1) ฟิวเจอร์ (Futures) สัญญาซื้อขายล่วงหน้าแบบมาตรฐาน
- 2) ฟอว์เวิร์ด (Forward) สัญญาซื้อขายล่วงหน้าแบบไม่มาตรฐาน
- 3) สวอป (Swap) ตราสารแลกเปลี่ยน
- 4) ออปชั่น (Option) ตราสารสิทธิ

1) Futures หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้าแบบมาตรฐาน ซึ่งเป็นสัญญาที่จะซื้อจะขายสินค้าอ้างอิง โดยตกลงราคากันในวันนี้ เพื่อส่งมอบสินค้าและชำระเงินในอนาคต Futures แตกต่างจาก Forwards ตรงที่ Futures เป็นสัญญาที่ซื้อขายในศูนย์ซื้อขายอนุพันธ์ ลักษณะของสัญญาจึงเป็นแบบมาตรฐาน กล่าวคือ ศูนย์ซื้อขายอนุพันธ์จะกำหนดรายละเอียดของสัญญาไว้ล่วงหน้าอย่างชัดเจน

2) Forwards หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้าแบบไม่มาตรฐาน เป็นสัญญาระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย ที่จะซื้อจะขายสินค้าอ้างอิง โดยตกลงราคากันในวันนี้ เพื่อส่งมอบสินค้าและชำระเงินในอนาคต การตกลงซื้อขายสัญญาเกิดขึ้นได้โดยไม่จำกัดสถานที่ หรือเรียกว่า การซื้อขายเป็นแบบนอกตลาด (Over-The-Counter: OTC) และมีการกำหนดรายละเอียดของสัญญาตามความต้องการระหว่างผู้ซื้อผู้ขาย



3) Options หรือตราสารสิทธิ เป็นสัญญาระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย คือ ผู้ซื้อและผู้ขาย โดยผู้ขายให้สิทธิแก่ผู้ซื้อ ที่จะซื้อ (หรือขาย) สินค้าอ้างอิง ตามจำนวน ราคา และภายในระยะเวลาที่ระบุในสัญญา ผู้ซื้อต้องจ่ายเงินค่าซื้อสัญญาสิทธิดังกล่าว ที่เรียกว่า “ค่าพรีเมียม (Premium)” ให้กับผู้ขายเพื่อแลกกับการได้สิทธินั้น ผู้ซื้อจะใช้สิทธิหรือไม่ก็ได้ แต่ผู้ขาย มีภาระต้องปฏิบัติตามสัญญา คือ ขายสินค้าให้ (หรือซื้อสินค้าจาก) ผู้ซื้อ เมื่อผู้ซื้อ ใช้สิทธิ ตามเงื่อนไขที่ระบุไว้ในสัญญา

ความแตกต่างระหว่าง Options กับ Futures และ Forwards คือผู้ถือ Options ไม่มีพันธะต้องส่งมอบหรือรับมอบเมื่อถึงเวลาส่งมอบถ้าผู้ถือตราสารไม่ต้องการ เพราะ Options คือทางเลือกให้นักลงทุนว่าจะเข้าใช้สิทธิหรือไม่ มีข้อบังคับหรือพันธะที่ต้องส่งมอบเมื่อนักลงทุนทำการใช้สิทธิ ผู้ออกตราสารจะนำหุ้นที่มีการซื้อขายในตลาดอยู่แล้วมาส่งมอบ จึงไม่เกิดภาวะเงื่อนงำจากการออกหุ้นสามัญใหม่

4) Swap หรือตราสารแลกเปลี่ยน เป็นข้อตกลงระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย ที่จะทำการแลกเปลี่ยนกระแสเงินสดในอนาคต เช่น บริษัท ก. ซึ่งมีภาระดอกเบี้ยเงินกู้ในอัตราลอยตัว ต้องการแลกเปลี่ยนเป็นภาระดอกเบี้ยในอัตราคงที่กับบริษัท ข. ข้อตกลงเช่นนี้เรียกว่า Interest Rate Swap บริษัท ค. ซึ่งมีเงินกู้เป็นเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ ต้องการแลกเปลี่ยนเป็นเงินสกุลบาทกับบริษัท ง. ข้อตกลงเช่นนี้เรียกว่า Currency Swap

### 6.1.3 ประโยชน์ของตลาดอนุพันธ์

1) ช่วยในการคาดการณ์ราคาสินค้าในอนาคต (Price Discovery) การซื้อขายอนุพันธ์เป็นการตกลงราคากันในวันนี้เพื่อส่งมอบสินค้าอ้างอิงในอนาคต จึงเป็นราคาที่สะท้อนความต้องการซื้อหรือขายสินค้าที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งสามารถนำมาใช้อ้างอิงในการตัดสินใจผลิตสินค้า ลงทุน หรือจัดสรรทรัพยากร ให้ทำได้อย่างมีประสิทธิภาพ ตัวอย่าง ชาวนาเคยใช้ราคาข้าวปีที่แล้วเพื่อตัดสินใจเพาะปลูกข้าวในปีต่อไป แต่ในความเป็นจริง ราคาซื้อขายข้าวของปีใดขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการ เช่น สภาพดินฟ้าอากาศในปีนั้น ราคาข้าวในตลาดโลก เป็นต้น เท่าที่ผ่านมา ชาวนาจึงวางแผนเพาะปลูกข้าวได้ไม่ดีเท่าที่ควร เช่น เห็นว่าราคาข้าวสูงเมื่อปีก่อน ปีนี้ก็เพาะปลูกมากจนข้าวล้นตลาด ทำให้ราคาข้าวในปีนี้ตกต่ำ เป็นต้น

หากมีตลาดอนุพันธ์ ชาวนาจะทราบราคาของสัญญาซื้อขายข้าวล่วงหน้า ซึ่งจะทำให้สามารถคาดการณ์ราคาข้าวในอนาคตและวางแผนเพาะปลูกข้าวได้ดียิ่งขึ้น

2) ช่วยในการบริหารความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคา (Risk Management) ตลาดอนุพันธ์เป็นช่องทางในการบริหารความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้าอ้างอิง (Price Risk) สำหรับผู้ที่ครอบครองสินค้าหรือผู้ที่ต้องการสินค้าในอนาคตแต่เกรงว่าราคาสินค้าจะผันผวน และต้องประสบผลขาดทุนหรือมีต้นทุนสูงขึ้นโดยไม่จำเป็น ตัวอย่าง โรงกลั่นน้ำมันเกรงว่าราคาน้ำมันดิบในตลาดจะสูงขึ้นในอีก 3 เดือนข้างหน้า ซึ่งอาจทำให้ต้องซื้อน้ำมันดิบในราคาแพง และมีต้นทุนสูงขึ้น

การมีตลาดอนุพันธ์จะช่วยให้โรงกลั่นบริหารความเสี่ยงได้ โดยโรงกลั่นนี้สามารถ ซื้อ Futures ของน้ำมันดิบอายุ 3 เดือน เพื่อตรึงราคาน้ำมันดิบไว้ และรู้ต้นทุนที่แน่นอนตั้งแต่วันนี้ โดยไม่ต้องกังวลว่าราคาน้ำมันดิบในอีก 3 เดือนจะปรับตัวสูงขึ้น

สำหรับความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารอนุพันธ์ ได้แก่

- 1) ความเสี่ยงที่เกิดจากความผันผวนของราคาตลาด (Market Risk) เช่น ราคาของสินค้าอ้างอิง และอัตราดอกเบี้ย
- 2) ความเสี่ยงที่เกิดจากการผิดสัญญาของคู่สัญญา (Credit Risk)
- 3) ความเสี่ยงที่เกิดจากความผิดพลาด หรือความไม่เพียงพอของกระบวนการทำงาน พนักงาน ระบบงาน หรือระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ และเหตุการณ์หรือปัจจัยภายนอก (Operational Risk)
- 4) ความเสี่ยงที่บริษัทไม่สามารถล้างฐานะสัญญา ณ ราคาตลาดเนื่องจากขาดสภาพคล่อง (Liquidity Risk)

#### 6.1.4 การซื้อขายตราสารอนุพันธ์

กลไกการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ เป็นการทำสัญญาเพื่อซื้อขายแลกเปลี่ยนสินค้าอ้างอิงในอนาคต ซึ่งมีความแตกต่างจากการซื้อสินค้าหรือบริการโดยทั่วไป ซึ่งมีการซื้อขายที่มีการชำระเงิน

และส่งมอบสินค้าและบริการทันทีโดยการซื้อขายนั้นต้องผ่านระบบตลาดอนุพันธ์ การซื้อขายตราสารอนุพันธ์โดยผ่านระบบตลาดอนุพันธ์นั้นสามารถแบ่งตลาดที่วางออกได้เป็น 2 รูปแบบคือ

1) การซื้อขายผ่านระบบตลาดทางการ (Organized Exchange) การซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในระบบตลาดทางการจะมีกรรมวิธีการซื้อขายคล้ายกับการซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์คือ ตลาดทางการซึ่งเป็นตลาดที่มีการซื้อและขายหลักทรัพย์หรือตราสารอนุพันธ์อย่างเปิดเผย มีการกำหนดราคา และช่วงของการขึ้นลงราคาอย่างชัดเจน ข้อมูลข่าวสารของผู้ลงทุนจะได้รับอย่างทั่วถึงและเท่าเทียมกัน มีการเปิดเผยราคาหลักทรัพย์และราคาอนุพันธ์ให้ประชาชนผู้ลงทุนทราบ เช่น การถ่ายทอดสดราคาของหลักทรัพย์หรือตราสารอนุพันธ์ทางสถานีโทรทัศน์ หรือบนอินเทอร์เน็ต หรือแม้กระทั่งการตีพิมพ์ราคาของหลักทรัพย์หรือตราสารอนุพันธ์ในหนังสือพิมพ์ เป็นต้น และการลงทุนในตราสารอนุพันธ์ผ่านระบบของตลาดอนุพันธ์ทางการ ผู้ลงทุนทั้งฝ่ายซื้อและฝ่ายขายจะต้องถูกเรียกเงินประกัน

การซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในระบบตลาดทางการ จะมีการซื้อขายแบบ Electronic หรือ Open Outcry ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับว่าตลาดจะเปิดให้มีการซื้อขายแบบใด แต่ส่วนใหญ่แล้วตลาดอนุพันธ์จะนิยมใช้ระบบ Open Outcry เป็นระบบในการต่อรองราคาซื้อขายตราสารอนุพันธ์ โดยที่ระบบนี้จะเป็นการเปิดให้ Broker และ ผู้ค้าตราสารอนุพันธ์รายใหญ่ สามารถเข้ามาทำการซื้อและขายตราสารอนุพันธ์ ซึ่งสามารถทำการซื้อขายใน Floor ได้ การซื้อการขายจะกระทำที่ Pitch ของสินค้าประเภทต่าง ๆ โดยมีการตั้งสัญญาณมือเป็นการต่อรองราคา ทั้งนี้ในตลาดจะมีระบบทำการบันทึกภาพวิดีโอ เพื่อเป็นหลักฐานในการตกลงในสัญญาต่างๆ และเมื่อทำการซื้อขายเสร็จสิ้นจึงจะมีการจดทะเบียนซื้อขายกัน การซื้อขายในระบบ Open Outcry นี้มีโอกาสในการผิดพลาดได้ง่ายกว่าระบบ Electronic มาก

การซื้อขายผ่านระบบตลาดทางการจะมีสำนักหักบัญชีเป็นคู่สัญญาของผู้ซื้อและผู้ขาย ผู้ลงทุนจึงไม่ต้องกังวลว่าคู่สัญญาจะบิดพลิ้ว ไม่ปฏิบัติตามสัญญา การมีสำนักหักบัญชีเป็นคู่สัญญา ยังช่วยให้การซื้อขายมีความคล่องตัวมากกว่า ผู้ลงทุนสามารถล้างภาระผูกพันตามสัญญา โดยการทำการซื้อหรือขายในลักษณะตรงกันข้ามกับรายการที่เคยทำไว้ผ่านศูนย์ซื้อขายอนุพันธ์ โดยไม่ต้องไปหาคู่สัญญาเดิม

2) การซื้อขายผ่านตลาดเจรจาต่อรอง (Dealer หรือ Over-The-Counter: OTC) เป็นการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ที่เราสามารถเรียกได้ว่าเป็นตลาดไม่เป็นทางการ คือ เป็นการซื้อขายตราสารอนุพันธ์โดยการตกลงกันเองระหว่าง ผู้ลงทุน โดยที่การซื้อขายตราสารอนุพันธ์นั้น จะทำการชำระราคาและส่งมอบกันนอกระบบตลาด คือ ไม่มีการซื้อขายผ่านตลาดทางการ แต่ในต่างประเทศการซื้อขายในระบบ OTC นี้ เป็นการซื้อขายที่มีนักลงทุน และนักเก็งกำไรทำการซื้อขายมากที่สุด เป็นตลาดที่ได้รับความนิยมมาก ความเสี่ยงของการซื้อขายอยู่ที่คู่สัญญาอาจบิดพลิ้ว ไม่ปฏิบัติตามสัญญา นอกจากนี้ หากต้องการยกเลิกข้อตกลง จะทำได้ก็ต่อเมื่ออีกฝ่ายหนึ่งยินยอมด้วยเท่านั้น การซื้อขายอนุพันธ์แบบนี้จึงมีสภาพคล่องต่ำ

### 6.1.5 การใช้ประโยชน์จากอนุพันธ์

1) เพื่อบริหารความเสี่ยง

ผู้ลงทุนที่มีสินทรัพย์ เช่น หุ้น ในความครอบครอง จะมีความเสี่ยงเนื่องจากราคาของสินทรัพย์นั้นอาจเปลี่ยนแปลงไปแล้วทำให้สินทรัพย์ที่ผู้ลงทุนถือครองอยู่มีมูลค่าลดลง นอกจากนี้ผู้ลงทุนสามารถใช้ออนุพันธ์เพื่อป้องกันผลขาดทุนหรือประกันราคา

2) เพื่อหากำไรจากส่วนต่างของราคา

ผู้ลงทุนที่ไม่ได้ถือครองสินทรัพย์ สามารถใช้ออนุพันธ์เพื่อสร้างผลตอบแทนได้ โดยซื้อขายอนุพันธ์ตามการคาดการณ์เกี่ยวกับทิศทางของตลาด

การซื้อขายอนุพันธ์เพื่อหากำไรจากส่วนต่างของราคา อาจประสบผลขาดทุน หากคาดการณ์ทิศทางของตลาดผิด

### 6.1.6 ความเสี่ยงของการซื้อขายอนุพันธ์

1) ผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงสูง การที่อนุพันธ์มีลักษณะเป็นตราสารที่มี Leverage ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว ถึงแม้จะมีข้อดีที่ผู้ลงทุนมีโอกาสได้กำไรในอัตราที่สูงมาก ในทางตรงกันข้าม ผู้ลงทุนก็มีโอกาสที่จะประสบผลขาดทุนได้ในอัตราที่สูงมากเช่นกัน

2) ความผันผวนของภาวะตลาดเมื่อปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไป อาทิ การขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ย จะส่งผลให้ราคาสินค้าอ้างอิงและราคาอนุพันธ์มีความผันผวนตามไปด้วย ผู้ลงทุนจึงมีโอกาสดที่จะประสบผลขาดทุนได้

### 6.1.7 อนุพันธ์ที่เปิดซื้อขายในประเทศไทย

ในปัจจุบัน บมจ. ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตราสารอนุพันธ์ ได้เปิดซื้อขายอนุพันธ์ทั้งสิ้น 8 ประเภทด้วยกัน ได้แก่ SET50 Index Futures, SET50 Index Options, Single Stock Futures, Gold Futures, Interest Rate Futures, Silver Futures, Oil Futures, USD Futures และ Sector Index Futures โดยมีรายละเอียดดังนี้

28 เมษายน 2549	เปิดซื้อขาย	SET50 Index Futures
29 ตุลาคม 2550	เปิดซื้อขาย	SET50 Index Options
24 พฤศจิกายน 2551	เปิดซื้อขาย	Single Stock Futures
2 กุมภาพันธ์ 2552	เปิดซื้อขาย	50 Baht Gold Futures
2 สิงหาคม 2553	เปิดซื้อขาย	10 Baht Gold Futures
18 ตุลาคม 2553	เปิดซื้อขาย	5Y Gov Bond Futures
29 พฤศจิกายน 2553	เปิดซื้อขาย	3M BIBOR Futures
		6M THBFIX Futures
20 มิถุนายน 2554	เปิดซื้อขาย	Silver Futures
พร้อมเริ่มขยายเวลาซื้อขายช่วงกลางคืนสำหรับ Silver Futures และ Gold Futures		
17 ตุลาคม 2554	เปิดซื้อขาย	Oil Futures
5 มิถุนายน 2555	เปิดซื้อขาย	USD Futures
29 ตุลาคม 2555	เปิดซื้อขาย	Sector Index Futures

SET50 Index Futures เป็นสินค้าลำดับแรกที่ บมจ. ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตราสารอนุพันธ์ จัดให้มีการซื้อขาย โดยเป็นฟิวเจอร์สที่อ้างอิงกับดัชนี SET50 ซึ่งคำนวณมาจากหุ้นสามัญจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่ มีสภาพคล่องสม่ำเสมอจำนวน 50 ตัวแรก

ทั้งนี้ SET50 Index Futures ได้รับ No-Action Letter จาก Commodity Futures Trading Commission (CFTC) ซึ่งเป็นองค์กรกำกับดูแลการซื้อขายอนุพันธ์ของสหรัฐอเมริกา อนุญาตให้ผู้ลงทุนสหรัฐซื้อขาย SET50 Futures ใน TFEX ได้

การซื้อขาย SET50 Index Futures การซื้อขายอนุพันธ์มีขั้นตอนหรือกระบวนการซื้อขายที่คล้ายกับการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ คือ ผู้ลงทุนจะทำการส่งคำสั่งซื้อหรือขายผ่านโบรกเกอร์ โดยโบรกเกอร์นี้ต้องเป็นบริษัทสมาชิกของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเมื่อผู้ลงทุนส่งคำสั่งซื้อขายผ่านโบรกเกอร์แล้ว โบรกเกอร์จะส่งคำสั่งซื้อขายต่อมายังระบบซื้อขายของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อให้ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางคอยจับคู่คำสั่งซื้อ-ขายด้วยระบบอิเล็กทรอนิกส์

เมื่อคำสั่งซื้อขายได้รับการจับคู่แล้ว ระบบจะส่งรายละเอียดของรายการซื้อขายนั้นต่อไปยังสำนักหักบัญชี (TCH) เพื่อทำหน้าที่ในการชำระราคา หรือพูดง่าย ๆ ก็คือสำนักหักบัญชีจะทำหน้าที่คิดกำไรขาดทุนที่เกิดขึ้นในแต่ละวันและดูแลการรับและจ่ายเงิน ซึ่งการชำระกำไรขาดทุนนี้จะเกิดขึ้น 1 วันหลังจากที่ผู้ลงทุนซื้อหรือขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (T+1)

SET50 Index Options หมายถึง สัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีผู้ซื้อได้สิทธิในการ “ซื้อ” หรือได้รับสิทธิในการ “ขาย” ดังนี้ SET50 จากผู้ขายในเงื่อนไขและ ราคาที่ตกลงกันไว้ในสัญญาออพชั่น หรือที่เรียกว่า ราคาใช้สิทธิ (Exercise Price) SET50 Index Options มีจุดเด่นที่สามารถใช้สร้างกลยุทธ์ ทำกำไรได้ในทุกสภาวะตลาด สามารถนำมาผสมผสานกับฟิวเจอร์ส หรือหุ้นเพื่อออกแบบกลยุทธ์ลงทุนรับมือกับตลาดได้ทั้งในภาวะขาขึ้น ขาลง และตลาดคงตัว นอกจากนี้ ผู้ลงทุนยังสามารถเลือกรูปแบบการลงทุนที่เสี่ยงน้อยกว่าฟิวเจอร์ส อีกทั้งยังใช้เงินลงทุนน้อยกว่า เพราะสัญญาที่มีขนาดเล็กกว่าฟิวเจอร์สถึง 5 เท่า SET50 Index Options เปิดซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเมื่อวันที่ 29 ตุลาคม พ.ศ. 2550 หมายเหตุ : ลักษณะของสัญญาข้างต้น ได้มีการปรับปรุงเพื่อให้สอดคล้องต่อความเข้าใจ ผู้สนใจสามารถดูแบบของสัญญาซื้อขายล่วงหน้านดังกล่าว ตามกฎเกณฑ์ของการจัดให้มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

ในวันที่ 27 กันยายน พ.ศ. 2555 ที่สัญญา Options เดือนกันยายน พ.ศ.2555 (U12) ซื้อขายวันสุดท้าย ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะไม่เพิ่มสัญญา เดือนกันยายน พ.ศ. 2556 (U13) เพื่อปรับ

ใช้จำนวนสัญญาตามลักษณะใหม่ ทั้งนี้ สำหรับสัญญาเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2555 (M12) ที่มีการซื้อขายอยู่ก่อนหน้าจะยังสามารถซื้อขายได้จนกว่าจะครบกำหนดอายุ

ตั้งแต่วันที่ 29 ตุลาคม พ.ศ. 2555 เป็นต้นไป Series ที่มีการเพิ่มขึ้นเมื่อดัชนีอ้างอิง SET50 Index ปรับเปลี่ยน จะมีราคาใช้สิทธิห่างกันเท่ากับ 25 จุด โดยจะเป็นการเพิ่มจาก Series ที่มีอยู่ในปัจจุบัน นอกจากนี้ Series อื่นๆ ที่มีการสร้างและซื้อขายไปก่อนหน้านี้ก็จะยังสามารถซื้อขายได้จนกว่าจะครบกำหนดอายุ

Stock Futures คือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอ้างอิงราคาหุ้น เป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าประเภทหนึ่งในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) โดยผู้ซื้อและผู้ขายตกลงกันในวันนี้ว่า ในอนาคตจะซื้อขายหุ้นกันที่ราคาเท่าไร จำนวนเท่าใด ด้วยคุณลักษณะดังกล่าว ทำให้ Stock Futures เป็นสินค้าที่มีคุณสมบัติน่าสนใจซื้อขาย สำหรับทั้งผู้ลงทุนในหุ้นอยู่แล้ว และผู้สนใจทั่วไป กล่าวคือเป็นช่องทางสร้างผลกำไรใหม่ๆ ใช้สร้างผลกำไรได้สองทาง สามารถ "ซื้อก่อนขาย" หรือ "ขายก่อนซื้อ" ทำให้ผู้ลงทุนสามารถทำกำไรจากส่วนต่างราคาได้ในทุกสภาพตลาด มีอัตราผลตอบแทนสูง ต้นทุนต่ำ และกำไรที่ได้ไม่ต้องเสียภาษี Stock Futures เปิดซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า เมื่อวันที่ 24 พฤศจิกายน พ.ศ. 2551

Gold Futures เป็นเครื่องมือที่ผู้ลงทุนสามารถใช้ทำกำไรได้ตามความคาดการณ์ที่มีต่อราคาทองคำได้ทั้งในภาวะราคาทองขาขึ้นและราคาทองขาลง ด้วยคุณลักษณะเด่น ที่สามารถซื้อก่อนขายหรือขายก่อนซื้อก็ได้ และใช้เงินลงทุนน้อย ประกอบกับทั้งราคาทองคำมีการเคลื่อนไหวที่ไม่สัมพันธ์กับราคาหุ้น โกลด์ฟิวเจอร์ส จึงเป็นทางเลือกที่น่าสนใจในการทำกำไรและกระจายความเสี่ยงของพอร์ตลงทุน ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายโกลด์ฟิวเจอร์สได้ง่าย สะดวก ผ่านระบบซื้อขายอิเล็กทรอนิกส์ของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) โดยมีบริษัท สำนักหักบัญชี (ประเทศไทย) จำกัด เป็นผู้ประกันการชำระราคาจากการซื้อขาย และมีสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เป็นผู้กำกับดูแลการดำเนินงานของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและบริษัทสมาชิก ผู้ลงทุนจึงมั่นใจได้ว่าในทุกๆ การซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าโปร่งใส ยุติธรรม และเชื่อถือได้ ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเปิดซื้อขาย Gold Futures 2 ประเภท ดังนี้

- 50 Baht Gold Futures เปิดซื้อขาย เมื่อวันที่ 2 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2552
- 10 Baht Gold Futures เปิดซื้อขาย เมื่อวันที่ 2 สิงหาคม พ.ศ. 2553

Interest Rate Futures หรือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าฟิวเจอร์สที่อ้างอิงกับอัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องมือทางการเงินประเภทหนึ่งที่ใช้เพื่อป้องกันหรือบริหารความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ย และยังสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการทำกำไรจากการเคลื่อนไหวขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ยที่สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอ้างอิงไว้ได้ หรือปรับเปลี่ยนสัดส่วนในการลงทุนได้อย่างรวดเร็วจึงทำให้ผู้ลงทุนสามารถบริหารจัดการพอร์ตการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

