

การศึกษาเชิงเศรษฐศาสตร์การเมืองว่าด้วยแฮตจ์ฟันด์และโลกาภิวัตน์



ม.ล. กรรณิวัฒน์ เกษมศรี

สถาบันวิทยบริการ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาศิลปศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์การเมือง

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2550

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# THE POLITICAL ECONOMY OF HEDGE FUNDS AND GLOBALIZATION

M.L. Kornkasiwat Kasemsri



A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Arts Program in Political Economy  
Faculty of Economics

Chulalongkorn University

Academic Year 2007

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์  
โดย  
สาขาวิชา  
อาจารย์ที่ปรึกษา

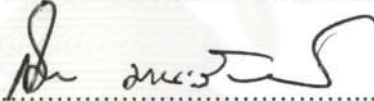
การศึกษาเชิงเศรษฐศาสตร์การเมืองว่าด้วยเฮดจ์ฟันด์และโลกาภิวัตน์  
ม.ล. กรรณิวัฒน์ เกษมศรี  
เศรษฐศาสตร์การเมือง  
รองศาสตราจารย์ ดร. สมภพ มานะรังสรรค์

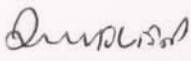
คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้นับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็น  
ส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ


  
..... คณบดีคณะเศรษฐศาสตร์  
(รองศาสตราจารย์ ดร.โสติดิธร มัลลิกะมาส)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

  
..... ประธานกรรมการ  
(รองศาสตราจารย์ ดร. ณรงค์ เพ็ชรประเสริฐ)

  
..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(รองศาสตราจารย์ ดร. สมภพ มานะรังสรรค์)

  
..... กรรมการ  
(รองศาสตราจารย์ ดร. วรวิทย์ เจริญเลิศ)

  
..... กรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ สมบูรณ์ รัตนพานกุล)

สถาบันวิจัยประชากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

กรกสิวัฒน์ เกษมศรี: การศึกษาเชิงเศรษฐศาสตร์การเมืองว่าด้วยเฮดจ์ฟันด์และโลกาภิวัตน์ (THE POLITICAL ECONOMY OF HEDGE FUNDS AND GLOBALIZATION) อ.ที่ปรึกษา: รศ.ดร.สมภพ มานะรังสรรค์, 333 หน้า.

วิทยานิพนธ์นี้จึงมีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาความเป็นมาของ เฮดจ์ฟันด์ ในลักษณะ Historical Approach ตั้งแต่การเกิดรูปแบบ กลไกการทำงาน และพัฒนาการในบริบทของโลกาภิวัตน์ทางการเงิน เพื่อสร้างความเข้าใจที่ถูกต้องในเรื่องเฮดจ์ฟันด์เพื่อการพัฒนา ระบบเศรษฐกิจการเงินของไทยให้เจริญเติบโตอย่างยั่งยืน

เนื่องจากบทเรียนจากวิกฤติเศรษฐกิจที่ผ่านมาพิสูจน์ให้เห็นว่า ความรู้ความเข้าใจในเรื่องเฮดจ์ฟันด์ของสังคมไทยยังมี อยู่ในระดับจำกัด จากการศึกษาทั้งภาครัฐและเอกชนไทยจำนวนมากขาดความเข้าใจต่อสถานการณ์ความเป็นไปและผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่ เกิดจากเฮดจ์ฟันด์ จึงนำมาซึ่งการแก้ไขปัญหาอย่างไม่ตรงประเด็น สร้างความเสียหายทางเศรษฐกิจอย่างไม่เคยปรากฏมาก่อน โดยการวิจัย นี้จึงใช้กองทุนควอนตัมฟันด์ของ บริษัท โรดส ฟันด์เมเนจเม้นท์ ของนาย จอร์จ โซรอส (George Soros) เป็นกรณีศึกษาเปรียบเทียบกับ การพัฒนาของเศรษฐกิจการเงินของโลก เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลด้านการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์มีอยู่อย่างจำกัดทำให้งานวิจัยเกี่ยวกับเรื่องนี้ใน ประเทศไทยยังมีอยู่ไม่มากนัก ข้อมูลส่วนใหญ่จำเป็นต้องอาศัยเอกสารต่างประเทศ หรือแหล่งข้อมูลจากต่างประเทศ เช่น การสัมภาษณ์นักค้าเงิน ต่างชาติ ฯลฯ ดังนั้น การวิเคราะห์จึงอยู่ในลักษณะของมุมมองจากภายนอก

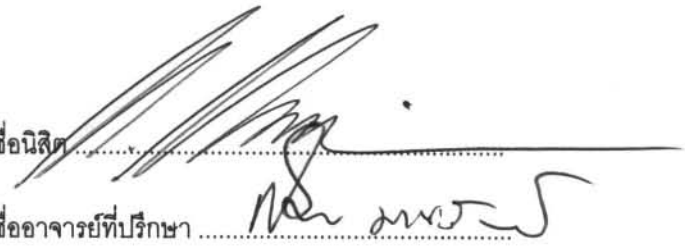
จากการวิจัยเรื่องเฮดจ์ฟันด์ได้ผลสรุป ดังนี้ 1) เฮดจ์ฟันด์ไม่ได้เป็นสิ่งใหม่แต่ได้เกิดขึ้นตั้งแต่ปี 1950 โดยมีความซับซ้อน ขึ้นตามสภาวะแวดล้อมของโลกที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงภายใต้การผลักดันของอินทามติวอชิงตันของประเทศทุนนิยมศูนย์กลางผ่านองค์กร เช่น World Bank, IMF, WTO ฯลฯ คำว่าเฮดจ์ฟันด์มีความหมายกว้างกว่าที่ผู้คนเข้าใจ เนื่องจาก "เฮดจ์ฟันด์" เป็นคำที่ใช้เรียกประเภทของ กองทุนที่มีกลยุทธ์การลงทุนหลากหลายแตกต่างกัน ทำให้คำว่า Hedge นี้ดูจะมีความหมายที่แคบเกินไปกว่าสิ่งที่เฮดจ์ฟันด์กระทำอยู่ใน ปัจจุบัน โดยเฮดจ์ฟันด์จำนวนมากทำการลงทุนโดยมิได้เน้นการทำ Hedging หรือ การป้องกันความเสี่ยง 3) เฮดจ์ฟันด์สามารถวิวัฒนาการได้ ตามขบวนการโลกาภิวัตน์ที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างสถาบัน โดยผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์จึงพยายามหาข้อบกพร่องของระบบ และช่องว่างในการทำตามเป้าหมายการที่เปลี่ยนแปลงไป หากมีโอกาสเกิดขึ้นในตลาดใดเฮดจ์ฟันด์จะเป็นกลุ่มแรกๆ ที่ปรับกลยุทธ์และ หาช่องว่างเข้าไปทำกำไรในตลาดนั้นๆ 4) เฮดจ์ฟันด์ให้ทั้งคุณและโทษต่อระบบเศรษฐกิจการเงินโลก ในแง่ประโยชน์นั้น เฮดจ์ฟันด์ได้ช่วย กระจายความเสี่ยงในการลงทุน เนื่องจากเฮดจ์ฟันด์มีค่าสหสัมพันธ์ที่ต่ำเมื่อเทียบกับผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์แบบดั้งเดิม (Traditional Portfolio Investment) นอกจากลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ยังช่วยเพิ่มประสิทธิภาพให้ตลาดได้แก่ การช่วยเพิ่มสภาพคล่องในการซื้อ ขายหลักทรัพย์ การทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับเข้าสู่ราคาพื้นฐานด้วยความรวดเร็วยิ่งขึ้น แต่สำหรับตลาดที่มีขนาดเล็กการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ อาจให้ผลตรงกันข้ามได้เนื่องจากตลาดขาดความลึกและมีสภาพคล่องต่ำ ทำให้การลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ขนาดใหญ่สามารถสร้างความผันผวน ให้กับตลาดได้ ยิ่งไปกว่านั้นเฮดจ์ฟันด์อาจสร้างความเสียหายต่อสถาบันการเงินและตลาดการเงินได้ หากเฮดจ์ฟันด์ทำการกู้ยืมเพื่อการลงทุน มากเกินไป ทำให้เกิดผลกระทบในลักษณะปฏิกริยาลูกโซ่ทำให้เกิดการทรุดตัวของทั้งตลาดเงินและตลาดทุนอย่างรุนแรง ซึ่งจะสร้างผล เสียหายอย่างมหาศาล จากปรากฏการณ์ที่เรียกว่า "Spiral Down from Contagion Effect" ซึ่งนำไปสู่วิกฤติของระบบเศรษฐกิจได้ 5) การ กำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์ยังไม่สามารถเกิดขึ้นได้ในอนาคตอันใกล้ เนื่องจากความสัมพันธ์ทางด้านผลประโยชน์ของเศรษฐกิจการเมืองสหรัฐฯและ เฮดจ์ฟันด์มีอยู่ในระดับสูง 6) เฮดจ์ฟันด์ยังคงขยายตัวต่อไปในอัตราที่สูงต่อไปในอนาคต ถึงแม้ว่าเฮดจ์ฟันด์บางกลยุทธ์จะมีอัตราการทำกำไร ที่ลดลงเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างสถาบัน แต่เฮดจ์ฟันด์ก็จะปรับตัวให้สอดคล้องกับโลกาภิวัตน์ตลอดเวลาไม่ว่าสถานการณ์โลกจะ เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใดก็ตาม ผมนอกกับการที่ธนาคารได้รุกเข้าไปทำธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ สิ่งนี้ได้ช่วยเสริมศักยภาพให้อุตสาหกรรมเฮดจ์ฟันด์ ได้รับการยอมรับจากผู้ลงทุนมากยิ่งขึ้น และจะช่วยผลักดันให้เกิดการขยายตัวของเฮดจ์ฟันด์สู่ศูนย์กลางรายย่อยได้ในที่สุด และท้ายที่สุด คือ การสนับสนุนจากภาครัฐ ได้แก่ ช่องกน และสิงคโปร์ ซึ่งได้กลายเป็นศูนย์กลางแห่งใหม่ของเฮดจ์ฟันด์ในเอเชีย ซึ่งการสนับสนุนจากภาครัฐนี้จึง นับเป็นตัวแปรสำคัญต่อความรุ่งเรืองของเฮดจ์ฟันด์เอเชียทั้งในปัจจุบันและอนาคต

สาขาวิชา เศรษฐศาสตร์การเมือง

ปีการศึกษา 2550

ลายมือชื่อนิสิต

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา





## 468 59888 29: MAJOR POLITICAL ECONOMY

KEY WORD: HEDGE FUND / US SEC / GLOBALIZATION

KORNKASIWAT KASEMSRI, M.L.: THE POLITICAL ECONOMY OF HEDGE FUND AND GLOBALIZATION.

THESIS ADVISOR: PROF. SOMPOP MANARANGSAN, Ph.D., 333 pp.

The objective of this Thesis is to study the occurrence of hedge funds under historical approach from the beginning, formation, mechanism, to the development under globalization of finance in order to create proper perception in the concept of hedge fund investment and help sustain the growth in Thai financial system.


Here, I examine using Quantum Fund of Soros Fund Management by George Soros for the case study in order to compare to the World's Economic and Financial Development. As a result of limited access on hedge fund and the information are not subject to public disclosure or regulatory reporting requirements that makes only a small number of research on Thailand's hedge fund were found. Most information was obtained from foreign articles or resources from outside the country i.e. interview with foreign trader therefore the perception were given from the outside view.

As a result, the outcome of the study were 1) Hedge fund was nothing new but was first introduced in the 1950s with increasing complications depending on the Capitalized Country through the international organizations e.g. World Bank, IMF and WTO 2) The term hedge fund has a broader meaning as "Hedge Fund" is used when calling a type of fund that has many difference investment strategies. The term hedge fund is loosely defined and does not always imply if a hedging technique is being used. 3) Hedge fund developed by revolution of which leads to a change in institutional structure. Hedge fund manager attempts to produce targeted returns or absolute performance, regardless of the underlying trends in the financial markets. In order to make benefit, they implement a wide array of trading strategies; however they each strive to capture market inefficiencies. 4) Hedge fund gives both positive and negative benefits to the whole financial systems. Hedge funds play a valuable arbitrage role in reducing and eliminating mispricing in financial markets. They also provide risk transfer and diversification in the Traditional Portfolio Investment. They are an important source of liquidity both in periods of calm and stress. They add depth and breadth to our financial markets. But on the other hand, hedge fund involvement in small market might give a negative impact owing to less liquidity and depth of financial market. For that reason, a large hedge fund can cause fluctuation in the market. If hedge fund highly leveraged in financing its investment, it may gives impact to the financial market and that makes hedge fund an important focus of attention from the systemic perspective which then leads to a shock in the economy and the whole financial market. "Spiral Down from Contagion Effect" which bring about the financial turmoil 5) There has been several significant efforts to induce hedge fund disclosure and regulations, but these efforts have fallen short because of large benefit associated with the US. 6) Hedge fund's rapid growth in popularity continues every year, even though some hedge fund strategies might not provide substantial return like they used to. Hedge funds are still finding a way to play an important role in the financial markets. Moreover, investment in hedge fund become more acceptable to investors when the financial institutions were involved that could bring about more market participants including the individuals. However, I believed that with the support from the government, like in Hong Kong and Singapore, which are central for Hedge fund in Asia, I could see meaningful further increase both in aggregate size of the hedge fund and in the relative significance of their role in the near future

Field of study Political Economy

Student's signature.....

Academic year 2007

Advisor's signature.....

