

Financial Derivatives Instruments / Futures Contract

โดย อภินันท์ จินศิริวานิชย์

2. สัญญาซื้อขายล่วงหน้าฟิวเจอร์ส (Futures Contract)

“Futures Contract” เป็นอนุพันธ์ทางการเงินประเภทหนึ่ง ซึ่งเป็นสัญญาซื้อขายสินทรัพย์อ้างอิงล่วงหน้า โดยได้รับความนิยมอย่างกว้างขวางในหลายประเทศทั่วโลก เนื่องจากเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการบริหารความเสี่ยง การเก็งกำไร และการลงทุน โดยลักษณะของสัญญาถ่วงดุลวัตถุประสงค์จะมีความคล้ายคลึงกับ Forwards Contract ในบทความก่อนหน้านี้ที่ผมได้เขียนถึง

เกริ่นนำ

เนื่องจากความผันผวนและความไม่แน่นอนของราคาสินทรัพย์ ตลอดจนอัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดเงิน ส่งผลให้ผู้ลงทุนหรือผู้ที่เกี่ยวข้องกับตัวธุรกิจสินค้านั้นๆ ต้องประสบกับความไม่แน่นอนต่อกระแสรายรับ - รายจ่าย ในอนาคต อันส่งผลกระทบต่อความไม่แน่นอนของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้ในอนาคตเช่นเดียวกัน ด้วยเหตุผลเหล่านี้จึงได้มีการคิดค้นและพัฒนานวัตกรรมทางการเงินรูปแบบใหม่ๆ เพื่อใช้ในการบริหารจัดการเงินทุนและสินทรัพย์ให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาสินทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยน ดังที่กล่าวข้างต้น

“Futures Contract” จึงเป็นนวัตกรรมทางการเงินอีกรูปแบบหนึ่ง ที่ได้มีการออกแบบมาเพื่อสนองกับวัตถุประสงค์ข้างต้น โดยได้รับความนิยมจากกลุ่มนักลงทุนที่ต้องการบริหารหรือกระจายความเสี่ยง (Hedgers) ในพอร์ตการลงทุนของตน รวมไปถึงเหล่านักเก็งกำไร (Speculators) ผู้แสวงหากำไรจากตลาดล่วงหน้า และนักค้ากำไร (Arbitrageurs) ผู้แสวงหาโอกาสในการทำกำไรจากความแตกต่างของราคาทั้ง 2 ตลาด คือ ราคาในตลาดล่วงหน้ากับราคาในตลาดปัจจุบัน (Futures Price vs Spot Price)

ทั้งนี้ Futures Contract ได้เกิดขึ้นมานานนับศตวรรษแล้ว โดยมีพื้นฐานเริ่มจากการใช้สินทรัพย์อ้างอิงที่เป็นสินค้าทางการเกษตร ต่อจากนั้นจึงได้รับการพัฒนาเรื่อยมาเป็นลำดับโดยมีการนำเอาสินทรัพย์ทางการเงินหลากหลายประเภท มาใช้เป็นสินทรัพย์อ้างอิงจนได้รับความนิยมอย่างรวดเร็ว นับตั้งแต่ประมาณทศวรรษที่ 1970 เรื่อยมาจนถึงปัจจุบัน

ลักษณะทั่วไปของ Futures Contract

“Futures Contract” เป็นสัญญาซื้อขายสินทรัพย์อ้างอิงล่วงหน้า ที่มีความเป็นมาตรฐาน (Standardized) ทั้งในด้านของการมีตลาดที่จัดตั้งอย่างเป็นทางการ (Organized Exchange), ประเภทของสินทรัพย์อ้างอิง (Underlying Assets) ตลอดจนจำนวน, คุณภาพ, วันส่งมอบ และเงื่อนไขต่างๆที่ผู้

ลงทุนในตลาดจะต้องปฏิบัติตาม (มาตรฐานต่างๆจะแตกต่างกันออกไปในแต่ละตลาด และแต่ละประเภทของสินทรัพย์อ้างอิง) ทั้งหมดนี้จึงสะท้อนต่อความมีสภาพคล่องของ Futures Contract (ซึ่งมากกว่า Forwards Contract ที่ไม่มีตลาดจัดตั้งอย่างเป็นทางการ และสัญญาไม่มีความเป็นมาตรฐาน เนื่องจากเกิดจากความต้องการของผู้ลงทุนเป็นกรณีๆไป)

