

ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในญี่ปุ่น

สุกานดา ภูวิส

1. บทนำ

สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures Contracts) เป็นเครื่องมือทางการเงินแบบใหม่ ที่สามารถตอบสนองความต้องการในการลงทุนและการบริหารความเสี่ยง ในหลายๆ ประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น อังกฤษ และสิงคโปร์ ได้มีการจัดตั้งและมีการดำเนินงานของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures Contracts) มาเป็นเวลานาน ในประเทศไทยขณะนี้ยังไม่มีตลาดซื้อขายล่วงหน้า แต่ได้มีการเตรียมการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรโดยกระทรวงพาณิชย์ ทางด้านตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน คณะกรรมการกำกับตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ดำเนินการศึกษาเพื่อเตรียมการจัดตั้ง แต่ยังไม่สามารถจัดตั้งได้ เนื่องจากเกิดปัญหาวิกฤติทางการเงิน

อย่างไรก็ตาม ตลาดซื้อขายล่วงหน้ามีประโยชน์หลายประการ เช่น ผู้ประกันความเสี่ยง (hedgers) สามารถใช้ตลาดซื้อขายล่วงหน้าเป็นที่สำหรับซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า เพื่อประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงราคาในตลาดเงินสด (cash market) นอกจากนั้นตลาดซื้อขายล่วงหน้ายังมีบทบาทในด้านการก่อให้เกิดการค้นพบราคา (price discovery) ซึ่งหมายถึง ผู้ผลิตและผู้บริโภคตลอดจนนักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลราคาจากตลาดซื้อขายล่วงหน้าเพื่อช่วยในการตัดสินใจผลิต บริโภค และลงทุน ประการสุดท้าย เนื่องจากโครงสร้างของตลาดซื้อขายล่วงหน้ามีประสิทธิภาพ ฐานะในตลาดซื้อขายล่วงหน้า (futures position) จึงเป็นตัวแทน (proxy) ของฐานะในตลาดซื้อขายทันที (spot market position) การซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้ายังมีสภาพคล่องที่สูงกว่า และมีต้นทุนในการซื้อขายที่ต่ำกว่าในตลาดซื้อขายทันที ดังนั้นการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าจึงเป็นสิ่งจำเป็นในการพัฒนาประเทศ

ผู้วิจัยเน้นศึกษาเฉพาะตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินเท่านั้น เพื่อจำกัดขอบเขตการศึกษาของตนเอง และมีจุดมุ่งหมายเพื่อให้ได้ข้อเสนอแนะทางนโยบายที่จะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาทางการเงินของไทยในอนาคต บทความนี้เป็นส่วนหนึ่งของงานวิจัยของผู้วิจัยที่ได้รับทุนอุดหนุนงานวิจัยของสำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ เรื่อง ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินของไทย : การควบคุมและการออกแบบสัญญาซื้อขายล่วงหน้า งานวิจัยดังกล่าวครอบคลุมตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในสหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น สิงคโปร์ ฮองกง และมาเลเซีย โดยเน้นในด้านการควบคุมและการออกแบบสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

วัตถุประสงค์ของบทความนี้ คือ

¹ Duffie, Darrell (1989). "Futures Markets", Prentice Hall.

1. ศึกษาโครงสร้างและการดำเนินงานของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศญี่ปุ่น
2. ศึกษาการควบคุม (Regulation) การซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินของญี่ปุ่น

บทความนี้จะประกอบด้วย ส่วนที่ 1 บทนำ ส่วนที่ 2 โครงสร้างและการดำเนินงานของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศญี่ปุ่น ส่วนที่ 3 การควบคุมการซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินของญี่ปุ่น และส่วนสุดท้าย ได้แก่ บทสรุป

2. โครงสร้างและการดำเนินงานของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในประเทศญี่ปุ่น

ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินของญี่ปุ่น มี 3 ตลาด ได้แก่ The Tokyo Stock Exchange (TSE), The Osaka Securities Exchange (OSE) และ The Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) มีการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น สัญญาล่วงหน้าอัตราแลกเปลี่ยน และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ย