## กิตติกรรมประกาศ

ในการศึกษาครั้งนี้ข้าพเจ้าได้รับความอนุเคราะห์จากบุคคลและสถาบันต่อไปนี้

รองศาสตราจารย์ ดร. สมภาพ มานะรังสรรค์ แห่งคณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ได้ช่วยให้ข้อเสนอแนะและชี้ข้อบกพร่องของแนวการศึกษาของข้าพเจ้ามาตั้งแต่ต้น ทำให้ข้าพเจ้าสามารถวิเคราะห์ไปสู่เนื้อหาที่ช่วยตอบปัญหาที่ต้องการทราบได้อย่างถ่องแท้ยิ่งขึ้น ทั้งยังได้ให้ความสนใจต่องานศึกษาชิ้นนี้มาอย่างสม่ำเสมอ อันเป็นกำลังใจให้แก่ผู้เขียนอย่างมาก

รองศาสตราจารย์ ดร. ณรงค์ เพ็ชรประเสริฐ รองศาสตราจารย์ ดร. วรวิทย์ เจริญเลิศ และ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ สมบูรณ์ รัตนพนากุล ได้ช่วยวิจารณ์ข้อเสนอเบื้องต้นในการศึกษาอันเป็นประโยชน์ต่อการศึกษานี้ในลำดับต่อมา

หอสมุดกลาง หอสมุดคณะรัฐศาสตร์ หอสมุดและห้องคอมพิวเตอร์คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ได้ให้บริการการค้นคว้าข้อมูลที่มีคุณค่าอย่างยิ่งต่อการวิจัย

อาจารย์ในสาขาวิชาเศรษฐศาสตร์การเมือง จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชา รวมถึงให้กำลังใจและสนับสนุนการวิจัยนี้เท่าที่พวกท่านจะทำได้

และท้ายที่สุด ครอบครัวของข้าพเจ้า ที่สนับสนุนและเป็นกำลังใจอย่างมาก

บุคคลและสถาบันเหล่านี้ขอได้รับความขอบคุณอย่างจริงใจจากข้าพเจ้า อย่างไรก็ตาม ก็ตาม ความรับผิดชอบย่อมเป็นของผู้เขียนแต่เพียงผู้เดียว

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญ

บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฅ
สารบัญแผนภูมิ.....	ญ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	7
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	7
1.4 ข้อยกเว้นของการวิจัย.....	8
1.5 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย.....	9
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	11
1.7 วิธีดำเนินการวิจัย.....	12
1.8 แนวคิดและทฤษฎี.....	14
1.9 วรรณกรรมปริทัศน์.....	22
บทที่ 2 เสรีนิยมใหม่กับโครงสร้างสถาบันของตลาดเงินโลก.....	44
2.1 ข้อเสนอสนับสนุนต่อแนวคิดเสรีนิยมใหม่.....	45
2.2 ข้อคัดค้านต่อแนวคิดเสรีนิยมใหม่.....	46
2.3 ผลของเสรีนิยมใหม่และระเบียบโลกใหม่ต่อการไหลเวียนของทุน.....	49
2.4 ปัญหาจากการเคลื่อนย้ายทุนเสรีและการวิเคราะห์.....	51
บทที่ 3 เฮดจ์ฟันด์และบทบาทในกระแสโลกาภิวัตน์.....	70
3.1 กำเนิดของเฮดจ์ฟันด์.....	70
3.2 เฮดจ์ฟันด์แรกของโลกกับกลยุทธ์การทำกำไร.....	71
3.3 เฮดจ์ฟันด์กับพลวัตเศรษฐกิจการเงินโลก.....	74
3.4 เฮดจ์ฟันด์กับวิกฤติค่าเงินบาท.....	98
บทที่ 4 กลไกการทำงานของเฮดจ์ฟันด์.....	112
4.1 การจัดตั้งบริษัทจัดการกองทุน และกองทุนเฮดจ์ฟันด์.....	116
4.2 การระดมเงินลงทุนจากผู้ลงทุน.....	118
4.3 การทำธุรกรรมเพื่อการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์.....	119
4.4 ผู้ดูแลทรัพย์สิน (Custodian).....	133
4.5 ธุรกิจ Prime Brokerage.....	136
4.6 สรุปท้ายบท.....	144
บทที่ 5 วิกฤติของเฮดจ์ฟันด์: กรณีการล่มสลายของกองทุน LTCM.....	146

5.1	ความเป็นมา .....	146
5.2	การวิเคราะห์ธุรกรรมของ LTCM กับสถาบันการเงิน.....	148
5.3	ปัญหาที่เกิดขึ้นกับ LTCM .....	156
5.4	การวิเคราะห์ปัญหาของ LTCM .....	159
5.5	ผลกระทบทางลบที่เกิดขึ้นจากเฮดจ์ฟันด์.....	163
5.6	เฮดจ์ฟันด์นำไปสู่วิกฤตทุนนิยม (Capitalism Crisis) ได้หรือไม่.....	165
บทที่ 6	เฮดจ์ฟันด์กับการเมืองสหรัฐฯ .....	167
6.1	ประเภทของการให้เงินอุดหนุนการเลือกตั้งในสหรัฐฯ .....	167
6.2	สาเหตุที่สำคัญในการเข้ามามีบทบาททางการเมืองของเฮดจ์ฟันด์ .....	170
บทที่ 7	ทิศทางของเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต.....	177
7.1	การเจริญเติบโตของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์.....	177
7.2	ประเภทของกองทุนในปัจจุบันและอนาคต .....	181
7.4	ขนาดของเฮดจ์ฟันด์.....	185
7.5	บทสัมภาษณ์พิเศษ เรื่องแนวโน้มธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ในเอเชีย .....	187
7.6	บทสัมภาษณ์พิเศษ ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ .....	192
7.7	ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออนาคตของเฮดจ์ฟันด์ .....	198
บทที่ 8	การกำกับดูแลธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ .....	217
8.1	ความกังวลของทางการต่อธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ .....	218
8.2	แนวโน้มบทบาทการกำกับดูแลของทางการต่อธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต .....	224
8.3	ความพยายามของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐฯ (US SEC).....	228
8.4	ปฏิสัมพันธ์เชิงอำนาจของเฮดจ์ฟันด์ต่อระบบสถาบันในสหรัฐฯ .....	233
8.5	สรุปท้ายบท .....	246
บทที่ 9	บทสรุปและข้อเสนอแนะ .....	249
9.1	บทสรุป .....	249
9.2	ข้อเสนอแนะ.....	255
	รายการอ้างอิง .....	262
	ภาคผนวก .....	274
	ภาคผนวก ก ชีวประวัติโดยย่อของ จอร์จ โซรอส .....	275
	ภาคผนวก ข กรณีการปิดตัวลงกองทุนไทเกอร์ฟันด์.....	280
	ภาคผนวก ค กลยุทธ์ของกองทุนเฮดจ์ฟันด์.....	284
	ภาคผนวก ง ประโยชน์ที่เกิดจากการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ร่วมกับหลักทรัพย์ประเภทอื่น .....	292
	ภาคผนวก จ ประเภทของตราสารทุน .....	299
	ภาคผนวก ฉ สิ่งที่น่าลงทุนควรทราบก่อนลงทุนเฮดจ์ฟันด์ .....	302
	ภาคผนวก ช รายชื่อเฮดจ์ฟันด์ในสหรัฐฯ ยุโรป และเอเชีย.....	304
	ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์ .....	322



## สารบัญตาราง

ตารางที่ 4.1	แสดงบริการที่ธนาคารเพื่อการพาณิชย์และธนาคารเพื่อการลงทุนที่เสนอให้เฮดจ์ฟันด์.....	115
ตารางที่ 4.2	แสดงการคำนวณเพื่อทำ Leverage ของเฮดจ์ฟันด์.....	126
ตารางที่ 4.3	แสดงความสัมพันธ์ระหว่างร้อยละของมาร์จิ้นที่วางกับจำนวนเท่าของ Leverage ที่ได้.....	127
ตารางที่ 4.4	แสดงถึงการสำรวจการใช้ Leverage ของกลยุทธ์ของเฮดจ์ฟันด์ในปี 2004.....	129
ตารางที่ 5.1	แสดงกระแสเงินสดจากการทำธุรกรรมระหว่าง UBS กับ LTCM.....	152
ตารางที่ 5.2	แสดงผลตอบแทนของธนาคาร UBS และหุ้นส่วนของ LTCM.....	154
ตารางที่ 6.1	แสดงตัวอย่างของ “Campaign Finance Reform Advocacy Groups” ที่นายจอร์จ ไชรอดส บริจาคเงินในช่วงฤดูการเลือกตั้ง 2003 - 2004.....	170
ตารางที่ 6.2	แสดงรายชื่อเฮดจ์ฟันด์ที่บริจาคเงิน (Hard Money) เรียงลำดับจากกองทุนที่ใหญ่ที่สุด 10 ลำดับแรกโดยนิตยสาร Institutional Investor.....	173
ตารางที่ 6.3	แสดงรายชื่อ นักการเมือง และ คณะกรรมการอำนวยการเลือกตั้ง ของทั้ง 2 พรรค ที่รับบริจาคจากเฮดจ์ฟันด์ 10 ลำดับแรก.....	174
ตารางที่ 7.1	แสดงสัดส่วนเงินกองทุนของมหาวิทยาลัยที่ลงทุนในเฮดจ์ฟันด์.....	179
ตารางที่ 7.2	แสดงผลการสำรวจสัดส่วนของสินทรัพย์ของกองทุนที่จัดสรรไปลงทุนใน เฮดจ์ฟันด์ จำแนกตามกลุ่มประเทศ.....	180
ตารางที่ 7.3	แสดงข้อมูลเชิงสถิติของธุรกิจกองทุนในปี 2003.....	187
ตารางที่ 7.4	แสดงการคาดการณ์ขนาดการเจริญเติบโตของกองทุน.....	208
ตารางที่ 7.5	แสดงการจัดอันดับบริษัทกองทุนเฮดจ์ฟันด์ขนาดใหญ่ของโลก.....	213
ตารางที่ ๗.1	แสดงการเปรียบเทียบกลยุทธ์ของเฮดจ์ฟันด์ตามผลตอบแทนและความเสี่ยง.....	297

## สารบัญแผนภูมิ

แผนภูมิที่ 1.1 แสดงมูลค่าสินทรัพย์ของเฮดจ์ฟันด์ในอดีต และประมาณการมูลค่าสินทรัพย์ของเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต .....	4
แผนภูมิที่ 1.2 แสดงจำนวนเฮดจ์ฟันด์ในอดีต และประมาณการจำนวนเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต .....	5
แผนภูมิที่ 1.3 แสดงวิถีการผลิตกับการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของระบบสังคมและเศรษฐกิจของไทย .....	19
แผนภูมิที่ 3.1 แสดงการเปลี่ยนแปลงเป็นร้อยละของความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นของ บมจ. ปูนซีเมนต์ไทย (SCC9) และ บมจ. ปูนซีเมนต์นครหลวง (SCCC9) .....	72
แผนภูมิที่ 3.2 แสดงการเปลี่ยนแปลงเป็นร้อยละของความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นของ บมจ. ธนาคารกรุงไทย (BBL9) และ บมจ.ธนาคารกสิกรไทย (KBANK9) .....	73
แผนภูมิที่ 3.3 แสดงดัชนีดาวโจนส์ ปี 1950 – 1981 .....	76
แผนภูมิที่ 3.4 แสดงค่าเงินปอนด์ของอังกฤษและค่าเงินเยนของญี่ปุ่นเปรียบเทียบกับเงินดอลลาร์ซึ่งมีการผันผวนอย่างหนักหลังปี 1971 .....	80
แผนภูมิที่ 3.5 แสดงดัชนีสแตนดาร์ด แอนด์พัวร์ ระหว่างปี 1970 – 1980 ซึ่งมีการเจริญเติบโต 57% .....	82
แผนภูมิที่ 3.6 แสดงการแข่งขันตัวของค่าเงินเยนอย่างรวดเร็วในปี 1985 หลังการประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” .....	86
แผนภูมิที่ 3.7 แสดงดัชนีดาวโจนส์เข้าสู่ช่วงขาขึ้นเมื่อสู่ยุคเศรษฐกิจแบบ “เรแกนโนมิค” ในปี 1980 .....	87
แผนภูมิที่ 3.8 แสดงดัชนี ดาวโจนส์ ที่ร่วงลงอย่างหนักในเหตุการณ์ Black Monday เดือนตุลาคมปี 1987 .....	88
แผนภูมิที่ 3.9 แสดงดัชนีนิคเคอิของญี่ปุ่นปรับตัวลงอย่างแรงเนื่องจากสภาวะเศรษฐกิจถดถอยตั้งแต่นั้นเป็นต้นมา .....	89
แผนภูมิที่ 3.10 แสดงการเคลื่อนไหวของค่าเงินปอนด์เทียบกับดอลลาร์ก่อนและหลังการถูกโจมตีค่าเงินโดย จอร์จ โซรอส (George Soros) ในปี 1992 .....	93
แผนภูมิที่ 3.11 แสดงค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์ก่อนและหลังการถูกโจมตีค่าเงิน .....	100
แผนภูมิที่ 3.12 แสดงดุลบัญชีกระแสเงิน และ ดุลการชำระเงิน ตั้งแต่ปี 1991 – 1997 .....	105
แผนภูมิที่ 3.13 แสดงส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคาร 1 วัน ของไทยและสหรัฐฯ .....	106
แผนภูมิที่ 4.1 แสดง กลไกการทำงานและองค์กรต่างๆที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ .....	113
แผนภูมิที่ 4.2 แสดงการจำแนกประเภทของตราสารหนี้ .....	122
แผนภูมิที่ 4.3 แสดงกลไกการทำ Leverage ของเฮดจ์ฟันด์ .....	124
แผนภูมิที่ 4.4 แสดงการใช้ Leverage ของ เฮดจ์ฟันด์ เพื่อโจมตีค่าเงินบาทของประเทศไทยในปี 1997 .....	132
แผนภูมิที่ 4.5 แสดงถึงบริการของ Prime Broker ที่นำเสนอให้กับเฮดจ์ฟันด์ .....	137
แผนภูมิที่ 4.6 แสดงถึงขั้นตอนในการจัดตั้งกองทุนเฮดจ์ฟันด์ .....	138
แผนภูมิที่ 4.7 แสดงการทำหน้าที่ของ Prime Broker ในฐานะผู้จัดหาแหล่งเงินทุน .....	139
แผนภูมิที่ 4.8 แสดงการทำหน้าที่ของ Prime Broker ในฐานะผู้จัดหาแหล่งให้ยืมหลักทรัพย์ .....	140
แผนภูมิที่ 4.9 แสดงระบบเทคโนโลยีที่ Prime Broker ให้บริการ .....	143
แผนภูมิที่ 5.1 แสดงการทำธุรกรรมภายใต้โครงสร้างทางการเงินระหว่าง UBS กับ LTCM .....	151
แผนภูมิที่ 7.1 แสดงสัดส่วนของผู้ลงทุนจำแนกตามประเภทของผู้ลงทุน .....	178
แผนภูมิที่ 7.2 แสดงประเภทกลยุทธ์ของเฮดจ์ฟันด์ .....	182