ดังนั้นในตลาดซื้อขายล่วงหน้าฟิวเจอร์สที่สำคัญของโลก อย่างเช่น ในตลาด Chicago Board of Trade (CBOT) และตลาด International Monetary Market ของ Chicago Mercantile Exchange (CME) ในสหรัฐอเมริกา รวมทั้งในตลาด London International Financial Future Exchange (LIFFE) ของอังกฤษ ได้มีจำนวนสัญญาและปริมาณการซื้อขายในสินทรัพย์อ้างอิงบางประเภท โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสินทรัพย์อ้างอิงที่เป็นสินทรัพย์ทางการเงิน (Financial Underlying Assets) เป็นจำนวนมากในแต่ละวันจนในบางครั้งมีมูลค่าสูงกว่าการซื้อขายในตลาด Cash Market ด้วยซ้ำไป

สินทรัพย์อ้างอิง (Underlying Assets)

สินทรัพย์อ้างอิงที่ใช้ในสัญญาฟิวเจอร์ส จะมีทั้งสินทรัพย์อ้างอิงที่เป็นสินทรัพย์โภคภัณฑ์ (Commodity Underlying Asset) หรืออาจเป็นสินทรัพย์ทางการเงิน (Financial Underlying Asset) ก็ได้ โดยสินทรัพย์โภคภัณฑ์ที่สำคัญ ได้แก่ สินค้าทางการเกษตร (Agricultural) เช่น ข้าวโพด ข้าวโอ๊ต กาแฟ ดัชนีราคาเนื้อสัตว์ เป็นต้น และ สินแร่ เช่น เหล็ก ทองคำ น้ำมัน เป็นต้น ส่วนสินทรัพย์ทางการเงิน ได้แก่ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ หุ้นสามัญ อัตราดอกเบี้ย ตราสารหนี้ เงินตราต่างประเทศ เป็นต้น

ทั้งนี้ในตลาดล่วงหน้าแต่ละแห่งจะมีการกำหนด ชนิดและประเภทของสินทรัพย์ที่ใช้อ้างอิงตามสัญญา รวมถึงการกำหนดคุณภาพของสินทรัพย์อ้างอิงแต่ละชนิดที่จะต้องนำมาส่งมอบแตกต่างกันออกไป อย่างเช่น ในตลาด “Chicago Board of Trade (CBOT)” ของสหรัฐอเมริกา สินทรัพย์อ้างอิงที่กำหนดจะมีทั้งสินทรัพย์โภคภัณฑ์ และสินทรัพย์ทางการเงิน ได้แก่ ข้าวโพด, ถั่วเหลือง, ดัชนี Dow Jones, พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ (30 Yrs. US Treasury Bonds , 10 / 5 / 2 Yrs. US Treasury Notes) และ ทองคำ เป็นต้น โดยมีข้อกำหนดมาตรฐานคุณภาพของสินทรัพย์อ้างอิงแต่ละชนิดที่จะต้องส่งมอบ เช่น US Treasury Bonds ต้องมีดอกเบี้ยหน้าตัว (Coupon) 6% (แต่เดิมคือ 8% โดยเริ่มใช้ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000 “March 2000 Contract”) และกำหนดให้มีมูลค่าหน้าตัว (Par) \$100,000 ต่อ 1 สัญญา และต้องมีอายุคงเหลือ (Maturity) ขั้นต่ำไม่น้อยกว่า 15 ปี (เพื่อความสะดวกเมื่อครั้งส่งมอบอาจมีการส่งมอบด้วย Coupon Rate แตกต่างจาก 6% ก็ได้ แต่ต้องมีการปรับราคาฟิวเจอร์ส เพื่อไม่ให้เกิดความได้เปรียบเสียเปรียบกัน หรือที่เรียกว่า Invoicing Amount ซึ่งจะขอล่ารายละเอียดในส่วนต่อไป)