2.1 The Tokyo Stock Exchange (TSE)

TSE เริ่มการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าดัชนีหุ้น TOPIX (Tokyo Stock Price Index) เมื่อเดือนกันยายน 1988 เพื่อให้นักลงทุนมีโอกาสมากขึ้นในการประกันความเสี่ยงเนื่องจากการเคลื่อนไหวของดัชนีหุ้น ดัชนีหุ้น TOPIX เป็นดัชนีแบบ value-weighted โดยใช้ Market Capitalization เป็นตัวถ่วงน้ำหนักหุ้นที่ประกอบเป็นดัชนีหุ้น TOPIX คือ หุ้นของบริษัททั้งหมดใน First Section ของ TSE ตารางต่อไปนี้จะแสดงลักษณะสำคัญของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น TOPIX

ตารางที่ 1 ลักษณะที่สำคัญของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น TOPIX

เดือนส่งมอบ	มีนาคม มิถุนายน กันยายน และธันวาคม
หน่วยในการซื้อขาย	ดัชนีหุ้น TOPIX x 10,000 เยน
การส่งมอบ	ส่งมอบด้วยเงินสด (Cash Delivery)
Margin Requirements	6 ล้านเยน หรือ 15% ของมูลค่าการซื้อขาย (แล้วแต่จำนวนใดจะมากกว่า) สำหรับลูกค้า
ระบบการซื้อขาย	ใช้การซื้อขายผ่านคอมพิวเตอร์ เรียกว่า ระบบ CORES-F (Computer-assisted Order Routing and Execution System for Futures)

แหล่งที่มา : Tokyo Stock Exchange Fact Book 1996.

ปริมาณการซื้อขายของสัญญาการซื้อขายล่วงหน้า TOPIX อยู่ในตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ปริมาณการซื้อขายของสัญญาการซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น TOPIX

1992	1,358,423	สัญญา
1993	2,156,960	สัญญา
1994	2,623,067	สัญญา
1995	2,745,614	สัญญา
1996	2,857,272	สัญญา

แหล่งที่มา : Tokyo Stock Exchange Fact Book 1996.

ตารางที่ 3 มูลค่าของการซื้อขายของสัญญาการซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น TOPIX

(หน่วย : ล้านบาท)

1992	18,572,561
1993	33,016,141
1994	42,089,362
1995	38,103,379
1996	45,808,336

แหล่งที่มา : Tokyo Stock Exchange Fact Book 1996.

จะเห็นได้ว่า มูลค่าของการซื้อขายมีการเปลี่ยนแปลงมากกว่าจำนวนสัญญาที่ซื้อขาย ทั้งนี้เนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีหุ้น นอกจากนี้จะเห็นได้ว่าสัดส่วนของนักลงทุนต่างชาติมีสูงถึง 21.0% ในปี ค.ศ. 1996 (ตามข้อมูลจากตารางที่ 4) ทั้งนี้เนื่องจากนักลงทุนเหล่านั้นใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้า TOPIX เพื่อประกันความเสี่ยงของ Portfolio ของหุ้นของตน

ตารางที่ 4 ปริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น TOPIX โดยแยกประเภทของผู้ลงทุน

	1993	1994	1995	1996
บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์	65.5%	72.4%	71.2%	66.4%
ธนาคาร	9.3%	8.2%	7.8%	7.2%
บริษัทประกัน	0.3%	0.4%	0.4%	0.2%
สถาบันการเงินอื่นๆ	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
Investment Trusts	8.8%	3.9%	4.1%	5.0%
บริษัทธุรกิจ	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%
บริษัทอื่นๆ	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%

เอกชน	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%
ต่างชาติ	15.5%	14.7%	16.2%	21.0%

แหล่งที่มา : Tokyo Stock Exchange Fact Book 1996.

TSE ได้ออกมาตรการหลายอย่างเพื่อสร้างความโปร่งใสในการซื้อขาย เช่น ให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นเมื่อเดือน ธันวาคม 1993 และการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการทำกำไรจากส่วนต่างของดัชนีหุ้น (Index Arbitrage) เมื่อเดือน กุมภาพันธ์ 1994 นอกจากนี้ ยังออกมาตรการที่เรียกว่า “Circuit Breakers” เมื่อเดือน กุมภาพันธ์ 1994 เช่นกัน มาตรการ Circuit Breakers คือกลไกของการหยุดซื้อขายล่วงหน้าเพื่อหลีกเลี่ยงการเคลื่อนไหวขึ้นลงโดยฉับพลันของราคาของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า²