5-Year Thai Government Bond Futures เริ่มเปิดซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเมื่อวันที่ 18 ตุลาคม พ.ศ. 2553

3M BIBOR Futures เริ่มซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเมื่อวันที่ 29 พฤศจิกายน พ.ศ. 2553

6M THBFIX Futures เริ่มเปิดซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเมื่อวันที่ 29 พฤศจิกายน พ.ศ. 2553

Silver Futures (สัญญาซื้อขายโลหะเงินล่วงหน้า) เป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าประเภทหนึ่งในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) ที่ “ผู้ซื้อ” และ “ผู้ขาย” ตกลงว่าจะซื้อขายโลหะเงินในอนาคต เช่น ในอีก 2 เดือนข้างหน้า เป็นต้น โดยมีกำหนดราคาซื้อขายกันในวันนี้ แต่จะจ่ายชำระเงินเมื่อถึงวันส่งมอบในอนาคต อย่างไรก็ตาม ฟิลเลอร์ฟิวเจอร์สที่ซื้อขายกันใน TFEX นั้น จะไม่มีการส่งมอบโลหะเงินกันจริง แต่จะใช้การชำระราคาซื้อขายส่วนต่างเป็นเงินสดแทน ส่วนเงื่อนไขต่าง ๆ ในสัญญานั้น เช่น ความบริสุทธิ์ของโลหะเงิน ปริมาณหรือน้ำหนักโลหะเงินที่จะซื้อขายต่อ 1 สัญญา อายุสัญญา เป็นต้น ล้วนเป็นมาตรฐานที่ TFEX เป็นผู้กำหนด เรียกว่า Contract Specification โดยสิ่งที่ผู้ซื้อและผู้ขายจะตกลงกัน ก็คือ ราคาซื้อขายโลหะเงินล่วงหน้าที่เราเรียกว่า “ราคาฟิวเจอร์ส” เท่านั้น Silver Futures เริ่มเปิดซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเมื่อวันที่ 20 มิถุนายน พ.ศ. 2554

สัญญาซื้อขายน้ำมันดิบล่วงหน้า (Oil Futures) ที่ซื้อขายใน TFEX จะเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนสามารถทำกำไรจากการเคลื่อนไหวของราคาน้ำมันดิบ Brent ได้อย่างสะดวก รวดเร็ว และง่ายดาย โดยในการซื้อขาย Oil Futures นั้น ผู้ซื้อและผู้ขายจะทำการตกลงราคาน้ำมันดิบในอนาคตผ่านวิธีการส่งคำสั่งเสนอซื้อ (Bid) และ เสนอขาย (Offer) ผ่านโบรกเกอร์คล้ายกับการซื้อขายหุ้น



อย่างไรก็ตาม การซื้อขาย Oil Futures จะไม่มีการส่งมอบน้ำมันดิบจริง แต่จะใช้วิธีชำระเงินตามส่วนต่างของกำไรขาดทุนที่เกิดขึ้น โดยผู้ซื้อจะได้กำไรเมื่อราคา Oil Futures ปรับตัวสูงขึ้น แต่จะขาดทุนเมื่อราคา Oil Futures ปรับตัวลดลง ในทางกลับกัน ผู้ขายจะได้กำไรเมื่อราคา Oil Futures ปรับตัวลดลง แต่จะขาดทุนเมื่อราคา Oil Futures ปรับตัวสูงขึ้น Brent Crude Oil Futures เริ่มเปิดซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเมื่อวันที่ 17 ตุลาคม พ.ศ. 2554

TFEX จัดให้มีสัญญาซื้อขายดอลลาร์ล่วงหน้า (USD Futures) เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ที่มีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะผู้ประกอบการส่งออกและนำเข้าได้มีเครื่องมือในการจัดการความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน อีกทั้ง ยังถือเป็นสินค้าที่เป็นทางเลือกให้กับผู้ลงทุนใช้ในการบริหารพอร์ตเงินลงทุนให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นตามวัตถุประสงค์ในการกระจายการลงทุน หรือเพื่อสร้างผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงค่าเงิน เริ่มซื้อขาย 5 มิถุนายน พ.ศ. 2555

Sector Index Futures เป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่อ้างอิงดัชนีหมวดธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีลักษณะเด่น คือ เป็นสัญญาที่เปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนสามารถซื้อหรือขาย เพื่อทำกำไรและบริหารความเสี่ยงบนการเคลื่อนไหวของดัชนีหมวดธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยโตในอนาคตของธุรกิจแต่ละหมวดอาจมีการปรับตัวไปในทิศทางเดียวหรือต่างไปจากสถานะเศรษฐกิจโดยรวม Sector Index Futures จึงเป็นเครื่องมือการลงทุนที่จะช่วยให้ผู้ลงทุนจัดกลยุทธ์และปรับพอร์ตลงทุนให้มีผลตอบแทนตามการเคลื่อนไหวของดัชนีหมวดธุรกิจตามที่ต้องการ และสามารถปรับพอร์ตลงทุนเพื่อลดผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจโดยรวมได้เช่นกัน ทั้งนี้ Sector Index Futures มีกำหนดเริ่มซื้อขายครั้งแรกในเดือนตุลาคม พ.ศ.2555 โดยประกอบด้วย 5 หมวดธุรกิจ อันได้แก่ ธนาคาร เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร พลังงาน พาณิชยกรรม และ อาหารและเครื่องดื่ม

ทั้งนี้ ขั้นตอนการซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสามารถสรุปได้ดังนี้

- 1) เลือกบริษัทนายหน้าซื้อขายล่วงหน้า (โบรกเกอร์) พิจารณาจากกรบริการ พนักงานการตลาด ผู้ถือหุ้น สถานประกอบการ การได้รับใบอนุญาตประกอบการธุรกิจการซื้อขายล่วงหน้า ประสิทธิภาพการซื้อขายล่วงหน้า การมีข้อมูลข่าวสารเพียบพร้อมรวดเร็ว และมีทีมนักวิเคราะห์ที่เชี่ยวชาญด้านการซื้อขายล่วงหน้า เป็นต้น

2) เปิดบัญชีและวางเงินประกันขั้นต้นกับโบรกเกอร์ เตรียมเอกสารเพื่อขอเปิดบัญชีกับโบรกเกอร์ตามที่บริษัทกำหนด และวางเงินประกันกับโบรกเกอร์ตามที่ตลาดฯ กำหนด

3) ส่งคำสั่งซื้อขายโดยผ่านเจ้าหน้าที่การตลาดของโบรกเกอร์หรือส่งคำสั่งซื้อขายเองผ่านทางอินเทอร์เน็ต

4) ตลาดจับคู่คำสั่งซื้อขายด้วยคอมพิวเตอร์ ระบบจับคู่แบ่งเป็น 2 แบบคือ Automatic Continuous Matching System ใช้หลักการจับคู่โดยใช้ราคาและเวลาที่ดีที่สุด (Price and time priority) ใช้ในช่วงเวลาซื้อขายปกติ และระบบ Call Market เป็นระบบจับคู่ซื้อขายที่ใช้ในช่วง Pre-Open และ Pre-Closing เพื่อคำนวณหาราคาเปิดและราคาปิดโดยระบบจะจับคู่ซื้อขายในคราวเดียว ณ ราคาที่ก่อให้เกิดปริมาณการซื้อขายมากที่สุด หน่วยงานที่ทำหน้าที่ชำระราคารายการซื้อขายที่เกิดขึ้นในตลาดอนุพันธ์ คือ สำนักหักบัญชี

5) ตรวจสอบสถานะทุกสิ้นวัน (Mark To Market) สำนักหักบัญชีจะทำหน้าที่ในการคำนวณเงินกำไรขาดทุนจากการซื้อขายสัญญาฟิวเจอร์สในตลาดอนุพันธ์ และทำการชำระราคากับโบรกเกอร์ ซึ่งเป็นสมาชิกของสำนักหักบัญชีทุกๆ วัน หลังจากนั้นบริษัทโบรกเกอร์จึงจะดำเนินการเรียกเก็บหรือจ่ายชำระเงินกับผู้ลงทุนอีกต่อหนึ่ง ทุกสิ้นวันทำการโบรกเกอร์จะทำการ “ปรับสถานะบัญชีเงินประกัน” หากเงินประกันมีมูลค่าต่ำกว่าเงินประกันขั้นต่ำ (Maintenance Margin) นักลงทุนต้องนำเงินประกันมาวางไว้กับโบรกเกอร์เพิ่มให้เท่ากับเงินประกันขั้นต้น (Initial Margin)

6) ปิดสถานะสัญญา (Close out Position) หักล้างสัญญา (Offset Position) คือการทำสัญญาที่ตรงข้ามกับสัญญาเดิมในสินค้าชนิดเดียวกัน ส่งมอบเดือนเดียวกัน และปริมาณเท่ากัน ส่งมอบ-รับมอบสินค้า (Physical Delivery) ณ จุดส่งมอบที่ตลาดกำหนด

ตารางที่ 6.1 ปริมาณสัญญาซื้อขายตลาดรายปีของ TFEX (ข้อมูล ณ วันที่ 31 มกราคม พ.ศ.2557)

ปริมาณ (สัญญา)	2553	2554	2555	2556
Futures	4,412,119	9,919,123	10,403,871	16,598,717
- Energy Futures		3,320	147,823	46,496
- Metal Futures	971,423	4,020,845	3,657,195	2,208,505
- Currency Futures			396,138	239,345
- Interest Rate Futures	41	429	27	
- SET50 Index Futures	2,471,302	4,316,437	4,034,460	5,688,404
- Sector Index Futures			191	
- Single Stock Futures	969,353	1,578,092	2,168,037	8,415,967
Options	107,317	107,993	54,057	65,409
- SET50 Index	107,317	107,993	54,057	65,409
- Call Options	55,166	52,562	24,317	39,036
- Put Options	52,151	55,431	29,740	26,373
- อัตราส่วน Put/Call	0.95	1.05	1.22	0.68
รวมทั้งตลาด - ปริมาณ	4,519,436	10,027,116	10,457,928	16,664,126

ที่มา : [www.tfex.co.th](http://www.tfex.co.th), 5 มีนาคม 2557

ผลตามตารางที่ 6.1 ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง 2556 พบว่า ปริมาณสัญญาซื้อขายตลาดรายปีของ TFEX โดยรวมมีทิศทางเพิ่มขึ้นทุกปี (4,519,436, 10,027,116, 10,457,928 และ 16,664,126 สัญญาตามลำดับ) และเมื่อพิจารณาตามประเภทของอนุพันธ์แล้ว พบว่า ฟิวเจอร์ (Futures) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง 2556 ปริมาณสัญญาซื้อขายโดยรวมมีทิศทางเพิ่มขึ้นทุกปี (4,412,119, 9,919,123, 10,403,871 และ 16,598,717 สัญญาตามลำดับ ส่วนออปชั่น (Options) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2556 ปริมาณสัญญาซื้อขายโดยรวมมีทิศทางผันผวนและมีแนวโน้มลดลง

ตารางที่ 6.2 ปริมาณสถานะคงค้างตลาดรายปีของ TFEX (ข้อมูล ณ วันที่ 31 มกราคม พ.ศ. 2557)

สถานะคงค้าง	2553	2554	2555	2556
Futures	77,158	55,497	237,412	339,138
- Energy Futures		9	744	253
- Metal Futures	16,249	23,551	33,312	13,485
- Currency Futures			12,065	5,622
- Interest Rate Futures		2		
- SET50 Index Futures	25,553	22,421	36,920	37,496
- Sector Index Futures			5	
- Single Stock Futures	35,356	9,514	154,366	282,282
Options	797	955	1,569	1,640
- SET50 Index	797	955	1,569	1,640
- Call Options	364	435	262	781
- Put Options	433	520	1,307	859
รวมทั้งตลาด - สถานะคงค้าง	77,955	56,452	238,981	340,778

ที่มา : www.tfex.co.th, 5 มีนาคม 2557

ผลตามตารางที่ 6.2 พบว่า ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 ถึง พ.ศ. 2556 ปริมาณสถานะคงค้างตลาดรายปีของ TFEX โดยรวมทั้งตลาดมีทิศทางเพิ่มขึ้น (56,452, 238,981 และ 340,778 สัญญาตามลำดับ) ส่วนปี พ.ศ. 2553 ไปปี พ.ศ. 2554 ปริมาณสถานะคงค้างมีทิศทางลดลง (77,955 และ 56,452 สัญญาตามลำดับ) และเมื่อพิจารณาตามประเภทของอนุพันธ์แล้ว พบว่า ฟิวเจอร์ (Futures) ปริมาณสถานะคงค้างเพิ่มขึ้น (55,497, 237,412 และ 339,138 สัญญาตามลำดับ) ส่วนปี พ.ศ. 2553 ไปปี พ.ศ. 2554 ปริมาณสถานะคงค้างมีทิศทางลดลง (77,158 และ 55,497 สัญญาตามลำดับ) ส่วนออพชั่น (Options) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2556 ปริมาณสถานะคงค้างมีทิศทางเพิ่มขึ้น (797, 955, 1,569 และ 1,640 สัญญาตามลำดับ)

ตารางที่ 6.3 จำนวนรายการซื้อขายตลาดรายปีของ TFEX (ข้อมูล ณ วันที่ 31 มกราคม พ.ศ. 2557)

จำนวนรายการ - จำนวนรายการ (รายการ)	2553	2554	2555	2556
Futures	1,833,803	4,372,863	4,136,271	5,093,891
- Energy Futures		1,597	82,984	34,926
- Metal Futures	412,964	1,654,721	1,408,572	870,566
- Currency Futures			32,953	23,649
- Interest Rate Futures	35	186	4	
- SET50 Index Futures	1,263,357	2,340,110	2,260,532	3,286,363
- Sector Index Futures			139	
- Single Stock Futures	157,447	376,249	351,087	878,387
Options	53,857	58,988	31,797	31,154
- SET50 Index	53,857	58,988	31,797	31,154
- Call Options	27,516	30,335	14,244	15,411
- Put Options	26,341	28,653	17,553	15,743
รวมทั้งตลาด - จำนวน รายการ	1,887,660	4,431,851	4,168,068	5,125,045

ที่มา : [www.tfex.co.th](http://www.tfex.co.th), 5 มีนาคม 2557

ผลตามตารางที่ 6.3 พบว่า ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2556 จำนวนรายการซื้อขายตลาดรายปีของ TFEX มีทิศทางเพิ่มขึ้น (1,887,660, 4,431,851, 4,168,068 และ 5,125,045 รายการ ตามลำดับ) และเมื่อพิจารณาตามประเภทของอนุพันธ์แล้ว พบว่า ฟิวเจอร์ (Futures) จำนวนรายการซื้อขายมีทิศทางเพิ่มขึ้น (1,833,803, 4,372,863, 4,136,271 และ 5,093,891 รายการ ตามลำดับ) ส่วนอปชั่น (Options) จำนวนรายการซื้อขายมีทิศทางลดลง (53,857, 58,988, 31,797 และ 31,154 รายการ ตามลำดับ)

ตาราง 6.4 ปริมาณสัญญาซื้อขายเฉลี่ยตลาดรายปีของ TFEX (ข้อมูล ณ วันที่ 31 มกราคม พ.ศ. 2557)

ปริมาณเฉลี่ย - ปริมาณ (สัญญา)		2553	2554	2555	2556
	Futures	18,233	40,702	43,603	67,750
	- Energy Futures		64	603	190
	- Metal Futures	4,014	16,479	14,927	9,014
	- Currency Futures			2,751	977
	- Interest Rate Futures	1	2	0	
	- SET50 Index Futures	10,212	17,690	16,467	23,218
	- Sector Index Futures			4	
	- Single Stock Futures	4,006	6,468	8,849	34,351
	Options	443	443	221	267
	- SET50 Index	443	443	221	267
	- Call Options	228	215	99	159
	- Put Options	216	227	121	108
	- อัตราส่วน Put/Call เฉลี่ย	0.95	1.05	1.22	0.68
	รวมทั้งตลาด - ปริมาณ	18,676	41,145	43,823	68,017

ที่มา : [www.tfex.co.th](http://www.tfex.co.th), 5 มีนาคม 2557

ผลตามตารางที่ 6.4 พบว่า ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2556 จำนวนปริมาณสัญญาซื้อขายเฉลี่ยตลาดรายปีของ TFEX มีทิศทางเพิ่มขึ้น (18,676, 41,145, 43,823 และ 68,017 สัญญา ตามลำดับ) และเมื่อพิจารณาตามประเภทของอนุพันธ์แล้ว พบว่า ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2556 ฟิวเจอร์ (Futures) จำนวนปริมาณสัญญาซื้อขายมีทิศทางเพิ่มขึ้น (18,233, 40,702, 43,603 และ 67,750 สัญญา ตามลำดับ) ส่วนออปชัน (Options) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2556 จำนวนปริมาณสัญญาซื้อขายมีทิศทางลดลง (443, 443, 221 และ 267 สัญญา ตามลำดับ)

ตารางที่ 6.5 จำนวนรายการเฉลี่ยตลาดรายปีของ TFEX (ข้อมูล ณ วันที่ 31 มกราคม พ.ศ. 2557)

จำนวนรายการเฉลี่ย (รายการ)		2553	2554	2555	2556
	Futures	7,578	17,946	16,980	20,791
	- Energy Futures		31	339	143
	- Metal Futures	1,706	6,782	5,749	3,553
	- Currency Futures			229	97
	- Interest Rate Futures	1	1	0	
	- SET50 Index Futures	5,220	9,591	9,227	13,414
	- Sector Index Futures			3	
	- Single Stock Futures	651	1,542	1,433	3,585
	Options	223	242	130	127
	- SET50 Index	223	242	130	127
	- Call Options	114	124	58	63
	- Put Options	109	117	72	64
	รวมทั้งตลาด – จำนวน รายการ	7,801	18,187	17,110	20,919

ที่มา : [www.tfex.co.th](http://www.tfex.co.th), 5 มีนาคม 2557

ผลตามตารางที่ 6.5 พบว่า ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2556 จำนวนรายการเฉลี่ยตลาดรายปีของ TFEX มีทิศทางเพิ่มขึ้น (7,801, 18,187, 17,110 และ 20,919 รายการ ตามลำดับ) และเมื่อพิจารณาตามประเภทของอนุพันธ์แล้ว พบว่า ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2556 ฟิวเจอร์ (Futures) มีทิศทางเพิ่มขึ้น (7,578, 17,946, 16,980 และ 20,791 รายการ ตามลำดับ) ส่วนออพชั่น (Options) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2556 มีทิศทางลดลง (223, 242, 130 และ 127 รายการ ตามลำดับ)

### 6.1.8 สภาพปัจจุบันของตลาดตราสารอนุพันธ์

การศึกษาสภาพปัญหาของตลาดตราสารอนุพันธ์ โดยการสัมภาษณ์จากผู้ทรงคุณวุฒิที่เกี่ยวข้องกับตลาดตราสารอนุพันธ์ 6 ท่าน ดังนี้

คนที่ 1 คุณประสพ เกศวพิทักษ์ ประธานกรรมการตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย

คนที่ 2 คุณธีรศักดิ์ ทวีปิยมารณ์ ผู้อำนวยการ ฝ่ายค้าหลักทรัพย์อิเล็กทรอนิกส์บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

คนที่ 3 คุณสมบูรณ์ วัฒนาอาษากิจ ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ ฝ่ายธุรกิจตราสารอนุพันธ์ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาด

คนที่ 4 คุณทศพล ศักดิ์ถาวรดำรง ผู้ช่วยผู้อำนวยการ ฝ่ายธุรกรรมตราสารอนุพันธ์ หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

คนที่ 5 คุณวรพรรณ คงเสรี ผู้อำนวยการสายงาน Derivatives บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย)

คนที่ 6 คุณโปรดเกล้า เรืองนิติวิทย์ กรรมการผู้อำนวยการ สายงานพัฒนาธุรกิจและบัญชีการเงิน สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย

ผลการศึกษาจำแนกออกเป็น 4 ประเด็นหลัก ดังนี้

#### 1. ด้านนักลงทุน

ประเด็น	ผู้เชี่ยวชาญคนที่					
	1	2	3	4	5	6
ด้านจำนวนของนักลงทุนยังมีไม่มากพอ	/	/	/		/	/
ด้านความเหลื่อมล้ำของนักลงทุนรายย่อยกับสถาบัน		/	/	/	/	
ด้านความรู้ นักลงทุนไม่มีความรู้ความเข้าใจเรื่องตลาดตราสารอนุพันธ์	/	/	/	/	/	/
ด้านคุณภาพ นักลงทุนที่มีคุณภาพมีจำนวนน้อย	/	/	/	/	/	/
ด้านความหลากหลาย นักลงทุนยังไม่กระจายไปในทุกกลุ่มสาขาอาชีพ		/		/	/	/



## 2. บริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน (Broker)

ประเด็น	ผู้เชี่ยวชาญคนที่					
	1	2	3	4	5	6
ด้านบริการและระบบปฏิบัติการ ไม่มีการลงทุนในส่วนของระบบปฏิบัติการเพื่อให้เข้าถึงตลาด	/		/		/	/
ด้านเจ้าหน้าที่การตลาดไม่เพียงพอต่อจำนวนนักลงทุน			/	/	/	/
ด้านคุณภาพเจ้าหน้าที่การตลาด ไม่มีความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับการลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์	/		/	/	/	
ด้านคุณภาพนักวิเคราะห์และบทวิเคราะห์ ไม่มีการวิเคราะห์เชิงลึกของตลาดตราสารอนุพันธ์	/		/		/	/

## 3. ด้านผลิตภัณฑ์

ประเด็น	ผู้เชี่ยวชาญคนที่					
	1	2	3	4	5	6
ด้านจำนวนของผลิตภัณฑ์มีอย่างเพียงพอ	/	/	/	/	/	/
ด้านผลตอบแทนของผลิตภัณฑ์คุ้มกับการลงทุน			/		/	/
ด้านคุณภาพของผลิตภัณฑ์กระตุ้นให้ลงทุน	/	/	/	/	/	/
ด้านความหลากหลายของผลิตภัณฑ์รองรับนักลงทุนตามความสนใจ	/	/	/	/	/	/

## 4. ด้านการกำกับดูแล

ประเด็น	ผู้เชี่ยวชาญคนที่					
	1	2	3	4	5	6
ด้านระบบงานและปฏิบัติการ มีระบบงานและปฏิบัติการที่ดีรองรับนักลงทุน	/			/	/	/
ด้านกฎเกณฑ์เอื้อและส่งเสริมการเข้ามาลงทุน	/	/	/	/	/	/
ด้านการบริหารความเสี่ยง มีการดำเนินการบริหารความเสี่ยงทางการตลาดสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุน	/	/	/	/	/	/
ด้านการพัฒนาผลิตภัณฑ์ มีการออกผลิตภัณฑ์ที่เหมาะสมต่อการลงทุน	/	/	/	/	/	/
ด้านการพัฒนาตลาดทุนระยะยาว มีการวางแผนอย่างเป็นรูปธรรม	/		/	/	/	/

การศึกษาสภาพปัญหาของตลาดตราสารอนุพันธ์โดยการสนทนากลุ่มจากผู้ทรงคุณวุฒิที่เกี่ยวข้องกับตลาดตราสารอนุพันธ์ 4 ท่าน สามารถสรุปประเด็นตราสารอนุพันธ์กับการพัฒนาตลาดทุนไทย ได้ดังนี้

### 6.1.9 โครงสร้างของตลาดตราสารอนุพันธ์

จากการศึกษา พบว่า โครงสร้างตลาดตราสารอนุพันธ์ของไทยประกอบด้วย 4 ส่วน หลักๆ ดังนี้ ส่วนที่ 1 ส่วนของหน่วยงานกำกับดูแล ส่วนที่ 2 ส่วนของผลิตภัณฑ์ ส่วนที่ 3 ส่วนของบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน และส่วนที่ 4 ส่วนของนักลงทุน ซึ่งแต่ละส่วนมีรายละเอียดและประเด็นปัญหา ดังนี้

ส่วนที่ 1 ส่วนของหน่วยงานกำกับดูแล  
ขาดความยืดหยุ่นในการกำกับดูแล ดังนี้

#### 1) กฎหมายและระเบียบกฎเกณฑ์ของทางการ

(1) กฎหมายในการกำหนดนิยามของธุรกรรมของตราสารอนุพันธ์แต่ละประเภท แต่ก็ยังไม่ดีพอ

(2) ในปัจจุบันกฎหมายประเทศไทยให้มีการยืมหุ้นคนอื่นมาขาย (Short-selling) ซึ่งในขณะที่มีผลิตภัณฑ์อนุพันธ์อื่นๆมารองรับการบริหารความเสี่ยงในตราสารทุน และตราสารหนี้ ทำให้กลไกของตลาดไม่สามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าไม่โตตามที่ควรจะเป็น