แผนภูมิที่ 7.3 แสดงธุรกิจเฮดจ์ฟันด์แบ่งแยกตามกลยุทธ์การลงทุน ในปี 2002.....	184
แผนภูมิที่ 7.4 แสดงขนาดของเฮดจ์ฟันด์ต่อกองทุนในปี 2002.....	186
แผนภูมิที่ 7.5 ปริมาณบริษัทที่จดทะเบียนที่ British Virgin Islands (BVI) ตั้งแต่ปี 2002-2006 .....	200
แผนภูมิที่ 7.6 แสดงวิวัฒนาการของเฮดจ์ฟันด์จากกลยุทธ์หนึ่งไปสู่อีกกลยุทธ์หนึ่ง.....	201
แผนภูมิที่ 7.7 แสดงกลยุทธ์ที่เฮดจ์ฟันด์ใช้ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ปี 1990- Q1, 2005 .....	203
แผนภูมิที่ 7.8 แสดงความเคลื่อนไหวของดัชนีดาวโจนส์.....	203
แผนภูมิที่ 7.9 แสดงโครงสร้างรายได้และค่าธรรมเนียมระหว่างเฮดจ์ฟันด์กับธนาคาร .....	210
แผนภูมิที่ ข.1 แสดงอัตราแลกเปลี่ยนของเงินเยนต่อเหรียญสหรัฐ ที่แข็งค่าขึ้นอย่างรุนแรงในปี 1998 .....	282
แผนภูมิที่ ง.1 แสดงเส้น Efficient Frontier ของสินทรัพย์ปรกติ .....	294
แผนภูมิที่ ง.2 แสดงผลตอบแทนและความเสี่ยงของเฮดจ์ฟันด์บนเส้น Efficient Frontier .....	295



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

เฮดจ์ฟันด์ เป็นคำที่คนไทยมักคุ้นเคยจากหน้าหนังสือพิมพ์ในยุคที่ประเทศไทยกำลังเกิดวิกฤติ และมักจะถูกกล่าวอ้างอยู่เสมอว่าเป็นสาเหตุแห่งความหายนะของระบบเศรษฐกิจในประเทศต่างๆทั่วโลก เป็นองค์กรที่ไร้ซึ่งคุณธรรมและจริยธรรมในการดำเนินธุรกิจ หาผลประโยชน์จากประเทศยากจน นอกจากนี้ยังเป็นองค์กรที่ไร้คุณค่า (Unproductive Sector) ต่อสังคมส่วนรวม คำกล่าวเหล่านี้ดูจะเป็นคำนิยามที่สาหัสสากรรจ์พอสมควรทีเดียว แต่หากเฮดจ์ฟันด์เป็นสิ่งเลวร้ายจริงๆแล้ว ทำไมเฮดจ์ฟันด์จึงไม่ถูกกำจัดออกไปโดยประชาคมโลก ยิ่งไปกว่านั้นยังมีจำนวนเพิ่มขึ้นเป็นทวีคูณ ทั้งใน สหรัฐฯ ยุโรป และ เอเชีย จึงเป็นสิ่งที่น่าศึกษาหาความรู้ลงในรายละเอียดว่าทำไมจึงเกิดปรากฏการณ์เช่นนี้ รวมถึงวิเคราะห์ผลกระทบที่มีต่อเศรษฐกิจไทย

ผู้เขียนเองได้มีประสบการณ์ทำงานกับบริษัทในเครือของ JP Morgan ในด้านการลงทุนทั้งในตลาดเงินตลาดทุนอยู่หลายปี ได้ศึกษาและติดตามความเป็นไปของเฮดจ์ฟันด์อยู่เสมอ จึงได้พบว่าความเข้าใจของคนทั่วไปในประเทศในเรื่องเฮดจ์ฟันด์มีอยู่ค่อนข้างจำกัด และยังมี ความแตกต่างจากสิ่งที่ผู้เขียนศึกษาอยู่ในหลายประเด็น ไม่ว่าจะเป็นเรื่องการทำเนิของเฮดจ์ฟันด์ การดำรงอยู่ได้อย่างเฟื่องฟูในสภาพแวดล้อมของเศรษฐกิจการเมืองในยุคโลกาภิวัตน์ล้วน เป็นสิ่งที่สวนกระแสความรู้สึกของสังคมไทยโดยส่วนใหญ่อย่างสิ้นเชิง ทำให้เรื่องของเฮดจ์ฟันด์ และผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยจึงเป็นประเด็นที่นำศึกษาอย่างยิ่ง

เฮดจ์ฟันด์มีการพัฒนามายาวนานจากปี 1950 ที่มี Concept หรือ Philosophy ที่เรียบง่าย กลายเป็นสิ่งมีความยุ่งยากและซับซ้อนต่อความเข้าใจของคนทั่วไป อันเป็นไปตามสภาวะแวดล้อมของโลกการเงินที่มีความซับซ้อนมากขึ้น โดยมีแรงผลักดันที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างสถาบัน (Rules of the Game) ที่กำหนดกฎเกณฑ์กลไกทางเศรษฐกิจในโลกเสรีนิยมที่ผลักดันโดยประเทศทุนนิยมศูนย์กลาง ไม่ว่าจะเป็นการยกเลิกการผูกค่าเงินดอลลาร์ไว้กับทองคำตามข้อตกลง Bretton Woods, การประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด”, การเกิดตราสารทางการเงินชนิดใหม่ๆประเภทอนุพันธ์(Derivatives) ไม่ว่าจะเป็น Futures, Swap Options, หรือ Forwards สิ่งเหล่านี้ล้วนส่งผลให้เกิดการไหลของกระแสทุนให้เพิ่มสูงขึ้น โดยภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง (Real Sector) กำลังค่อยๆถูกรวบงำโดยภาคการเงิน



ยิ่งไปกว่านั้นในด้านความสัมพันธ์ทางการผลิต ได้เกิดกระแสผลักดันภายใต้ Washington Consensus ผ่านองค์กร เช่น World Bank, International Monetary Fund (IMF), World Trade Organization (WTO) ฯลฯ ภายใต้กรอบความคิดแบบ Neo-Liberalism ที่เน้นการเปิดเสรี (Liberalization) การยกเลิกกฎระเบียบ (Deregulation) และการแปรรูปวิสาหกิจของรัฐ (Privatization) สิ่งเหล่านี้ล้วนช่วยส่งเสริมการขยายตัวของเฮดจ์ฟันด์ด้วยการเปิดพื้นที่ในประเทศต่างๆ เพื่อรองรับการลงทุนเพื่อหาผลประโยชน์ แนวคิดดังกล่าวนี้ส่งผลให้รัฐจะต้องมีขนาดเล็กลง และเอกชนมีบทบาทมากขึ้น ดังนั้น ความสัมพันธ์ของแต่ละประเทศที่มีความสำคัญเคยอยู่ในระดับรัฐต่อรัฐ กลับกลายมาเป็นความสัมพันธ์ในรูปแบบบริษัทข้ามชาติ (Trans-National Corporation) จึงทำให้ประเทศกำลังพัฒนาขนาดเล็กที่เคยมีรัฐเป็นแกนของสังคมกลับต้องพึ่งพิงต่างชาติอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

จวบจนถึงช่วง IT Revolution ที่มีการพัฒนาและผนวกเทคโนโลยีด้านคอมพิวเตอร์และการติดต่อสื่อสารเข้าด้วยกัน ยิ่งทำให้พลังการไหลบ่าของทุนรุนแรงและรวดเร็วอย่างที่ไม่เคยเป็นมาก่อน ทั้งยังช่วยลดต้นทุนการผลิต และส่งเสริมให้พลังการผลิตของโลกพัฒนาเป็นไปแบบก้าวกระโดด จากจุดนี้เราจึงเห็นได้ว่าการปฏิวัติทางด้าน IT ได้ช่วยทำให้เกิด Economic Integration ซึ่งก็คือการที่ภาคการเงินและการผลิตที่กระจายอยู่ทั่วโลกถูกบูรณาการภายใต้สถาบันที่ประเทศทุนนิยมศูนย์กลางอย่างสหรัฐฯ สร้างขึ้น เป็นการเชื่อมส่วนต่างๆ ของโลกเข้าสู่กระบวนการโลกาภิวัตน์

แต่เนื่องจากความแตกต่างระหว่างสถาบันที่เป็นตัวกำหนดกรอบทางเลือกของกิจกรรมต่างๆ ทางเศรษฐกิจในประเทศกำลังพัฒนากับประเทศทุนนิยมศูนย์กลางยังมีความแตกต่างกันและไม่สามารถปรับตัวหรือเปลี่ยนแปลงได้ทัน จึงนำมาซึ่งโอกาสให้เฮดจ์ฟันด์พัฒนาตัวเองโดยมีเป้าหมายที่จะอาศัยช่องโหว่ที่เกิดจากสถาบันที่มีความแตกต่างกันนี้และหาประโยชน์จากส่วนต่างดังกล่าว ดังนั้น เฮดจ์ฟันด์จึงชอบระบบที่มีความซับซ้อนเพราะสามารถหาช่องโหว่ได้ง่าย จึงกล่าวได้ว่าเฮดจ์ฟันด์เป็นผลพวงของโลกการเงินในปัจจุบันที่มีความซับซ้อนสูง ทั้งในเชิงคุณภาพและในเชิงปริมาณ ซึ่งผลของการหาประโยชน์ดังกล่าวก็จะผลักดันให้ระบบที่มีความแตกต่างกันเข้าสู่ดุลยภาพใหม่

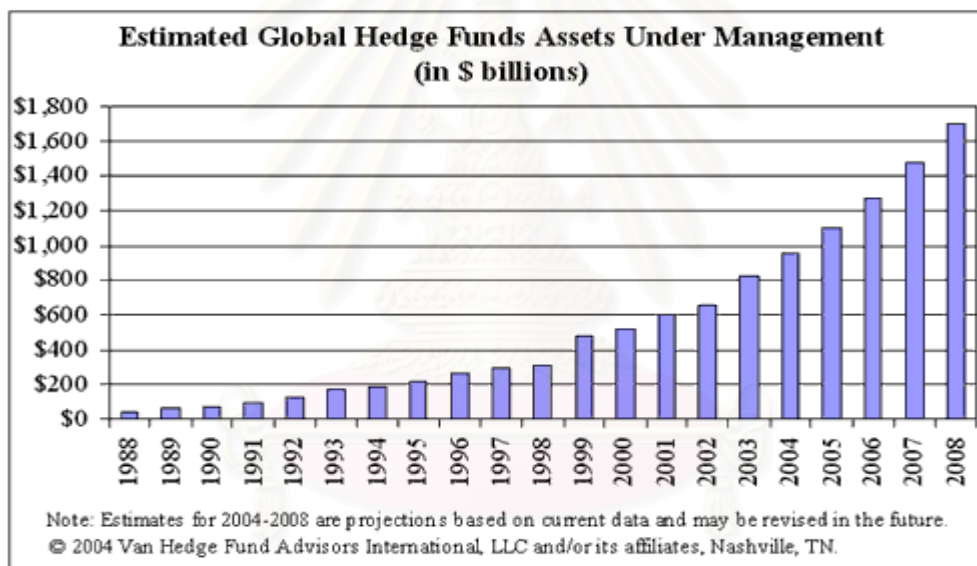
ในการโจมตีค่าเงินบาท นับเป็นตัวอย่างหนึ่งว่า ทำไมเฮดจ์ฟันด์จึงโจมตีค่าเงิน เหตุก็เนื่องจากว่าขณะนั้นประเทศไทยดำเนินนโยบายทางการเงินในระดับมหภาคโดยมีเป้าหมายเพื่อให้ประเทศเดินทางเข้าสู่มาตรฐานทางการเงินเช่นเดียวกับประเทศทุนนิยมพัฒนาแล้ว อย่างไรก็ตามการเปิดเสรีทางการเงินทำให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนนั้นเป็นไปโดยเสรีซึ่งได้ส่งผลให้ประเทศ