สัญญาการซื้อขายล่วงหน้าที่สำคัญอีกชนิดหนึ่งของ TSE คือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่น (Japanese Government Bond หรือ JGB Futures) TSE ได้เริ่มการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าชนิดนี้เมื่อเดือน ตุลาคม 1985 เพื่อเป็นเครื่องมือสำหรับนักลงทุนในการประกันความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ย

รายละเอียดเกี่ยวกับลักษณะที่สำคัญของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า JGB อยู่ในตารางที่ 5

ตารางที่ 5 ลักษณะที่สำคัญของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า JGB

เดือนส่งมอบ	มีนาคม มิถุนายน กันยายน และธันวาคม
หน่วยในการซื้อขาย	พันธบัตรรัฐบาลของญี่ปุ่นที่มีมูลค่าหน้าตั๋ว 100 ล้านเยน
การส่งมอบ	พันธบัตรรัฐบาลของญี่ปุ่นที่มี maturity ระหว่าง 7-11 ปี
Margin Requirements	6 ล้านเยน หรือ 15% ของมูลค่าการซื้อขาย (แล้วแต่จำนวนใดจะมากกว่า) สำหรับลูกค้า
ระบบการซื้อขาย	CORES-F

แหล่งที่มา : Tokyo Stock Exchange Fact Book 1996.

ปริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า JGB อยู่ในตารางที่ 6

ตารางที่ 6 ปริมาณการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า JGB

1992	11,868,127	สัญญา
1993	15,162,159	สัญญา

² Tokyo Stock Exchange Fact Book 1996.

1994	12,999,698	สัญญา
1995	14,010,374	สัญญา
1996	12,450,925	สัญญา

แหล่งที่มา : Tokyo Stock Exchange Fact Book 1996.

ตารางที่ 7 ปริมาณการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า JGB โดยแยกประเภทของผู้ลงทุน

	1993	1994	1995	1996
บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์	33.2%	37.8%	46.4%	47.3%
ธนาคาร	52.1%	45.2%	39.1%	36.1%
บริษัทประกัน	0.9%	1.1%	0.7%	0.7%
สถาบันการเงินอื่น ๆ	4.4%	3.9%	3.3%	2.6%
Investment Trusts	2.8%	2.7%	1.1%	1.5%
บริษัทธุรกิจ	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
บริษัทอื่น ๆ	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
เอกชน	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
ต่างชาติ	5.9%	18.9%	9.0%	11.5%

แหล่งที่มา : Tokyo Stock Exchange Fact Book 1996.

จะเห็นได้ว่าบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้า JGB มากขึ้น ขณะที่สัดส่วนของธนาคารในการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า JGB ลดลง นอกจากนั้นสัดส่วนของนักลงทุนต่างชาติในการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า JGB ก็เพิ่มขึ้น จนเป็น 11.5% ในปี 1996 ถ้าหากเปรียบเทียบตารางที่ 4 และ ตารางที่ 7 จะพบว่าในปี 1996 บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ครองสัดส่วนสูงสุดทั้งในสัญญาซื้อขายล่วงหน้า TOPIX และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า JGB ธนาคารพาณิชย์ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า JGB มาเป็นอันดับ 2 ในขณะที่สัดส่วนของนักลงทุนต่างชาติมาเป็นอันดับที่ 3 สำหรับสัญญาซื้อขายล่วงหน้า TOPIX สัดส่วนของนักลงทุนต่างชาติเป็นอันดับ 2 และสัดส่วนของธนาคารพาณิชย์เป็นอันดับ 3 จึงสรุปได้ว่าบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ใช้เครื่องมือทางการเงิน ได้แก่ สัญญาซื้อขายล่วงหน้า TOPIX ซึ่งเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น เพื่อบริหารความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงราคาดัชนี และ สัญญาซื้อขายล่วงหน้า JGB ซึ่งเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ยระยะยาวเพื่อบริหารความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย ธนาคารพาณิชย์ใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อบริหารความเสี่ยงทางด้านอัตราดอกเบี้ยมากกว่าความ

เสี่ยงด้านราคาหุ้น ขณะที่นักลงทุนต่างชาติใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อบริหารความเสี่ยงด้านราคาหุ้นมากกว่า

ในบางประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกา จะมีตลาดซื้อขายล่วงหน้าดำเนินการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าโดยเฉพาะ เช่น The Chicago Mercantile Exchange (CME) และ The Chicago Board of Trade (CBOT) เป็นต้น แต่ในญี่ปุ่นจะมีทั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่ทำการซื้อขายล่วงหน้าโดยเฉพาะ เช่น The Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) และการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่เป็นส่วนหนึ่งของตลาดหุ้น เช่น การซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่ Tokyo Stock Exchange และ Osaka Securities Exchange เป็นต้น

เมื่อปี 1987 The Securities and Exchange Council ซึ่งเป็นหน่วยงานที่ปรึกษาของกระทรวงการคลังของญี่ปุ่น ได้เสนอรายงานต่อรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังโดยมีข้อสรุปว่า การซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเป็นสิ่งจำเป็น และจะต้องมีการแก้ไขกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ทั้งจะต้องมีโครงการที่เป็นรูปธรรมเพื่อที่การซื้อขายจะเริ่มขึ้นได้อย่างเร็วที่สุด ดังนั้นในปี 1988 รัฐบาลของญี่ปุ่นได้ออกกฎหมายที่ทำให้ตลาดหุ้นสามารถเปิดการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้นได้³ Tokyo Stock Exchange มีกฎข้อบังคับในการดำเนินงานของตนเอง และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง

ในด้านของการกำกับดูแล Tokyo Stock Exchange สามารถดำเนินการต่อไปเพื่อให้ตลาดมีความเป็นธรรม (fair) และดำเนินไปได้โดยดี (orderly)⁴

1. ลด price limit ของแต่ละวัน
2. เลื่อนวันและเวลาที่สมาชิกจะต้องจ่าย margin deposits
3. เพิ่มจำนวน margin ของสมาชิก และ/หรือ ของลูกค้า
4. เพิ่ม margin ที่เป็นเงินสด
5. ลดอัตราประเมิน (assessment rates) ของหลักทรัพย์ที่อยู่ใน margin deposits
6. จำกัด หรือหยุดการซื้อขาย
7. จำกัดจำนวนของ open long หรือ short positions

ในแง่ของการซื้อขาย มีการซื้อขายในตลาดที่เรียกว่า pure auction ที่อุปสงค์และอุปทาน กำหนดราคาดุลยภาพ คำสั่งซื้อขายมาจากสมาชิกสามัญ (Regular Members) และสมาชิกพิเศษ (Special

³ Tokyo Stock Exchange TOPIX Futures 1995.

⁴ ibid.

Participants) สมาชิกสามัญได้แก่ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่สามารถซื้อขายหุ้น สัญญาซื้อขายล่วงหน้า และ options จากข้อมูลเมื่อเดือน กุมภาพันธ์ 1996 มีสมาชิกสามัญ 124 ราย ส่วนสมาชิกพิเศษ ได้แก่ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ไม่ใช่สมาชิกสามัญ และสถาบันการเงินอื่นๆ ที่ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า และ options เท่านั้น สมาชิกอีกประเภทหนึ่งเรียกว่า Saitori เป็นผู้ match คำสั่งซื้อและคำสั่งขาย Saitori คือบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่มีหน้าที่เป็นคนกลางในการซื้อขายระหว่างสมาชิก⁵

2.2 The Osaka Securities Exchange (OSE)

ที่ OSE มีการเริ่มการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น Nikkei 225 เมื่อเดือน กันยายน 1988 ดัชนีหุ้น Nikkei 225 เป็นดัชนีหุ้นแบบ price-weighted ประกอบด้วยหุ้นของบริษัทที่ใหญ่ที่สุดของญี่ปุ่น 225 แห่ง ดัชนีนี้เป็นดัชนีหุ้นที่มีผู้ติดตามมากที่สุดในจำนวนดัชนีหุ้นทั้งหมดของญี่ปุ่น สำหรับดัชนีหุ้นแบบ price-weighted หุ้นแต่ละตัวจะมีน้ำหนักเป็นสัดส่วนกับราคาหุ้น ขณะที่ในดัชนีหุ้นแบบ value-weighted หุ้นแต่ละตัวจะมีน้ำหนักเป็นสัดส่วนกับ market capitalization ในดัชนีหุ้นแบบ value-weighted เช่น TOPIX หุ้นของ Tokyo Electric Power และ Nomura Securities จะมีน้ำหนักเท่าๆ กัน เนื่องจากบริษัททั้งสองมีมูลค่าตลาดที่วัดจากมูลค่าของหุ้นทั้งหมดใกล้เคียงกัน ขณะที่ในดัชนีหุ้นแบบ price-weighted เช่น Nikkei 225 บริษัทที่มี market capitalization ต่ำ สามารถมีน้ำหนักในดัชนีหุ้นมากกว่าบริษัทที่มี market capitalization สูงกว่า ถ้าหากบริษัทเล็กบริษัทนั้นมีหุ้นที่มีราคาสูง แต่มีจำนวนหุ้นน้อย