(3) กฎหมายสถาบันการเงินเฉพาะกิจไม่ได้ระบุชัดเจนว่าสถาบันการเงินเหล่านี้จะซื้อขายตราสารอนุพันธ์ได้

#### 2) ภาษีธุรกรรมอนุพันธ์

(1) ความแตกต่างของภาระภาษี พบว่า การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับการยกเว้นภาษีกำไรจากการโอน ในขณะที่ตลาดตราสารอนุพันธ์การซื้อขายในตลาดตราสารอนุพันธ์ยังไม่มีค่าน้ำหนักในการยกเว้นภาษีกำไรส่วนทุน และเป็นสาเหตุของกฎเกณฑ์ ซึ่งความเป็นจริงต้องให้เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับตลาดโลก และประเทศเพื่อนบ้านเช่นประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย ที่เป็นคู่แข่งกัน โดยเฉพาะเรื่องภาษี

(2) ความไม่ชัดเจนทางภาษี ในกรณีที่เป็นการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าของสินค้าเกษตร ยังไม่มีการตีความอย่างชัดเจนว่าเป็นการซื้อขายสินค้าเกษตรหรือซื้อขาย

หลักทรัพย์ ซึ่งหากตีความว่าเป็นการซื้อขายสินค้าเกษตรจะได้รับยกเว้นภาษีเงินได้จากการซื้อขาย แต่หากเป็นหลักทรัพย์จะไม่ได้รับยกเว้น

(3) การคำนวณภาษีในการซื้อขาย (Swap) อัตราดอกเบี้ย ซึ่งยังไม่มีการกำหนดชัดเจนในการคำนวณเสียภาษีดอกเบี้ยว่าควรจะเสียภาษีดอกเบี้ยตามเงินต้น (Gross Basis) หรือเสียภาษีเฉพาะส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย

### 3) มาตรฐานระบบบัญชี และการเปิดเผยข้อมูล

ประเทศไทยยังไม่มีมาตรฐานระบบบัญชีและมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลสำหรับการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ โดยเฉพาะระบบการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิโดยให้สะท้อนราคาตลาดที่เป็นธรรม (Mark To-Market) ซึ่งปัจจุบันได้อ้างอิงกับมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (International Accounting Standards: IAS) นอกจากนี้ยังไม่มีระบบการจัดเก็บข้อมูลเกี่ยวกับงบประมาณธุรกรรมการซื้อขายตราสารอนุพันธ์อย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อใช้ในการกำกับดูแลและประเมินผล

### 4) ระบบการชำระเงินและการชำระบัญชี

ระบบการชำระบัญชี ถือเป็นจุดสำคัญที่สุดในการซื้อขายในตลาดตราสารอนุพันธ์ ดังนั้น จะต้องมีการกำหนดหลักประกันของลูกค้า (Margin) และระบบการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิโดยให้สะท้อนราคาตลาดที่เป็นธรรม (Mark-To-Market) เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพในการชำระเงินในกรณีของการซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า จะต้องมีการส่งมอบจริงต้องกำหนดจุดส่งมอบให้ชัดเจน

### 5) ด้านบุคลากร

ด้านบุคลากรในส่วนกำกับดูแลแบ่งได้เป็น 3 กรณีดังนี้

#### (1) ด้านคุณภาพ

ความต้องการเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงประเภทตราสารอนุพันธ์ที่ขยายตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว กอปรกับนโยบายในการจัดตั้งศูนย์ซื้อขายตราสารอนุพันธ์ขึ้นในประเทศไทย ทำให้สถาบันการเงินในปัจจุบันปรับตัวเตรียมพร้อมเพื่อให้บริการและเสนอผลิตภัณฑ์อนุพันธ์ใหม่ๆ ขึ้น อันเป็นผลให้เกิดการแข่งขันกันในระดับสูงเพื่อจัดหาบุคลากรที่มีความรู้ความสามารถทางด้านนี้ ซึ่งมีอยู่ค่อนข้างจำกัด บุคลากรที่มีความรู้ความสามารถที่เรียนจบทางการเงินจากต่างประเทศไม่มีงานรองรับในประเทศไทย ส่วนใหญ่ก็จะไปทำงานในประเทศที่มีการพัฒนาทางการเงินที่มากกว่า

นอกจากนี้ ตราสารอนุพันธ์เป็นตราสารทางการเงินที่มีความซับซ้อน และต้องใช้เทคนิคการวิเคราะห์ทางคณิตศาสตร์ในระดับสูง ปัญหาที่สำคัญอีกประการหนึ่งคือ การขาดความรู้ ความเข้าใจของผู้ที่เกี่ยวข้องทั้งในภาครัฐและภาคเอกชนเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่ง นักลงทุนรายย่อย ซึ่งยังมีความรู้ความเข้าใจถึงกลไกการทำงานของธุรกรรมอนุพันธ์น้อย ทำให้การใช้ตราสารอนุพันธ์ไปในทางที่ผิดอาจเกิดขึ้นได้ และก่อให้เกิดความเสียหายต่อระบบการเงินโดยรวม ทำให้สูญเสียโอกาสในการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์

#### (2) ด้านความสามารถและประสิทธิภาพของผู้บริหาร

ปัจจุบันระบบการเงินไทยยังขาดแคลนผู้บริหารที่มีความรู้ความสามารถในการบริหารการเงินด้วยตราสารอนุพันธ์ได้อย่างถูกต้องและมีประสิทธิภาพ การขาดซึ่งประสบการณ์ในการใช้ตราสารอนุพันธ์ยังเป็นปัญหาที่สำคัญซึ่งอาจก่อให้เกิดความเสียหายต่อความมั่นคงของระบบการเงินได้ หากเกิดความเข้าใจที่ไม่ถูกต้องในการใช้ตราสารอนุพันธ์ และการใช้ตราสารอนุพันธ์ในทางที่ผิด

#### (3) จรรยาบรรณของเจ้าหน้าที่หน่วยงานกำกับดูแล

ในปัจจุบันยังไม่มีองค์กรที่ทำหน้าที่ควบคุมดูแลจริยธรรมและจรรยาบรรณของตลาดตราสารอนุพันธ์อย่างจริงจัง นอกจากธนาคารแห่งประเทศไทยที่ทำหน้าที่กำกับดูแลธนาคารพาณิชย์ในการประกอบธุรกรรมเกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์ด้านเงินตราต่างประเทศและอัตราดอกเบี้ย ซึ่งได้สนับสนุนให้ธนาคารพาณิชย์ให้ความสำคัญเกี่ยวกับระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายใน อาทิ การแยกส่วนงานในการปฏิบัติงานออกจากกันอย่างเด็ดขาด เช่น Front Room และ Back Room การจัดตั้งหน่วยงานกำกับกับการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ (Compliance Unit)

#### 6) การกำกับควบคุมของทางการ

ในปัจจุบันยังมีปัญหาทางด้านการแยกการกำกับควบคุม ซึ่งทางกระทรวงการคลังต้องการให้มีศูนย์ซื้อขายตราสารอนุพันธ์เพียงแห่งเดียวโดยรวมถึงสินค้าเกษตรล่วงหน้าไว้ด้วยกัน แต่กรมการคลัง รัฐมนตรีฝ่ายเศรษฐกิจของรัฐบาลมีมติเห็นชอบกับร่างพระราชบัญญัติตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย พ.ศ. 2542 ของกระทรวงพาณิชย์ โดยกำหนดเป็นหลักการเบื้องต้นว่า หากว่ามีการจัดตั้งตลาดอนุพันธ์ทางการเงินขึ้นมา ก็ให้มีการทบทวนในเรื่องของการรวมตลาดอีกครั้ง

นอกจากนี้ ในปัจจุบันธุรกรรมตราสารอนุพันธ์ที่เกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยในตลาดอนุพันธ์ที่มีการซื้อขายโดยตกลงรายละเอียดกันเอง (Over The Counter:

OTC) ที่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้ให้บริการอยู่ในความควบคุมดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งจะ  
ทำให้องค์กรที่มีหน้าที่กำกับดูแลธุรกรรมตราสารอนุพันธ์มี 4 หน่วยงานหลัก คือ กระทรวงการคลัง  
สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
และบริษัท ตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ดังนั้น จึงต้องจัดระบบให้มีการ  
ประสานงานที่สอดคล้องกัน เพื่อดูแลไม่ให้เกิดผลกระทบต่อการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน  
และระบบเศรษฐกิจโดยรวม การที่หน่วยงานกำกับควบคุมของทางการไม่เปิดเสรีทางการเงิน ทำ  
ให้ทุกอย่างถูกควบคุมจากการดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยไม่เปรียบเทียบกับประเทศเพื่อน  
บ้านจึงทำให้เสียโอกาสการพัฒนานักลงทุนและทางการเงินเป็นอย่างมาก โอกาสของนักลงทุน  
ทั่วไปจะเข้าถึงทางการเงินในตลาดตราสารอนุพันธ์ทางการเงินที่เป็นตลาดอนุพันธ์ที่มีการซื้อขาย  
โดยตกลงรายละเอียดกันเอง (Over the Counter: OTC) ได้น้อยมาก ส่วนนักลงทุนที่มีความรู้เรื่องนี้ดี  
ก็จะหันไปลงทุนกับผู้ให้บริการต่างประเทศซึ่งมีความพร้อมและอำนวยความสะดวกทุกอย่างไว้ใน  
บนโลกของเทคโนโลยีที่ทันสมัย

## ส่วนที่ 2 ส่วนของผลิตภัณฑ์

บมจ.ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตราสารอนุพันธ์ เป็นศูนย์กลางการซื้อขายอนุพันธ์ที่  
อ้างอิงกับตราสารทุน ตราสารหนี้ และสินค้าโภคภัณฑ์ชนิดต่างๆ ที่นอกเหนือจากสินค้า  
เกษตรกรรม โดยอนุพันธ์ที่ บมจ.ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตราสารอนุพันธ์สามารถจัดให้มีการ  
ซื้อขายภายใต้พระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546 ได้แก่ ฟิวเจอร์ส (Futures) ออปชั่น  
(Options) และออปชั่นบนสัญญาฟิวเจอร์ส (Options on Futures) ของสินทรัพย์อ้างอิงประเภทต่างๆ  
คือ อ้างอิงกับตราสารทุน ได้แก่ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ หลักทรัพย์ อ้างอิงกับตราสารหนี้ ได้แก่  
พันธบัตรรัฐบาล อัตราดอกเบี้ย อ้างอิงกับสินค้าโภคภัณฑ์ ได้แก่ โลหะมีค่า โลหะพื้นฐาน พลังงาน  
และอ้างอิงกับราคา ดัชนีราคาอื่นๆ ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน คาร์บอนเครดิต ดัชนีสินค้าโภคภัณฑ์

ในปัจจุบัน บมจ.ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตราสารอนุพันธ์ ได้เปิดซื้อขายอนุพันธ์  
ทั้งสิ้น 8 ประเภทด้วยกัน ได้แก่ SET50 Index Futures, SET50 Index Options, Single Stock Futures,  
Gold Futures, Interest Rate Futures, Silver Futures, Oil Futures, USD Futures และ Sector Index  
Futures ซึ่งมีจำนวนที่มากพอสำหรับที่จะให้นักลงทุนเลือกลงทุน

ส่วนตลาดสินค้าเกษตรมีการแทรกแซงในราคาโดยทางการ ดังนั้น หากต้องการให้ตลาดล่วงหน้าสินค้าเกษตรจะได้รับความเชื่อมั่นจากผู้ลงทุนจึงจำเป็นต้องมีการประกาศนโยบายยกเลิกการแทรกแซง พุงราคา กอปรกับจะต้องมีการประกาศล่วงหน้าเกี่ยวกับมาตรการที่มีผลกระทบต่อโครงสร้าง เช่น การเปิดเสรีการนำเข้า การยกเลิกโควตาส่งออก

ปัจจุบันสินค้าส่วนของตลาดตราสารอนุพันธ์ในตลาดซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) มีมากพอที่ให้นักลงทุนเข้ามาซื้อขาย แต่จะอย่างไรที่จะทำให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนซื้อขายเป็นจำนวนมากๆ ส่วนใหญ่จะพบว่านักลงทุนเข้าใจเรื่องตัวสินค้าน้อย เข้ามาซื้อขายไม่เป็น สินค้าหลายตัวขาดสภาพคล่อง ลงทุนแล้วไม่คุ้ม มีความเสี่ยงสูง

สินค้าในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตราสารอนุพันธ์ ได้แก่ ฟิวเจอร์ส (Futures) ออปชั่น (Options) และออปชั่นบนสัญญาฟิวเจอร์ส (Options On Futures) ของสินทรัพย์อ้างอิงประเภทต่างๆ ควรได้รับการพัฒนาอย่างจริงจังกับหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในการร่วมกันสร้างตัวสินค้ามาอยู่ในฟิวเจอร์และออปชั่น และพัฒนาตลาดและสินค้าให้มีความสนใจให้กับนักลงทุน ซึ่งปัจจุบันก็มีการออกตัวสินค้าที่เป็นตัวใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants: DW) ที่ออกโดยภาคเอกชนหรือ Broker นั้น แล้วนำไปทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนับเป็นสินค้าที่ออกมาแข่งขันและสร้างความสูญเสียโอกาสในการพัฒนาในส่วนที่เป็นฟิวเจอร์และออปชั่นเป็นอย่างมาก ผลประโยชน์จะตกไปอยู่กับผู้ออกสินค้า ทั้งที่ในตลาดมีฟิวเจอร์และออปชั่นที่คิอยู่แล้ว ดังนั้นควรจะร่วมมือในการพัฒนาทุกส่วนเพื่อมาเสริมสภาพคล่องในส่วนนี้จะทำให้เกิดประโยชน์ต่อตลาดในอนาคตเป็นอย่างมาก ซึ่งคิดว่าผลประโยชน์ไปตกอยู่กับกลุ่มผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) แต่เพียงฝ่ายเดียว

ส่วนที่ 3 ส่วนของบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน (Broker)

ผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์มีจำนวนจำกัด และไม่สามารถดูแลนักลงทุนได้อย่างทั่วถึงและอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะนักลงทุนรายใหม่

จำนวนเจ้าหน้าที่ที่เป็นฝ่ายการตลาดมีความรู้ในเรื่องการลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์มีจำนวนน้อยเมื่อเทียบกับนักนักลงทุนจึงทำให้ตลาดไม่ได้รับความสนใจ เพราะฝ่ายการตลาดส่วนใหญ่จะให้คำแนะนำการลงทุนในตลาดตราสารทุนที่เป็นกลุ่มหุ้น เช่น ประชาชนทั่วไปจะมีความ

เข้าใจเรื่องการฝากเงินมากกว่าการลงทุนฝากเงินในหุ้น เช่นเดียวกับนักลงทุนในหุ้นก็จะมีความรู้เรื่องหุ้นมากกว่าตราสารอนุพันธ์

ในส่วนของบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน ยังมีความเหลื่อมล้ำกันอยู่มาก ในมาตรฐานการแข่งขันกันอย่างเสรีทำให้เป็นการผูกขาดตลาด หากมีการเปิดเสรีใบอนุญาตก็จะส่งผลดีต่อการแข่งขันและพัฒนาบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน

ในตัวของบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียนไม่มีการลงทุนในด้านระบบเทคโนโลยี ไม่ว่าจะเป็นระบบ Internet Online และระบบ Offline เพื่ออำนวยความสะดวกและเพิ่มช่องทางเข้าถึงตลาดได้มากขึ้น

บริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียนไม่ได้สร้างนักการตลาดขึ้นมาเพื่อรองรับกลุ่มนักลงทุน แต่กลับดึงตัวบุคลากรด้านการตลาดซึ่งกันและกัน ทำให้ขาดนักการตลาดที่มีความรู้ความสามารถสำหรับให้คำแนะนำนักลงทุน ความจริงควรจะร่วมกันสร้างนักการตลาดให้มีความรู้มีคุณภาพเพิ่มมากขึ้น กับกันมาแย่งนักการตลาดกันเอง

โครงสร้างของระบบผลตอบแทนที่ทำให้บริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียนไม่แนะนำให้ลงทุนที่เป็นผู้ลงทุนในตลาดหุ้นอยู่แล้วไปลงทุนด้านตราสารอนุพันธ์ ทั้งนี้เพราะในการซื้อขายหุ้นจะได้รับผลตอบแทนมากกว่า จึงแนะนำกลุ่มนักลงทุนให้ไปลงทุนในตลาดหุ้นมากกว่าที่จะแนะนำให้ลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์

บริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน ไม่ดึงนักลงทุนมาลงทุนในตราสารอนุพันธ์เพื่อเสริมสภาพคล่องให้กับตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าให้มีสภาพคล่องเพื่อที่จะในการร่วมกันทำให้ตลาดโตขึ้น เพื่อร่วมกันขยายฐานนักลงทุนให้มีขนาดและจำนวนนักลงทุนเพิ่มขึ้น

ส่วนที่ 4 ส่วนของนักลงทุน

นักลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์จะมีนักลงทุนอยู่ 3 ประเภท ได้แก่ ผู้ที่เข้ามาเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยง (Hedger) ใช้เป็นเครื่องมือในการเก็งกำไร (Speculator) และใช้เป็นเครื่องมือในการค้ากำไร (Arbitrageurs)

ประเภทที่ 1 ผู้ที่เข้ามาเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยง (Hedger) เป็นผู้จัดการกองทุนที่มีพอร์ตหุ้นขนาดใหญ่อยู่ในความดูแล และต้องการป้องกันความเสี่ยงชั่วคราว เป็นต้นว่าศาลกำลังจะพิจารณาคดีความที่มีผลทางการเมือง ผู้จัดการกองทุนจะเข้ามาทำการยืมหุ้นคนอื่นมาขาย (Short) หรือขาย SET50 Futures ในช่วงระยะเวลาหนึ่งจนกว่าเรื่องราวจะสงบลงและเมื่อเห็นว่าตลาดหุ้นเริ่มผันผวนน้อยลงก็จะทำการปิดสถานะและกลับไปถือหุ้นเต็มๆ อีกครั้งหนึ่ง

ประเภทที่ 2 ผู้ที่เข้ามาเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการเก็งกำไร (Speculator) เป็นผู้ที่เข้ามาซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในตลาดอนุพันธ์ทุกประเภท ด้วยเหตุผลของการลงทุนที่จะเข้ามาเพื่อการเก็งกำไรจากการซื้อและขายเป็นหลัก นักเก็งกำไรต้องการทำกำไรจากการเคลื่อนไหวของราคา ทั้งในกรณีที่ราคาขึ้น หรือราคาลดลง ซึ่งการลงทุนในตลาดอนุพันธ์ทุกประเภท นักเก็งกำไรจะสามารถทำกำไรได้ในทั้งกรณีที่ราคาของตราสารอนุพันธ์ หรือสินทรัพย์ที่อ้างอิงมีราคาเพิ่มขึ้นหรือลดลง เพราะตราสารอนุพันธ์จะมีลักษณะที่มีความแตกต่างจากการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญหรือพันธบัตร จึงสามารถทำกำไรได้จากทั้งกรณีที่ราคาเพิ่มขึ้น หรือราคาลดลง

ผู้ที่เข้ามาเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการเก็งกำไร เป็นผู้ที่มียบทบาทสำคัญในตลาดตราสารอนุพันธ์เป็นอย่างมาก เพราะนักเก็งกำไรจะเป็นผู้ช่วยให้ตลาดอนุพันธ์ทุกประเภทมีสภาพคล่อง หากตลาดอนุพันธ์ขาดนักเก็งกำไร หรือมีจำนวนนักเก็งกำไรไม่มากพอจะทำให้ตราสารอนุพันธ์ที่มีการซื้อขายขาดสภาพคล่อง และที่สำคัญคือ ราคาของตราสารอนุพันธ์จะมีราคาที่แพง เปรียบเสมือนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ หากตลาดหลักทรัพย์มีแต่นักลงทุนไม่มีนักเก็งกำไรแล้วตลาดหลักทรัพย์คงไม่มีการเคลื่อนไหวของราคาเช่นกัน เพราะนักลงทุนจะเป็นผู้ที่ลงทุนตามปัจจัยพื้นฐานที่แท้จริง เป็นผู้ลงทุนที่หวังผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผล และลงทุนในระยะเวลาที่ยาวนาน แต่นักเก็งกำไรจะเป็นผู้ที่เข้ามามียบทบาทในตลาดอย่างฉาบฉวย หวังผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาเป็นสำคัญ โดยมากนักเก็งกำไรจะเป็นผู้ที่ลงทุนในระยะสั้น ตลาดอนุพันธ์หรือตลาดหลักทรัพย์ใดมีนักเก็งกำไรจำนวนน้อยก็จะส่งผลให้การเคลื่อนไหวของราคาเป็นไปได้ช้า

ประเภทที่ 3 ผู้ที่เข้ามาเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการค้ากำไร (Arbitrageurs) เป็นผู้ที่แสวงหารายได้จากการลงทุนในตลาดสองตลาดพร้อมๆ กัน เพื่อรับส่วนแตกต่างระหว่างตลาด หรือในบางครั้งอาจเลือกลงทุนในตลาดเดียวกัน แต่ลงทุนในตราสารอนุพันธ์คนละชนิดกัน เพื่อหากำไร นักค้ากำไรจะเป็นผู้ที่ทำให้ช่วงห่างของราคาในตลาดที่อยู่ในภูมิภาคที่แตกต่างกันกลับมาอยู่ในจุดสมดุล



จากที่ผ่านมาผู้ลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดจะเป็นนักลงทุนรายย่อย ซึ่งมักมีพฤติกรรมการลงทุนในระยะสั้น และมีการเก็งกำไร ทำให้ตลาดขาดวินัย นอกจากนี้ นักลงทุนรายย่อยส่วนใหญ่ยังมีพื้นฐานองค์ความรู้เกี่ยวกับตลาดตราสารอนุพันธ์ ตัวสินค้าตราสารอนุพันธ์ และการใช้เครื่องมือในการซื้อขายและเครื่องมือในการวิเคราะห์ทางด้านเทคนิคน้อย ทำให้ไม่ประสบผลสำเร็จในการลงทุน

### 6.1.10 มาตรการและแนวทางการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์

#### 1) ด้านการกำกับควบคุม

(1) จัดการระบบการประสานความร่วมมือระหว่างองค์กรกำกับดูแลต่างๆ ที่เกี่ยวข้องเนื่องจากตลาดตราสารอนุพันธ์ประเภทต่างๆ ให้มีความเชื่อมโยงกับตลาดตราสารทุน ตลาดตราสารหนี้ รวมทั้งตลาดเงิน ดังนั้น ทิศทางการกำกับดูแลจำเป็นต้องเป็นไปในทางทิศทางเดียวกัน มีความคล่องตัว สามารถเข้าแก้ปัญหาที่จะกระทบเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจการเงินได้อย่างทันท่วงที

(2) การกำหนดหลักเกณฑ์เรื่องความมั่นคงของสถาบันการเงิน ตามมาตรฐานสากลในการกำกับดูแลความเสี่ยงจากธุรกรรมอนุพันธ์ โดยมุ่งเน้นการพัฒนาระบบการควบคุมภายใน และ ระบบการบริหารความเสี่ยงของธนาคารพาณิชย์ การจำกัดผู้เข้าร่วมตลาดให้เหมาะสม

(3) พัฒนาการกำกับควบคุมรวมทั้งการตรวจสอบสถาบันที่ทำหน้าที่เกี่ยวกับการให้บริการด้านตราสารอนุพันธ์ เพื่อสร้างความมั่นคงให้กับระบบการเงินและสถาบันการเงินของประเทศ

(4) พัฒนาศักยภาพบุคลากรทั้งในภาครัฐและเอกชน เนื่องจากธุรกรรมอนุพันธ์เป็นธุรกรรมที่มีความเสี่ยงสูง และยังไม่เป็นที่รู้จักอย่างกว้างขวาง ดังนั้น จึงจำเป็นต้องพัฒนาศักยภาพภาคเอกชนประเมินและสามารถบริหารความเสี่ยงของการประกอบธุรกิจอนุพันธ์ รวมทั้งเพื่อให้บุคลากรภาครัฐสามารถตรวจสอบ กำกับควบคุมองค์กรสถาบันที่เกี่ยวข้องให้มีความแข็งแกร่ง

(5) สำหรับการจัดตั้งศูนย์ซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า มีเงื่อนไขที่สำคัญคือ ตลาดล่วงหน้าสินค้าเกษตรจะได้รับความเชื่อมั่นจากผู้ลงทุนต่อเมื่อไม่มีการแทรกแซงในราคาโดยทางการ ดังนั้น จึงจำเป็นต้องมีการประกาศนโยบายยกเลิกการแทรกแซง พยายามราคา กอปรกับจะต้องมีการประกาศล่วงหน้า(ก่อนการออกสัญญาสินค้าล่วงหน้า) เกี่ยวกับมาตรการที่มีผลกระทบต่อโครงสร้าง เช่น การเปิดเสรีการนำเข้า การยกเลิกโควตาส่งออก