ไทยได้รับความผันผวนในกระแสเศรษฐกิจโลกไปด้วย แต่ในทางกลับกันประเทศไทยเองกลับยังไม่มีขบวนการปฏิรูปสถาบัน (Rules of the Game) ที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ กระบวนการกำหนดนโยบาย กระบวนการตัดสินใจ และกระบวนการกำกับ และตรวจสอบสถาบันการเงิน ตลอดจนการพัฒนาเครื่องมือทางการเงินและตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศที่ดีเพียงพอ และที่ร้ายที่สุดก็คงจะเป็นการที่ประเทศไทยยังคงใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่(Fixed Exchange Rate)ในสภาพแวดล้อมที่มีการเคลื่อนย้ายทุนเสรี ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่ประกาศใช้มิได้ขึ้นกับอุปสงค์และอุปทานของเงินบาท หรือแม้แต่อัตราเงินเฟ้อที่เปลี่ยนแปลงไปในแต่ละปี การคงระบบค่าเงินดังกล่าวจึงเป็นสิ่งขัดแย้งกับการเปิดเสรีทางการเงินที่ทุกอย่างต้องเป็นไปตามกลไกตลาด ซึ่งเฮดจ์ฟันด์เองก็เล็งเห็นถึงความไม่คงอยู่ของความไร้เสถียรภาพของสถาบันของไทยดังกล่าว

โดยความเป็นจริงแล้วเฮดจ์ฟันด์ไม่ได้อาศัยการหากำไรจากการโจมตีค่าเงินเป็นหลัก แต่เฮดจ์ฟันด์จะทำทุกอย่างที่จะได้กำไร ไม่ว่าจะเป็นการซื้อขายหุ้น, อสังหาริมทรัพย์, พันธบัตร และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น น้ำมัน จึงกล่าวได้ว่าเฮดจ์ฟันด์เข้าไปแทรกอยู่ในช่องว่างของความบกพร่องทุกตลาด เพื่อหากำไรจากช่องว่างดังกล่าว ดังนั้น หากว่าเฮดจ์ฟันด์หนึ่งมองเห็นช่องว่างและเริ่มทำกำไรได้ ก็จะมีเฮดจ์ฟันด์อีกจำนวนมากตามเข้ามาหาประโยชน์บ้าง การเคลื่อนไหวของเฮดจ์ฟันด์จึงเกิด Momentum ต่อระบบสถาบันที่มีอยู่อย่างมหัศจรรย์และผลักดันให้เกิดการเปลี่ยนแปลงเพื่อเข้าสู่ภาวะสมดุลใหม่ในที่สุด วัฏจักรของการทำกำไรจึงหมดลง

ภายหลังวิกฤติเศรษฐกิจที่จุดชนวนโดยเฮดจ์ฟันด์ ได้ส่งผลกระทบต่อประเทศไทยตามมาอย่างต่อเนื่อง ได้มีการเปลี่ยนแปลงสถาบันซึ่งอยู่ในโครงสร้างส่วนบนเดิมในหลายด้าน ไม่ว่าจะเป็นการแก้กฎหมายหลายฉบับ เช่น กฎหมายที่เกี่ยวข้องด้านกรรมสิทธิ์(โดยเฉพาะของทุนเอกชนต่างประเทศ) ด้านการเงิน การลงทุน ด้านแรงงาน และด้านการประกันสังคมฯ รวมถึงการเปลี่ยนชั่วคราวเมืองและกลุ่มผลประโยชน์ต่างๆที่เคยมีมาแต่ก่อน มีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจขนาดใหญ่อย่างไม่เคยเป็นมาก่อน มีการปรับปรุงระบบราชการแบบยกเครื่อง ซึ่งแสดงให้เห็นถึงปัญหาของสถาบันในโครงสร้างส่วนบน(Super Structure) ของไทยที่สะสมมานานภายใต้การกำกับดูแลของรัฐที่ไม่สอดคล้องต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วในยุคโลกาภิวัตน์ เหตุการณ์เหล่านี้ยิ่งเป็นการย้ำชัดว่าปัญหาที่เกิดขึ้นมิใช่เป็นเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยนแต่เพียงอย่างเดียว ปัญหาของระบบอัตราแลกเปลี่ยนจึงเป็นเพียงโดมิโนตัวแรกที่ล้มลงเท่านั้น และเมื่อโดมิโนตัวแรกล้มลง โครงสร้างส่วนบนทั้งหมดที่ประกอบไปด้วยสถาบันอันซับซ้อนของไทยซึ่งอยู่ในสภาพอ่อนแอจึงพังตามมาในระยะเวลาอันสั้น

จากสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจการเมืองที่กล่าวมาแล้วข้างต้น เป็นปัจจัยที่ทำให้เฮดจ์ฟันด์มีการขยายตัวอย่างก้าวกระโดดภายในระยะเวลากว่า 50 ปีที่ผ่านมาหลังจากที่ได้มีการตั้งกองทุนเฮดจ์ฟันด์ขึ้นครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกา จากนั้นเฮดจ์ฟันด์ได้ขยายฐานนักลงทุนออกไปทั่วโลก โดยรุกคืบเข้าสู่พรมแดนใหม่ตามนโยบายของ Washington Consensus ไปสู่ประเทศในยุโรป ออสเตรเลีย และในที่สุดก็มาถึงเอเชีย ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ขยายตัวอย่างมากในทศวรรษที่ 1990 และ ทศวรรษที่ 2000 ซึ่งในช่วงเวลาดังกล่าวเป็นช่วงที่มีการขยายตัวของการใช้เครื่องมือทางการเงิน และตราสารที่เรียกว่าอนุพันธ์เช่น Future, Forward, Swap และ Options รวมทั้งมีการพัฒนาแนวความคิดด้านกลยุทธ์การลงทุนใหม่ๆ สำหรับกองทุนประเภทต่างๆ โดยประมาณกันว่าอัตราการขยายตัวของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์จะขยายตัวได้ถึงระดับ 20% ต่อปีในอีก 4-5 ปีข้างหน้า จากมูลค่าสินทรัพย์ในกลางปี 2005 ที่ประมาณ 1,000,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สู่อันดับ 1,700,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2008

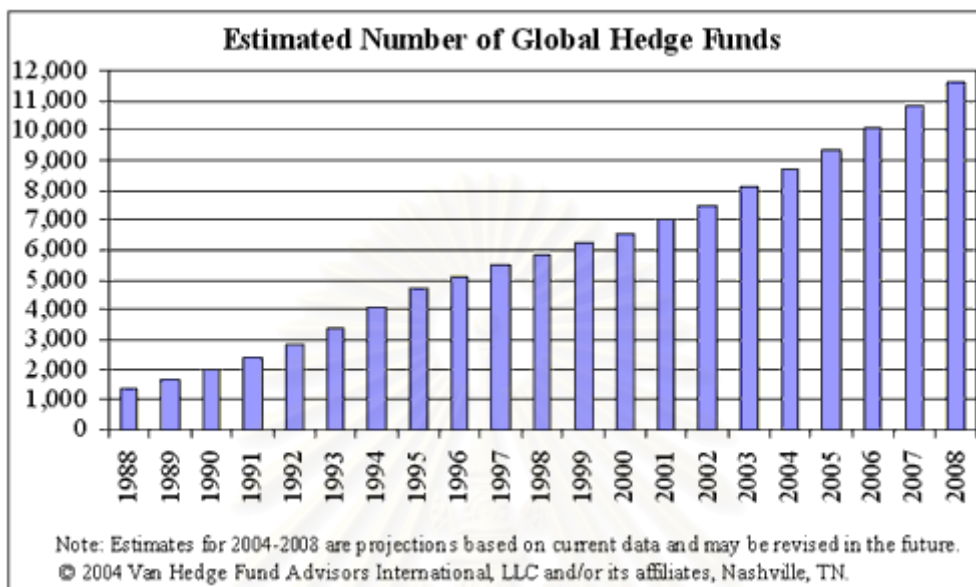


แผนภูมิที่ 1.1 แสดงมูลค่าสินทรัพย์ของเฮดจ์ฟันด์ในอดีต และประมาณการมูลค่าสินทรัพย์ของเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Hedge Fund Universe [Online]. : Van Hedge Fund Advisor, 2004. แหล่งที่มา:

<http://www.hedgefund.com/aboutfs/universe/universe.htm> [December 6, 2004]

จากข้อมูลตัวเลขในช่วงปี 1999 – 2002 ที่ผ่านมา ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งข้อมูลนี้แสดงให้เห็นว่า ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ยังคงมีศักยภาพอีกมากที่จะขยายตัวต่อไปได้ในตลาดโลก



แผนภูมิที่ 1.2 แสดงจำนวนเฮดจ์ฟันด์ในอดีต และประมาณการจำนวนเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต<sup>2</sup>

จำนวนของเฮดจ์ฟันด์เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง คาดการณ์กันว่าเฮดจ์ฟันด์จะเข้าเจาะตลาดลูกค้านักลงทุนใหม่ๆ โดยเฉพาะประเทศแถบเอเชียโดยมีจุดศูนย์กลางอยู่ที่ประเทศสิงคโปร์ และฮ่องกง เนื่องจากนักลงทุนแถบเอเชียยังอยู่ในจุดที่เริ่มต้นตัวในการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ ในกลางปี 2005 มีจำนวนเฮดจ์ฟันด์อยู่ประมาณ 9,000 กองทุน และจะมีการตั้งกองทุนเพิ่มขึ้นอีก ประมาณว่าจะมีเป็นจำนวนเพิ่มขึ้นถึง 11,500 กองทุนในปี 2008

จากข้อเท็จจริงดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า สังคมไทยไม่สามารถหลีกเลี่ยงต่อการมีปฏิสัมพันธ์กับกองทุนเหล่านี้ ไม่ว่าจะเป็นทางตรง หรือทางอ้อมได้อย่างแน่นอน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจการเมืองแบบทุนนิยมเสรี ที่ทำให้เราไม่สามารถปิดกั้นกระแสการเคลื่อนไหวของทุนโลกได้ ดังนั้น สิ่งที่เราควรถือปฏิบัติก็คือ การตื่นตัวต่อสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไปตามกระแสโลกาภิวัตน์นี้

<sup>2</sup> Hedge Fund Universe [Online]. : Van Hedge Fund Advisor, 2004. แหล่งที่มา:

<http://www.hedgefund.com/about/hs/universe/universe.htm> [December 6, 2004]



เราจึงเห็นได้ว่า ถึงแม้ว่าเราจะผ่านวิกฤติเศรษฐกิจไปแล้วก็ตาม แต่การศึกษา  
เฮดจ์ฟันด์ให้เข้าใจอย่างถ่องแท้ นั้นไม่ใช่เรื่องล้าสมัยแต่อย่างใด และยังเป็นสิ่งจำเป็นอย่างยิ่งยวด  
ในสภาวะการปัจจุบัน เนื่องจากการทำงานของเฮดจ์ฟันด์ต่อระบบสร้างผลกระทบต่อตามมาในวง  
กว้างและกินระยะเวลายาวนาน นอกจากนี้ ยังขยายผลไปถึงการเปลี่ยนแปลงสถาบันที่มีอยู่เดิม  
อย่างสิ้นเชิง ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งเน้นหาคำตอบว่า เฮดจ์ฟันด์ คือ อะไร ส่งผลกระทบต่อ  
ระบบเศรษฐกิจโดยรวม เพื่อประโยชน์ต่อทั้งภาครัฐและเอกชนไทยนำไปใช้ในการศึกษาวิจัยต่อไป

ทั้งนี้ ผู้เขียนได้แบ่งงานวิจัยออกเป็น 8 บท โดยสามารถสรุปการแบ่งการวิเคราะห์  
ออกเป็น 6 ส่วนหลักใหญ่ๆ ส่วนแรกจะเป็นการวิเคราะห์เรื่องเสรีนิยมใหม่กับโครงสร้างสถาบันโลก  
เพื่อความเข้าใจต้นเหตุที่แท้จริงที่เป็นกลไกขับเคลื่อนกระแสทุนขยายตัวแบบก้าวกระโดดในช่วง  
สองทศวรรษที่ผ่านมา ต่อมาเป็นการวิเคราะห์ด้วยทฤษฎีระบบโลกเพื่อเข้าถึงปฏิสัมพันธ์ของ IMF  
สหรัฐฯ และทุนข้ามชาติ เช่น เฮดจ์ฟันด์ ที่เข้ามาครอบงำเศรษฐกิจการเงินโลกในยุคโลกาภิวัตน์  
ส่วนที่ 2 เป็นการปูพื้นเกี่ยวกับตัวเฮดจ์ฟันด์เอง โดยวิเคราะห์เจาะลึกถึงความเป็นมา ลักษณะและ  
ประเภทของเฮดจ์ฟันด์ ตลอดจนวิวัฒนาการของเฮดจ์ฟันด์ในกระแสพลวัตเศรษฐกิจการเงินโลก  
จากอดีตจนถึงปัจจุบัน รวมถึงวิกฤตการณ์ที่เกิดกับเฮดจ์ฟันด์เอง ซึ่งผู้วิจัยได้นำเสนอภาพของการ  
ล่มสลายของเฮดจ์ฟันด์ Long-term Capital Management (LTCM) ส่วนที่ 3 เป็นการเจาะลึกถึง  
กลไกการทำงานของเฮดจ์ฟันด์ ไม่ว่าจะเป็นการกู้ยืมเพื่อการลงทุน (Leverage) การทำ Short Sell  
รวมถึงขั้นตอนการโจมตีค่าเงิน ส่วนที่ 4 เป็นการฉายภาพให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างเฮดจ์  
ฟันด์กับการเมืองสหรัฐฯ ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้เข้าใจมากยิ่งขึ้นถึงการดำรงอยู่ของเฮดจ์ฟันด์โดย  
ปราศจากการควบคุมของทางการในปัจจุบัน ส่วนที่ 5 จะครอบคลุมถึงทิศทางของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์  
ในอนาคต และการกำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์ที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งจะเป็นการตอบคำถามว่าเหตุใดเฮดจ์  
ฟันด์จึงยังคงเป็นอิสระจากการกำกับดูแล แม้จะมีแนวโน้มความพยายามจากทางสำนักงาน  
คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐฯ และท้ายที่สุดจะเป็นบทสรุปและ  
ข้อเสนอแนะจากผู้ทำวิจัย เนื่องจากงานวิจัยฉบับนี้ถือเป็นงานบุกเบิกในเรื่องเฮดจ์ฟันด์จึงอาจไม่  
สามารถครอบคลุมทุกองค์ประกอบได้อย่างสมบูรณ์ อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยขออุทิศงานเขียนนี้เพื่อให้  
ผู้วิจัยท่านอื่นทำการศึกษาและต่อยอดงานวิจัยในด้านนี้ต่อไป และท้ายสุดผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่ง  
ว่าผู้อ่านคงจะได้รับประโยชน์จากบทวิจัยนี้ในอันที่จะเห็นภาพที่ชัดเจนของเฮดจ์ฟันด์และ  
ปฏิสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นในระบบการเงินโลก ซึ่งเป็นสิ่งที่ยากจะหลีกเลี่ยงได้ในกระแสโลกาภิวัตน์