รูปแบบของ Futures Contract

รูปแบบของสัญญาฟิวเจอร์สมีความคล้ายคลึงกับสัญญาฟอร์เวิร์ดอยู่บ้าง ในแง่ของวัตถุประสงค์การทำสัญญาของนักลงทุนแต่ละฝ่าย กล่าวคือ Futures Contract เป็นสัญญาหรือข้อตกลงระหว่างผู้ลงทุนในการที่จะซื้อหรือจะขายสินทรัพย์อ้างอิง ด้วยราคา จำนวน คุณภาพ ตามวันที่กำหนดกันไว้ในอนาคต แต่สัญญาฟิวเจอร์สมีความเป็นมาตรฐานมากกว่าในเรื่องของการมีตลาดซื้อขายอย่างเป็นทางการ ซึ่งในแต่ละตลาดจะมีการกำหนดประเภทของสินทรัพย์อ้างอิง คุณภาพ ขนาดของสัญญา ตลอดจนช่วงเวลาที่สามารถส่งมอบกันในอนาคต ซึ่งเป็นมาตรฐานเดียวกันภายในแต่ละตลาด นอกจากนี้ Futures Contract ยังมี Clearing House เป็นผู้รับประกันความเสี่ยงระหว่างคู่สัญญา อีกด้วย

ทั้งนี้ยังคงจำกันได้ว่าผู้ที่ซื้อสัญญา (Buyer) ซึ่งมีฐานะ Long Position มีหน้าที่ที่จะต้องซื้อสินทรัพย์อ้างอิงตามราคา (Futures Price) ที่กำหนดไว้จากผู้ขายสัญญา (Seller) ซึ่งมีฐานะ Short Position และมีหน้าที่ที่จะต้องนำสินทรัพย์อ้างอิงตามจำนวนและคุณภาพที่กำหนดไว้ มาส่งมอบให้แก่ Buyer ในวันครบกำหนดสัญญา (นี่คือรูปแบบพื้นฐานของ Futures Contract ซึ่งในทางปฏิบัติจริงๆแล้ว อาจมีการชำระเป็นเงินสดจากส่วนต่างของราคาก็ได้)

ทั้งนี้ Buyer จะได้รับประโยชน์ เมื่อราคาตลาดของสินทรัพย์อ้างอิงในอนาคตสูงขึ้นจนมากกว่าราคาฟิวเจอร์สที่กำหนดไว้ ในขณะที่เดียวกัน Seller จะได้รับประโยชน์เมื่อราคาตลาดของสินทรัพย์อ้างอิงในอนาคตลดลงจนต่ำกว่าราคาฟิวเจอร์สที่กำหนดไว้

At Maturity

- Profit to Long = Spot Price at Maturity > Original Futures Price
- Profit to Short = Spot Price at Maturity < Original Futures Price

การชำระราคาและส่งมอบ (Settlement)

เช่นเดียวกับ Forwards Contract ที่เมื่อถึงวันครบกำหนดการส่งมอบและชำระราคา Buyer และ Seller อาจมีการส่งมอบตัวสินทรัพย์อ้างอิงกันจริงๆ (Physical Settlement) หรืออาจมีการชำระราคาเป็นเงินสดจากส่วนต่างของราคาฟิวเจอร์สกับราคาตลาดสินทรัพย์อ้างอิง ณ.วันส่งมอบ ก็ได้ (Cash Settlement)

ในตลาดฟิวเจอร์สที่สำคัญของโลก ถึงแม้ว่าสัญญาฟิวเจอร์สในสินทรัพย์อ้างอิงที่เป็นสินทรัพย์โภคภัณฑ์ และ สินทรัพย์อ้างอิงที่เป็นตัวเงินคลัง หรือพันธบัตรรัฐบาล เมื่อถึงวันครบกำหนดการส่งมอบส่วนใหญ่จะมีการส่งมอบสินทรัพย์ทางกายภาพกันจริงๆ (Physical Settlement) แต่โดยส่วนใหญ่แล้วสัญญาฟิวเจอร์สเมื่อถึงวันส่งมอบ (Settlement Date) คู่สัญญามักจะไม่มี การส่งมอบในตัวสินทรัพย์

อ้างอิงกันจริงๆ โดยเฉพาะสินทรัพย์อ้างอิงทางการเงินประเภทต่างๆ แต่จะชำระราคาจากส่วนต่างของราคาเป็นเงินสดแทน เนื่องจากสะดวกกว่ามาก และการหาสินทรัพย์อ้างอิงมาส่งมอบในขณะนั้นอาจหาไม่ได้ หรือสินทรัพย์บางอย่างไม่สามารถส่งมอบกันได้จริงๆ เช่น ดัชนีราคาหลักทรัพย์ หรือดัชนีราคาเนื้อสัตว์ เป็นต้น