ตารางที่ 8, 9 และ 10 แสดงลักษณะสำคัญ ปริมาณการซื้อขาย และมูลค่าการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei 225

ตารางที่ 8 ลักษณะที่สำคัญของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei 225

เดือนส่งมอบ	มีนาคม มิถุนายน กันยายน และธันวาคม
หน่วยในการซื้อขาย	ดัชนี Nikkei x 1,000 เยน
การส่งมอบ	ส่งมอบด้วยเงินสด (Cash delivery)
Margin Requirements	เช่นเดียวกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้า TOPIX สำหรับลูกค้า
ระบบการซื้อขาย	CORES-F

แหล่งที่มา : Osaka Securities Exchange Fact Sheet 1996.

⁵ Tokyo Stock Exchange Fact Book 1996.

ตารางที่ 9 ปริมาณการซื้อขายของสัญญาการซื้อขายล่วงหน้า Nikkei 225

1990	13,588,779	สัญญา
1991	21,643,085	สัญญา
1992	11,927,329	สัญญา
1993	8,461,458	สัญญา
1994	6,208,754	สัญญา
1995	7,220,900	สัญญา
1996	7,043,977	สัญญา

แหล่งที่มา : Osaka Securities Exchange Fact Sheet 1996.

ตารางที่ 10 มูลค่าของการซื้อขายของสัญญาการซื้อขายล่วงหน้า Nikkei 225

(หน่วย : ล้านเยน)

1990	394,871,134
1991	536,729,942
1992	219,871,647
1993	162,367,264
1994	124,219,329
1995	125,364,156
1996	148,306,040

แหล่งที่มา : Osaka Securities Exchange Fact Sheet 1996.

จะเห็นได้ว่าปริมาณและมูลค่าของการซื้อขายของสัญญาการซื้อขายล่วงหน้า Nikkei 225 ลดลงอย่างมากตั้งแต่ปี 1992 ทั้งนี้เนื่องมาจากสภาวะการณ์เศรษฐกิจตกต่ำและตลาดหุ้นตกต่ำในญี่ปุ่น

เมื่อแยกการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei 225 ตามประเภทผู้ลงทุน จะพบว่าบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของ Osaka Securities Exchange ครอบงำสัดส่วนสูงสุด คือ 86.5% ในปี 1996 ซึ่งใกล้เคียงกับสัดส่วนของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ในการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า TOPIX รายละเอียดของการซื้อขายแยกตามประเภทของผู้ลงทุนอยู่ในตารางที่ 11

ตารางที่ 11 ปริมาณการซื้อขายโดยแยกประเภทของผู้ลงทุน

	1995	1996
บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก	67.0%	68.5%
บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นสมาชิก	0.2%	0.3%
ธนาคาร	8.7%	3.9%
บริษัทประกัน	1.0%	0.5%
สถาบันการเงินอื่นๆ	0.3%	0.2%
Investment Trust	5.1%	7.0%
บริษัทธุรกิจ	1.4%	0.9%
บริษัทอื่นๆ	0.1%	0.1%
Trust Bank	-	1.4%
เอกชน	0.6%	0.5%
ต่างชาติ	15.5%	16.7%

แหล่งที่มา : Osaka Securities Exchange Fact Sheet 1996.