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

บทเรียนจากวิกฤติเศรษฐกิจที่ผ่านมาพิสูจน์ให้เห็นว่า ความรู้ความเข้าใจในเรื่องเฮดจ์ฟันด์ของสังคมไทยยังมีอยู่ในระดับจำกัด การที่บุคคลากรทั้งภาครัฐและเอกชนไทยจำนวนมากขาดความเข้าใจต่อสถานการณ์ความเป็นไปและผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่เกิดจากเฮดจ์ฟันด์นำมาซึ่งการแก้ไขปัญหายังไม่ตรงประเด็น สร้างความเสียหายทางเศรษฐกิจให้บานปลายออกไปอย่างสุดที่จะประมาณได้ สิ่งเหล่านี้สมควรที่จะต้องได้รับการแก้ไขและปรับความเข้าใจให้ถูกต้อง เพื่อประโยชน์ในการพัฒนาระบบเศรษฐกิจการเงินของไทยให้เจริญเติบโตอย่างยั่งยืน ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์ ดังนี้

“ศึกษาความเป็นมาของ เฮดจ์ฟันด์ ในลักษณะ Historical Approach ตั้งแต่การเกิด รูปแบบ กลไกการทำงาน และ พัฒนาการในบริบทของโลกาภิวัตน์ทางการเงิน”

## 1.3 ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้มีเป้าหมายเพื่อศึกษาบทบาทและผลกระทบจากการดำเนินงานของเฮดจ์ฟันด์ที่มีต่อระบบเศรษฐกิจ โดยมีขอบเขตการวิจัย ดังนี้

1.3.1 ศึกษาสาเหตุและปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการเจริญเติบโต ทั้งในปัจจุบันและอนาคต โดยเน้นศึกษาบทบาทขององค์กรการเงินระหว่างประเทศและปัจจัยทางด้านการเมืองของสหรัฐฯ

1.3.2 ในการศึกษาถึงบทบาทขององค์กรการเงินระหว่างประเทศนั้นจะเน้นบทบาทของ International Monetary Fund ในการกำกับดูแลการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศเป็นหลัก

1.3.3 ในการศึกษาบทบาทของเฮดจ์ฟันด์กับการเมืองนั้นจะมุ่งศึกษาเฉพาะในส่วนการให้เงินอุดหนุนพรรคการเมืองและนักการเมืองของสหรัฐฯ เท่านั้น เนื่องจากเป็นประเทศที่เป็นต้นกำเนิดเฮดจ์ฟันด์และมีเฮดจ์ฟันด์ตั้งอยู่จำนวนมากที่สุด

1.3.4 เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลของเฮดจ์ฟันด์มีอยู่ค่อนข้างจำกัด ดังนั้น การวิจัยนี้จึงใช้กองทุนควอนตัมฟันด์ของ บริษัท ไชรอส ฟันด์เมเนจเม้นท์ ของนาย จอร์จ ไชรอส (George Soros) เป็นหลักในการศึกษาเปรียบเทียบกับพัฒนาการของเศรษฐกิจการเงินของโลก เนื่องจากว่ากองทุนนี้เป็นกองทุนที่มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จักและได้เข้าไปมีส่วนเกี่ยวพันกับเหตุการณ์ทางประวัติศาสตร์ด้านการเงินของโลกเป็นอย่างมาก

1.3.5 โดยการวิจัยนี้จะใช้ระบบปี ค.ศ. ในการผูกเรื่องทั้งหมด ทั้งในส่วนที่เป็นเศรษฐกิจโลก และเศรษฐกิจไทย เพื่อให้เกิดความสอดคล้อง และให้ผู้อ่านสามารถเปรียบเทียบเหตุการณ์ได้ต่อเนื่อง

## 1.4 ข้อจำกัดของการวิจัย

### 1.4.1 ข้อจำกัดในด้านเอกสารข้อมูล

1.4.1.1 การวิจัยเรื่องเฮดจ์ฟันด์อย่างลึกซึ้งซึ่งนับได้ว่าเป็นเรื่องใหม่ในวงการศึกษารัฐกิจของไทย มีผู้ให้ความสนใจศึกษาอยู่ในจำนวนจำกัด ดังเช่น รศ. ดร. สมภพ มานะรังสรรค์ และ อ. วิทยากร เชียงกุล ผู้วิจัยเองได้พยายามสืบค้นถึงวิทยานิพนธ์ที่เกี่ยวข้องกับเฮดจ์ฟันด์ในอดีตเพื่อทำการวิจัยต่อยอด แต่ก็ไม่พบบางานวิทยานิพนธ์ใดที่ทำการศึกษาริชัยในเรื่องนี้เลย ทั้งที่เฮดจ์ฟันด์เป็นกลไกสำคัญที่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจในยุคโลกาภิวัตน์ที่โลกถูกขับเคลื่อนด้วยภาคการเงิน ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงถือเป็นงานบุกเบิกซึ่งอาจไม่สามารถครอบคลุมทุกองค์ประกอบได้อย่างสมบูรณ์ อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยจึงขออุทิศงานเขียนนี้เพื่อให้ผู้วิจัยท่านอื่นทำการศึกษาและต่อยอดงานวิจัยในด้านนี้ต่อไป

1.4.1.2 เนื่องจากงานวิจัยเกี่ยวกับเรื่องนี้ในประเทศไทยยังไม่เป็นที่แพร่หลายนัก ข้อมูลส่วนใหญ่จำเป็นต้องอาศัยเอกสารต่างประเทศ หรือแหล่งข้อมูลจากต่างประเทศ เช่น การสัมภาษณ์นักค้าเงินต่างชาติ ฯลฯ งานวิทยานิพนธ์ฉบับนี้โดยภาพรวมจึงใช้เอกสารภายในประเทศจำนวนไม่มากนัก มีผลให้ภาพของเฮดจ์ฟันด์จากมุมมองนักวิชาการไทยมีอยู่จำกัด ดังนั้น การวิเคราะห์จึงอยู่ในลักษณะของมุมมองจากภายนอก

1.4.1.3 จากการที่เฮดจ์ฟันด์เป็นธุรกิจที่อยู่นอกเหนือจากการควบคุม (Unregulated) ของภาครัฐ และมักจดทะเบียนในประเทศที่เป็นหมู่เกาะต่างๆ เช่น บาฮามาส์ หรือ บริติส เวอร์จิน ไอส์แลนด์ การเปิดเผยข้อมูลไม่ว่าจะเป็นความเคลื่อนไหวด้านการลงทุนหรือผลประกอบการค่อนข้างอยู่ในวงจำกัด ดังนั้น การได้มาซึ่งข้อมูลจึงมีความยากลำบากและต้องใช้ระยะเวลามากกว่าธุรกิจทั่วไปที่ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลต่อหน่วยงานของรัฐ เช่น กระทรวงพาณิชย์ หรือ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น ทำให้การได้มาซึ่งข้อมูลบางส่วนจึงต้องใช้สถานะส่วนตัวของผู้วิจัยเพื่อเข้าถึงแหล่งข้อมูลต่างๆ

## 1.4.2 ข้อจำกัดในเรื่องขอบเขตและรายละเอียดในการศึกษา

1.4.2.1 เนื่องจากเรื่องการเงินโลก (Global Finance) เป็นเรื่องที่กว้าง มีความซับซ้อนสูง และมีตัวแสดงที่หลากหลาย ประกอบกับวิทยานิพนธ์นี้มุ่งศึกษาถึงบทบาทของเฮดจ์ฟันด์ โดยการวิเคราะห์ที่เกี่ยวกับ IMF, World Bank และ WTO จึงมีจุดประสงค์เพื่อขยายภาพให้เห็นถึงบทบาทขององค์กรเหล่านี้ในการกำหนด Rule of the Game ของระบบการเงินโลก รวมถึงอิทธิพลของสหรัฐฯ ในองค์กรเหล่านี้ ดังนั้นรายละเอียดที่เกี่ยวข้องกับเรื่องภายในองค์กร และแนวทางปฏิบัติขององค์กรเหล่านี้ จึงอยู่นอกขอบเขตของการวิจัยนี้

1.4.2.2 ในการวิจัยผู้วิจัยได้พบว่าความสัมพันธ์ของเฮดจ์ฟันด์และภาคการเมืองของสหรัฐฯ เป็นไปอย่างต่อเนื่องและทวีความสำคัญมากยิ่งขึ้น แต่ด้วยเหตุที่ระบบการเมือง การเลือกตั้งและกฎหมายที่เกี่ยวข้องของสหรัฐฯ เป็นเรื่องที่มีความซับซ้อนและมีขอบเขตกว้างขวางเกินกว่าประเด็นหลักในการศึกษา ผู้เขียนจึงมุ่งศึกษาในประเด็นการให้เงินอุดหนุนพรรคการเมืองและนักการเมืองของเฮดจ์ฟันด์เป็นหลัก ส่วนรายละเอียดของกฎหมายที่เกี่ยวข้องจึงเป็นการนำเสนอเป็นส่วนประกอบเท่านั้น

1.4.2.3 จากการที่ผู้วิจัยมุ่งศึกษาเรื่องเฮดจ์ฟันด์จากข้อมูลที่ได้จากภายนอกประเทศเป็นหลัก ดังนั้น ในการศึกษากรณีวิกฤติเศรษฐกิจประเทศไทยจึงเป็นการนำเสนอเพียงเพื่อต่อภาพให้สมบูรณ์โดยมิได้นำหน้าหนักกับตัวแสดงภายในประเทศมากนัก (เนื่องจากกรณีวิกฤติเศรษฐกิจไทยมีผู้วิจัยจำนวนมากอยู่แล้ว)

## 1.5 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

### 1.5.1 เฮดจ์ฟันด์ คืออะไร<sup>3</sup>

คำว่า เฮดจ์ฟันด์ เป็นคำที่ใช้เรียกประเภทของกองทุนที่มีกลยุทธ์การลงทุนแตกต่างจากกองทุนเพื่อการลงทุนทั่วไป ไม่ว่าจะเป็น กองทุนรวม (Mutual Fund) หรือ กองทุนการออมเพื่อการเกษียณ (Pension Fund) และด้วยวิวัฒนาการที่ยาวนานมากกว่า 50 ปี ทำให้ยุทธวิธีการลงทุนของ เฮดจ์ฟันด์มีความหลากหลายตามพลวัตรของระบบเศรษฐกิจการเงินของโลก จนทำให้คำว่า เฮดจ์ฟันด์ หรือ กองทุนป้องกันความเสี่ยง ดูจะมีได้มีความหมายตรงไปตรงมาอย่างที่ มีมาแต่กำเนิด อย่างไรก็ตาม เฮดจ์ฟันด์ ทั้งหลายมีลักษณะสำคัญๆ ร่วมกันดังนี้

<sup>3</sup> Francois – Serge Lhabitant, *Hedge Funds: Myths and Limits*, (New York: John Wiley & Sons, 2002)



### 1.5.1.1 เน้นหากำไรจากความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด

ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์เชื่อว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพ และราคาหลักทรัพย์ในตลาดไม่สะท้อนราคาที่เป็นจริง ดังนั้นพวกเขาจึงมองหาประโยชน์จากความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด โดยพวกเขาจะไม่เชื่อในทฤษฎีการบริหารเงินลงทุนแบบดั้งเดิม อันได้แก่ Efficient Market Hypothesis หรือ Modern Portfolio Theory ที่เชื่อว่าตลาดมีความสมบูรณ์และนักลงทุนไม่สามารถทำกำไรส่วนเพิ่มได้

### 1.5.1.2 มีนโยบายการลงทุนที่มีความคล่องตัวสูง (Flexible Investment Policy)

นโยบายการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์จะถูกกำหนดให้มีความคล่องตัวสูง เพื่อให้ผู้จัดการกองทุนสามารถนำกลยุทธ์การลงทุนที่หลากหลายมาใช้ในการหาโอกาสทำกำไร เช่น กองทุนสามารถทำ Short Sell ได้ (ขายหลักทรัพย์โดยกู้ยืมหลักทรัพย์จากผู้อื่น) ใช้ตราสารอนุพันธ์ที่หลากหลาย และซื้บซ้อนได้ สามารถกู้เงินเพื่อการลงทุนได้หลายเท่าของขนาดกองทุน รวมทั้งสามารถลงทุนในหลักทรัพย์หนึ่งๆ โดยไม่ต้องกระจายการลงทุน (Diversify) หรือลงทุนในหลักทรัพย์ที่ไม่มีสภาพคล่อง (Illiquid Asset) ได้ การลงทุนในลักษณะที่กล่าวมานี้กองทุนทั่วไปที่อยู่ภายใต้การกำกับของ กสท. ไม่สามารถทำได้

### 1.5.1.3 จัดตั้งขึ้นในรูปแบบห้างหุ้นส่วน หรือกองทุนที่จดทะเบียนในต่างประเทศ เพื่อผลประโยชน์ทางภาษีและหลีกเลี่ยงการควบคุมของ กสท.