นอกจากนี้ในตลาดฟิวเจอร์สที่สำคัญๆ ยังพบว่าผู้ที่ทำสัญญา มักจะไม่ปล่อยให้สัญญาครบกำหนด ส่วนใหญ่จะมีการล้างฐานะเดิม หรือปิด Position ของตน ก่อนที่สัญญาจะหมดอายุลง ซึ่งผู้ลงทุนจะรับรู้เฉพาะกำไรหรือขาดทุนจากการทำธุรกรรมเท่านั้น

เกี่ยวกับเรื่องการล้างฐานะ หรือ ปิด Position เดิม ก่อนสัญญาจะครบกำหนดนั้น Buyer และ Seller สามารถทำได้โดยการเปิดสัญญาขึ้นมาใหม่โดยให้ Position ใหม่ ตรงข้ามกับ Position เดิม และเป็นจำนวนเท่าเดิมเพื่อหักล้างกับฐานะเดิมที่มีอยู่ได้ เช่น ผู้ซื้อสัญญาซึ่งมีฐานะ Long Position สามารถล้าง Position เดิมของตนได้โดยการทำสัญญาขึ้นมาใหม่ และให้ตนเป็นผู้ขาย (Short Position) ในจำนวนและวันส่งมอบเดียวกัน เพื่อให้ฐานะเดิมถูกหักล้างไปจะเหลือก็เพียงแค่การรับรู้กำไรหรือขาดทุนสุทธิจากการทำธุรกรรมนั้น

โครงสร้างตลาดฟิวเจอร์ส

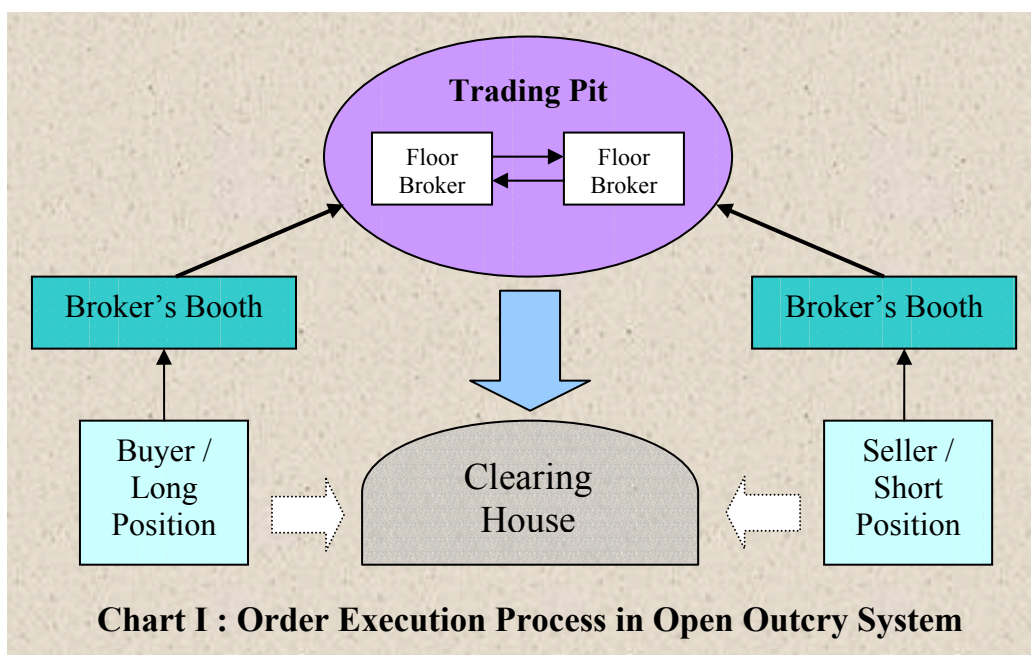
จากที่ได้เคยกล่าวในตอนที่ผ่านมาว่า Futures Contract จะทำการซื้อขายในตลาดที่จัดตั้งอย่างเป็นทางการ (Organized Exchange) โดยรายการซื้อ-ขาย สัญญาฟิวเจอร์สทุกรายการ ต้องผ่านสำนักหักบัญชี (Clearing House) ซึ่งเป็นกลไกในการ Clearing & Settlement และทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการประกันทั้งการส่งมอบและชำระราคา รวมทั้งการเป็นคู่ค้ากับทั้งผู้ซื้อและผู้ขายในสัญญาฟิวเจอร์สทุกรายการอีกด้วย ดังนั้นจึงเท่ากับว่า Buyer และ Seller ในตลาดฟิวเจอร์สไม่ได้ทำสัญญาต่อกันโดยตรง แต่จะมี Clearing House เป็นคู่ค้าของแต่ละฝ่าย