## 2) มาตรการด้านกฎหมายและระเบียบกฎเกณฑ์

### - ด้านกฎหมาย

(1) การออกกฎหมายเกี่ยวกับธุรกรรมอนุพันธ์ โดยครอบคลุมถึง นิยามและความหมายของตราสารอนุพันธ์ ผู้ประกอบธุรกรรมเกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์

(2) การออกกฎหมายเกี่ยวกับศูนย์ซื้อขายอนุพันธ์ทางการเงิน โดยครอบคลุมถึงนิยามและความหมายของธุรกรรมในศูนย์ซื้อขาย การเพิ่มประเภทของการออก ใบอนุญาตหรือการขึ้นทะเบียนผู้ประกอบการธุรกิจใหม่ๆ การแยกทรัพย์สินของลูกค้าออกจาก ทรัพย์สินบริษัทนายหน้า การกำหนดความเพียงพอของเงินกองทุน การกระทำความผิดประเภท ต่างๆ การใช้ข้อมูลภายใน

(3) การออกกฎหมายเกี่ยวกับศูนย์ซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า โดยครอบคลุมถึงนิยามและความหมายของธุรกรรมอนุพันธ์ในศูนย์ซื้อขาย สมาชิก และการกำกับ ควบคุม

(4) การแก้ไขกฎหมายยกเลิกข้อกำหนดห้ามไม่ให้มีการขาย หลักทรัพย์ โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในความครอบครอง (Short-sale)

(5) ปรับปรุงกฎหมายล้มละลายให้ครอบคลุมผลของการ เรียกร้องชำระหนี้ในกรณีที่เกิดการล้มละลายในระบบการหักดุลสุทธิ (Netting)

(6) ออกกฎหมายทรัสต์

### - ด้านระเบียบหลักเกณฑ์

(1) ปรับปรุงหลักเกณฑ์การกำกับควบคุมให้ธนาคารพาณิชย์ จัดระบบบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายใน อาทิ การแยกส่วนงานในการปฏิบัติงานออกจากกัน อย่างเด็ดขาด

(2) ปรับปรุงระบบการประเมินความเสี่ยงที่เกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์ เพื่อให้สะท้อนถึงความเสี่ยงที่แท้จริง รวมถึงการปรับปรุงระเบียบปฏิบัติและมาตรฐานการลงบัญชีให้ ระบบและมีความโปร่งใส รวมทั้งสามารถสะท้อนถึงความเสี่ยงของแต่ละสถาบันที่มีการซื้อขายตราสาร อนุพันธ์

(3) พัฒนาระเบียบการหักดุลสุทธิ (Netting)

(4) แก้ไขหลักเกณฑ์เกี่ยวกับปัญหาภาษีสำหรับธุรกรรมที่ เกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์

การเตรียมความพร้อมให้กับผู้ลงทุนในตลาด

- 1) การเผยแพร่ความรู้ความเข้าใจกับประชาชน รวมทั้งการเตรียมความพร้อมของผู้ร่วมตลาด
- 2) สนับสนุนให้บริษัทหลักทรัพย์ รวมทั้งสถาบันการเงินให้มีการปรับตัวในการให้บริการเกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์

## 6.2 การพัฒนาตราสารอนุพันธ์ของประเทศไทย

จากโครงสร้างตลาดตราสารอนุพันธ์ของไทยประกอบด้วย 4 ส่วน หลักๆ ดังนี้ ส่วนที่ 1 ส่วนของหน่วยงานกำกับดูแล ส่วนที่ 2 ส่วนของผลิตภัณฑ์ ส่วนที่ 3 ส่วนของบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน และส่วนที่ 4 ส่วนของนักลงทุน ซึ่งแต่ละส่วนหากนำมาแยกปัจจัยที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย สามารถแยกออกเป็น 2 ปัจจัยหลัก ๆ คือ ปัจจัยภายใน และปัจจัยภายนอก มีรายละเอียด ดังนี้

### 6.2.1 ปัจจัยภายใน

ด้านกรอบกฎหมายและระเบียบข้อบังคับของตลาดอนุพันธ์ (Legal/ Regulatory Framework) กรอบกฎหมายกฎระเบียบและความเสี่ยงควรได้รับการพัฒนาขึ้นมาสำหรับวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลและการกำกับดูแลของตลาด วัตถุประสงค์พื้นฐานของกฎระเบียบที่จะปกป้องความสมบูรณ์ของตลาดเพื่อให้แน่ใจในระดับของการแข่งขันที่รุนแรงและการป้องกันการโกง (Sewel, 2007)

สิทธิพิเศษทางสำนักหักบัญชีและภาษีอากรเป็นประเด็นทางกฎหมายที่สำคัญที่จำเป็นต้องได้รับการแก้ไขในการพัฒนาของตลาดอนุพันธ์การสร้างโครงสร้างสัญญาที่ต้องการสำหรับการซื้อขายในตลาดหุ้นจะมีความซับซ้อนและทำให้สำนักหักบัญชีต้องการการคุ้มครองทางกฎหมายและยังทำให้ความพยายามที่จำเป็นเพื่อหลีกเลี่ยงการจัดอับดับเจ้าหน้าที่ปกติในเงินทุนในอัตราเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นของการล้มละลาย เพื่อให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพอาจต้องใช้กฎหมายในตลาดหุ้น ต้องมีการเปลี่ยนแปลงเพื่อรองรับความต้องการของตลาดอนุพันธ์ซื้อขาย (Alberta Market Solutions Ltd., 2003) ภาษีมีแนวโน้มที่จะก่อให้เกิดการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมที่ชัดเจน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในตลาดภาษีดังกล่าวจะกลายเป็นอุปสรรคในการสร้างตลาดที่ลึกและตลาดของเหลว ในความรู้สึกว่าการเพิ่มค่าใช้จ่ายในการค้าสามารถเป็นอุปสรรค การดึงดูดตัวแทน

จำหน่ายและนักลงทุนน้อยลง (Ahuja, 2006) รัฐบาลควรที่จะเพิ่มน้ำหนักมากขึ้นที่อาจเกิดขึ้นในการลดภาษีรายได้ลง ที่อาจทำให้เกิดสภาพคล่องขึ้นในตลาด หากกำหนดควรได้รับการเรียกเก็บเพื่อลดผลกระทบต่อสภาพคล่องในตลาด นอกจากนี้ยังได้รับการยกเว้นภาษีบางอย่างสามารถสร้างแรงจูงใจต่อการเข้ามาของนักลงทุนใหม่ในตลาด ตัวอย่างเช่น การลดภาษีสำหรับนักลงทุนต่างประเทศ บางครั้งอาจนำไปสู่การเพิ่มรูปร่างของนักลงทุนในจำนวนและขอบเขตการลงทุน (Le-Grazie and Fernandez, 2007)

สำหรับการซื้อขาย ตราสารอนุพันธ์ใหม่ต้องควบคุมความการ โดยกำหนดนโยบายเกี่ยวกับการอนุญาตให้ใช้สิทธิ์คนกลางและขยายถึงลูกค้าคนกลางที่เป็นเจ้าของและผู้ค้าเพื่อให้ใช้ได้ทั้งหมดในตลาด เตรียมการที่จะให้มีส่วนร่วมในตลาด นอกจากนี้ยังรวมถึงลูกค้าของที่ปรึกษาเพื่อให้มีผลบังคับใช้สำหรับลูกค้าที่จะลงนามในเอกสารที่มีทั้งคำเตือนและการเข้าใจความเสี่ยง ในกรณีนี้การเปลี่ยนเตรียมการในการพัฒนาหลักสูตรการฝึกอบรมและการฝึกอบรม และเตรียมความพร้อมผู้ใช้ คนกลาง และนักลงทุนเป็นอย่างดี ในอนาคตของการเปิดตลาด (Alberta Market Solutions Ltd., 2003) ส่วนใหญ่ของข้อกำหนดด้านกฎระเบียบชัดเจนในตนเอง ในการซื้อขายและกฎระเบียบชัดเจน กฎระเบียบที่ไม่สามารถดำเนินการได้รวมถึงการวิจัยทางกฎหมายและกฎระเบียบและการเจรจาต่อรองที่ได้รับการเสร็จสิ้น หากตลาดอนุพันธ์สร้างขึ้น โดยผู้ประกอบการของการแลกเปลี่ยนที่มีอยู่และสำนักหักบัญชีของการเพิ่มกฎระเบียบสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเป็นไปอย่างง่าย เนื่องจากมีหลายพื้นที่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกฎการซื้อขายที่สามารถใช้ร่วมกันในการตลาดทั้งระยะเวลาที่ผู้ประกอบการ ตลาดที่ใช้ในการร่าง ทบทวน และปิดกฏอนุพันธ์ใหม่ไม่ควรจะอยู่ภายใต้การประมาณ (Dodd, 2007)

ข้อกำหนดด้านความปลอดภัยทางการเงินที่มีต้องไม่เพียงแต่ปกป้องตลาดและเงินจากบัตรเครดิตและความเสี่ยงที่เป็นระบบ แต่เพื่อให้แน่ใจว่าบุคคลเหล่านั้นที่ถือว่าเครดิตคู่ค้าและมีส่วนร่วมในการปฏิบัติที่เหมาะสมของธุรกิจควรมีการเข้าถึงตลาด (Saksena, 2003) จะมีการดำเนินการผ่านความต้องการในการลงทะเบียนและการรายงานความต้องการเงินทุนและหลักประกันและการควบคุมการป้องกันของลูกค้า

การลงทะเบียนและการรายงาน: การลงทะเบียนเป็นวิธีการเพื่อให้แน่ใจว่าทุกสถาบันการเงินเป็นไปตามมาตรฐานขั้นต่ำที่หน่วยงานกำกับดูแลมีการสำรวจสำมะโนประชากรของสถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องทั้งหมดและเพื่อให้ง่ายต่อการตรวจสอบการกระทำธุรกิจผิดกฎหมายและการปิด

ธุรกรรมที่ผิดกฎหมาย ข้อกำหนดในการรายงานจะนำไปใช้กับทุกตัวแทนจำหน่ายตราสารอนุพันธ์ และผู้เข้าร่วมตลาดทุกราย ข้อมูลที่ได้มาผู้มีอำนาจกำกับดูแลจะใช้ในการเฝ้าระวังตลาด และผู้ลงทุน จะได้รับการคุ้มครองที่ดีที่สุดเมื่อผู้มีอำนาจกำกับดูแลได้รับข้อมูลที่เพียงพอที่จะควบคุมการทุจริต และช่วยป้องกันการหยุดชะงักของตลาดที่เกิดจากการฉ้อโกง (Dodd, 2007)

เงินทุนและความต้องการหลักประกัน: การกำกับดูแลจะต้องมีการเงินทุนขั้นต่ำสำหรับตัวแทนจำหน่ายอนุพันธ์และต้องมีหลักประกันขั้นต่ำสำหรับการทำธุรกรรมอนุพันธ์ สิ่งสำคัญอย่างยิ่งคือต้องมีเงินทุนในจำนวนของการเปิดรับเงินตราต่างประเทศที่สถาบันการเงินต้องการหลักประกันสำหรับการทำธุรกรรมทางการเงินที่ทำหน้าที่เหมือนกับความต้องการเงินทุนของสถาบันการเงินทั้งสองให้ครอบคลุมกับความล้มเหลวทางการเงินและสร้างแรงจูงใจที่จะบริหารความเสี่ยงโดยการเพิ่มค่าใช้จ่ายในการถือครองจุดที่เปิด การใช้หลักประกันที่เพียงพอจะช่วยลดความจำเป็นในการเพิ่มทุนโดยการลดความเสี่ยงที่จะปรับหลักประกันความเสี่ยงด้านเครดิตคู่สัญญา (Dodd, 2007)

กฎระเบียบการป้องกันของลูกค้า: การป้องกันความกังวลของลูกค้าจะมีการแก้ไขโดยการกำหนดมาตรฐานการกำกับดูแลเกี่ยวกับคนกลางทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับผลประโยชน์การดำเนินธุรกิจรวมถึงการดำเนินการตั้งชื่อ การระงับการซื้อขายผิดประเภทของข้อมูลที่ผิดข้อห้ามในมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูล และความพร้อมของขั้นตอนในการแก้ไขข้อกล่าวหาของลูกค้า (Saksena, 2003)

#### ด้านตราสารอนุพันธ์ (Derivative Instruments)

สัญญาซื้อขายล่วงหน้าซื้อขายแลกเปลี่ยนสัญญาซื้อขายกันมากที่สุดคือ Options futures, Forward Contracts และ Swaps รายละเอียด ดังนี้

อนุพันธ์ตราสารทุน (Equity Derivatives) อนุพันธ์ที่อ้างอิงกับตราสารทุน เป็นอนุพันธ์ที่มีตราสารทุนเป็นสินทรัพย์อ้างอิง เช่น ฟิวเจอร์สที่อ้างอิงกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ (Stock Index Futures) หรือ ออปชั่นที่อ้างอิงกับหุ้นสามัญ (Stock Options) เป็นต้น

สัญญาซื้อขายล่วงหน้าสกุลเงิน (Currency Derivatives Contracts) สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเป็นสกุลเงินตราต่างประเทศที่ได้รับตามสัญญา มีหลายประเภทของตราสารอนุพันธ์สกุล

เงินเป็นสัญญา สัญญาเหล่านี้จะขึ้นอยู่กับสกุลเงินของโลก เป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่พบบ่อยมาก เนื่องจากลักษณะของสกุลเงินแข็งค่า (CFA, 2009)

สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Derivatives) เป็นเครื่องมือทางการเงินที่อยู่บนพื้นฐานของความมั่นคงทางการเงิน พื้นฐานที่มีค่าได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยที่เป็นที่รู้จักกันเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ย สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ยมีการป้องกันความเสี่ยงที่ใช้โดยนักลงทุนสถาบัน เช่น ธนาคารเพื่อการต่อสู้กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาด นักลงทุนรายย่อยมีแนวโน้มที่จะใช้ตราสารอนุพันธ์อัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องมือในการเก็งกำไรหวังว่าจะได้กำไรจากการคาดเดาของนักลงทุนเกี่ยวกับการที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดจะเปลี่ยนไป (CFA, 2009)

สัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity Derivatives) สัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าโภคภัณฑ์เป็นสัญญาที่ได้จากสินค้าบางอย่างที่อ้างอิงกับสินค้าโภคภัณฑ์ ส่วนใหญ่จะมีสินค้าฟอสซิลที่มีความสำคัญโดยเฉพาะอย่างยิ่งต่อชุมชนท้องถิ่นไม่ว่าจะเป็นข้าว, ทอง, น้ำมัน ปาล์มหรือสัตว์ที่สามารถดึงดูดความสนใจการค้าแม้ว่าจะมีมาตรฐานระหว่างประเทศอยู่แล้ว (CFA, 2009)

สัญญาอนุพันธ์เครดิต (Credit Derivative Contracts) อนุพันธ์เครดิตเป็นเครื่องมือทางการเงินที่ใช้ในการเปลี่ยนความเสี่ยงจากฝ่ายหนึ่งไปยังอีกฝ่ายหนึ่ง โดยให้ลดความเสี่ยงโดยการแพร่กระจายออกไปตามจำนวนของนักลงทุน บริษัทและธนาคารมีความสามารถที่จะเห็นผลกำไรที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากมีผู้เข้าร่วมกระจายความเสี่ยง เมื่อมีการเผชิญหน้ากับความเสี่ยงของเหตุการณ์เครดิตหรือเงินกู้ ค่าของอนุพันธ์ที่ได้มาจากค่าของพันธบัตรที่ถือโดยธนาคาร อนุพันธ์เครดิตช่วยให้นักลงทุนที่จะลงทุนในความเสี่ยงของบริษัทโดยไม่ต้องมีการซื้อพันธบัตรหรือเงินให้สินเชื่อ (CFA, 2009)

#### ด้านสภาพคล่องและอนุพันธ์ (Liquidity and Derivatives)

สภาพคล่อง คือความสามารถในการค้าขนาดใหญ่ได้อย่างรวดเร็วด้วยต้นทุนที่ต่ำ เมื่อต้องการที่จะค้า เป็นลักษณะที่สำคัญที่สุดของตลาด (Harris, 2002) สภาพคล่องมักจะคิดในแง่ของการซื้อขายได้อย่างรวดเร็ว เกี่ยวกับการซื้อขายขนาดใหญ่และเกี่ยวกับการซื้อขายที่ค่าใช้จ่ายต่ำ สภาพคล่องค้นหาทวิภาคีที่ผู้ซื้อดังกล่าวสำหรับผู้ขาย และผู้ขายค้นหาสำหรับผู้ซื้อ เมื่อผู้ซื้อพบผู้ขาย

ที่จะขายในแง่ที่ยอมรับร่วมกันของผู้ซื้อ ได้พบสภาพคล่อง และเช่นเดียวกันเมื่อผู้ขายได้พบผู้ซื้อที่ ได้รับการยอมรับเงื่อนไขการขายพบว่า มีสภาพคล่อง สภาพคล่องในตลาดอนุพันธ์ที่มีความหมาย มีความสนใจในสินทรัพย์ของตัวเอง ดังนั้นจึงมีความต้องการสำหรับนักลงทุนที่จะใช้ตราสารอนุพันธ์ เพื่อป้องกันความเสี่ยงของนักลงทุนที่จะได้รับสินทรัพย์ที่ขาดสภาพคล่องเพียงพอ ในผลการตลาด ส่วนใหญ่กับค่าใช้จ่ายที่ค่อนข้างสูงของการป้องกันความเสี่ยง และยับยั้งการเจริญเติบโตของสัญญา (Dodd, 2002) และหากตลาดข้ามมีสภาพคล่องมากขึ้น นักลงทุนก็พอใจที่จะใช้ตลาดข้ามถึงแม้ว่า อาจจะมีการป้องกันความเสี่ยงที่ต่ำกว่าตลาดของประเทศ บทบาทของการขาดสภาพคล่องในการทำ กำไรราคาถูก และสะดวกหากค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมที่ต่ำ แล้วประเมินราคาผิดที่เล็กที่สุดใน ตลาดอนุพันธ์จะถูกบอกรายโดยผู้ลงทุนที่แสวงหากำไรจากการเข้าทำธุรกรรมในตลาดซึ่งจะทำให้ ตลาดอนุพันธ์มีประสิทธิภาพมากขึ้น

ด้านบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน (Broker)

ผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์มีจำนวนจำกัด และไม่สามารถดูแลนักลงทุนได้ อย่างทั่วถึงและอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะนักลงทุนรายใหม่ จำนวนเจ้าหน้าที่ที่เป็นฝ่าย การตลาดมีความรู้ในเรื่องการลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์มีจำนวนน้อยเมื่อเทียบกับจำนวนนัก ลงทุน จึงทำให้ตลาดไม่ได้รับความสนใจ เพราะฝ่ายการตลาดส่วนใหญ่จะให้คำแนะนำการลงทุนในตลาด ตราสารทุนที่เป็นกลุ่มหุ้น เช่น ประชาชนทั่วไปจะมีความเข้าใจเรื่องการฝากเงินมากกว่าการลงทุน ฝากเงินในหุ้น เช่นเดียวกับนักลงทุนในหุ้นก็จะมีความรู้เรื่องหุ้นมากกว่าตราสารอนุพันธ์

ในส่วนของบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน ยังมีความเหลื่อมล้ำกันอยู่ มากในมาตรฐานการแข่งขันกันอย่างเสรีทำให้เป็นการผูกขาดตลาด หากมีการเปิดเสรีใบอนุญาตก็ จะส่งผลดีต่อการแข่งขันและพัฒนาบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน

ในตัวของบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียนไม่มีการลงทุนในด้านระบบ เทคโนโลยี ไม่ว่าจะเป็นระบบ Internet Online และระบบ Offline เพื่ออำนวยความสะดวกและเพิ่ม ช่องทางเข้าถึงตลาดได้มากขึ้น

บริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียนไม่ได้สร้างนักการตลาดขึ้นมาเพื่อ รองรับกลุ่มนักลงทุน แต่กลับดึงตัวบุคลากรด้านการตลาดซึ่งกันและกัน ทำให้ขาดนักการตลาดที่มี

ความรู้ความสามารถสำหรับให้คำแนะนำนักลงทุน ความจริงควรจะร่วมกันสร้างนักการตลาดให้มีความรู้มีคุณภาพเพิ่มมากขึ้น กับกันมาแย่งนักการตลาดกันเอง

โครงสร้างของระบบผลตอบแทนที่ทำให้บริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียนไม่แนะนำให้ลงทุนที่เป็นผู้ลงทุนในตลาดหุ้นอยู่แล้วไปลงทุนด้านตราสารอนุพันธ์ ทั้งนี้เพราะในการซื้อขายหุ้นจะได้รับผลตอบแทนมากกว่า จึงแนะนำกลุ่มนักลงทุนให้ไปลงทุนในตลาดหุ้นมากกว่าที่จะแนะนำให้ลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์

บริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน ไม่ดึงนักลงทุนมาลงทุนในตราสารอนุพันธ์เพื่อเสริมสภาพคล่องให้กับตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าให้มีสภาพคล่องเพื่อที่จะในการร่วมกันทำให้ตลาดโตขึ้น เพื่อร่วมกันขยายฐานนักลงทุนให้มีขนาดและจำนวนนักลงทุนเพิ่มขึ้น

#### ด้านส่วนของนักลงทุน

นักลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์จะมีนักลงทุนอยู่ 3 ประเภท ได้แก่ ผู้ที่เข้ามาเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยง (Hedger) ใช้เป็นเครื่องมือในการเก็งกำไร (Speculator) และใช้เป็นเครื่องมือในการค้ากำไร (Arbitrageurs)

ประเภทที่ 1 ผู้ที่เข้ามาเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยง (Hedger) เป็นผู้จัดการกองทุนที่มีพอร์ตหุ้นขนาดใหญ่อยู่ในความดูแล และต้องการป้องกันความเสี่ยงชั่วคราว เป็นต้นว่าศาลกำลังจะพิจารณาคดีความที่มีผลทางการเมือง ผู้จัดการกองทุนจะเข้ามาทำการยืมหุ้นคนอื่นมาขาย (Short) หรือขาย SET50 futures ในช่วงระยะเวลาหนึ่งจนกว่าเรื่องราวจะสงบลงและเมื่อเห็นว่าตลาดหุ้นเริ่มผันผวนน้อยลงก็จะทำการปิดสถานะและกลับไปถือหุ้นเต็ม ๆ อีกครั้งหนึ่ง

ประเภทที่ 2 ผู้ที่เข้ามาเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการเก็งกำไร (Speculator) เป็นผู้ที่เข้ามาซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในตลาดอนุพันธ์ทุกประเภท ด้วยเหตุผลของการลงทุนที่จะเข้ามาเพื่อการเก็งกำไรจากการซื้อและขายเป็นหลัก นักเก็งกำไรต้องการทำกำไรจากการเคลื่อนไหวของราคา ทั้งในกรณีที่ราคาขึ้น หรือราคาลดลง ซึ่งการลงทุนในตลาดอนุพันธ์ทุกประเภท นักเก็งกำไรจะสามารถทำกำไรได้ในทั้งกรณีที่ราคาของตราสารอนุพันธ์ หรือสินทรัพย์ที่อ้างอิงมีราคาเพิ่มขึ้นหรือลดลง



เพราะตราสารอนุพันธ์จะมีลักษณะที่มีความแตกต่างจากการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญ หรือพันธบัตร จึงสามารถทำกำไรได้จากทั้งกรณีที่มียราคาระเพิ่มขึ้น หรือราคาตกลง

ผู้ที่เข้ามาเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการเก็งกำไร เป็นผู้ที่มิบทบาทสำคัญในตลาดตราสารอนุพันธ์เป็นอย่างมาก เพราะนักเก็งกำไรจะเป็นผู้ที่ช่วยให้ตลาดอนุพันธ์ทุกประเภทมีสภาพคล่อง หากตลาดอนุพันธ์ขาดนักเก็งกำไร หรือมีจำนวนนักเก็งกำไรไม่มากพอจะทำให้ตราสารอนุพันธ์ที่มีการซื้อขายขาดสภาพคล่อง และที่สำคัญคือ ราคาของตราสารอนุพันธ์จะมีราคาที่แพง เปรียบเสมือนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ หากตลาดหลักทรัพย์มีแต่นักลงทุนไม่มีนักเก็งกำไรแล้วตลาดหลักทรัพย์คงไม่มีการเคลื่อนไหวของราคาเช่นกัน เพราะนักลงทุนจะเป็นผู้ที่ลงทุนตามปัจจัยพื้นฐานที่แท้จริง เป็นผู้ลงทุนที่หวังผลตอบแทนในรูปเงินปันผล และลงทุนในระยะเวลาที่ยาวนาน แต่นักเก็งกำไรจะเป็นผู้ที่เข้ามาบทบาทในตลาดอย่างฉาบฉวย หวังผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาเป็นสำคัญ โดยมากนักเก็งกำไรจะเป็นผู้ที่ลงทุนในระยะสั้น ตลาดอนุพันธ์หรือตลาดหลักทรัพย์ใดมีนักเก็งกำไรจำนวนน้อยก็จะส่งผลให้การเคลื่อนไหวของราคาเป็นไปได้ช้า