เฮดจ์ฟันด์มักจะถูกจัดตั้งขึ้นในรูปแบบที่แตกต่างจากกองทุนเพื่อการลงทุนทั่วไป หากเป็นเฮดจ์ฟันด์ที่ตั้งขึ้นสำหรับนักลงทุนในสหรัฐฯ ก็มักจะเป็นห้างหุ้นส่วนจำกัด หรือถ้าเป็นกองทุนที่ตั้งขึ้นสำหรับนักลงทุนในต่างประเทศ ก็มักจะอยู่ในรูปของกองทุนที่จดทะเบียนในประเทศปลอดภาษี เช่น Bermuda, Cayman Islands, British Virgin Islands เป็นต้น ทั้งนี้การกระทำดังกล่าว มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อหลีกเลี่ยงภาษี และเพื่อให้รอดพ้นจากกฎระเบียบต่างๆที่เป็นเหมือนเครื่องพันธนาการผู้ลงทุนทั่วไป ทำให้เฮดจ์ฟันด์มีต้นทุนที่ต่ำกว่า และมีความคล่องตัวในการดำเนินงานสูงกว่า

### 1.5.1.4 คิดค่าธรรมเนียมจากผลตอบแทนของกองทุน

นอกจากเฮดจ์ฟันด์จะคิดค่าธรรมเนียมตามมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Management Fee) เหมือนกับกองทุนทั่วไปแล้ว ยังคิดค่าธรรมเนียมส่วนเพิ่มหรือที่เรียกว่า

Incentive Fee ซึ่งคิดตามผลกำไรที่เกิดขึ้นจริงในแต่ละปี (Fund Performance) ทั้งนี้เพื่อเป็นแรงจูงใจให้ผู้จัดการกองทุนบริหารกองทุนโดยคำนึงถึงกำไรสูงสุดเป็นสำคัญ จึงไม่น่าแปลกใจที่เฮดจ์ฟันด์สามารถดึงดูดผู้จัดการกองทุนที่มีฝีมือในระดับชั้นนำของวงการมาเป็นผู้บริหารได้

#### 1.5.1.5 สร้างผลตอบแทนแบบ Absolute Return

ในการวัดการผลดำเนินงานของกองทุนนั้น กองทุนทั่วไปมักวัดผลการดำเนินงานเปรียบเทียบกับตัววัดในตลาด (Market Benchmark) หมายความว่า หากกองทุนทำผลตอบแทนสูงกว่า Benchmark ก็จะถูกมองว่าผลการดำเนินงานของกองทุนอยู่ในเกณฑ์ที่ดีแล้ว ถึงแม้ว่าในภาวะตลาดขาลงที่ผลการดำเนินงานติดลบก็ตาม แต่เฮดจ์ฟันด์ต่างกับกองทุนทั่วไปตรงที่เป้าหมายผลตอบแทนเป็นแบบ Absolute Return คือ ไม่ว่าตลาดจะขึ้นหรือลงเป้าหมายของการลงทุนคือการทำกำไรเท่านั้น ไม่ใช่แค่ชนะตลาด หรือ Benchmark

1.5.1.6 ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์เป็นหุ้นส่วนกับผู้ลงทุน ไม่ใช่ลูกจ้างของบริษัทจัดการลงทุน

โดยส่วนใหญ่ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ถือเป็นหุ้นส่วนกับนักลงทุน เนื่องจากพวกเขามักจะร่วมลงทุนเป็นจำนวนเงินที่สูงในกองทุนด้วย จึงถือได้ว่าพวกเขาร่วมรับผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนกับผู้ลงทุนด้วย การกระทำเช่นนี้จะช่วยให้เกิดความสมดุลระหว่างการเน้นการทำกำไรสูง กับการควบคุมความเสี่ยง

#### 1.5.1.7 การเปิดเผยข้อมูลการลงทุนอยู่ในวงจำกัด

เฮดจ์ฟันด์โดยส่วนใหญ่จัดตั้งในรูปแบบห้างหุ้นส่วน หรือกองทุนที่จดทะเบียนในต่างประเทศ ทำให้ไม่มีข้อกำหนดให้กองทุนต้องเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน และการเปิดเผยข้อมูลให้แก่บุคคลภายนอกอาจก่อให้เกิดผลเสียต่อกองทุนได้ เนื่องการลงทุนในกลยุทธ์ใดๆ หากมีผู้อื่นลอกเลียนแบบก็จะมีผลให้อัตราการทำกำไรลดลง

### 1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

#### 1.6.1 ช่วยลดโอกาสการเกิดความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากเฮดจ์ฟันด์

เนื่องจากการดำเนินธุรกิจของเฮดจ์ฟันด์เป็นสิ่งที่มีความสัมพันธ์อย่างสูงกับ เศรษฐกิจทั่วโลกในยุคโลกาภิวัตน์ ดังนั้นการศึกษาเฮดจ์ฟันด์ในเบื้องต้นในหลายแง่มุมจะช่วยลดโอกาสการเกิดความเสียหายในการดำเนินธุรกิจของเอกชน หรือ แม้แต่การดำเนินนโยบาย

เศรษฐกิจการเงินการคลังของประเทศโดยไม่ตกเป็นเป้าของการโจมตีของเฮดจ์ฟันด์ เหมือนอย่างที่ผ่านมา และหากมองว่าเฮดจ์ฟันด์เป็นสิ่งที่ปฏิบัติกับเรา การศึกษาให้รู้เขารู้เราจึงเป็นกลยุทธ์ที่มีประสิทธิภาพในการป้องกันความเสียหาย หรือ การดำเนินนโยบายผิดพลาดซ้ำสองได้

#### 1.6.2 เพื่อให้สังคมไทยเกิดความตื่นตัวต่อบทบาทและผลกระทบจากเฮดจ์ฟันด์

ในสภาวะแวดล้อมที่เฮดจ์ฟันด์กำลังขยายตัวไปตามกระแสโลกาภิวัตน์นี้ ประเทศต่างๆทั่วโลก รวมถึงองค์กรระดับโลกเช่น World Bank<sup>4</sup> และ IMF<sup>5</sup> ได้ตระหนักถึงการมีอยู่ของเฮดจ์ฟันด์ และได้พยายามศึกษา มองหามุมที่จะเอื้อประโยชน์ต่อประเทศและองค์กรของตนเองมากกว่าที่ต่อต้านด้วยอติที่ปราศจากการศึกษาหาข้อมูลในเบื้องต้น ดังนั้น ในทำนองเดียวกันการศึกษาเรื่องเฮดจ์ฟันด์ให้เข้าใจอย่างถ่องแท้โดยปราศจากอคติจึงเป็นสิ่งจำเป็นต่อประเทศไทยเป็นอย่างยิ่งทั้งผู้บริหารภาครัฐและเอกชน เนื่องจากเศรษฐกิจการเงินของไทยเองก็ได้ถูกดูดกลืนเข้าสู่กระแสทุนอันเชี่ยวกรากของโลกแล้วเช่นกัน ดังนั้น การมีปฏิสัมพันธ์กับกองทุนเหล่านี้จึงเป็นสิ่งที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้

### 1.7 วิธีดำเนินการวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัยที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ เป็นการวิจัยเชิงคุณภาพโดยใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลด้านเอกสาร (Documentary research) ผสมกับการวิเคราะห์ข้อมูลที่ได้จากการสัมภาษณ์ใช้ประกอบกัน ทั้งนี้เพื่อให้ได้รายละเอียดของข้อมูลที่ถูกต้องครบถ้วน แหล่งข้อมูลดังกล่าวประกอบด้วย

1.7.1 แหล่งข้อมูลประเภทเอกสาร ในประเด็นเกี่ยวกับข้อมูลทางด้านเศรษฐกิจการเงิน ความเป็นมา และ สภาพการดำเนินธุรกิจในอนาคตของเฮดจ์ฟันด์ โดยทำการศึกษารวบรวมข้อมูลจากเอกสารดังต่อไปนี้

- หนังสือและตำราทางด้านการเงิน และการลงทุน

<sup>4</sup> Sudhir Rajkumar, "Pension Fund Management at the World Bank," Paper Presented to World Bank Treasury, The Asian Central Bank and Official Institutions Conference, Hong Kong, 2003.

<sup>5</sup> Barry Eichengreen, Donald Mathieson and Bankim Chadha, "Hedge funds and financial market dynamics," IMF Occasional Papers 166, (1998)

- งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- บทความจากหนังสือพิมพ์
- นิตยสารด้านการลงทุน
- เอกสารการสัมมนาทางการเงิน
- บทความทางวิชาการที่เกี่ยวข้องกับเฮดจ์ฟันด์
- Website ต่างๆ

1.7.2 แหล่งข้อมูลประเภทบุคคล โดยเป็นข้อมูลที่ได้มาโดยอาศัยวิธีการสัมภาษณ์แบบเจาะลึกกับผู้บริหารระดับสูงของสถาบันการเงินในต่างประเทศ เช่น องค์กรการเงินระหว่างประเทศ ธนาคารเพื่อการลงทุน ธนาคารพาณิชย์ และกองทุนทั้งในและต่างประเทศ ประกอบกับการสัมภาษณ์นักวิชาการและผู้ที่อยู่ในธุรกิจเฮดจ์ฟันด์(Key Informant) แบบเจาะลึกเพื่อให้ได้ข้อมูลในเชิงลึกจากผู้ที่เกี่ยวข้องซึ่งมีประสบการณ์โดยตรง และเพื่อให้ได้ข้อมูลในภาพรวมของผู้มีส่วนได้เสียในตลาด ประกอบกับการใช้ความรู้และประสบการณ์ในการทำงานด้านการบริหารการลงทุนของผู้ทำวิจัยเองในการกลั่นกรองข้อมูลต่างๆ

สำหรับแหล่งข้อมูล โดยหัวใจของการวิจัยเชิงคุณภาพนี้คือ การรวบรวมข้อมูลเพื่อสามารถเห็นภาพรวมทั้งหมด (Holistic) ทำการศึกษาปรากฏการณ์ หรือ สภาพปัญหา โดยการสังเคราะห์ปรากฏการณ์ สภาพของปัญหาในบริบท หรือ สภาพแวดล้อมที่ปรากฏการณ์ หรือ ปัญหานั้นเกี่ยวข้องกับอยู่ (Contextual) และทำที่สุด สร้างความเข้าใจได้อย่างแจ่มชัดจึงต้องตีความ วิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าว ซึ่งจะทำให้งานวิจัยเชิงคุณภาพนี้สามารถให้คำอธิบายที่ลึกซึ้งถึงความหมายที่ซ่อนอยู่ (Interpretative)

กล่าวโดยสรุปแล้ว งานวิจัยเชิงคุณภาพนี้ประกอบด้วยขั้นตอนสำคัญ 3 ประการดังต่อไปนี้

- การเก็บรวบรวมข้อมูลรอบด้าน
- การตีความ แยกแยะ และ วิเคราะห์ข้อมูลอย่างเป็นกระบวนการ สามารถเชื่อมโยงประเด็นความสัมพันธ์กันอย่างเป็นเอกภาพโดยอาศัยแนวคิด และทฤษฎีที่มีอยู่ในปัจจุบันเป็นองค์ความรู้มาอธิบายปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นให้แจ่มชัด และลุ่มลึก



- การคาดการณ์แนวโน้มของปรากฏการณ์ว่า ในอนาคตน่าที่จะเกิดอะไรขึ้น หรือมีทางออกอย่างไร

ผู้ทำวิจัยหวังว่าผลของงานวิจัยนี้จะช่วยเสริมสร้างให้ผู้อ่านสามารถเข้าใจบทบาทและผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจของ เฮดจ์ฟันด์ ต่อเศรษฐกิจการเงินไทยจากการวิเคราะห์ภายใต้กรอบทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์การเมืองไปในทางที่ถูกต้องและชัดเจนยิ่งขึ้น โดยจะขอนำเสนอในรูปแบบของการพรรณนาวิเคราะห์ (Analytical description)

## 1.8 แนวคิดและทฤษฎี

สภาวะแวดล้อมในปัจจุบันที่ เฮดจ์ฟันด์ มีการขยายตัวอย่างก้าวกระโดดและทวีบทบาทอย่างมากในตลาดเงินและตลาดทุนโลก เป็นสิ่งที่เราคนไทยคงไม่สามารถหลีกเลี่ยงต่อหากมีปฏิสัมพันธ์กับกองทุนเหล่านี้ได้ไม่ว่าจะเป็นการตรงหรือทางอ้อม ประกอบกับการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจการเมืองของไทยแบบทุนนิยมเสรีและการที่เศรษฐกิจไทยถูกผนวกเข้าเป็นส่วนหนึ่งของโลกาภิวัตน์มีผลให้เราไม่สามารถปิดกั้นการเคลื่อนไหวของกระแสทุนโลกได้ ดังนั้นการพยายามทำความเข้าใจและการตื่นตัวต่อสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไปตามกระแสโลกาภิวัตน์จึงเป็นสิ่งที่จำเป็นและควรเป็นการมองอย่างพินิจพิเคราะห์ถึงรากเหง้าของปัญหาที่แท้จริงที่เกิดขึ้น โดยการนำทฤษฎีและปรัชญาทางเศรษฐศาสตร์การเมืองเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์