ด้านระบบการซื้อขายในตลาดล่วงหน้ามีอยู่ด้วยกัน 2 ระบบ คือ ระบบแรก เป็นระบบแบบดั้งเดิม ที่จัดสถานที่ให้หน้าสามารถเจรจาต่อรองราคากันโดยตรง หรือที่เรียกกันว่า "Open Outcry System" กับ ระบบที่สอง คือ "Screen Trading System" ที่ใช้ช่องทางการซื้อขายผ่านจอคอมพิวเตอร์

โดยระบบแรก คือ "Open Outcry System" นั้น Buyer และ Seller จะต้องซื้อขายผ่านหน้าหน้าที่เป็นสมาชิกของ Futures Market นั้นๆ โดยผู้ที่ทำหน้าที่เป็นนายหน้า จะรับคำสั่งซื้อ คำสั่งขายจากที่ต่างๆ และนำคำสั่งไปยัง Booth ของตนเองในตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่เป็นสมาชิกอยู่ หลังจากนั้นจึงส่งคำสั่งต่อไปยัง Broker เพื่อทำหน้าที่เจรจาต่อรองซื้อขายอีกทีหนึ่ง ใน "Exchange Floor" หรือที่เรียกว่า "Trading Pit" ซึ่งเป็นสถานที่ที่อนุญาตให้เฉพาะสมาชิกในตลาดเท่านั้น ที่สามารถเจรจาต่อรองซื้อขายกันในบริเวณนี้

ใน “Floor Broker” บริเวณ Trading Pit นอกจากจะมีสมาชิกที่เป็นนายหน้า (Brokers) ซื้อขายเพื่อลูกค้าเป็นวัตถุประสงค์หลักแล้ว ยังมีสมาชิกในตลาดกลุ่มที่เรียกว่า Locals ซึ่งสมาชิกกลุ่มนี้ จะทำการต่อรองราคาซื้อขาย Futures Contract เพื่อทำกำไรให้ตนเอง โดยพยายามซื้อในราคาที่ต่ำ และขายในราคาสูงเพื่อทำกำไร ดังนั้นสมาชิกที่เป็นพวก Locals นี้ ถือได้ว่าเป็นกลุ่มที่ทำให้ Futures Market เกิดสภาพคล่องมากยิ่งขึ้น เนื่องจากกลุ่ม Locals จะทำการซื้อขายเพื่อตนเองอยู่ตลอดเวลา

รูปแบบการซื้อขายใน Trading Pit นี้ เป็นกระบวนการที่มีความโปร่งใสด้านข้อมูลการซื้อขาย เนื่องจากว่าเป็นการซื้อขายที่เปิดเผย เพราะทั้ง Brokers และ Locals จะใช้วิธีตะโกน และใช้สัญญาณมือในการประมวลและต่อรองราคากัน ในบริเวณ Trading Pit พิจารณาได้จากรูปที่ 1



บทบาทของสำนักหักบัญชี (Clearing House)

ถ้าพิจารณาถึง Forwards Contract แล้วจะเห็นว่าเป็นสัญญาที่เกิดในตลาด OTC คู่สัญญาสามารถทำสัญญากันได้โดยตรง ไม่มีสำนักหักบัญชีทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการ Clearing & Settlement เป็นผลให้คู่สัญญาจำต้องรับความเสี่ยงด้านเครดิตระหว่างคู่สัญญา (Counter Party Risk) ที่อาจไม่ปฏิบัติตามสัญญาดังกล่าวได้

ขณะที่ Futures Contract เป็นสัญญาที่ทำผ่านตลาดที่จัดตั้งอย่างเป็นทางการ โดยมีสำนักหักบัญชี (Clearing House) เป็นตัวกลาง Clearing & Settlement ในทุกๆสัญญา (Clearing House อาจเป็นส่วนหนึ่ง หรือเป็นองค์กรอิสระจากตลาดฟิวเจอร์สก็ได้) ทำให้ผู้ที่ทำ Futures Contract ต่างมั่นใจโดยไม่ต้องกังวลถึงเรื่องความซื่อสัตย์ของคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง เนื่องจาก Clearing House จะทำหน้าที่