ประเภทที่ 3 ผู้ที่เข้ามาเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการค้ากำไร (Arbitrageurs) เป็นผู้ที่แสวงหารายได้จากการลงทุนในตลาดสองตลาดพร้อมๆ กัน เพื่อรับส่วนแตกต่างระหว่างตลาด หรือในบางครั้งอาจเลือกลงทุนในตลาดเดียวกัน แต่ลงทุนในตราสารอนุพันธ์คนละชนิดกัน เพื่อหากำไร นักค้ากำไรจะเป็นผู้ที่ทำให้ช่วงห่างของราคาในตลาดที่อยู่ในภูมิภาคที่แตกต่างกันกลับมาอยู่ในจุดสมดุล

### 6.2.2 ปัจจัยภายนอก

#### ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค (Macro Economic Variables)

ปัจจัยนโยบายทางการเงินและการคลังมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาตลาดทุน นักลงทุนจำเป็นต้องมีความเชื่อมั่นในการป้องกันและข้อมูลที่จะมีส่วนร่วมในตลาดบริษัทมองหาแรงจูงใจทางการคลังสะดวกในการเข้าและนโยบายของภายในบริษัท (Ngugi et al., 2009) ตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่ดีและนโยบายโครงสร้างนำไปสู่อัตราเงินเฟ้อที่ลดลงส่งเสริมอย่างต่อเนื่อง อัตราการเติบโตที่สูงของส่งออกและการจ้างงานมีการขาดดุลการคลังที่ระดับที่สามารถหาทุนภายในและภายนอกโดยไม่ยาก นำไปสู่ระบบการธนาคารแข็งแกร่งและระดับความสะดวกราบรื่นของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศจะรักษาความปลอดภัยและผู้ที่มีความต้องการขั้นพื้นฐานของ

ประชากรจะพบว่ากระบวนการและการเจริญเติบโตที่มีส่วนช่วยในการลดความยากจน (ธนาคารแห่งกายอานา , 1996) นโยบายเศรษฐกิจมหภาคและปัจจัยพื้นฐานทางการเมืองต้องมีความเข้มแข็งในการดึงดูดและรักษาความสนใจของนักลงทุนต่างชาติในตลาดตราสารอนุพันธ์ความอ่อนแอในทางเศรษฐกิจและในประเทศบรรยากาศทางการเมืองและระบบการเงินในประเทศมักจะมาพร้อมกับความผันผวนของกระแสเงินทุนและลดลงในตลาดเกิดใหม่สามารถเข้าถึงเงินทุนระหว่างประเทศ (Olatundun , 2009)

### 6.3 ผลจากการศึกษาค้นคว้า

จากการวิเคราะห์เอกสาร และการสัมภาษณ์ผู้เชี่ยวชาญเกี่ยวกับความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย ผลปรากฏ ดังนี้

#### 1) ปัจจัยที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ไทย

ปัจจัยภายใน ได้แก่

(1) ด้านกรอบกฎหมายและระเบียบข้อบังคับของตลาดอนุพันธ์ (Legal/regulatory framework) ได้แก่ สิทธิพิเศษทางสำนักหักบัญชีและภาษี การออกใบอนุญาตการซื้อขาย และการหักบัญชี ความสมบูรณ์ทางการเงิน การลงทะเบียนและการรายงาน เงินทุนและความต้องการหลักประกัน กฎระเบียบการป้องกันของลูกค้ำ

(2) ด้านตราสารอนุพันธ์ (Derivative Instruments) ได้แก่ อนุพันธ์ตราสารทุน (Equity Derivatives) สัญญาซื้อขายล่วงหน้าสกุลเงิน (Currency Derivatives Contracts) สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Derivatives) สัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity Derivatives) สัญญาอนุพันธ์เครดิต (Credit Derivative Contracts) และด้านสภาพคล่องและอนุพันธ์ (Liquidity and Derivatives)

(3) ด้านบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน (Broker) ขาดทั้งในส่วนปริมาณและส่วนคุณภาพ

(4) ด้านส่วนของนักลงทุน ขาดทั้งในส่วนปริมาณและส่วนคุณภาพ

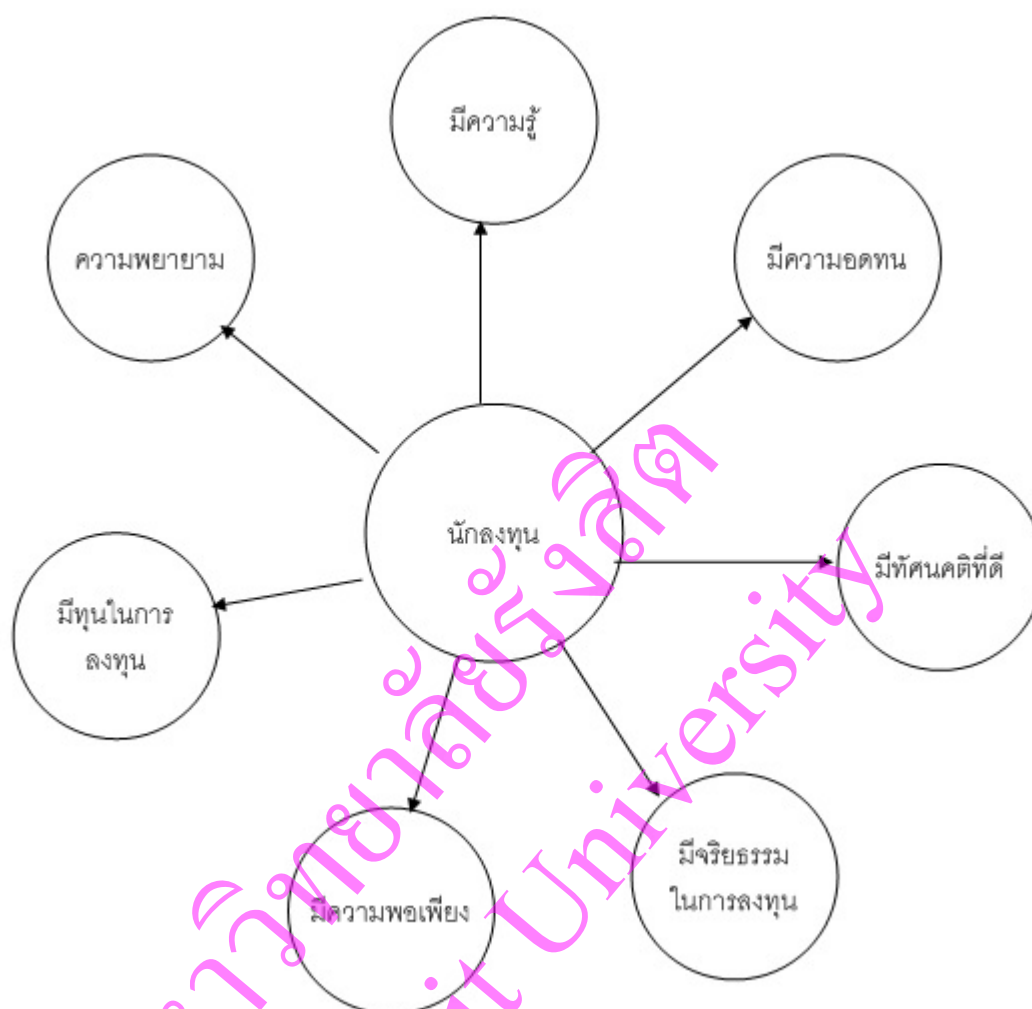
## 2) ปัจจัยภายนอก ได้แก่ ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค (Macro Economic Variables)

จากปัจจัยที่มีต่อการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ไทยที่พบ ผู้วิจัยได้ออกแบบโครงสร้างในการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ไทย ดังนี้

### (1) ปัญหาของการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศ

จากการศึกษาที่ได้ค้นพบในครั้งนี้ พบว่าการที่จะให้ตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทยได้รับความนิยมและเติบโตอย่างยั่งยืนเพื่อเป็นทางเลือกที่ดีที่สุดของนักลงทุน ที่จะใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงเป็นเครื่องมือในการเก็งกำไร และเป็นเครื่องมือในการค้า ส่วนต่างของกำไร ดังนั้นนักลงทุนจึงจำเป็นต้องมีองค์ประกอบหลายปัจจัยที่จะทำให้ให้นักลงทุนที่ดีที่ประสบความสำเร็จในการลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์ไว้แล้วพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไปพร้อมกับการพัฒนานักลงทุนควบคู่กันไป ตัวนักลงทุนจึงต้องมีคุณลักษณะต่างๆ ดังรูปที่

6.2



รูปที่ 6.2 คุณลักษณะของนักลงทุนที่ดี

ที่มา : จากการสังเคราะห์ของผู้วิจัย, 2557

ก. มีความพยายามที่จะแสวงหาสิ่งที่ดีที่จะพัฒนาตนเองให้อยู่ในตลาดทุนและในการลงทุนที่จะทำให้ตนเองประสบความสำเร็จ

ข. มีความรู้พอที่จะพัฒนา ต่อยอดความรู้ที่มีต่อการลงทุนให้ดียิ่งขึ้น เรียนรู้อย่างต่อเนื่องในการลงทุน เรียนรู้ถึงวิธีการลงทุนการบริหารความเสี่ยง มีความรู้ความเข้าใจถึงวิธีการใช้เทคโนโลยี โปรแกรมซื้อขายเป็นอย่างดี สามารถวิเคราะห์ทางเทคนิคโดยตนเองได้ ใช้ความรู้ประกอบการตัดสินใจด้วยตนเอง โดยไม่หลงเป็นเชื่องของข้อมูลข่าวสาร มีความรอบรู้ ด้านการลงทุน มีมุมมองตลาดตราสารอนุพันธ์โดยรวมของการลงทุนทั้งในและต่างประเทศด้วยความ เข้าใจถึง ตลาดและผลิตภัณฑ์ในการลงทุนเป็นอย่างดี

ค. มีทัศนคติที่ดีต่อการลงทุนและเรียนรู้อย่างถูกต้อง

ง. มีความอดทนต่อความมุ่งมั่นที่จะพัฒนาตนเอง เพื่อความสำเร็จของการเป็นนัก

ลงทุน

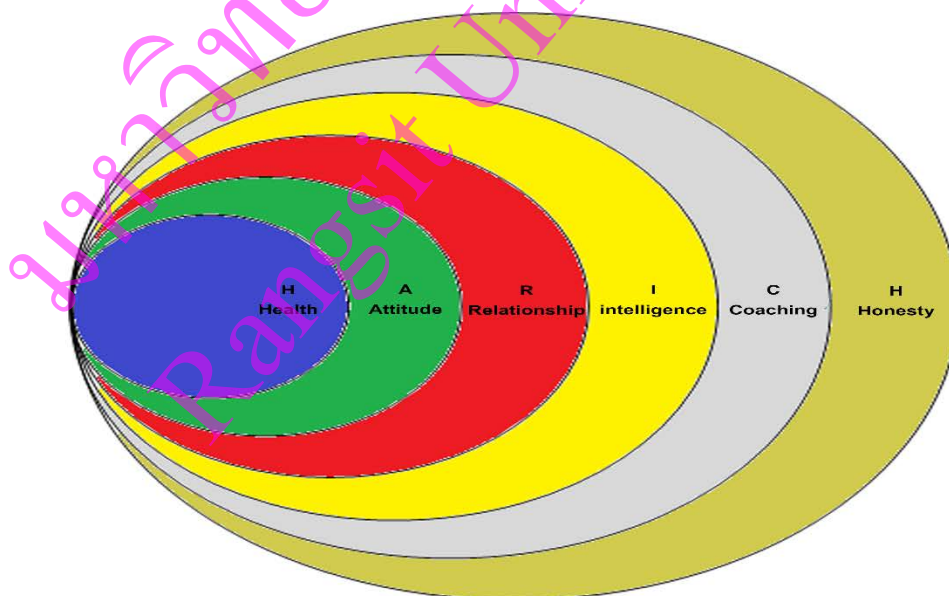
จ. มีจริยธรรมในการลงทุน

ฉ. มีความพอเพียง ไม่โลภ ไม่หลง ในตลาดของการลงทุน รู้จักหยุด

ช. มีวินัยการเป็นนักลงทุนที่ดี รักษาวินัยการลงทุน

ซ. มีเงินพอที่จะลงทุนใช้เงินลงทุนจะต้องไม่สร้างปัญหาความเดือดร้อนให้ตนเอง เงินนั้นต้องเป็นเงินเย็นที่ไม่ได้กู้หนี้ยืมสินมาลงทุน ถ้าจะขาดทุนก็ไม่ได้ส่งผลความเดือดร้อนให้ตัวเราเองมากนัก ซึ่งสิ่งเหล่านี้เป็นองค์ประกอบพื้นฐานของนักลงทุนที่ดีที่จะพัฒนาสู่การลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์ ตลาดทุนอย่างดีต่อไป ประเด็นนี้ก็ต้องมีผู้นำที่จะนำไปสู่องค์กรแห่งการเรียนรู้ เพื่อพัฒนานักลงทุน พัฒนาตลาดทุน พัฒนาในทุกๆภาคส่วนของการลงทุน

จากสภาพปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยจึงออกแบบจำลองเพื่อพัฒนาผู้นำที่จะนำการเปลี่ยนแปลงสู่องค์กรแห่งการเรียนรู้ ดังนั้น ผู้นำที่ดีจึงมีลักษณะการเป็นผู้นำ ดังภาพประกอบที่ 6.3



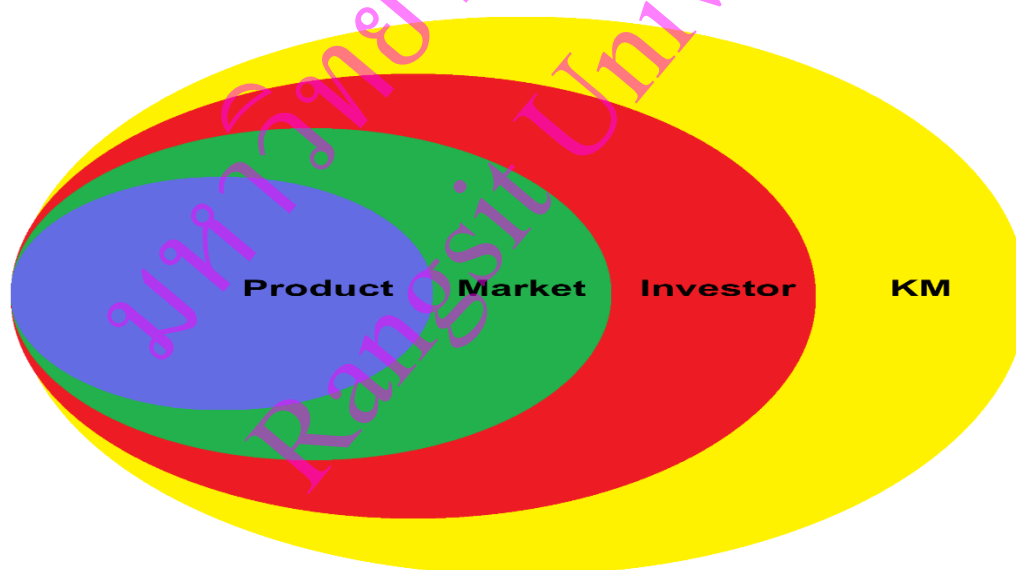
รูปที่ 6.3 คุณลักษณะผู้นำที่ดี

ที่มา : จากการสังเคราะห์ของผู้วิจัย, 2557

- 1) Health: ผู้นำต้องมีสุขภาพร่างกาย จิตใจ ที่ดีมีความพร้อมทั้งกายและใจ มีร่างกายที่แข็งแรงสมบูรณ์ ใจที่เข้มแข็งที่จะต่อสู้ กับงานหนักได้
- 2) Attitude: มีทัศนคติที่ดี ที่ถูกต้อง มองไปข้างหน้า มีมุมมองแบบ 360 องศาโดยความเข้าใจยอมรับการเปลี่ยนแปลงและความคิดเห็นที่ดีที่ถูกต้อง
- 3) Relationship: จะต้องเป็นผู้สร้างความสัมพันธ์ที่ดีที่ถูกต้อง นำสู่ความสำเร็จ สามารถที่จะนำทุกคน ได้ด้วยมนุษยสัมพันธ์ที่ดี
- 4) Intelligence: จะต้องเป็นคนที่มีความรู้ ไหวพริบ ชาญฉลาดในการตัดสินใจ ในการแก้ปัญหา ทุกๆด้าน
- 5) Coaching: พร้อมจะเป็นครูที่เลี้ยงสามารถ ฝึกสอน ทุกๆ คนที่เดินตามอย่างถูกต้อง ถูกวิธี
- 6) Honesty: ต้องมีความซื่อสัตย์ สุจริต โปร่งใส มีวินัย

ซึ่งลักษณะผู้นำตามที่กล่าวมาจึงจำเป็นต่อการที่จะนำการเปลี่ยนแปลงสู่องค์กรแห่งการเรียนรู้ อย่างถูกต้อง ถูกวิธี และสร้างองค์กรแห่งการเรียนรู้ ตาม Model: Economic System ดังรูปที่

6.4



รูปที่ 6.4 Economic System

ที่มา : จากการสังเคราะห์ของผู้วิจัย, 2557

จากการที่ได้ค้นพบปัญหาของนักลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์

สิ่งที่เห็นได้ชัดเจน คือ “องค์ความรู้” ปัญหาที่เกิดขึ้นไม่ได้เกิดจากนักลงทุนเพียงอย่างเดียว แต่เกิดจากที่ทุกภาคส่วนยังคงไม่ดำเนินการสอดประสานกัน และที่ยังเป็นปัญหาด้านความรู้ ความเข้าใจแตกต่างกัน การที่จะทำให้ตลาดตราสารอนุพันธ์ได้รับการพัฒนาสิ่งที่สำคัญแต่ละส่วนนั้นที่มีความสัมพันธ์เกี่ยวโยงกันจึงจำเป็นเข้าใจระบบความสัมพันธ์แต่ละระบบก่อนที่จะร่วมกันพัฒนา แล้วจะต้องมีการดำเนินการที่สอดประสานกัน และจากการวิเคราะห์ที่ผลจากงานวิจัยครั้งนี้พบว่าหากดำเนินการโดยให้ Economic System ซึ่งเป็นระบบนิเวศน์ที่สภาพแวดล้อมสิ่งต่างๆ ในระบบนิเวศน์มีความเกี่ยวข้องและเกี่ยวเนื่องกันแต่การนำมาใช้ในตลาดทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์เรา จะเห็นองค์กรส่วนต่างๆ ที่เป็นองค์ประกอบที่สำคัญๆ เกี่ยวข้องกันทั้งหมด ดังนี้

ด้านของผลิตภัณฑ์ที่อยู่ภายในตลาดที่มีไว้ให้บริการซื้อขายให้นักลงทุน ขึ้นอยู่กับสภาพคล่องของผลิตภัณฑ์ และความนิยมของตัวนักลงทุน ที่จะทำให้ผลิตภัณฑ์นั้นมีขนาดใหญ่ ควบคู่กันไป ฝ่ายการตลาดมีความรู้ความเข้าใจในการแนะนำผลิตภัณฑ์มากขึ้นน้อยเพียงใดให้กับนักลงทุน

ด้านตลาดตราสารอนุพันธ์ ที่กำกับดูแลซึ่งคอยเปิดเปิดดูแลระบบให้มีการนักลงทุนและพัฒนาลีนค่าเพื่อให้นักลงทุนได้มีโอกาสการลงทุน กลไกตลาดต่างๆ จึงมีความสัมพันธ์ในการสร้างระบบความรู้ให้นักลงทุน ด้านการตลาด ผู้ให้บริการซื้อขายของนักลงทุนตลอดจนตลาดตราสารอนุพันธ์ผู้ให้การควบคุมดูแล เราจะเห็นได้ว่าภาคส่วนการลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์มีนักลงทุน มีฝ่ายการตลาด มีบริษัทนายหน้า (Broker) มีโปรแกรมซื้อขายหน่วยการลงทุน ซึ่งเป็นเครื่องมือ มีบริษัทตราสารอนุพันธ์ประเทศไทย เป็นผู้ให้บริการตลาด เป็นส่วนกลาง มีหน่วยกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องบุคคล ถ้านักลงทุนทุกคนล้วนจำเป็นต้องเรียนรู้ซึ่งกันและกันสร้างความรู้เพื่อให้มีการเรียนรู้ร่วมกัน มีหน่วยงานมาเป็นตัวกลางสร้างสรรค์ความรู้ให้ทุกภาคส่วน การลงทุน กำหนดทิศทางการเดินอย่างถูกต้อง ถูกวิธี ลดปัญหาทุกด้านต่างๆ ที่เป็นอุปสรรค มาพัฒนาร่วมกันให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงกลไกตลาดได้อย่างดี

ด้านของนักลงทุนต่างก็มีความสัมพันธ์ในส่วนต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนรายย่อยหรือสถาบันต่างก็ต้องรู้ ตัวผลิตภัณฑ์ที่ดีแต่ละตัว รู้เครื่องมือ โปรแกรม เทคโนโลยีต่างๆ ที่เป็นเครื่องมือในการลงทุน มีฝ่ายการตลาด ซึ่งแนะนำให้คำแนะนำผ่านบริษัทตัวกลางเข้าสู่ตลาดในการซื้อขาย

## บทที่ 7

### สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทยครั้งนี้ ผู้วิจัยมีวัตถุประสงค์ คือ (1) เพื่อศึกษาปัจจัยภายในและปัจจัยภายนอกที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย (2) เพื่อศึกษาความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนไทย และ (3) เพื่อศึกษาแนวทางการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย ผู้วิจัยจึงวางแนวทางในการนำเสนอ ดังนี้

#### 1) ผลการวิจัย

ปัจจัยที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย  
ความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนไทย  
แนวทางการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย

#### 2) อภิปรายผล

#### 3) ข้อเสนอแนะ

### 7.1 ผลการวิจัย

จากการศึกษา พบว่า โครงสร้างตลาดตราสารอนุพันธ์ของไทยประกอบด้วย 4 ส่วน หลักๆ ดังนี้ ส่วนที่ 1 ส่วนของหน่วยงานกำกับดูแล ส่วนที่ 2 ส่วนของผลิตภัณฑ์ ส่วนที่ 3 ส่วนของบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน และส่วนที่ 4 ส่วนของนักลงทุน ซึ่งแต่ละส่วนมีรายละเอียดและประเด็นปัญหา ดังนี้

#### 7.1.1 ปัจจัยที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย

ปัจจัยภายในที่มีผลต่อตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย มีดังนี้

##### 1) ด้านการกำกับดูแล

ปัจจัยด้านการโอนเงินค่าเงินวางหลักประกันในการรักษาสถานภาพของสัญญาซื้อขายลูกค้าไม่สามารถโอนเงินได้ทัน โดยเฉพาะนักลงทุนจากต่างประเทศ ในปัจจุบันใช้ (T+1)



ปัจจัยทางด้านค่าธรรมเนียมการซื้อขาย อัตราค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากลูกค้ามีอัตราสูงเมื่อเปรียบเทียบกับต่างประเทศ ลักษณะการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมที่แตกต่างกันของตลาดอนุพันธ์ กับตัวแทนนายหน้าสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ที่จัดเก็บจากลูกค้ารายย่อย อัตราค่าธรรมเนียมไม่อยู่ในเกณฑ์เดียวกัน ระหว่างนักลงทุนสถาบันกับนักลงทุนรายย่อย และอัตราค่าธรรมเนียมซื้อขายผ่านทางอินเทอร์เน็ตยังมีอัตราสูง

## 2) ด้านตลาดและผลิตภัณฑ์

ปัจจัยด้านสภาพคล่อง เกิดจากปริมาณนักลงทุนมีไม่มากนักลงทุนรายย่อย ไม่มีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์ที่มากพอ ส่งผลต่อความไม่มั่นใจที่จะเข้ามาลงทุน ทำให้มีปริมาณการซื้อขายน้อยทำให้สภาพคล่องยังน้อย ส่งผลต่อส่งนักลงทุนต่างชาติที่จะเข้ามาลงทุนได้

ปัจจัยด้านสินค้า สินค้าในตลาดอนุพันธ์และที่เกี่ยวข้องมีน้อย ทำให้สัญญาฟิวเจอร์ยังไม่มีประสิทธิภาพมากพอในการที่จะใช้บริหารความเสี่ยงของนักลงทุน