สำหรับแนวคิด ทฤษฎีและปรัชญาทางเศรษฐศาสตร์การเมืองที่นำมาวิเคราะห์ เฮดจ์ฟันด์และผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจการเงินของไทยในงานวิจัยฉบับนี้ประกอบด้วย

- ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์สถาบันแนวใหม่ (New Institution Economics-NIE)
- ปรัชญาวิภาษวิธี (Dialectic)
- ทฤษฎีวิวัฒนิยมประวัติศาสตร์
- แนวคิดเสรีนิยมใหม่ (Neo Liberalism)
- ทฤษฎีระบบโลก (World System Theory)

เนื่องจากเฮดจ์ฟันด์เป็นเพียงผู้เล่นหนึ่งในระบบโลกาภิวัตน์ ดังนั้นการวิเคราะห์ให้เข้าถึงปัญหาที่แท้จริงนั้นจึงต้องมองแบบ Holistic กล่าวคือ การให้ความสำคัญถึงสภาพแวดล้อมและปัจจัยต่างๆที่เกิดขึ้นโดยรอบ เพราะปัจจัยทั้งหลายล้วนเป็นเหตุแห่งการกำเนิดและการคงอยู่ของเฮดจ์ฟันด์ด้วยกันทั้งสิ้นซึ่งทำให้การวิจัยในเรื่องดังกล่าวมีขอบเขตกว้างขวาง การนำทฤษฎี

เศรษฐศาสตร์สถาบันแนวใหม่(New Institution Economics-NIE) จะช่วยให้เข้าใจเรื่องต่างๆ ได้อย่างกระจ่างชัดขึ้น โดยนักคิดคนสำคัญของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์สถาบันแนวใหม่ ได้แก่ Douglass C. North นักเศรษฐศาสตร์ผู้ได้รับรางวัลโนเบล ทฤษฎีของ North ได้ปรับปรุงจุดอ่อนของเศรษฐศาสตร์กระแสหลัก โดยเสนอแนวคิดที่เชื่อว่าระบบเศรษฐกิจเป็นแบบเปิด เคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาโดยมีเทคโนโลยีเป็นพลังสำคัญในการขับเคลื่อนการพัฒนาตามคติของนิโคลาสสิค ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์สถาบันแนวใหม่เป็นทฤษฎีที่อยู่บนรากฐานของสหวิทยาการที่มองว่าเศรษฐกิจมิได้คงอยู่อย่างโดดเดี่ยว แต่จะมีความสัมพันธ์อย่างมากกับสถาบันในสังคม

สถาบันในที่นี้หมายถึง ระบบความสัมพันธ์ต่างๆ ระหว่างมนุษย์ด้วยกันทั้งที่เป็นรูปธรรม และนามธรรมที่เป็นตัวกำหนดพฤติกรรมของคนในสังคม ตัวอย่างของสถาบันทางเศรษฐกิจ ได้แก่ กฎเกณฑ์ กฎหมาย กฎระเบียบและ กติกาต่างๆ เช่น การแบ่งสรรรายได้ ระบบกรรมสิทธิ์ และระบบการแลกเปลี่ยน เป็นต้น และสถาบันยังหมายรวมถึงลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างเศรษฐกิจกับการเมือง สังคม จิตวิทยา จารีตประเพณี ความเชื่อ ค่านิยมทางวัฒนธรรม และ อุดมการณ์ รวมทั้งพฤติกรรมทางเศรษฐกิจกลุ่ม และการขัดแย้งด้านอำนาจที่มีผลต่อกันและกันอีกด้วย อีกนัยหนึ่งก็คือ Rule of the Game โดยมีบุคคลและองค์กรต่างๆ เป็นผู้เล่นนั่นเอง

การวิจัยโดยใช้ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์สถาบันต้องการวิเคราะห์โลกและเศรษฐกิจจากสิ่งที่เป็นจริง ซึ่งเป็นผลผลิตของปัจจัยทางเศรษฐกิจและปัจจัยที่ไม่ใช่เศรษฐกิจ จุดหลักของเศรษฐศาสตร์สถาบันจะอยู่ที่การศึกษาหาข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยที่ไม่ใช่เศรษฐกิจซึ่งก็คือสถาบันเองว่ามีผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างไรและสัมพันธ์เชื่อมโยงกับการพัฒนาเศรษฐกิจอย่างไร ดังนั้นสิ่งที่สำคัญที่สุดในระบบเศรษฐกิจจึงมิใช่กลไกตลาด แต่เป็นโครงสร้างทั้งหมดของระบบเศรษฐกิจและสถาบันที่กำกับดูแลระบบเศรษฐกิจนั้น ซึ่งจะเป็นตัวกำหนดการจัดสรรทรัพยากรในสังคม การนำทฤษฎีนี้มาใช้ในการวิจัยในครั้งนี้จะทำให้เราสามารถตอบคำถามเรื่องการกำเนิด และการดำรงคงอยู่ของเสด็จพันธ์ภายใต้กรอบของสถาบันทั้งในอดีตและปัจจุบันได้เป็นอย่างดี นอกจากนี้ยังสามารถนำทฤษฎีนี้มาใช้วิเคราะห์ถึงการเปลี่ยนแปลงสถาบันซึ่งส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยอีกด้วย

นอกจากนี้ผู้วิจัยได้นำทฤษฎีปรัชญาวิภาษวิธี (Dialectic) ของ Georg Wilhelm Friedrich Hegel<sup>6</sup> มาใช้เสริมกับทฤษฎีเศรษฐศาสตร์สถาบันแนวใหม่ ในส่วนการเปลี่ยนแปลงสถาบันโดยเฉพาะกรณีระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทยที่เฮดจ์ฟันด์ก็เป็นตัวแสดงสำคัญในเรื่องดังกล่าว เนื่องจากว่าขณะนั้นประเทศไทยเปิดเสรีทางการเงินโดยอนุญาตให้มีการเคลื่อนย้ายทุนเข้าออกประเทศอย่างเสรีในขณะที่มีระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบคงที่ (Fixed Exchange Rate)<sup>7</sup> ซึ่งมีได้ขึ้นจากอุปสงค์และอุปทานของเงิน การคงระบบค่าเงินดังกล่าว จึงเป็นสิ่งขัดแย้งกับการเปิดเสรีทางการเงิน สิ่งนี้ได้สร้างความไร้เสถียรภาพต่อระบบสถาบันเดิมของไทยในระยะยาวภายใต้บรรยากาศของขบวนการโลกาภิวัตน์ที่ผลักดันให้เกิดการเคลื่อนย้ายทุนอย่างรุนแรงและรวดเร็ว

การวิจัยโดยใช้ปรัชญาวิภาษวิธี (Dialectic) นี้จะทำให้เราสามารถเข้าถึงคำตอบขบวนการการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งเป็นสถาบันที่สำคัญที่สุดของเศรษฐกิจที่พึ่งพิงการส่งออก และส่งผลกระทบต่อเป็นลูกโซ่โครงสร้างทางเศรษฐกิจไทยโดยรวม โดยมีประเด็นคำถามคือระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่สมบูรณ์ที่สุดและปลอดภัยจากการโจมตีค่าเงินมีจริงหรือไม่ในยุคโลกาภิวัตน์ที่ไทยตอบรับการเป็นทุนนิยมเสรีนิยมอย่างเต็มตัว และในอนาคตไทยจะดำเนินเข้าสู่การเปลี่ยนแปลงตามแบบ Dialectic อีกหรือไม่

ทฤษฎีปรัชญาวิภาษวิธี (Dialectic) มีสาระสำคัญของปรัชญาที่ว่า

ก. ทุกสรรพสิ่งไม่อาจดำรงอยู่ได้อย่างโดดเดี่ยวเป็นเอกเทศ ดังนั้น สิ่งต่างๆในระบบล้วนมีความสัมพันธ์กัน

ข. โดยที่ทุกสรรพสิ่งจะเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ไม่มีสิ่งใดดำรงอยู่แบบสมบูรณ์และคงที่ได้ (จึงปรากฏเป็นการเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากความขัดแย้งในองค์ประกอบภายในเอง) ดังนั้น สิ่งใดๆที่พยายามจะรักษาสถานะที่คงที่นั้นไว้จะทำให้เกิดแรงต่อสู้และต่อต้านของสิ่งที่เชื่อมกับสิ่งที่ก่อรูปขึ้นใหม่ ก่อเป็นความขัดแย้งภายในองค์ประกอบของสรรพสิ่ง

<sup>6</sup> ฉัตรทิพย์ นาถสุภา, ลัทธิเศรษฐกิจการเมือง, พิมพ์ครั้งที่ 5, (กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2546)

<sup>7</sup> คณะกรรมการศึกษาและเสนอแนะมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการระบบการเงินของประเทศ (ศปร.), “รายงานผลการวิเคราะห์และวินิจฉัย ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับสถานการณ์วิกฤติทางเศรษฐกิจ,” (กรุงเทพมหานคร: มูลนิธิสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย, มีนาคม 2541)

ค. เมื่อความขัดแย้งดำเนินไปถึงจุดอิมิตัว จะนำมาซึ่งการเปลี่ยนแปลงแบบก้าวกระโดด การเปลี่ยนแปลงทางคุณภาพฉบับล้นนี้ มิได้เกิดขึ้นโดยบังเอิญ หากเป็นไปตามกฎเกณฑ์ Dialectic ที่เกิดจากผลรวมยอดของการเปลี่ยนทางปริมาณทีละน้อย และก่อรูปเป็นสิ่งใหม่ที่มีลักษณะก้าวหน้าขึ้น

ง. สิ่งใหม่ที่ก่อรูปนี้จะมีสภาพแบบ “ปฏิเสธแห่งปฏิเสธ” (Negation of Negation) ความหมายคือ เมื่อระบบใดๆดำเนินผ่านกาลเวลาไปจะเกิดความขัดแย้งภายในซึ่งมีลักษณะปฏิเสธสิ่งที่เป็นอยู่ นำมาซึ่งการเปลี่ยนแปลงเพื่อไปสู่จุดดุลยภาพใหม่ และเมื่อระบบใหม่ดำรงอยู่และ ดำเนินต่อไปในสภาวะใหม่สักระยะหนึ่ง ย่อมเกิดมีสภาพของความขัดแย้งใหม่ที่เป็นการปฏิเสธภายในตนเองขึ้นมาอีก กลายเป็นสภาพที่เรียกว่าการ “ปฏิเสธแห่งปฏิเสธ” นำมาซึ่งการเปลี่ยนแปลงใหม่ที่มีลักษณะก้าวหน้าขึ้นในลำดับถัดไป ซึ่งวงจรถัดไปนี้จะดำเนินไปไม่สิ้นสุด (ผู้วิจัย : สภาวะเสถียรของสรรพสิ่งในโลกไม่มีอยู่จริง จะเป็นอยู่ได้ก็เพียงชั่วระยะเวลาชั่วคราวชั่วครู่เท่านั้น)

ผู้วิจัยยังนำทฤษฎีวิวัฒนิยมประวัติศาสตร์ของ Karl Marx<sup>8</sup> มาใช้เพื่อเสริมทฤษฎีเศรษฐศาสตร์สถาบันแนวใหม่ โดยมุ่งหวังเพื่อหาคำอธิบายเหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงระบบสังคมและเศรษฐกิจของไทยหลังเหตุการณ์การโจมตีค่าเงิน จากวิวัฒนิยมประวัติศาสตร์ที่ว่าด้วยโครงสร้างทางเศรษฐกิจ (Economic Structure) ตามรูปแบบ Mode of Production เราจะเห็นได้ว่า โลกได้มีการเปลี่ยนแปลง พลังการผลิต และความสัมพันธ์ในการผลิตอย่างต่อเนื่อง โดยมีแรงผลักดันจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างระบบการเงินโลกที่ผลักดันโดยประเทศทุนนิยมศูนย์กลาง ผนวกกับการปฏิวัติด้าน Information Technology ได้ช่วยทำให้เกิด Economic Integration ขึ้น การผลิตที่กระจายอยู่ทั่วโลกจึงถูกบูรณาการภายใต้บริษัทข้ามชาติ เสมือนกับย่อโลกให้เล็กลงกลายเป็น Global Village เชื่อมส่วนต่างๆของโลกเข้าสู่ความเป็นโลกาภิวัตน์โดยสมบูรณ์ กิจกรรมทางเศรษฐกิจจึงมีการเคลื่อนไหวได้อย่างรวดเร็ว ภายใต้บรรยากาศที่เสรี (Free Market) มีผลให้โครงสร้างส่วนบน (Super Structure) ของไทยกลับยังล้าหลังไม่สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น ไม่ว่าจะเป็น สถาบันการเงิน สถาบันการปกครอง ระบบราชการ กฎหมาย และกฎระเบียบต่างๆ รวมถึงระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ (Fixed Exchange Rate) ที่ไทยใช้มา