ทางด้านของการจัดการองค์กร ใน Osaka Securities Exchange มีหน่วยงานชื่อ Futures and Options Department มาดูแลและดำเนินการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและสัญญา Options ส่วนการดำเนินงานของ Osaka Securities Exchange อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง⁶

สมาชิกของ Osaka Securities Exchange ประกอบด้วยสมาชิกสามัญ 94 บริษัท และสมาชิกที่เรียกว่า Nadadachi 3 บริษัท Nadadachi คือ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางของการซื้อขายระหว่างบริษัทอื่นๆ⁷

2.3 The Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE)

TIFFE นับเป็นตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินแห่งล่าสุดของญี่ปุ่น มีการจัดตั้งขึ้นเมื่อปี 1989 สัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีผู้นิยมใช้มากที่สุดของ TIFFE คือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น

⁶ Osaka Securities Exchange Fact Sheet 1996.

⁷ Osaka Securities Exchange. "Constitution Business Regulations", 1989.

Euro-yen ชนิด 3 เดือน ตารางต่อไปนี้จะแสดงลักษณะสำคัญของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Euro-yen ชนิด 3 เดือน

ตารางที่ 12 ลักษณะที่สำคัญของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Euro-yen ชนิด 3 เดือน

เดือนส่งมอบ	มีนาคม มิถุนายน กันยายน และธันวาคม
หน่วยในการซื้อขาย	100 ล้านเยน
การส่งมอบ	ส่งมอบด้วยเงินสด (Cash settlement)
ระบบการซื้อขาย	Fully Automated Computer Trading System (Facts)
การ Quote ราคา	100 - อัตราดอกเบี้ยรายปีของเงินฝาก Euro-yen

แหล่งที่มา : Tokyo International Financial Futures Exchange 1996 Yearbook.

สมาชิกของ TIFFE ส่วนใหญ่จะเป็นสถาบันการเงินภายในประเทศ ส่วนสมาชิกต่างชาติในปี 1996 มีเพียง 11% ⁸ TIFFE เป็นองค์กรที่ไม่ได้มีจุดมุ่งหมายเพื่อแสวงหากำไร มีการดำเนินงานภายใต้กฎหมายว่าด้วยการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน การซื้อขายภายใน TIFFE เป็นแบบอัตโนมัติโดยผ่านคอมพิวเตอร์

ที่ TIFFE มีระบบ Margin ที่แตกต่างจากตลาดซื้อขายล่วงหน้าอื่นๆ ของญี่ปุ่นที่ใช้ Flat margin กล่าวคือ TIFFE ได้เริ่มใช้ระบบ Margin ที่เรียกว่า TIFFE-SPAN ⁹ เมื่อปี 1996 SPAN ย่อมาจาก Standard Portfolio Analysis of Risk เป็นระบบที่ The Chicago Mercantile Exchange พัฒนาขึ้นเมื่อปี 1988 ในระบบ SPAN จะมีการคำนวณ Margin Requirements โดยคำนึงถึงความเสี่ยงทั้งหมดของ Portfolio ซึ่งจะทำให้จำนวนของ Margin ต่ำกว่าระบบ Flat Margin แบบเก่า

สัญญาซื้อขายล่วงหน้า Euro-yen ชนิด 3 เดือน เป็นเครื่องมือทางการเงินที่ใช้เพื่อประกันความเสี่ยงเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น สัญญาซื้อขายล่วงหน้าอีกชนิดหนึ่งของ TIFFE ที่มีผู้นิยมใช้มากคือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้า U.S.ดอลลาร์-เงินเยน ญี่ปุ่นที่เป็นเครื่องมือทางการเงินที่ประกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเยนและดอลลาร์สหรัฐฯ

3. ผลกระทบของการควบคุมต่อการซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินของญี่ปุ่น

ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินของญี่ปุ่นอยู่ภายใต้กฎหมายว่าด้วยการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าทางการเงิน และกฎข้อบังคับของตลาดซื้อขายล่วงหน้าแต่ละแห่ง ตัวอย่างเช่น เมื่อตลาดพิจารณา

⁸ Tokyo International Financial Futures Exchange 1997 Yearbook.

⁹ Tokyo International Financial Futures Exchange TIFFE-SPAN 1996.