ปัจจัยด้านความกังวลเกี่ยวกับตลาดอนุพันธ์ ทั้งด้านความเสี่ยงของตราสารอนุพันธ์ที่มีสูง ความซับซ้อนของตราสารอนุพันธ์ที่ยากต่อการทำความเข้าใจ นอกจากนี้ผู้ลงทุนยังมีทัศนคติว่าตราสารอนุพันธ์ไม่เหมาะสมต่อการนำมาใช้

ปัจจัยด้านสภาพตลาดของประเทศไทย จากการศึกษาพบว่าสภาพตลาดไม่เอื้ออำนวยต่อการลงทุน ตลาดของประเทศไทยยังมีเล็ก ทำให้ความสนใจในการเข้ามาลงทุนไม่มากพอ สัญญาฟิวเจอร์ เหมาะกับตลาดที่มีทิศทาง มากกว่าตลาดแบบที่มีความผันผวน (Side way) ในปัจจุบัน

ปัจจัยด้านการจัดการภายในของตัวแทนนายหน้าสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พบว่า เจ้าหน้าที่ติดต่อนักลงทุนมีไม่มาก และขาดความรู้ทางด้านตราสารอนุพันธ์ที่ดีพอ ประสบการณ์น้อยนักวิเคราะห์ และบทวิเคราะห์ทางด้านตราสารอนุพันธ์มีไม่มาก ผู้เชี่ยวชาญที่สามารถแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนให้ความรู้ทางด้านตราสารอนุพันธ์มีน้อย ความรู้เกี่ยวกับการประกอบธุรกิจ (Know How) ทางด้านตลาดอนุพันธ์ ของตัวแทนนายหน้าสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ไทย ยังด้อยกว่า ตัวแทนนายหน้าต่างชาติ รวมถึงระบบเทคโนโลยีโปรแกรมการใช้งานที่สนับสนุนทางด้านตลาดอนุพันธ์

### 3) ด้านนักลงทุน

ปัจจัยด้านนักลงทุน ที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดอนุพันธ์ กล่าวคือ นักลงทุนรายย่อยไม่มีความรู้ความเข้าใจทางด้านตราสารอนุพันธ์ที่ดีพอส่งผลต่อปริมาณนักลงทุน และปริมาณการซื้อขายที่มีไม่มากนักลงทุนต่างชาติยังไม่เข้ามาลงทุนเนื่องจากปริมาณการซื้อขายไม่มากพอที่จะสามารถเข้ามาลงทุน นักลงทุนสถาบันประเภทกองทุนและบริษัทประกันภัยติดขัดทางด้านกฎระเบียบของการลงทุน ยังไม่สามารถเข้ามาลงทุนได้มากนัก

ปัจจัยภายนอกที่มีผลต่อตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย มีดังนี้

(1) ปัจจัยทางด้านสภาพแวดล้อมภายนอกธุรกิจ มีผลต่อตลาดอนุพันธ์ โดยเรียงตามลำดับความสำคัญคือการเมือง เทคโนโลยี เศรษฐกิจ และอิทธิพลจากต่างประเทศ

(2) ปัจจัยทางด้านแหล่งความรู้เกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์ มีน้อยทั้งทางด้านหนังสือ ตำราและสื่อต่างๆ ที่ใช้ศึกษาหาข้อมูลเกี่ยวกับอนุพันธ์

(3) ปัจจัยจากภัยธรรมชาติ ภาวะสงคราม และอุบัติเหตุที่ไม่คาดคิด ซึ่งเป็นอุบัติเหตุที่เกิดกับสินค้าอ้างอิงจะทำให้เกิดการผันผวนในตัวผลิตภัณฑ์นั้น ๆ

#### 7.1.2 ความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนไทย

ตลาดตราสารอนุพันธ์มีบทบาทของการเป็นแหล่งทุนทางเลือกที่ตอบสนองความต้องการของนักลงทุนได้อย่างมากมาย เพื่อเป้าหมายในการนำมาเป็นเครื่องมือบริหารความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี เป็นเครื่องมือลงทุนในการเก็งกำไรสำหรับนักลงทุนทั่วไปทั้งตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง และใช้เป็นเครื่องมือลงทุนของกองทุนสถาบันการเงินในการค้าส่วนต่าง แต่ในสภาพปัญหาปัจจุบันยังขาดตราสารอนุพันธ์ที่จะนำมาใช้ในการป้องกันการบริหารความเสี่ยง ขาดนวัตกรรมทางการเงินที่มีความหลากหลาย ไม่สามารถตอบสนองความต้องการของนักลงทุนได้อย่างครอบคลุม ขาดสภาพคล่องในตลาด ขาดความร่วมมือทางการลงทุนที่จะทำให้ตลาดได้รับการพัฒนา

แนวทางการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย

ด้านการกำกับควบคุม

1) จัดการระบบการประสานความร่วมมือระหว่างองค์กรกำกับดูแลต่างๆ ที่เกี่ยวข้องให้มีความเชื่อมโยงกับตลาดตราสารทุน ตลาดตราสารหนี้ รวมทั้งตลาดเงิน การ

กำกับดูแลจำเป็นต้องเป็นไปในทางทิศทางเดียวกัน มีความคล่องตัว สามารถเข้าแก้ปัญหาที่จะกระทบเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจการเงินได้อย่างทันทั่วถึง

2) การกำหนดหลักเกณฑ์เรื่องความมั่นคงของสถาบันการเงินตามมาตรฐานสากลในการกำกับดูแลความเสี่ยงจากธุรกรรมอนุพันธ์ โดยมุ่งเน้นการพัฒนาระบบการควบคุมภายใน และ ระบบการบริหารความเสี่ยงของธนาคารพาณิชย์ การจำกัดผู้เข้าร่วมตลาดให้เหมาะสม

3) พัฒนาการกำกับควบคุมรวมทั้งการตรวจสอบสถาบันที่ทำหน้าที่เกี่ยวกับการให้บริการด้านตราสารอนุพันธ์ เพื่อสร้างความมั่นคงให้กับระบบการเงินและสถาบันการเงินของประเทศ

4) พัฒนาบุคคลทั้งในภาครัฐและเอกชน เนื่องจากธุรกรรมอนุพันธ์เป็นธุรกรรมที่มีความเสี่ยงสูง และยังไม่เป็นที่รู้จักอย่างกว้างขวาง ดังนั้น จึงจำเป็นต้องพัฒนาบุคลากรภาคเอกชนประเมินและสามารถบริหารความเสี่ยงของการประกอบธุรกิจอนุพันธ์ รวมทั้งเพื่อให้บุคลากรภาครัฐสามารถตรวจสอบ กำกับควบคุมองค์กรสถาบันที่เกี่ยวข้องให้มีความแข็งแกร่ง

5) สำหรับการจัดตั้งศูนย์ซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าที่มีเงื่อนไขที่สำคัญคือ ตลาดล่วงหน้าสินค้าเกษตรจะได้รับความเชื่อมั่นจากผู้ลงทุนต่อเมื่อไม่มีการแทรกแซงในราคาโดยทางการ ดังนั้น จึงจำเป็นต้องมีการประกาศนโยบายยกเลิกการแทรกแซง พยุงราคา กอปรกับจะต้องมีการประกาศล่วงหน้า (ก่อนการออกสัญญาสินค้าล่วงหน้า) เกี่ยวกับมาตรการที่มีผลกระทบต่อโครงสร้าง เช่น การเปิดเสรีการนำเข้า การยกเลิกโควตาส่งออก

#### มาตรการด้านกฎหมายและระเบียบกฎเกณฑ์

##### ด้านกฎหมาย

1) การออกกฎหมายเกี่ยวกับธุรกรรมอนุพันธ์ โดยครอบคลุมถึงนิยามและความหมายของตราสารอนุพันธ์ ผู้ประกอบธุรกรรมเกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์

2) การออกกฎหมายเกี่ยวกับศูนย์ซื้อขายอนุพันธ์ทางการเงิน โดยครอบคลุมถึงนิยามและความหมายของธุรกรรมในศูนย์ซื้อขาย การเพิ่มประเภทของการออกใบอนุญาตหรือการขึ้นทะเบียนผู้ประกอบการธุรกิจใหม่ๆ การแยกทรัพย์สินของลูกค้าออกจากทรัพย์สินบริษัทนายหน้า การกำหนดความเพียงพอของเงินกองทุน การกระทำความผิดประเภทต่างๆ การใช้ข้อมูลภายใน

- 3) การออกกฎหมายเกี่ยวกับศูนย์ซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า โดยครอบคลุมถึงนิยามและความหมายของธุรกรรมอนุพันธ์ในศูนย์ซื้อขาย สมาชิก และการกำกับควบคุม
- 4) การแก้ไขกฎหมายยกเลิกข้อกำหนดห้ามไม่ให้มีการขายหลักทรัพย์ โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในความครอบครอง (Short-Sale)
- 5) ปรับปรุงกฎหมายล้มละลายให้ครอบคลุมผลของการเรียกกร้องชำระหนี้ในกรณีที่เกิดการล้มละลายในระบบการหักคุดสุทธิ (Netting)
- 6) ออกกฎหมายทรัสต์

#### ด้านระเบียบหลักเกณฑ์

- 1) ปรับปรุงหลักเกณฑ์การกำกับควบคุมให้ธนาคารพาณิชย์จัดระบบบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายใน อาทิ การแยกส่วนงานในการปฏิบัติงานออกจากกันอย่างเด็ดขาด
- 2) ปรับปรุงระบบการประเมินความเสี่ยงที่เกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์ เพื่อให้สะท้อนถึงความเสี่ยงที่แท้จริง รวมถึงการปรับปรุงระเบียบปฏิบัติและมาตรฐานการลงบัญชีให้ระบบและมีความโปร่งใส รวมทั้งสามารถสะท้อนถึงความเสี่ยงของแต่ละสถาบันที่มีการซื้อขายตราสารอนุพันธ์
- 3) พัฒนาระเบียบการหักคุดสุทธิ (Netting)
- 4) แก้ไขหลักเกณฑ์เกี่ยวกับปัญหาภาษีสำหรับธุรกรรมที่เกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์

#### การเตรียมความพร้อมให้กับผู้ลงทุนในตลาด

- 1) การเผยแพร่ความรู้ความเข้าใจกับประชาชน รวมทั้งการเตรียมความพร้อมของผู้ร่วมตลาด
- 2) สนับสนุนให้บริษัทหลักทรัพย์ รวมทั้งสถาบันการเงินให้มีการปรับตัวในการให้บริการเกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์

## 7.2 อภิปรายผล

จากการศึกษา พบว่า โครงสร้างตลาดตราสารอนุพันธ์ของไทยประกอบด้วย 4 ส่วน หลักๆ ดังนี้ ส่วนที่ 1 ส่วนของหน่วยงานกำกับดูแล ส่วนที่ 2 ส่วนของผลิตภัณฑ์ ส่วนที่ 3 ส่วนของบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน และส่วนที่ 4 ส่วนของนักลงทุน ผู้วิจัยแยกอภิปรายผลในแต่ละส่วน ดังนี้

### 7.2.1 ส่วนของหน่วยงานกำกับดูแล

ด้านการกำกับดูแล ในส่วนของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในด้านกฎหมายและระเบียบกฎเกณฑ์ของทางการขาดความยืดหยุ่นในการกำหนดนิยามของธุรกรรมของตราสารอนุพันธ์แต่ละประเภท ทำให้กลไกของตลาดไม่สามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพในการจัดสรร (Allocate) ความเสี่ยงและผลตอบแทนระหว่างผู้ร่วมตลาด รวมทั้งการจัดสรรทรัพยากรระหว่างเวลา (Inter-temporal) ทำให้ราคาในตลาดทันทีและตลาดล่วงหน้าไม่สัมพันธ์กันอย่างมีประสิทธิภาพ และกฎหมายสถาบันการเงินเฉพาะกิจไม่ได้ระบุชัดเจนให้สถาบันการเงินใดซื้อขายตราสารอนุพันธ์ได้

ด้านภาษีธุรกรรมอนุพันธ์ พบว่า มีความแตกต่างของภาระภาษีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดตราสารอนุพันธ์การซื้อขายในตลาดตราสารอนุพันธ์ และความเป็นสากลของกฎเกณฑ์ ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ด้านการคำนวณภาษีในการซื้อขาย (Swap) อัตรดอกเบี้ยยังไม่มีกำหนดชัดเจนในการคำนวณเสียภาษีดอกเบี้ยว่าควรจะเสียภาษีดอกเบี้ยตามเงินต้น (Gross basis) หรือเสียภาษีเฉพาะส่วนต่างของอัตรดอกเบี้ย

ด้านมาตรฐานระบบบัญชี และการเปิดเผยข้อมูล ประเทศไทยยังมีมาตรฐานระบบบัญชีและมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลสำหรับการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ โดยเฉพาะระบบการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิโดยให้สะท้อนราคาตลาดที่เป็นธรรม ซึ่งปัจจุบันได้อ้างอิงกับมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ นอกจากนี้ยังไม่มีระบบการจัดเก็บข้อมูลเกี่ยวกับงบประมาณธุรกรรมการซื้อขายตราสารอนุพันธ์อย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อใช้ในการกำกับดูแลและประมวลผล

ด้านระบบการชำระเงินและการชำระบัญชีซึ่งถือเป็นจุดสำคัญที่สุดในการซื้อขายในตลาดตราสารอนุพันธ์ไม่มีการกำหนดหลักประกันของลูกค้าและระบบการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิโดยให้สะท้อนราคาตลาดที่เป็นธรรมเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพในการชำระเงิน

### ด้านบุคลากรในส่วนกำกับดูแล

ด้านคุณภาพ บุคลากรที่มีความรู้ความสามารถด้านเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงประเภทตราสารอนุพันธ์มีอยู่ค่อนข้างจำกัด การขาดความรู้ ความเข้าใจการใช้เทคนิคการวิเคราะห์ทางคณิตศาสตร์ในระดับสูง

ด้านความสามารถและประสิทธิภาพของผู้บริหาร ขาดแคลนผู้บริหารที่มีความรู้ความสามารถในการบริหารการเงินด้วยตราสารอนุพันธ์ได้อย่างถูกต้องและมีประสิทธิภาพ

จรรยาบรรณของเจ้าหน้าที่หน่วยงานกำกับดูแล ในปัจจุบันยังไม่มีองค์กรที่ทำหน้าควบคุมดูแลจริยธรรมและจรรยาบรรณของตลาดตราสารอนุพันธ์อย่างจริงจัง

ด้านการกำกับควบคุมของทางการ การแยกการกำกับควบคุมไม่มีการประสานงานที่สอดคล้องกันเพื่อดูแลไม่ให้ส่งผลกระทบต่อการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจโดยรวม

### 7.2.2 ส่วนของผลิตภัณฑ์

ปัจจุบันสินค้าส่วนของตราสารอนุพันธ์ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่เป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าประเภทฟิวเจอร์มีมากเพียงพอที่จะให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนและใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยง ส่วนสัญญาที่จะซื้อขายที่เป็นประเภทออปชันยังมีไม่มากนักเพียงพอและไม่มีประสิทธิภาพที่จะให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนและใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงได้ อีกทั้งบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียนยังได้มีการออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ หรือ Derivative Warrant (DW) ซึ่งมีความเหมือนที่แตกต่างกับออปชัน เพื่อนำไปซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ทั้งที่จะต้องนำไปส่งเสริมพัฒนาในส่วนสัญญาที่จะซื้อขายที่เป็นประเภทออปชันในตลาดตราสารอนุพันธ์ให้มีสินค้าที่หลากหลายและทำให้เกิดสภาพคล่องสำหรับนักลงทุนที่จะใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงได้ดีกว่า แต่เนื่องจากการออกผิดที่ กล่าวคือ ออกโดยบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียนแทนความเป็นจริงควรจะออกโดยบริษัท ตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ขายผิดผิดตลาด กล่าวคือ นำไปซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย ความเป็นจริงควรจะทำการศึกษาซื้อขายในตลาดตราสารอนุพันธ์ และนำไปใช้ผิดวิธี กล่าวคือ นำไปใช้เพื่อการเก็งกำไร ความเป็นจริงควรนำไปใช้เพื่อเป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยง

### 7.2.3 ส่วนของบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน (Broker)

ผู้แนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์มีจำนวนจำกัด และไม่สามารถดูแลนักลงทุนได้อย่างทั่วถึงอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะนักลงทุนรายใหม่ จำนวนเจ้าหน้าที่ที่เป็นฝ่ายการตลาดมีความรู้ในเรื่องการลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์มีจำนวนน้อยเมื่อเทียบกับจำนวนนักลงทุนจึงทำให้ตลาดไม่ได้รับความสนใจ นอกจากนี้บริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน ยังไม่มีการแข่งขันกันอย่างเสรีทำให้เป็นการผูกขาดตลาด ไม่มีการลงทุนในด้านระบบเทคโนโลยี เพื่ออำนวยความสะดวกและเพิ่มช่องทางเข้าถึงตลาดได้มากขึ้น ไม่ได้สร้างนักการตลาดขึ้นมาเพื่อรองรับกลุ่มนักลงทุน ไม่ได้ดึงนักลงทุนมาลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์เพื่อเสริมสภาพคล่องให้กับตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าให้มีสภาพคล่องเพื่อที่จะในการร่วมกันทำให้ตลาดโตขึ้น เพื่อขยายฐานนักลงทุนให้มีขนาดและจำนวนนักลงทุนเพิ่มขึ้น

### 7.2.4 ส่วนของนักลงทุน

จากการศึกษาพบว่าผู้ลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดจะเป็นนักลงทุนรายย่อย ซึ่งมักมีพฤติกรรมการลงทุนในระยะสั้น และมีการเก็งกำไร ทำให้ตลาดขาดวินัย นอกจากนี้นักลงทุนรายย่อยส่วนใหญ่ยังมีพื้นฐานองค์ความรู้เกี่ยวกับตลาดตราสารอนุพันธ์ ตัวสินค้าตราสารอนุพันธ์ และการใช้เครื่องมือในการซื้อขาย เครื่องมือในการวิเคราะห์ทางด้านเทคนิคน้อย ทำให้ไม่ประสบผลสำเร็จในการลงทุน ทั้งนี้เป็นเพราะหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับตลาดตราสารอนุพันธ์จะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่ตนเองเท่านั้น ทำให้นักลงทุนขาดข้อมูลสารสนเทศที่เป็นจริง ประกอบกับสถาบันที่จัดการเรียนการสอนให้ผู้ลงทุนได้รับองค์ความรู้ที่ถูกต้องมีน้อย แม้แต่ในสถาบันการศึกษาเองก็ไม่มีการเปิดสอนองค์ความรู้ด้านตราสารอนุพันธ์ในเชิงลึกเลย

## 7.3 ข้อเสนอแนะ

### ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

จากการศึกษา พบว่า โครงสร้างตลาดตราสารอนุพันธ์ของไทยประกอบด้วย 4 ส่วนหลักๆ ซึ่งแต่ละส่วนมีรายละเอียดและประเด็นปัญหาตามบริบทของตนเองและเกี่ยวโยงถึงส่วนอื่นๆ ในโครงสร้างตลาดตราสารอนุพันธ์ ดังนี้

#### 7.3.1 ส่วนที่ 1 ส่วนของหน่วยงานกำกับดูแล

จากการศึกษาพบว่าศูนย์ซื้อขายอนุพันธ์สินค้าเกษตร (AFET) และศูนย์ซื้อขายอนุพันธ์ (TFEX) ทางการเงินไม่ควรจะแยกตลาด เนื่องจากจะทำให้สูญเสียโอกาสในการแข่งขันและสิ้นเปลืองงบประมาณ

ในเรื่องกฎหมายทางธุรกรรมและการจัดเก็บภาษีควรให้เป็นสากลและสอดคล้องกับตลาดโลก และมีการบังคับใช้กฎหมายกับผู้เกี่ยวข้องอย่างจริงจัง

บุคลากรในส่วนของหน่วยงานที่กำกับดูแลควรมีการเรียนรู้ถึงกลไกตลาดการลงทุนและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้อง

ควรมีหน่วยงานที่คอยกำกับดูแลด้านคุณธรรม จริยธรรมและจรรยาบรรณของทุกภาคส่วนที่เกี่ยวข้องกับตลาดตราสารอนุพันธ์

ควรมีการประสานงานให้สอดคล้องต่อการรักษาเสถียรภาพของตลาดตราสารอนุพันธ์

ควรมีการเปิดตลาดระบบเชื่อมโยงระหว่างตลาดโลก เพื่อไม่ให้เสียโอกาสในการแข่งขันกับประเทศในภูมิภาคเดียวกัน



ควรส่งเสริมและประชาสัมพันธ์ให้มีผู้ลงทุนที่มีความหลากหลาย (Diversity of Participants) เพราะความหลากหลายของประเภทและปริมาณของผู้ลงทุนเป็นปัจจัยสำคัญในการเสริมสร้างสภาพคล่อง และสนับสนุนให้ราคาซื้อขายของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้ามีประสิทธิภาพ

ควรมีมาตรการเพื่อเสริมสร้างความรู้ความเข้าใจกับกลุ่มผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนทั่วไปรวมทั้งการร่วมมือศึกษาและลดอุปสรรคและเงื่อนไขของกฎเกณฑ์การลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันประเภทต่างๆ เพื่อให้เกิดความสะดวกและรวดเร็วแก่ผู้ลงทุน รวมทั้งเงื่อนไขการลงทุนของผู้ลงทุนต่างประเทศ

ควรมีการเผยแพร่ความรู้และการประชาสัมพันธ์ (Education and Public Relations) ที่เกี่ยวกับอนุพันธ์เป็นมาตรการสำคัญที่ควรดำเนินการอย่างต่อเนื่อง โดยให้ความสำคัญกับกลยุทธ์ทางการตลาดและประชาสัมพันธ์เชิงรุก เพื่อให้เข้าถึงผู้ลงทุนกลุ่มเป้าหมายทั้งที่เป็นผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนทั่วไป รวมถึงการสร้างทัศนคติที่ถูกต้องเกี่ยวกับอนุพันธ์ผ่านทางกิจกรรม สัมมนา และการเผยแพร่ความรู้ผ่านสื่อต่าง ๆ อย่างต่อเนื่องและทั่วถึง

### 7.3.2 ส่วนที่ 2 ส่วนของผลิตภัณฑ์

ควรมีการลดขนาดของสัญญา (Size) ผลิตภัณฑ์สัญญาซื้อขายประเภทฟิวเจอร์ลงจากเดิมสัญญาละ 1,000 บาท มาเป็นสัญญาละ 200 บาท เพื่อให้ให้นักลงทุนรายย่อยเข้ามาลงทุนให้มากขึ้น

ควรมีการพัฒนาผลิตภัณฑ์สัญญาซื้อขายประเภทออปชั่น ได้แก่ เพิ่มจำนวนผลิตภัณฑ์ โดยการนำหุ้นใน SET 50 ทั้งหมดมาออกเป็นผลิตภัณฑ์ในรูปแบบของออปชั่น เพื่อรองรับนักลงทุนที่จะเข้ามาลงทุนในอนาคต

ควรจัดให้มีสินค้าหรืออนุพันธ์ที่มีคุณภาพและสอดคล้องกับความต้องการของกลุ่มผู้ลงทุนให้มีประเภทและชนิดของอนุพันธ์ที่มีความหลากหลาย เป็นประโยชน์และเหมาะสมกับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงินของประเทศ รวมทั้งสามารถตอบสนองความต้องการของผู้ใช้ในการบริหารความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพ ต้องจัดบริการเกี่ยวกับการซื้อขายให้เป็นไป

ตามพัฒนาการของตลาดในต่างประเทศและเป็นไปตามแนวทางสากลมากขึ้น ได้แก่ การให้บริการซื้อขายแบบรายใหญ่ (Block Trading Transaction) การขยายเวลาซื้อขาย (Extended Trading Hours)

### 7.3.3 ส่วนที่ 3 ส่วนของตลาดและบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ได้จดทะเบียน

ควรมีการลงทุนทั้งด้านเทคโนโลยี และบุคลากรทางการตลาด เพื่อให้รองรับบริการแก่นักลงทุนอย่างถูกต้องและทั่วถึง

ตลาดต้องตระหนักถึงความสำคัญของการมีสภาพคล่อง (Liquidity) ในการซื้อขาย โดยมีการกำหนดกลยุทธ์เพื่อเสริมสร้างสภาพคล่องในการซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าด้วยการสนับสนุนให้มีผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) จากสมาชิกของตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและผู้ลงทุนสถาบันที่มีศักยภาพ เพื่อทำหน้าที่ดูแลการซื้อขายในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าให้มีสภาพคล่องอยู่เสมอ ทำให้ผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศมั่นใจว่าจะสามารถซื้อและขายอนุพันธ์ได้ตามต้องการ

### 7.3.4 ส่วนที่ 4 ส่วนของนักลงทุน

นักลงทุนควรทำความเข้าใจในเรื่องของการลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์อย่างลึกซึ้งก่อนการตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้เพื่อให้การลงทุนของตนเองเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและตรงตามวัตถุประสงค์ของตลาดตราสารอนุพันธ์

ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

1) ควรมีการศึกษาถึงแนวทางในการพัฒนาองค์ความรู้เรื่องตราสารอนุพันธ์ให้กับนักลงทุนอย่างเป็นระบบและต่อเนื่อง

2) ควรมีการศึกษาผลกระทบของการมี Derivative Warrant (DW) และ Securities Borrowing and Lending (SBL) ต่อการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์

## บรรณานุกรม

- กองกรรมาธิการสำนักงานเลขาธิการวุฒิสภา. “พิจารณาศึกษาเกี่ยวกับตลาดทุนและตลาดตราสาร  
อนุพันธ์ในประเทศไทย” มาตรการและแนวทางการพัฒนา. ม.ป.พ., 2539.
- กรณ์ จาติกวณิช. รองหัวหน้าพรรคประชาธิปัตย์ และอดีตรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง.  
สัมภาษณ์, 5 มีนาคม 2557.
- กุลนิศา สมใจวงษ์. อติษฐ เกลิมพงษ์ และกิตติ สุทธิธรรมศิลป์. “เอกสารงานวิจัยฉบับที่ 6/2555  
สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน.” [ออนไลน์] เข้าถึงได้จาก: <http://set.or.th/setresearch>. 5 มีนาคม  
2556
- เกศรา มัญชุศรี. ผู้ช่วยผู้จัดการกลุ่มงานพัฒนาธุรกิจและผลิตภัณฑ์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกรรมการผู้จัดการ บริษัท ตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน),  
สัมภาษณ์, 13 กุมภาพันธ์ 2557.
- จิรัตน์ สังข์แก้ว. *ก้าวล้ำหน้าไปกับตลาดล่วงหน้าไทย*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์เวลาดี. 2547.
- จิรัตน์ สังข์แก้ว. *การลงทุน*. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540.
- จิรัตน์ สังข์แก้ว. *การลงทุน*. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2544.
- จรัมพร โชติกเสถียร. กรรมการและผู้จัดการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สัมภาษณ์, 31  
มกราคม 2557.
- เจน ประสิทธิ์ล้ำค่า. “พฤติกรรมเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์.” วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตร์  
มหาบัณฑิต, คณะเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. 2526.
- ฉัตรทิพย์ นาถสุภา. *ระบบเศรษฐกิจเปรียบเทียบ*. กรุงเทพมหานคร : ไทยวัฒนาพานิช. 2512.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *การลงทุนในตราสารอนุพันธ์*. กรุงเทพฯ: ม.ป.พ., 2548.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *การวิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์*. กรุงเทพฯ: ม.ป.พ., 2548.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์*. พิมพ์ครั้งที่ 14.  
กรุงเทพฯ: ม.ป.พ., 2544.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *ทฤษฎีตลาดทุน*. กรุงเทพฯ: มปพ. 2548.
- ถวิลวดี บุรีกุล. “ธรรมาภิบาล: หลักการเพื่อการบริหารรัฐกิจแนวใหม่.” [ออนไลน์] เข้าถึงได้จาก:  
[http://kmcenter.rid.go.th/kmc11/file/file\\_abstract/abstac-54/abs\\_010954-1.pdf](http://kmcenter.rid.go.th/kmc11/file/file_abstract/abstac-54/abs_010954-1.pdf), 12  
พฤศจิกายน 2556.