เข้ามาเป็นคู่ค้าในสัญญาฟิวเจอร์ส โดยเป็นทั้งผู้ขายให้กับผู้ซื้อ และเป็นผู้ซื้อให้กับผู้ขาย ในทุกๆรายการ กระบวนการดังกล่าวนับได้ว่าเป็นการโอนถ่ายความเสี่ยงด้านเครดิตของคู่สัญญาแต่ละฝ่ายมายัง Clearing House เพื่อทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการประกันทั้งการส่งมอบและชำระราคา

จากบทบาทของ Clearing House นับได้ว่ามีส่วนสำคัญมากต่อ Futures Market ให้ดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ ช่วยลดความเสี่ยงด้านเครดิตระหว่างคู่สัญญา นอกจากนี้ผู้ลงทุนในตลาด สามารถปิด Position หรือ ล้างฐานะที่มีอยู่เดิม ได้สะดวกมากขึ้น

การดำรงหลักประกัน (Margin Requirement)

จากการที่ Clearing House ต้องเป็นคู่สัญญา และเป็นผู้ประกันการชำระราคาและการส่งมอบ ในสัญญาฟิวเจอร์สทุกรายการ “Margin Requirement” จึงถือว่าเป็นเครื่องมือที่มีความสำคัญ ต่อตลาดล่วงหน้าให้สามารถบริหารจัดการได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยช่วยลดความเสี่ยงจากการที่ความเสี่ยงระหว่างคู่สัญญา (Counter Party Risk) ทั้งหมดได้ถูกถ่ายโอนมายัง Clearing House ดังนั้น Clearing House จำเป็นต้องมีระบบ Margin เพื่อใช้เรียกและดำรงหลักประกันจากผู้ที่ทำสัญญาในแต่ละรายการ กลไกในการเรียกหลักประกัน และการดำรงหลักประกันนั้น ตลาดล่วงหน้าจะใช้วิธีการเรียก Margin เริ่มแรก (Initial Margin) เพื่อเป็นหลักประกันขั้นต้น และจากนั้นจะประกาศ “Settlement Price” ทุกๆสิ้นวัน เพื่อทำการปรับมูลค่า Futures Price ให้เป็นไปตามมูลค่าตลาดทุกๆวัน (Daily Mark to Market) ทำให้สามารถประเมินถึงผลกำไรขาดทุนของผู้ทำสัญญาในแต่ละวันได้ ซึ่งหากผลขาดทุนสะสมมากจนระดับของหลักประกันลดลงต่ำกว่าระดับ Margin ขั้นต่ำตามที่ตลาดล่วงหน้ากำหนดให้ต้องดำรงไว้ (Maintenance Margin) จะเป็นผลทำให้บัญชีทุน (Equity Account) ของผู้ลงทุนเกิดการเปลี่ยนแปลงไปด้วย เนื่องจากต้องมีการส่งมอบเงินสด หรือที่เรียกว่า “Variation Margin” เพื่อเพิ่มระดับของหลักประกันให้เข้าสู่ระดับ Initial Margin เริ่มแรก เกี่ยวกับเรื่อง Margin สามารถอธิบายรายละเอียดได้ ดังนี้

- **Initial Margin** เป็นเงินประกันขั้นต้นและเริ่มแรก ที่ผู้ทำสัญญาแต่ละรายการจะต้องวางเป็นหลักประกันไว้กับ Clearing House โดยขนาดของ Initial Margin จะแตกต่างกันไปตามข้อกำหนดของแต่ละตลาด ซึ่งโดยทั่วไปแล้ว Initial Margin จะถูกกำหนดให้อยู่ในช่วง 5 – 15% ของมูลค่าตามสัญญา ทั้งนี้ Initial Margin อาจเป็นเงินสดหรือในรูปของหลักทรัพย์ที่มีค่าและมีความน่าเชื่อถือสูงก็ได้ เช่น หุ้นสามัญ, พันธบัตรรัฐบาล เป็นต้น (เป็นไปตามข้อกำหนดของแต่ละตลาด)
- **Maintenance Margin** เนื่องจากราคาตลาดของสินทรัพย์อ้างอิงมีความผันผวนในแต่ละวัน อันมีผลทำให้ Futures Price มีการปรับเปลี่ยนขึ้นลงในแต่ละวันเช่นเดียวกัน ดังนั้นขณะที่ปิดตลาดในแต่ละวันตลาดล่วงหน้าจะประกาศ “Settlement Price”*** ของสินทรัพย์อ้างอิง