เห็นว่าการซื้อขายมีลักษณะไม่ปกติ ตลาดสามารถใช้มาตรการหลายประการ เช่น การหยุดการซื้อขาย เป็นต้น

ในส่วนของระเบียบข้อบังคับต่างๆ ได้มีการผ่อนคลายหรือมีการใช้มาตรการที่เข้มงวดขึ้น ซึ่งผู้เขียนจะแยกพิจารณาเป็นกรณีไป

3.1 การเปลี่ยนแปลง Margin Requirements

ในกรณีของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei 225 ได้มีการเปลี่ยนแปลง Margin Requirements เป็นระยะๆ เนื่องจาก Margin Requirements เป็นเสมือนกับหลักประกันที่ประกันว่าผู้ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะปฏิบัติตามสัญญา ตลาดสามารถใช้อัตราของ Margin เป็นตัวที่กระตุ้นหรือลดปริมาณการซื้อขายได้จากตารางที่ 13 จะพบว่า ภายในปี 1994 จะมีการลด Margin Requirements สำหรับลูกค้า จาก 30% เป็น 25% ในเดือน กุมภาพันธ์ และเป็น 20% ในเดือน สิงหาคม ส่วน Margin Requirements ของสมาชิกก็ลดลงจาก 25% เป็น 20% ในเดือน กุมภาพันธ์ในปี 1994 และเป็น 15% ในเดือน สิงหาคมปีเดียวกัน นอกจากนี้หนี้สัดส่วนของ Margin ที่เป็นเงินสดก็ลดลงด้วย

ตารางที่ 13 Margin Requirement ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Nikkei 225

วันที่		ลูกค้า	สมาชิก
เมื่อก่อตั้งตลาด		9% (3% เงินสด)	6%
24 สิงหาคม	1990	15% (3% เงินสด)	10%
31 มกราคม	1991	20% (3% เงินสด)	15% (2% เงินสด)
27 มิถุนายน	1991	25% (3% เงินสด)	20% (5% เงินสด)
18 ธันวาคม	1991	30% (3% เงินสด)	25% (10% เงินสด)
14 กุมภาพันธ์	1994	25% (3% เงินสด)	20% (5% เงินสด)
15 สิงหาคม	1994	20% (3% เงินสด)	15% (2% เงินสด)
13 กุมภาพันธ์	1995	15% (3% เงินสด)	10%

แหล่งที่มา : Osaka Securities Exchange Fact Sheet 1996.

อย่างไรก็ตาม แม้สาเหตุที่ตลาดเปลี่ยนแปลง Margin Requirement เนื่องจากเชื่อว่า การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะส่งผลต่อปริมาณการซื้อขาย แต่การทดสอบว่าการเปลี่ยนแปลง Margin Requirement จะส่งผลกระทบต่อปริมาณการซื้อขายหรือไม่ จะต้องทดสอบด้วยวิธีการทางเศรษฐมิติ ซึ่งอยู่นอกเหนือขอบเขตของบทความนี้

3.2 Circuit Breakers

ในปี 1994 ทั้ง Osaka Securities Exchange และ Tokyo Stock Exchange ได้ใช้มาตรการที่เรียกว่า Circuit Breakers¹⁰ ซึ่งคือการหยุดการซื้อขายชั่วคราวในตลาดซื้อขายล่วงหน้า เนื่องจากเชื่อว่าราคาในตลาดซื้อขายล่วงหน้าเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอย่างมาก ดังนั้นเมื่อราคาในตลาดซื้อขายล่วงหน้าเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอย่างมาก ก็อาจนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอย่างรวดเร็วของดัชนีในตลาดเงินสด

3.3 แนวทางในการป้องกันการปั่นราคา และการทำ Front Running¹¹

ในปี 1995 ตลาดซื้อขายล่วงหน้าได้ออกแนวทางในการป้องกันการปั่นราคา (Market Manipulative Acts) และ Customer Front Running เพื่อเป็นการป้องกันการซื้อขายที่ไม่เป็นธรรมและไม่เหมาะสม Customer Front Running คือ การที่ Brokers รับคำสั่งซื้อขายจากลูกค้า และคาดว่า การซื้อขายของลูกค้าจะทำให้ราคาในตลาดเปลี่ยนแปลงไป เช่น คำสั่งซื้อสัญญาล่วงหน้าจำนวนมากอาจผลักดันให้ราคาสูงขึ้น Brokers ก็จะเข้ามาซื้อก่อนที่จะซื้อให้ลูกค้าแล้วขายเมื่อราคาสูงขึ้น หรือมีคำสั่งขายของลูกค้าที่จะทำให้ราคาของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตกลงไป Brokers ก็จะขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของตนก่อน

3.4 มาตรการในการเสริมสร้างตลาดที่มีความเป็นธรรม (Fair) และโปร่งใส (Transparent)