### บรรณานุกรม (ต่อ)

- ทศพล ศักดิ์ถาวรดำรง. ผู้ช่วยผู้อำนวยการ ฝ่ายธุรกรรมตราสารอนุพันธ์ หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์, สัมภาษณ์, 21 มกราคม 2557.
- ธีรศักดิ์ ทวีปิยมารณณ์. ผู้อำนวยการ ฝ่ายค้าหลักทรัพย์อิเล็กทรอนิกส์บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน), สัมภาษณ์, 4 กุมภาพันธ์ 2557.
- บริษัท ตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน). SET50 Index Options “เคล็ด (ไม่ลับ) ฉบับเซียน.” [ออนไลน์] เข้าถึงได้จาก: <http://www.tfex.co.th>, 12 พฤศจิกายน 2556.
- บริษัท ตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน). “ออปชัน เรื่องของเวลา ราคา สิทธิ.” [ออนไลน์] เข้าถึงได้จาก: <http://www.tfex.co.th>, 12 พฤศจิกายน 2556.
- บริษัทตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน). SET50 Index Options “เคล็ด (ไม่ลับ) ฉบับเซียน.” [ออนไลน์] เข้าถึงได้จาก: <http://www.tfex.co.th>, 12 พฤศจิกายน 2556.
- บริษัทตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน). ออปชัน เรื่องของเวลา ราคา สิทธิ, เข้าถึงได้จาก: <http://www.tfex.co.th>, 12 พฤศจิกายน 2556.
- ประสาธ เกศวพิทักษ์. ประธานกรรมการตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย, สัมภาษณ์, 12 กุมภาพันธ์ 2557.
- โปรดเกล้า เรื่องนิติวิทย์. กรรมการผู้อำนวยการ สำนักงานพัฒนาธุรกิจและบัญชีการเงิน สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย, สัมภาษณ์, 12 กุมภาพันธ์ 2557.
- พัชร สุวรรณศรี. และ สุภัทณี เปี่ยมสุวรรณกิจ. “ระบบเศรษฐกิจ.” [ออนไลน์] เข้าถึงได้จาก: [http://www.baanjomut.com/library/global\\_community/03\\_2.](http://www.baanjomut.com/library/global_community/03_2.), 12 พฤศจิกายน 2556.
- พิพัฒน์ พิทยาอัจฉริยกุล. *อนุพันธ์ทางการเงิน*. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2544.
- พิพัฒน์ พิทยาอัจฉริยกุล. *อนุพันธ์ทางการเงิน*. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2544.
- เพชร ชุมทรัพย์. *หลักการลงทุน*. พิมพ์ครั้งที่ 9. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2538.
- วรพรรณ คงเสรี. ผู้อำนวยการสายงาน Derivatives บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย), สัมภาษณ์, 11 กุมภาพันธ์ 2557.
- วเรศ อุปปาดิก. *เศรษฐศาสตร์การเงินและการธนาคาร*. พิมพ์ครั้งที่ 6. กรุงเทพฯ : สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2544.
- ศรมน ชัยชนะกุลมงคล. ผู้ช่วยผู้อำนวยการฝ่ายกำกับตลาด สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และคณะ. สัมภาษณ์, 14 มีนาคม 2557.

### บรรณานุกรม (ต่อ)

- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. “ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์ (DR1)” หลักสูตรผู้เชี่ยวชาญการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, 2547.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *การวิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์ (DR2)*. หลักสูตรผู้เชี่ยวชาญการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, 2547.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์*. หลักสูตรผู้เชี่ยวชาญการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, 2547.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *หลักสูตรผู้ให้คำแนะนำการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์*. สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, 2547.
- สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ. *รายงานประจำปี 2555: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ*. ม.ป.พ., 2556.
- สมบูรณ์ วัฒนอาษากิจ. ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ ฝ่ายธุรกิจตราสารอนุพันธ์ บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ, สัมภาษณ์, 4 กุมภาพันธ์ 2557.
- อรพินท์ อินทรสอาด. ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเอง. มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, 2540.
- อัญญา ชันชวิทย์. (บรรณาธิการ). *กลไกตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย*. กรุงเทพฯ : อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, 2547.
- อัญญา ชันชวิทย์. *กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย*. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพฯ : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549.
- อัญญา ชันชวิทย์. *กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย*. พิมพ์ครั้งที่ 2. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546.
- อัญญา ชันชวิทย์. *การวิเคราะห์ความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2547.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Aggrawall, R.C. *Principle of political Science*. New Delhi: S. Ch. And Company Ltd. 1976.
- Ahuja, N. L. *Commodity Derivatives Market in India: Development, Regulation and Future Prospects*. 2006.
- Alberta Market Solutions Ltd. “Derivatives Market Development: Key Success Factors in Building a New Derivatives Market, A White Paper” [Online] available at: <http://www.albertasolutions.com>, March 2011.
- Alberta Market Solutions Ltd. *Derivatives Trading Systems: Core Functionality Business factors to consider when adapting a cash-market trading system to handle derivatives*. 2005.
- Alexander, G., W. F. Sharpe, and J. Bailey. *Fundamentals of Investments*. 3<sup>rd</sup> ed. New Jersey: Prentice Hall, 2001.
- Almond, A. and Powell, G. Bringham, Jr. *Comparative Politics: A development Approach*. Boston: Little Brown, 1966.
- Aristotle. *On Man In Univers*. edited with Translation by Louis Popes Loomis. New York: Walter J. Black, 1943.
- Artzner, P., F. Delbaen, J. M. Eber and D. Heath. “Coherent measures of risk.” *Mathematical Finance*. 9 (1999): 203 – 228.
- Bank of Guyana, *National development strategy*. Chapter 6. Macroeconomic Policies: A Summary. 1996.
- Barnow, Victor. *Culture and Personality*. Home Wood Illinois: The Dosey Press, 1963.
- Bartram, S.M., Brown G. W., and Fehle F.R. International Evidence on Financial Derivatives Usage. 2003.
- BIS. “Promoting Liquidity in Domestic Bond Markets” 2007.
- BIS. “Financial deepening without financial excesses.” *Speech by Hervé Hannoun Deputy General Manager of the BIS*. 43<sup>rd</sup>. SEACEN Governors' Conference, Jakarta. 2008.
- BIS. “International banking and financial market developments Quarterly Review.” [Online]: available at: <http://www.bis.org>, June 2011.
- Black, F. & Scholes, M., “The Pricing of Options and Corporate Liabilities.” *Journal of Political Economy*. 81 (3) (1973): 637–654.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Bodie, Z., A. Kane, and A. J. Marcus. *Investments*. 5<sup>th</sup> ed., New York: McGraw-Hill, 2011.
- Bodie, Z., and R. Merton. *Finance*, New Jersey. Prentice Hall. 2001.
- Brigham, E. F., and M. C. Ehrhardt. *Financial Management: Theory and Practice*. 11<sup>th</sup> ed., Ohio: South-Western, 2005.
- CFA. “Derivatives and alternative investments.” *Program curriculum level 1*. vol. 6 Pearson custom publishing. 2009.
- Chance, D. M. *Introduction to Derivatives and Risk Management*. 6<sup>th</sup> ed., Ohio: South-Western, 2004.
- Chance, D.M. “A Chronology of Derivatives.” *Derivatives Quarterly*. 2 (Winter 1995): 53-60.
- Copeland, Thomas E., and J. Fred Weston. *Financial Theory and Corporate Policy*. 3<sup>rd</sup> ed., Massachusetts: Addison-Wesley, 1988.
- Crick, Bernard. *In Deference of politics*. Harmondsworth: Widdlessex Penguin Books, 1964.
- Dabla-Norris, E. “Expanding Financial Sectors in Low-Income Countries.” *IMF Strategy, Policy, and Review Department*. 2012.
- Dahl, Robert A. *Political Analysis*. New Delhi: Prentice Hall of India, 1975.
- Dayal. *Constitutional Law of India*. Allahabad: Mohan Printers, 1972.
- Deutsche Börse Group. “The Global Derivatives Market – An Introduction a white paper.” [Online]: available at: <http://math.nyu.edu>., July 2011.
- Dodd, R. & Griffith-Jones, S. “Brazil's Derivatives Markets: Hedging.” Central Bank Intervention and Regulation ECLAC/CEPAL. 2007.
- Dodd, R. “Consequences of Liberalizing Derivatives Markets.” Washington D.C. September, Financial Policy Forum Derivatives Study Center. 2002.
- Dolores, M.D.C. “Purposive Sampling as a Tool for Informant Selection: Ethnobotany research & applications.” *A journal of plants, people and applied research*. (2007).
- Dubofsky, D. A. *Options and Financial Futures: Valuation and Uses*. New York: McGraw-Hill, 1992.
- Dubofsky, D. A., and T. W. Miller, Jr. *Derivatives Valuation and Risk Management*. London: Oxford University Press, 2003.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Easton, David. *The political System*. New York: Kropf, 1953.
- Ebenstein, William. *Today's ISM*. 5<sup>th</sup> ed., New Jersey: Prentice Hall, Inc, 1976.
- Elton, E., and M. Gruber. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. 5<sup>th</sup> ed., New Jersey: John Wiley & Sons, 1995.
- Ersen, P. & Karagozoglul, A. "Introduction of derivatives exchanges in emerging markets." Hofstra University working paper. 2003.
- FCIC, "The Financial Crisis Inquiry Commission downplaying derivatives." [Online] available at: <http://triplecrisis.com>. November 2011.
- Fischer, D., and R. Jordan. *Security Analysis and Portfolio Management*. 6<sup>th</sup> ed., New Jersey: Prentice Hall, 1995.
- Flavell, R. *Swaps and other derivatives*. 2<sup>nd</sup> ed., Chichester: John Willey & Sons Ltd. 2010.
- Giddy, I. H. *Global Financial Markets*. Lexington: D.C. Health Company, 1994.
- Golafshani, N. "Understanding Reliability and Validity in Qualitative Research." *The Qualitative Report*. 8(4) (December 2003): 597-607.
- González-Hermosillo, B. "The microstructure of financial derivatives markets." Exchange-Traded versus Over-the-Counter. The Bank of Canada. *Technical Report*. 68 (1994).
- Harris, L. *Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. Oxford: Oxford Press, 2002.
- Hasbrouck, J. "Empirical Market Microstructure." *Economic and Statistical Perspectives on the Dynamics of Trade in Securities Markets*. 2004.
- Hathaway, Kate "Regulatory parameters associated with successful derivatives market." *Chartered Secretary*. 10(October 1998): 981-988.
- Hsieh, H-F. & Shannon S.E. "Three approaches to qualitative content analysis." 2005.
- Hull, J. C. *Fundamentals of Futures and Options Markets*. 5<sup>th</sup> ed., New Jersey: Prentice Hall, 2005.
- Hull, J. C. *Options, Futures, and Other Derivatives*. 5<sup>th</sup> ed., New Jersey: Prentice Hall, 2002.
- Ilyina eds. "Emerging Local Securities and Derivatives Markets." *Global financial stability report*, Washington. IMF, 2004.



บรรณานุกรม (ต่อ)

- Ilyina, A. "The role of financial derivatives in emerging markets." in D.J. Mathieson, J.E. Roldos, R. Ramaswamy, and A., 2004.
- IMF, "Global financial stability report." *World economic financial surveys*. Washington: international monetary fund. (September 2002c.).
- IMF, "Global Financial Stability Report." Market Developments and Issues, Chapter IV: The Role Of Financial Derivatives In Emerging Markets. [Online]: available at: <http://www.imf.org>., 20 March 2011.
- IMF, "World Economic and Financial Surveys." *Global Financial Stability Report Market Developments and Issues* (March 2003).
- International Organization of Securities Commissions. "Recommendations for public disclosure of trading and derivatives activities of banks and securities firms." Basel Committee Report on Banking Supervision and Technical Committee of IOSCO KACE. [Online]: available at: <http://www.kacekenya.co.ke>., June 2011.
- Jorion, P. *Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk*. 2<sup>nd</sup> ed., The McGraw – Hill Companies, Inc, 2000.
- Khanthavit, Anya. "Evaluating value of brokers' recommendation in Thai stock market." *Asia Pacific Journal of Finance*. 2(1999): 157 - 181
- Khor Hoe E. "Derivatives and microeconomic management in post crises Asia." *Monetary Authority Singapore*. (2001).
- LAC Debt Group Madhavan, A. "Market Microstructure: A Survey." *Journal of Financial Markets*. (2000).
- Lasswell, Harold D. et all, *Power and Society*. New Haven: Yale University Press, 1963.
- Lasswell, Harold D., and Kaplan, Abraham. *Power and Society*. New Haven: Yale University Press, 1960.
- Le Grazie R. & Fernandez J.M. "Secondary Government Bond Market." 2007.
- Levine Ross and Demirguc Kunt Asli. "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts." *The World Bank Economic Review*.10(2): 291 - 321.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Levine Ross and Zervos Sara. "Stock Market Development and Long - Run Growth." *World bank working paper*.
- Lintner, J. "Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification." *Journal of Finance* 20 (4)(1965): 587 – 615.
- Malhotra N.K. "Methodological issues in cross cultural marketing research." *A state of the art review*. (1996).
- Marinković, S & Skakavac, A. "Derivatives Market in Serbia; Current developments and perspectives Facta Universitatis." *Economics and Organization Series*. (7)(1)(2010).
- Marnar H. Bernstein, Robert k. Carr and Watted F. Murphy. *American Democracy*. New Delhi: M. G. Makhija, 1976.
- Martin M.A. "Derivatives usage by non-financial firms in Emerging markets: the Peruvian case." *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*. 14(27) (December 2009).
- Mathers Holdings. LLC, [Online]: available at: <http://www.realmarkits.com>, December 2011.
- Max Weber. *Politics as a Vocation*. Edited by H. W. Gert and C. Wright Mills. New York: Oxford University Press, 1964.
- Mfa, "Structure and Concentration of Organized Derivatives Trade." [Online]: available at: <http://www.mfa-2008.com>, 11 October 2011.
- Mihaljek D. and Packer F. "Derivatives in Emerging Markets." *BIS Quarterly Review*. (December 2010).
- Miller M.J, "RES 600: Graduate Research Methods: Reliability and validity." Western International University. [Online]: available at: [http://michaeljmillerphd.com/res500\\_lecturenotes/Reliability\\_and\\_Validity.pdf](http://michaeljmillerphd.com/res500_lecturenotes/Reliability_and_Validity.pdf), 2012.
- Mossin, J. "Equilibrium in a Capital Asset Market." *Econometrica*. 34 (4) (1968): 768 - 783.
- Mugenda and Mugenda, *Research methods*. African Centre for Technology Studies, 2003. Nairobi. Mugo W. F. *Introducing Derivatives Exchange: Asia's Emerging Markets Experience*. Graduate School of International Studies Sogang University, Seoul Korea. 2009.
- Ngugi R., Amanja D. & Maana I. "Capital market, financial deepening and economic growth in Kenya." [Online]: available at: <http://www.csae.ox.ac.uk/>, January 2012.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- NYSE Euronext. NYSE Euronext. [Online]: available at: [www: http://www.euronext.com](http://www.euronext.com), January 2012.
- O'Hara, M. *Market Microstructure Theory*. Oxford: Blackwell, 2007.
- Olatundun J.A, "The Derivatives Market in South Africa: Lessons for sub-Saharan African Countries IMF." WP/09/196 [Online]: available at: <http://www.imf.org>., April 2011.
- Pathak, B. V. *The Indian Financial System: Markets, Institutions and Services*. 3<sup>rd</sup> ed., Noida, India: Dorling Kindersley, 2011.
- Paul A. Samuelson and William D. Nordhaus. *Economics*. McGraw-Hill, 2004.
- Pye, Lucian. W. *Aspects of Political Development*. Boston: Little Brow and Company, 1966.
- Ransley A. "Eastern Europe." *Game on FOW*. (May 2002).
- Reilly, F. K., and K. C. Brown. *Investment Analysis and Portfolio Management*. 7<sup>th</sup> ed., Ohio: South-Western, 2003.
- Roopnarine K.A, Seuraj S. Watson P. K, "Toward the Enhancement of Derivatives trading in the Caricom sub region." Research Department, Central Bank of Trinidad & Tobago Ross, L. and Zervos, S. 1998; *Stock Markets, Banks, and Economic Growth: The American Economic Review*. 88(3) (June 1998): 537-558.
- Sahoo, M.S. "Taxability of income arising from derivatives contracts" NSE News. December 2000. [Online]: available at: <http://www.scribd.com>., May 2011.
- Saksena, S. *Legal Aspects of Derivatives Trading in India Evolution of derivatives trading in India*, 2003.
- Sewel, M. "Market Microstructure." [Online]: available at: <http://finance.martinsewell.com/microstructure>., March 2012.
- Shama, M.P. *Public Administration in theory and practice*. Allahabad: Eagle Offset Printers, 1973.
- Sharpe, W. F. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk." *Journal of Finance* 19(1964): 425 – 442.
- Sharpe, W. F. *Portfolio Theory and Capital Markets*. 2<sup>nd</sup> ed., New York: McGraw-Hill, 2000.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Simkovic, M. "Secret Liens and the Financial Crisis of 2008." *American Bankruptcy Law Journal*. 83(2009): 253.
- Singh, S. *Study of derivatives*. Ludhiana stock exchange limited Ludhiana, 2009.
- Siopis, A. & Lyrودي K. "The effects of derivatives trading on stock market volatility" *The case of the Athens stock exchange*, 2007.
- Surash Chand Pant. *The Theory Political Science*. Lucknow: Prakashan Kendra, 1970.
- Thomas Alexander. "Rangel Hilt Costs and Benefits of the Use of Derivatives." [Online]: available at: <http://tdx.cat.>, 23 June 2011.
- Tian LI. "Necessity of the Establishment of Financial Derivative Market in China." *The Journal of American Science*. 1(1) (2005).
- Treynor, J. L. "How to Rate Management of Investment Funds." *Harvard Business Review*. 43 (1) (1965): 63-75.
- Tsetsekos, G & Varangis P. "The Structure of Derivatives Exchanges. Washington." Lessons from Developed and Emerging Markets, the World Bank, December 1997.
- Udo Ndebbio, J.E. "Financial deepening. *Economic growth and development: Evidence from selected sub-Saharan African countries*. Department of Economics University of Calabar Calabar, Nigeria, 2004.
- Vashishtha, A. & Kumar S. "Development of Financial Derivatives Market in India- A Case Study." *International Research Journal of Finance and Economics*. 37(2010).
- White Paper Asani, S. "Indian Derivatives Markets. Oxford University Press publishers." New Delhi. [Online]: available at: <http://www.newyorkfed.org.>, 23 June 2015.
- Williams, Jr. C., Smith, Michael L., and Young Peter C. *Risk Management and Insurance*. 8<sup>th</sup> ed., Irwin/McGraw-Hill, 1998.
- Wilson, Woodro. *The study of Administration in Ideas and Issues in Public Administration*. New York: The Macmillan, 1962.
- World Bank, "Lessons in Structuring Derivatives Exchanges." February [Online]: available at: <http://netec.mcc.ac.uk.>, May 2011.
- Yoon Je Cho. "Indian Capital Market; Recent Developments and Policy Issue." [Online]: available at: <http://www.adb.org.>, September 2011.

มหาวิทยาลัยรังสิต  
Rangsit University

ภาคผนวก

มหาวิทยาลัยรังสิต  
Rangsit University

ภาคผนวก ก

รายชื่อผู้ทรงคุณวุฒิที่สัมภาษณ์

### รายชื่อผู้ทรงคุณวุฒิที่สัมภาษณ์

- คุณกรณ์ จาติกวณิช รองหัวหน้าพรรคประชาธิปัตย์ และอดีตรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง
- คุณเกศรา มัญชุศรี ผู้ช่วยผู้จัดการกลุ่มงานพัฒนาธุรกิจและผลิตภัณฑ์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกรรมการผู้จัดการ บริษัท ตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
- คุณจรัมพร โชติกเสถียร กรรมการและผู้จัดการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- คุณทศพล ศักดิ์ถาวรดำรง ผู้ช่วยผู้อำนวยการ ฝ่ายธุรกรรมตราสารอนุพันธ์ หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์
- คุณธีรศักดิ์ ทวีปิยมารณ์ ผู้อำนวยการ ฝ่ายค้าหลักทรัพย์อิเล็กทรอนิกส์บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
- คุณประสาธต์ เกศวิทักษ์ ประธานกรรมการตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย
- คุณโปรดเกล้า เรืองนิติวิทย์ กรรมการผู้อำนวยการ สายงานพัฒนาธุรกิจและบัญชีการเงิน สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย
- คุณวรพรรณ คงเสรี ผู้อำนวยการสายงาน Derivatives บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย)
- คุณสรมน ชัยชนะกุลมงคล ผู้ช่วยผู้อำนวยการฝ่ายกำกับตลาด สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และคณะ
- คุณสมบูรณ์ วัฒนาอายุกิจ ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ ฝ่ายธุรกิจตราสารอนุพันธ์ บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต

มหาวิทยาลัยรังสิต  
Rangsit University

ภาคผนวก ข

แบบสัมภาษณ์เชิงลึก



### แบบสัมภาษณ์เชิงลึก

เรื่อง ความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย

สอบถามกลุ่มนักวิชาการและผู้เชี่ยวชาญทางด้านตราสารอนุพันธ์

\*\*\*\*\*

#### ข้อมูลพื้นฐาน

เพศ .....อายุ.....ปี

ตำแหน่งผู้ให้สัมภาษณ์.....

หน่วยงาน.....