แต่ละชนิดออกมา เพื่อทำการ Mark to Market มูลค่าของสัญญา เป็นผลให้ผู้ลงทุนสามารถรับรู้สถานะกำไรหรือขาดทุนได้ทันทีในทุกสิ้นวัน โดย Clearing House จะหัก Margin Account ของผู้ลงทุน (กรณีขาดทุน) หรือโอนเข้า (กรณีกำไร) และถ้าหากวันใดวันหนึ่งเกิดผลขาดทุนมาก จนทำให้ระดับ Margin Account ลดลงต่ำกว่าระดับ Maintenance Margin ซึ่งเป็นระดับ Margin ขั้นต่ำสุดที่ตลาดล่วงหน้ากำหนดให้ต้องดำรงไว้ ผู้ลงทุนจะต้องมีการส่งมอบ Margin เป็นเงินสด หรือที่เรียกว่า “Variation Margin” ไปยัง Clearing House และในทางตรงกันข้ามถ้าหากวันใดวันหนึ่ง ผู้ลงทุนมีผลกำไรมากจนทำให้ Margin Account อยู่สูงกว่าระดับ Initial Margin ผู้ลงทุนก็สามารถถอนกำไรส่วนที่เกินนั้นออกไปใช้ได้ (**ผู้อ่านพึงเข้าใจว่า “Settlement Price” ที่ตลาดล่วงหน้าประกาศออกมานั้นถือเป็นราคาตัวแทน (Representative Price) ซึ่งอาจจะเป็นราคาปิดหรือราคาสุดท้ายที่มีการซื้อ - ขาย กันในวันนั้น (Closing Price) หรืออาจเป็นราคาเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของรายการที่มีการซื้อขาย 2-3 นาที ก่อนปิดตลาดก็ได้ หากเกิดเหตุการณ์สับสนในตลาดเกี่ยวกับราคาปิด)

- **Variation Margin** กรณีที่ผู้ลงทุนขาดทุนจนหลักประกันลดลงสู่ระดับต่ำกว่า Maintenance Margin จะต้องมีการส่งมอบเงินสด เรียกว่า Variation Margin ซึ่งเป็น Margin แปรผันที่ต้องมีการส่งมอบเพิ่มเติมเพื่อให้ระดับหลักประกันที่ลดลงนั้นเพิ่มเข้าสู่ระดับ Initial Margin เริ่มแรก (มิใช่เข้าสู่ระดับ Maintenance Margin) ผู้อ่านพึงสังเกตว่า Variation Margin ต้องส่งมอบเป็นเงินสดเท่านั้น เนื่องจาก Clearing House ยอมให้ผู้ลงทุนที่มีสถานะกำไรเกินกว่า Initial Margin สามารถรับรู้กระแสเงินรับและโอนออกไปได้ (การโอนกำไรออกไปนี้ยังต้องคงรักษาระดับของ Initial Margin)

“การดำรงหลักประกัน” ถือว่าเป็นเครื่องมือสำคัญที่ทำให้ตลาดล่วงหน้าสามารถทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการ Clearing & Settlement สัญญาฟิวเจอร์สทุกรายการได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยกำหนดให้ผู้ที่ทำสัญญาซื้อ-ขายล่วงหน้าแต่ละราย จะต้องดำรงหลักประกันในการทำสัญญาให้เป็นไปตามที่ตลาดล่วงหน้าแต่ละแห่งกำหนด เพื่อให้เกิดความเข้าใจมากขึ้น ผมจะอธิบายตัวอย่างพอสังเขปของการดำรงหลักประกัน หลังจากที่ได้มีการปรับมูลค่าสัญญาฟิวเจอร์ส ให้เป็นไปตามมูลค่าตลาดทุกวัน (Daily Mark to Market)

Marking to Market สัญญาฟิวเจอร์ส

สมมติว่าบริษัท A เป็นผู้ซื้อสัญญาฟิวเจอร์ส (Long Position) สินทรัพย์ XX จำนวน 5,000 สัญญา ด้วย Futures Price ต่อสัญญา เท่ากับ 100 บาท โดย Clearing House กำหนดให้ Initial

Margin เท่ากับ 10 บาทต่อสัญญา และ Maintenance Margin เท่ากับ 7 บาทต่อสัญญา ขณะที่บริษัท B เป็นผู้ขายสัญญาฟิวเจอร์ส (Short Position) สัญญา XX ในจำนวน และราคาต่อสัญญาเท่ากัน