จากรายงานเรื่อง “Comprehensive Reform of the Securities Market” ของ The Securities and Exchange Council เมื่อเดือน มิถุนายน 1997 ได้เสนอมาตรการในการเสริมสร้างตลาดที่มีความเป็นธรรม และโปร่งใส ได้แก่

- 3.4.1 มีการปกป้องผู้ลงทุนอย่างเหมาะสม
- 3.4.2 มีการเพิ่มการลงโทษถ้าหากมีการทำผิดกฎข้อบังคับ
- 3.4.3 มีการตรวจสอบและควบคุมที่เข้มงวดขึ้น
- 3.4.4 ส่งเสริมบทบาทขององค์กรที่กำกับดูแลตนเอง (Self Regulatory Organization)
- 3.4.5 มีการจัดตั้งระบบเพื่อจัดการกับข้อขัดแย้ง (Civil Disputes)

จะเห็นได้ว่าตั้งแต่มีการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินแห่งแรกในญี่ปุ่นเพื่อซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Japanese Government Bond เมื่อปี 1985 โดยเป็นส่วนหนึ่งของ Tokyo Stock Exchange ได้มีมาตรการหลายประการเพื่อส่งเสริมความเป็นธรรมและโปร่งใสในตลาด อย่างไรก็ตาม การพัฒนาของ

¹⁰ Tokyo Stock Exchange Fact Book 1996.

¹¹ ibid.

ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินแยกไม่ออกจากการพัฒนาของตลาดเงินสด (Cash market) ดังจะเห็นได้จากปริมาณและมูลค่าการซื้อขายของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหุ้น TOPIX และ Nikkei 225 ที่ลดลงอย่างมากหลังจากที่ตลาดหุ้นญี่ปุ่นอยู่ในภาวะตกต่ำ การใช้มาตรการบางอย่าง เช่น Circuit Breakers โดยการยุติการซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้า แต่ไม่ได้ยุติการซื้อขายในตลาดหุ้นเมื่อตลาดหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอย่างมาก ก็เป็นการสะท้อนความเชื่อที่ว่าตลาดซื้อขายล่วงหน้าตลาดซื้อขายเงินสด ถ้าหากเป็นเช่นนั้นจริง Circuit Breakers ก็น่าจะลด Volatility ในตลาดหุ้น และทำให้ตลาดหุ้นมีการขยายตัวมากขึ้น

4. บทสรุป

ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินของญี่ปุ่นนับเป็นตลาดที่เกิดขึ้นไม่นานนักเมื่อเทียบกับตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในสหรัฐฯ แต่ในทวีปเอเชียตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินของญี่ปุ่นก็มีบทบาททัดเทียมกับตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในสิงคโปร์ การศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างของตลาด การดำเนินงาน และการกำกับดูแลของตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินในญี่ปุ่นน่าจะเป็นประโยชน์ต่อประเทศไทย ถ้าหากมีการจัดตั้งตลาดซื้อขายล่วงหน้าในอนาคต

บทความนี้ได้ศึกษามาตรการการควบคุมของตลาดและหน่วยงานที่มีหน้าที่กำกับดูแลตลาดซื้อขายทางการเงินของญี่ปุ่น แต่การที่จะวิเคราะห์ผลกระทบของมาตรการเหล่านี้ต่อปริมาณการซื้อขายและการเปลี่ยนแปลงของราคาในตลาดซื้อขายล่วงหน้าทางการเงินของญี่ปุ่นน่าจะเป็นการศึกษาเชิงประจักษ์โดยใช้เครื่องมือทางเศรษฐมิติมาช่วยวิเคราะห์

เอกสารอ้างอิง

1. Duffie, Darrell (1989). "Futures Markets", Prentice Hall.
2. Osaka Securities Exchange. "Constitution Business Regulations", 1989.
3. Osaka Securities Exchange Fact Sheet 1996.
4. The Securities and Exchange Council (1997). "Comprehensive Reform of The Securities Market : For a Rich and Diverse 21st Century".
5. Tokyo International Financial Futures Exchange TIFFE-SPAN 1996.
6. Tokyo International Financial Futures Exchange 1996 Yearbook.
7. Tokyo Stock Exchange Fact Book 1996.
8. Tokyo Stock Exchange TOPIX Futures 1995.