เวลาเริ่มต้นสัมภาษณ์.....วันที่.....

ท่านมีความคิดเห็นเกี่ยวกับความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทยในหัวข้อต่อไปนี้อย่างไร

1. ปัญหาและอุปสรรคในการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์
  - 1.1 ด้านกฎหมายและระเบียบกฎเกณฑ์ของทางการ
  - 1.2 ด้านภาษีธุรกรรมอนุพันธ์
  - 1.3 ด้านโครงสร้างของตลาดตราสารอนุพันธ์
  - 1.4 ด้านมาตรฐานระบบบัญชีและการเปิดเผยข้อมูล
  - 1.5 ด้านระบบการชำระบัญชีและการชำระเงิน
  - 1.6 ด้านโครงสร้างตลาดสินค้าเกษตร
  - 1.7 ด้านบุคลากร
  - 1.8 ด้านกำกับควบคุมของทางการ
  - 1.9 ด้านระบบเทคโนโลยี
2. ปัญหาและอุปสรรคในการพัฒนาตลาดทุนไทย
  - 2.1 ด้านโครงสร้างพื้นฐาน
  - 2.2 ด้านการกำกับดูแล
  - 2.3 ด้านอื่น ๆ

ผู้สัมภาษณ์.....

วันที่.....

เวลา.....

## แบบสัมภาษณ์เชิงลึก

เรื่อง ความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย

สอบถามกลุ่มนักวิชาการและผู้เชี่ยวชาญทางด้านตราสารอนุพันธ์

\*\*\*\*\*

## ข้อมูลพื้นฐาน

เพศ .....อายุ.....ปี

ตำแหน่งผู้ให้สัมภาษณ์.....

หน่วยงาน.....

เวลาเริ่มต้นสัมภาษณ์.....วันที่.....

ท่านมีความคิดเห็นเกี่ยวกับความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทยในหัวข้อต่อไปนี้อย่างไร

1. ท่านมีความคิดเห็นเกี่ยวกับปัญหาและอุปสรรคในการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ในอดีตที่ผ่านมาเป็นอย่างไรบ้าง ?
2. ในปัจจุบันการขยายฐานนักลงทุนทั้งบุคคลและสถาบันการเงินทั้งในและต่างประเทศของตราสารอนุพันธ์เป็นอย่างไรบ้าง มีอุปสรรคและปัญหาหรือไม่ อย่างไร ?
3. จำนวนและคุณภาพเจ้าหน้าที่ในส่วนต่างๆ ของผู้ให้บริการเกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์ เช่น โบรกเกอร์ เป็นอย่างไรบ้าง ?
4. จุดแข็งใดของผลิตภัณฑ์ตราสารอนุพันธ์ที่จะทำให้นักลงทุนสนใจมาลงทุน ?
5. ด้านการกำกับและการส่งเสริมของตลาดหลักทรัพย์และตลาดตราสารอนุพันธ์ มีอะไรที่จะต้องพัฒนาและปรับปรุงแก้ไขใน?
6. ด้านระบบเทคโนโลยีที่เกี่ยวข้องกับตลาดตราสารอนุพันธ์เป็นอุปสรรคหรือไม่ ?
7. หากจะต้องปรับปรุงและพัฒนาตราสารอนุพันธ์เพื่อให้เข้ามามีบทบาทในการพัฒนาตลาดทุนไทย เพื่อที่จะรองรับการแข่งขันกับประเทศอื่น ๆ ควรทำในลักษณะใด ?
8. ด้านอื่นๆ

ผู้สัมภาษณ์.....

วันที่.....

เวลา.....

## ผลการสัมภาษณ์

1) คุณกรณ์ จาติกวณิช รองหัวหน้าพรรคประชาธิปัตย์ และอดีตรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง มีความเห็นต่อความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย ดังนี้

ปัญหาตลาดทุนส่วนหนึ่งคือเรื่องของขนาด อันดับแรกก็คือเป้าหมายของเราคืออะไร ยืนยันก่อนว่าตลาดทุน เป็นกลไกที่สำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ ความก้าวหน้าเศรษฐกิจปฏิเสธไม่ได้ว่าเราพัฒนาด้วยอุตสาหกรรมที่ใช้ทุน มีการลงทุน เมื่อมีการลงทุน ตลาดทุนจึงมีความสำคัญเพราะตลาดทุนมีไว้เพื่อเป็นแหล่งที่มาของทุนที่ต้นทุนราคาถูกให้กับนักลงทุนที่เป็นอุตสาหกรรม ก่อนจะไปถึงตลาดทุนก็คือหุ้น นั่นคือผลพลอยได้แต่มีไว้เพื่อเป็นแหล่งระดมทุนที่มีต้นทุนต่ำ สุดท้ายก็คือเรื่องของการแข่งขัน อุตสาหกรรมในเมืองไทยต้นทุนทางการเงิน 10% แต่ของสิงคโปร์มีเพียง 5% จะเห็นว่าประเทศไทยเสียเปรียบไป 5% แค่ 5% ในทางธุรกิจมันมีความสำคัญมาก ดังนั้นการวัดประสิทธิภาพของตลาดทุนก็คือเป็นแหล่งต้นทุน หากมีต้นทุนได้ต่ำแค่ไหน การที่จะมีต้นทุนต่ำได้ต้องมีประสิทธิภาพในทุกๆ ด้าน สำหรับนักลงทุนก็ต้องมีต้นทุนต่ำด้วย ถึงจะมาลงทุนและจะมีสภาพคล่อง การมีสภาพคล่องก็ทำให้ราคาของหุ้นดีขึ้น ราคาที่ดีขึ้นหมายถึง ขายหุ้นให้น้อยลงแต่ราคาหุ้นที่ดีขึ้นทำให้ต้นทุนค่าเฉลี่ยของหุ้นผู้ประกอบการนั้นลดลง ทุกอย่างที่ทำให้ให้เป็นแหล่งระดมทุนที่มีต้นทุนต่ำ

อุปสรรคมีอยู่ในตัวของขนาดตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตลาดยังก็อิง GDP ของประเทศ GDP ใกล้เคียงตลาดก็จะใหญ่ได้ ตัวอย่างสิงคโปร์ Market Cap อาจสูงกว่าตลาดของไทยค่อนข้างมากของไทยก็จะอยู่ประมาณ 100% ขนาดตลาดทุนสำคัญตรงที่มีปริมาณสินค้าให้เลือกกับนักลงทุนและสภาพคล่อง ตลาดยิ่งใหญ่นักลงทุนที่เป็นสถาบันก็มาลงทุนทำให้มีสภาพคล่องทำให้ตลาดเป็นที่นิยมหมายถึงคนพร้อมที่จะให้ราคาที่สูงขึ้น ต้นทุนทำกำไรต่ำลง

ตลาดของไทยมีข้อจำกัด โดย GDP ของประเทศเองยังเป็นคำถามอยู่เสมอ สุดท้ายแล้วในระยะยาวจำเป็นที่ต้องมีตลาดทุนของประเทศเป็นเหมือนความเชื่อเดิมๆ ในอนาคตตลาดอยู่ที่ไหนไม่สำคัญนักลงทุนไม่ต้องไปที่ตลาดหลักทรัพย์เหมือนสมัยก่อน เราสามารถซื้อขายผ่าน Internet ตัวตลาดไม่ต้องมี เพราะฉะนั้นความเข้าใจของตลาดหลักทรัพย์ต้องเปลี่ยน หากไม่เปลี่ยนมันจะทำให้ล่าช้าทำให้ในบางครั้งอาจไม่พัฒนาตามที่ควรจะเป็น ในตลาดต่างประเทศมีการรวบรวมการซื้อขายร่วมกันไม่ยึดติดในเรื่องของชาตินิยม

ส่วนโครงสร้างภายในก็เป็นที่ประเด็นมาจนถึงทุกวันนี้ก็ยังแก้ไขไม่หมด โดยไม่ให้เหลื่อมล้ำกันระหว่างตลาดทุนไทยกับภายนอก จากการที่มีแผนพัฒนาที่สำคัญเป็นการรวมทุกฝ่ายเข้าด้วยกัน รวมตลาดหุ้นไว้ที่เดียวกัน ภาครัฐบาล กึ่งรัฐ อย่างเช่น ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์ และเอกชน เอกชนมีทั้งตลาดหลักทรัพย์ ตลาดลงทุนรวม ที่ปรึกษากฎหมายและนักลงทุนอยู่ในนั้นหมด เป็นการเพิ่มประสิทธิภาพด้วย เช่นเวลาประชุมก็ประชุมด้วยกันหมด ไม่ต้องพูดกันเป็นต่อ ๆ พูดในที่ประชุมทุกคนรับรู้เข้าใจตรงกัน ตัวอย่างเช่น สรรพากรมีเรื่องเยอะสรรพากรต้องมารายงานที่กรมทุกเดือนว่าไปถึงไหนบ้างและมีอุปสรรคอะไรทุกฝ่ายแสดงความเห็นในที่ประชุมนั้นเลยไม่ต้องเสียเวลา เป็นการคุยกันแบบบูรณาการจริง ๆ

ด้านตลาดอนุพันธ์เป็นตัวที่ข้อยลงมาจากตลาดทุน เป็นการเอาตัวตลาดทุนไปขยายผล เป็นตัวเพิ่มประสิทธิภาพ ซึ่งการพัฒนาที่เป็นประโยชน์ต่อเป้าหมายใหญ่แต่ไม่ใช่ในตัวของมันเอง ไม่ใช่ว่ามันต้องมีไม่มีต้องพัฒนาแต่การมี หมายถึงการพัฒนาที่เพิ่มขึ้น มันต้องมีตามธรรมชาติของมัน นอกจากจะมีอุปสรรคทางกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่มันเกิดไม่ได้ ใหม่ๆ ที่มันอยู่ในตลาดรองรับ

ด้านการผูกขาดหรือการยกระดึบความสามารถในการแข่งขันของไทยยังเป็นประเด็น คือ หนึ่งในข้อสรุปแผนแม่บทเป็นการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์เพื่อเปิดช่องให้มีการแข่งขันได้ เป็นการยกเลิกระบบผูกขาดซึ่งก็เป็นมดแล้วแต่รัฐบาล โดยรัฐมนตรีกิติรัตน์ไม่เห็นด้วยจึงไม่เดินตามแนวข้อตกลงจึงไม่ทำ ในส่วนตัวแล้วเห็นดีด้วยเรื่องฟิวเจอร์ เรื่องที่ตลาดหลักทรัพย์เอง ก.ล.ต.และภาคเอกชนต่าง ๆ เป็นผู้เสนออยากให้มีปฏิรูปตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้ความคล่องตัวและการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น สมัยเป็นรัฐมนตรีก็รู้ว่าเป็นรัฐมนตรีกำกับตลาดหลักทรัพย์ด้วยก็ได้เรียนชวนมากระทรวงการคลังมาแสดงความคิดเห็นหลังจากได้ฟังทุกฝ่ายแล้วก็สนับสนุนความคิดของรัฐทุกคนที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์แต่อย่าง ไม่ทันได้ดำเนินการคุณกิติรัตน์มาเป็นรัฐมนตรีก็เลยจบไป

สำหรับการเปิดเสรีในเรื่องของสถาบันตัวกลางที่จะเข้ามาให้บริการอย่างโบรกเกอร์ก็มีเปิดมาเรื่อยๆ ตอนเริ่มต้นมีปัญหามาก ปัจจุบันก็มีการแข่งขันก็ควรจะเปิดเสรี ให้อนุญาตหรือขอใบอนุญาตเข้ามา ปัจจุบันนี้เปิดให้ต่างชาติถือหุ้นได้ 100% ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งก็เป็นเรื่องที่ถูกต้องเพราะเป็นเรื่องเทคโนโลยี ทำให้นักลงทุนคนไทยได้ประโยชน์ หากไม่มีอะไรที่ยังไม่ได้เปิดก็ควรที่จะเปิดหลักของการบริหารตลาดทุน คือ ใครจะทำอะไรก็ทำ คนซื้อมีหน้าที่ซื้อต้องระวังตัว ประสบการณ์ที่ผ่านมาแม้แต่ในสหรัฐอเมริกาที่มีการหลอกลายสินค้าอนุพันธ์ต่างๆ ที่สร้างความเสียหายให้กับประชาชนเป็นจำนวนมาก ซึ่งมันชี้ให้เห็นว่าในการเปิดเสรีแม้แต่ในตลาดที่คิดว่าตัวเองมีประสิทธิภาพสูงสุดแล้วยังมีความเสี่ยง หากเราเข้าใจว่าระบบการดูแลสำคัญดูแล

ว่าผู้เล่นมีความรู้ความสามารถที่ตั้งเกณฑ์ให้ชัดเจน ก.ล.ด. ก็มีหน้าที่คอยคัดกรองแต่ไม่ควรจำกัดจำนวน แต่ว่ามีหน้าที่ตรวจสอบเช็คว่าทุกคนที่เข้ามามีความรู้ความสามารถและจริยธรรมแล้วส่งมอบต่อหน้าที่เหมาะสมต่อหน้าที่

ส่วนการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทต่างควรจะเข้าโดยวัตถุประสงค์ที่ถูกต้อง นั่นคือต้องการทุนถ้าไม่ต้องการทุนก็ไม่รู้จะเข้ามาทำไม แต่บริษัทที่เข้ามาแล้วไม่ต้องการทุนสุดท้ายความหมายคือไม่จูงนักลงทุน ดังนั้นพฤติกรรมที่ปฏิบัติกับนักลงทุนจึงไม่เป็นอย่างที่เรต้องการ สำหรับสิทธิพิเศษที่เราให้อยู่แล้วก็คือเรื่องของภาษีแต่ว่าหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์เห็นด้วยที่ต้องเพิ่มบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียน เพื่อเพิ่มขนาดของตลาด

ตลาดโดยส่วนใหญ่จะต้องสะท้อนเศรษฐกิจจริง ตลาดที่สร้างขึ้นมาเป็นตลาดเทียม ตราสารอนุพันธ์มีโอกาสประสบความสำเร็จมากที่สุด คือ ตราสารอนุพันธ์ที่รองรับสินค้าที่มีความได้เปรียบ สินค้าเกษตรหลายตัวที่ปัจจุบันตราสารอนุพันธ์อาจไปอยู่ต่างประเทศเราควรที่จะเน้นสินค้าบางประเภทเป็นจุดเริ่มต้นที่เรามีฟิวเจอร์เทรดก็เพื่อจะได้เป็นเครื่องมือบริหารความเสี่ยงให้กับผู้ประกอบการในตลาดสินค้าจริงด้วยการบูรรวม AFET กับ TFEX ช่วงที่เป็นรัฐมนตรีเคยได้เสนอบูรรวมซึ่งเป็นหนึ่งในนโยบายแต่ว่าปัญหาคือกระทรวงพาณิชย์ไม่ยอมปล่อยหน่วยงานต่างๆ ที่ AFET ไม่ประสบความสำเร็จเลยที่อยู่ภายใต้กระทรวงพาณิชย์ตัวรัฐมนตรีเองก็ไม่มีความรู้เพียงพอที่จะขับเคลื่อนข้าราชการในกระทรวง ทั้งที่จริงเป็นสิ่งที่ควรที่จะทำ

2) คุณจรัมพร โชติกเสถียร กรรมการและผู้จัดการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความเห็นต่อความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย ดังนั้นการจัดเก็บภาษีในตลาดตราสารอนุพันธ์ควรศึกษาตลาดของประเทศเพื่อนบ้านว่าไปในทิศทางไหน ผลกระทบตัวไหนควรจัดเก็บหรือไม่ควรจัดเก็บเพื่อให้สามารถแข่งขันกับตลาดโลกได้การพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ควรทำเป็นระบบ (Economic System) เพื่อเป็นการพัฒนาที่ยั่งยืน โดยโครงสร้างแล้วตลาดจะประกอบด้วย 4 ภาคส่วน ได้แก่ ส่วนที่ 1 คือ ส่วนกำกับดูแล ส่วนที่ 2 คือ ส่วนตลาด ส่วนที่ 3 คือ ส่วนของนักลงทุน และส่วนที่ 4 คือ ส่วนของผลิตภัณฑ์ ทั้ง 4 ภาคส่วนต้องพัฒนาประสานสอดคล้องไปในทิศทางเดียวกัน

3) คุณเกศรา มัญชุศรี ผู้ช่วยผู้จัดการกลุ่มงานพัฒนาธุรกิจและผลิตภัณฑ์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกรรมการผู้จัดการ บริษัท ตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีความเห็นต่อความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย ดังนี้

ด้านนักลงทุน ยังเข้ามาสู่ตลาดน้อย และส่วนใหญ่ไม่มีความรู้ที่จะลงทุนทำให้ไม่ประสบความสำเร็จในการลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์ ส่วนนักลงทุนที่มีความรู้ก็จะไปลงทุนในตลาดตราสาร

อนุพันธ์ต่างประเทศเพราะมีระบบและปัจจัยที่เอื้อต่อการลงทุนมากกว่าด้านตลาด ยังขาด Marketing ที่มีความรู้ด้านตราสารอนุพันธ์ จึงขาดผู้แนะนำนักลงทุนให้เข้ามาลงทุนด้านตราสารอนุพันธ์ ด้านผลิตภัณฑ์ ผลิตภัณฑ์มีมากพอที่จะรองรับนักลงทุน แต่ขาดสภาพคล่อง ทำให้ตลาดไม่โตเท่าที่ควรจะเป็นด้านการกำกับดูแลตลาดตราสารอนุพันธ์ของไทยถือว่ามีความยืดหยุ่นรองรับกับการลงทุน และยังจัดหาระบบเทคโนโลยีเพื่อรองรับการลงทุนอย่างเพียงพอ

3) คุณทศพล ศักดิ์ถาวรดำรง ผู้ช่วยผู้อำนวยการ ฝ่ายธุรกรรมตราสารอนุพันธ์ หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ มีความเห็นต่อความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย ดังนี้  
ด้านนักลงทุน นักลงทุนไม่เข้าใจผลิตภัณฑ์ ไม่เข้าใจตลาด ขาดองค์ความรู้เรื่องผลิตภัณฑ์  
ด้านตลาด ตลาดมีขนาดเล็ก ขาดสภาพคล่อง  
ด้านผลิตภัณฑ์ ผลิตภัณฑ์ยังไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุน

4) คุณธีรศักดิ์ ทวีปิยมภรณ์ ผู้อำนวยการ ฝ่ายค้าหลักทรัพย์อิเล็กทรอนิกส์บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์เสียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีความเห็นต่อความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย ดังนี้

ด้านนักลงทุน นักลงทุนขาดองค์ความรู้ด้านการลงทุน  
ด้านผลิตภัณฑ์ ผลิตภัณฑ์มีความเพียงพอกับนักลงทุน  
ด้านตลาด มีระบบเทคโนโลยีรองรับอย่างเพียงพอ ตลาดตราสารอนุพันธ์มีความยืดหยุ่นรองรับกับ  
นักลงทุน

5) คุณประสาธ เกศวิฑูรกิจ ประธานกรรมการตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย มีความเห็นต่อความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย ดังนี้

เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศเกษตรกรรม ดังนั้นควรมีการนำสินค้าทางการเกษตรเข้ามาสู่ตลาดซื้อขายล่วงหน้าให้มากขึ้น เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยง และวางแผนในการผลิตโดยตรง โดยไม่ต้องอาศัยการแทรกแซงราคาโดยภาครัฐ หากผู้ราจะรู้อนาคตในการผลิต เพื่อลดความเสี่ยงต่อการขาดทุน

6) คุณโปรดเกล้า เรืองนิติวิทย์ กรรมการผู้อำนวยการ สายงานพัฒนาธุรกิจและบัญชีการเงิน สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย มีความเห็นต่อความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย ดังนี้

ควรมีการให้องค์ความรู้กับนักลงทุนอย่างจริงจัง ซึ่งจะเห็นได้จากทางสถาบันการศึกษาต่าง ๆ ยังขาดผู้มีความรู้ด้านตราสารอนุพันธ์ที่จะสอน ซึ่งยังไม่รวมถึงรายวิชาที่จะเปิดสอน ทั้งนี้เพราะการขาดบุคลากรที่มีความรู้นั่นเอง

การสร้างเจตคติที่ดีต่ออาชีพ Marketing ทั้งนี้เพราะ Marketing บางคนเข้ามาทำงานแล้วยังฝังใจว่ามาทำหน้าที่พนักงานขายจึงทำให้ไม่มีความอดทนที่จะทำงานด้านนี้

7) คุณวรพรรณ คงเสรี ผู้อำนวยการสายงาน Derivatives บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) มีความเห็นต่อความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย ดังนี้

ด้านนักลงทุน นักลงทุนขาดความรู้ความเข้าใจในตลาดตราสารอนุพันธ์

ด้านตลาด โบรกเกอร์ ทำการออกตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ซึ่งได้แก่ DW และ SBL ทำให้ตลาดไม่โตเท่าที่ควรจะเป็น ตลาดไม่สะท้อนความเป็นจริง

ด้านผลิตภัณฑ์ ควรปรับตัวผลิตภัณฑ์บางตัว เช่น ตัว Option ให้ช่วงที่ห่างเกินไปจาก 25 จุด ถัดลดเหลือช่วงละ 10 จุด ต้นทุนป้องกันความเสี่ยงก็จะน้อยลง ยกเลิกการออก DW ซึ่งเป็นการออกผิดที่ ขายผิดตลาด ใช้ผิดวิธี ซึ่งความเป็นจริงควรจะนำมาพัฒนาในส่วนตลาดตราสารอนุพันธ์ประเภทของของ Option

ด้านการกำกับดูแล การกำกับดูแลในการบังคับใช้กฎหมายยังไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควรจะเป็น เช่นกรณีของผู้ที่เข้ามาปั่นหุ้น ทางด้านการกำกับดูแลตลาดยังไม่สามารถจับผู้กระทำความผิดได้

8) คุณศรมน ชัยชนะกุลมงคล ผู้ช่วยผู้อำนวยการฝ่ายกำกับตลาด สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และคณะ มีความเห็นต่อความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย ดังนี้

ด้านการ กำกับดูแล มีการสอดส่องดูแลในเรื่องความปลอดภัยด้านการลงทุน ป้องปรามในการหลอกลวงในการลงทุน ตลอดจนการเข้ามาทำให้ตลาดเกิดความเสียหาย

9) คุณสมบูรณ์ วัฒนาอายุกิจ ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ ฝ่ายธุรกิจตราสารอนุพันธ์ บริษัทหลักทรัพย์ รัชชาติ มีความเห็นต่อความสำคัญของตลาดตราสารอนุพันธ์ที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย ดังนี้

นักลงทุนขาดความรู้ความเข้าใจ ทำให้ไม่ประสบความสำเร็จในการลงทุนด้านตราสารอนุพันธ์ ในส่วนอื่นๆ ของตลาดนั้นคืออยู่แล้ว เพียงแต่ต้องเร่งให้องค์ความรู้กับนักลงทุนให้มาก ทั้งความรู้ด้านผลิตภัณฑ์ ความรู้เรื่องตลาด และความรู้ด้านการใช้เทคโนโลยีด้วย

## ประวัติผู้วิจัย

ชื่อ-สกุล	หฤษฎ์ วรโชติรุ่งเรือง
วัน เดือน ปีเกิด	5 กุมภาพันธ์ 2513
สถานที่เกิด	จังหวัดเชียงราย
สถานที่อยู่ปัจจุบัน	ที่อยู่ 7/5 ซอยเคหะร่มเกล้า 74 แยก 4 ถนนเคหะร่มเกล้า แขวง สะพานสูง เขต สะพานสูง กรุงเทพมหานคร โทรศัพท์ 02-917-3015 โทรสาร 02-917-3014 E-Mail: harich35@gmail.com
สถานที่ทำงาน	บริษัท เอชทีโก โบเคบ จำกัด ประชานกรรมการ สถาบัน Wealth Formation Academy กรุงเทพมหานคร บริษัท เอช แมกซ์ ไวร์ จำกัด กรรมการผู้จัดการ บริษัท ค้าพา ควอลิตี้ จำกัด กรรมการผู้จัดการ, 2555-ปัจจุบัน บริษัท วาตะ เอ็นจิเนียริง จำกัด ประธานกรรมการบริหารและ กรรมการบริหาร, 2551-ปัจจุบัน บริษัท เอช2เค คอปอร์เรชั่น จำกัด กรรมการบริหาร, 2550-ปัจจุบัน
ประวัติการศึกษา	วิทยาลัยรัชกาลย์ วิศวกรรมศาสตรบัณฑิต สาขาอุตสาหกรรม, 2547 บริการธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาการจัดการ, 2550 มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (ทุนเรียน ม.ธุรกิจบัณฑิตย์) สาขาการจัดการ โഴอุปทานแบบบูรณาการ, 2552 มหาวิทยาลัยรังสิต ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาผู้นำทางสังคม ธุรกิจ และการเมือง, 2557