1. หลักประกันเริ่มแรก (Initial Margin) ที่นายหน้า A และ B จะต้องวางไว้กับ Clearing House เป็นจำนวนเงินเท่ากับ $5,000 \times 10 = 50,000$ บาท
2. หลักประกันขั้นต่ำ (Maintenance Margin) ที่นายหน้า A และ B ต้องดำรงไว้ใน Margin Account เท่ากับ $5,000 \times 7 = 35,000$ บาท

หลังจากที่บริษัท A และ B ทำ Futures Contract กันแล้ว Settlement Price ณ.สิ้นวันของสัญญา XX ที่ตลาดล่วงหน้าประกาศในแต่ละวันเป็นดังนี้

Trading Day	Settlement Price
1	98
2	97
3	99
4	96

● การตรวจสอบสถานะของบริษัท A (Long Position)

สิ้นสุดวันที่ 1 Futures Price ลดลง 2 บาทต่อสัญญา เป็นผลให้บริษัท A ขาดทุนเป็นจำนวนเงินทั้งสิ้น $(5,000 \times 2) = 10,000$ บาท Clearing House จะทำการหัก Margin Account ของบริษัท A เป็นจำนวนเงิน 10,000 บาท (Margin Account จะคงเหลืออยู่เท่ากับ 40,000 บาท)

สิ้นสุดวันที่ 2 Futures Price ลดลงอีก 1 บาท ต่อสัญญา เป็นผลให้บริษัท A ขาดทุนอีกเป็นจำนวนเงินทั้งสิ้น $(5,000 \times 1) = 5,000$ บาท ทำให้ Margin Account ของบริษัท A ณ.วันที่ 2 เหลืออยู่เท่ากับ 35,000 บาท ซึ่งเป็นจำนวนที่เท่ากับระดับหลักประกันที่ต้องดำรงไว้พอดี บริษัท A ยังคงไม่ต้องทำอะไร

สิ้นสุดวันที่ 3 Futures Price เพิ่มขึ้น 2 บาท ต่อสัญญา ทำให้บริษัท A ได้กำไรเป็นจำนวนเงิน $(5,000 \times 2) = 10,000$ บาท Clearing House จะโอนเงินเข้า Margin Account ของบริษัท A ทำให้ระดับหลักประกันคงเหลือเท่ากับ 45,000 บาท

สิ้นสุดวันที่ 4 Futures Price กลับลดลงอีก 3 บาท ต่อสัญญา เป็นผลให้บริษัท A ขาดทุนทันทีรวมทั้งสิ้น $(5,000 \times 3) = 15,000$ บาท ทำให้ Margin Account คงเหลืออยู่เท่ากับ 30,000 บาท (ซึ่งต่ำกว่าระดับ Maintenance Margin 35,000 บาท) ที่นี้บริษัท A จะต้องมีการส่งมอบ Variation Margin ให้ Clearing House เป็นจำนวนเงิน 20,000 บาท เพื่อทำให้ระดับของหลักประกันเข้าสู่ระดับ Initial Margin

- การตรวจสอบสถานะของบริษัท B (Short Position)

สิ้นสุดวันที่ 1 Futures Price ลดลง เป็นผลให้บริษัท B ได้กำไรเป็นจำนวนเงิน 10,000 บาท Clearing House จะทำการโอนกำไรนี้เข้าสู่ Margin Account ของบริษัท B และบริษัท B ก็สามารถโอนกำไรส่วนนี้ออกไปใช้ได้โดยต้องคงระดับของ Initial Margin

สิ้นสุดวันที่ 2 บริษัท B กำไรอีก 5,000 บาท และบริษัท B ก็ยังคงสามารถถอนกำไรส่วนนี้ออกไปใช้ได้

สิ้นสุดวันที่ 3 บริษัท B ขาดทุนเป็นจำนวนเงินทั้งสิ้น 10,000 บาท ทำให้ Margin Account คงเหลืออยู่เท่ากับ 40,000 บาท

สิ้นสุดวันที่ 4 บริษัท B ได้รับกำไรอีก 15,000 บาท ทำให้ Margin Account เท่ากับ 55,000 บาท ซึ่งมากกว่าระดับ Initial Margin อยู่ 5,000 บาท บริษัท B สามารถถอนกำไรส่วนนี้ออกไปใช้ได้

ในโอกาสหน้าผมจะนำเรื่อง "Options Contract" ซึ่งเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอีกประเภทหนึ่งที่ได้รับความนิยม มาฝากคุณๆผู้อ่านกัน...แล้วอย่าลืมติดตามกันล่ะครับ