<sup>8</sup> ฉัตรทิพย์ นาถสุภา, ลัทธิเศรษฐกิจการเมือง

หลายทศวรรษ<sup>9</sup> จึงต้องถูกทำลายจากพลังของกระแสน้ำที่เคลื่อนไหวรุนแรงเพิ่มขึ้นทุกขณะ ดังนั้น จึงเกิดขัดแย้งกับโครงสร้างส่วนบนซึ่งพยายามรักษาสถานะเดิม เราจึงได้เห็นอาการเสียศูนย์ทาง เศรษฐกิจไทยตั้งแต่ปี 1996 ได้จากปัญหาของสถาบันการเงินต่างๆที่เป็นตัวกลางรับของร้อน ซึ่งก็คือกระแสน้ำที่ไหลบ่าท่วมทันเศรษฐกิจไทยที่สะสมมาหลายปีได้เริ่มต้นปะทุขึ้นแล้ว<sup>10</sup>

หลังจากการลดค่าเงินได้มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างส่วนบนในหลายด้าน การนำทฤษฎีวิวัฒนิยมประวัติศาสตร์นี้มาใช้ร่วมกับทฤษฎีเศรษฐศาสตร์สถาบันแนวใหม่เพื่อหาคำอธิบายถึงโครงสร้างเศรษฐกิจที่เปลี่ยนไป นับเป็นเครื่องมือที่สำคัญยิ่ง



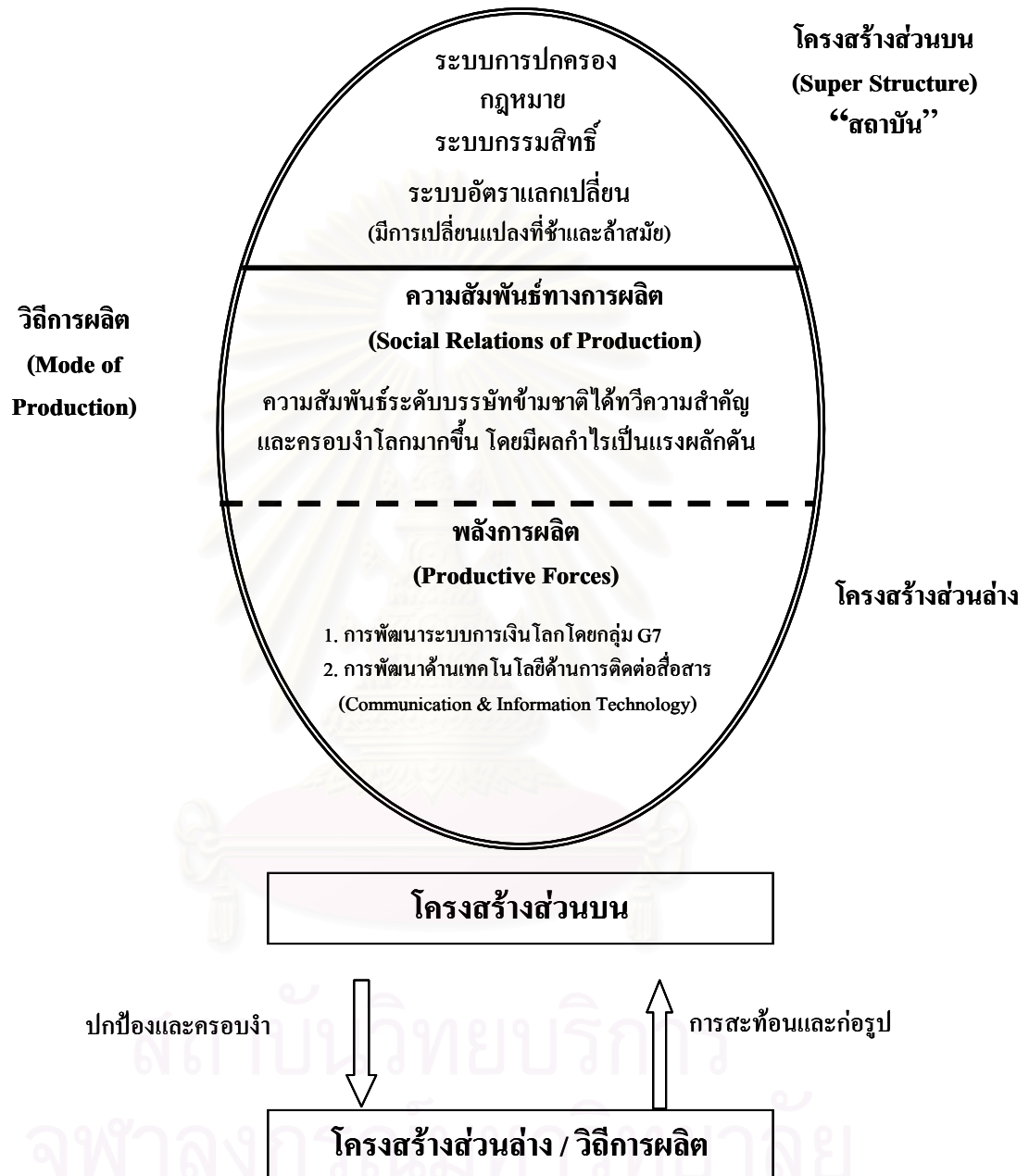
## สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

<sup>9</sup> คณะกรรมการศึกษาและเสนอแนะมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการระบบการเงินของประเทศ (ศปร.), “รายงานผลการวิเคราะห์และวินิจฉัย ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับสถานการณ์วิกฤติทางเศรษฐกิจ,”

<sup>10</sup> สมภพ มานะรังสรรค์, โลกาภิวัตน์ เศรษฐกิจแบบทวิลักษณ์, พิมพ์ครั้งที่ 1, (กรุงเทพมหานคร: สถาบันวิถีสรรค์, 2545)



วิธีการผลิตกับการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของระบบสังคมและเศรษฐกิจของไทย



แผนภูมิที่ 1.3 แสดงวิธีการผลิตกับการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของระบบสังคมและเศรษฐกิจของไทย

ทฤษฎีวิวัฒนาการประวัติศาสตร์ มีเนื้อหาสาระโดยย่อว่า เมื่อการพัฒนาของมนุษย์ที่นำมาซึ่งพลังการผลิตทางวัตถุของสังคมได้ดำเนินก้าวหน้าไป ความสัมพันธ์ทางการผลิต และโครงสร้างส่วนบนที่มีอยู่เดิมจะกลายเป็นสิ่งขัดขวางต่อการพัฒนา การขัดแย้งกับโครงสร้างส่วนบนซึ่งพยายามรักษาสถานะเดิมจะเกิดขึ้น ทำให้เกิดการปฏิวัติทางสังคมโดยการเปลี่ยนรากฐานทางเศรษฐกิจ ส่งผลให้โครงสร้างส่วนบนอันมีมา ประกอบด้วย ระบบกฎหมาย ระบบการปกครองทั้งหมด โครงสร้างส่วนบนเหล่านี้จะถูกเปลี่ยนแปลงอย่างรุนแรงและรวดเร็ว ซึ่งการเปลี่ยนแปลงในลักษณะดังกล่าวนี้ จะต้องรอให้มีการเปลี่ยนแปลงในพลังการผลิตพร้อมเสียก่อน การเปลี่ยนในระบบทั้งหมดจึงจะเป็นผล

นอกจากนี้ผู้เขียนนำแนวคิดเสรีนิยมใหม่ (Neo Liberalism) มาใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ซึ่งเป็นแนวคิดที่ถูกนำมาใช้ในประเทศทุนนิยมศูนย์กลางหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจในทศวรรษที่ 80 โดยแนวคิดนี้นำเสนอให้เห็นปัญหาทางเศรษฐกิจที่ผ่านมาว่ามีต้นตอมาจากภาครัฐที่ได้เข้ามาแทรกแซงในระบบเศรษฐกิจ (State Intervention) ไม่ว่าจะเป็นเรื่องการออกกฎหมาย การประกอบกิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรัฐ รวมถึงการใช้จ่ายของรัฐ ซึ่งล้วนแต่ถูกมองว่าขาดประสิทธิภาพ เนื่องจากเป็นการกำหนดโดยการเมืองมิได้กำหนดโดยผู้บริโภคจึงขาดการอิงกับตลาดและการแข่งขัน นักเสรีนิยมใหม่มักเสนอว่าการแก้ปัญหาเศรษฐกิจจะต้องใช้กลไกของตลาด หรือ “มือที่มองไม่เห็น” (The Invisible Hand) แบบ “ปล่อยให้เป็น ปล่อยให้ไป” (Laissez-faire and laissez-passer) ซึ่งมีรากฐานมาจากทฤษฎีเสรีนิยมของเศรษฐศาสตร์คลาสสิกนั่นเอง ดังนั้นคัมภีร์ของเสรีนิยมใหม่ (Neo-Liberalism) ที่บูชาลัทธิตลาดนิยม จึงมีความเห็นว่าการกลไกตลาดแก้ปัญหาเศรษฐกิจได้ทุกอย่าง กลไกตลาดจะนำไปสู่การผลิตและการจัดสรรทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ จึงประกอบด้วยการเปิดเสรี (Liberalization) การยกเลิกกฎระเบียบของรัฐ (Deregulation) และการแปรรูปรัฐวิสาหกิจให้เป็นของเอกชน (Privatization) เราจึงเห็นได้ว่านโยบายเสรีนิยมใหม่มีเนื้อหาสาระที่เน้นการสร้างโอกาสทางธุรกิจให้กับภาคเอกชน และการบุกเบิกพรมแดนใหม่ (New Frontier) ให้กับการลงทุน

กระแสเสรีนิยมใหม่ยังทวีกำลังรุนแรงยิ่งขึ้นหลังการกำเนิดฉันทวิพจน์วอชิงตัน (Washington Consensus) ซึ่งได้ประมวลจากความคิดเห็นจาก Think Tanks ทั้งหลายในนครวอชิงตัน โดย จอห์น วิลเลียมสัน (John Williamson)<sup>11</sup> ในปี ค.ศ. 1989 โดยฉันทวิพจน์วอชิงตันนี้

<sup>11</sup> รั้งสรรค์ ธนะพรพันธุ์, วิจารณ์เรื่อง “ฉันทมติแห่งวอชิงตันบนแผนนโยบาย,” โดย John Williamson, “What Washington Means by Policy Reform,” *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1990)

เป็นชุดของนโยบาย (Policy Menu) เพื่อใช้ในการปฏิรูปเศรษฐกิจและมีพื้นฐานมาจากปรัชญาเสรีนิยมใหม่ทั้งสิ้น ซึ่งส่งผลโดยตรงในการแก้วิกฤตการขยายตัวของขบวนการโลกาภิวัตน์และโลกาภิวัตน์เป็นอย่างยิ่ง

ในปัจจุบันแนวคิดเสรีนิยมใหม่ จะปรากฏเด่นชัดในองค์กรระหว่างประเทศที่มีสหรัฐฯและประเทศทุนนิยมชั้นนำเป็นกำลังสำคัญในการจัดตั้ง ได้แก่ World Bank , IMF และ WTO ซึ่งล้วนเป็นองค์กรที่มีอิทธิพลต่อรัฐบาลในประเทศต่าง ๆ โดยเฉพาะประเทศกำลังพัฒนา เนื่องจากองค์กรเหล่านี้มีนโยบายมาบังคับใช้ในการแก้ไขปัญหาทางเศรษฐกิจ อาทิ ความสำเร็จ คือ การเปิดเสรีทางการค้า การลงทุนและการเงิน การลดบทบาทของรัฐในภาคเศรษฐกิจลงโดยยกเลิกการขึ้นค่าเศรษฐกิจโดยรัฐ (การควบคุม การออกกฎระเบียบ การอุดหนุน) และการหันมาส่งเสริมระบบเศรษฐกิจของการแข่งขัน และตลาดเสรี โดยอ้างว่าวิธีนี้จะหนทางที่นำไปสู่การเติบโตเศรษฐกิจ ความก้าวหน้าทางสังคม และการพัฒนาประชาธิปไตย

ประเทศไทยเองก็ได้นำแนวทางดังกล่าวมาใช้ปฏิบัติ สำหรับตัวอย่างนโยบายเปิดเสรีทางการเงินของไทย ได้แก่

ก. นโยบายเปิดเสรีบัญชีทุน : ในช่วงปี ค.ศ. 1990 รัฐบาลไทยได้เปิดเสรีบัญชีทุนและอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ตั้งหน่วยงาน วิเทศธนกิจ (International Banking Facilities) โดยมีวัตถุประสงค์ เพื่อระดมเงินทุนจากต่างประเทศ นำมาปล่อยสินเชื่อให้กับลูกหนี้ทั้งที่อยู่ในประเทศ (Out – in) และ ลูกหนี้ต่างประเทศ (Out – Out) โดยรัฐให้แรงจูงใจ ต่อธนาคารพาณิชย์ ด้วยการลดหย่อนภาษีเงินได้นิติบุคคลในส่วนของรายได้จากรูรกิจนี้ลงจาก 30% เหลือ 10% และได้รับสิทธิที่จะไม่นับรวมสินเชื่อนี้เพื่อกำหนดค่าการตั้งเงินสดสำรองของธนาคารอีกด้วย ซึ่งการทำเช่นนี้ของไทยเป็นการเปิดพื้นที่ให้กระแสทุนโลกเข้ามาหาผลประโยชน์ในประเทศไทยได้สะดวกและรวดเร็วมากขึ้น

ข. นโยบายการรับพันธะข้อ 8 แห่งข้อตกลงของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ประเทศไทยรับพันธะข้อ 8 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ เมื่อวันที่ 21 พฤษภาคม 1990 โดยมีเนื้อหาที่สำคัญคือ อนุญาตให้เงินไหลเข้าประเทศได้อย่างเสรี เพื่ออำนวยความสะดวกต่อการค้า การส่งออกและการลงทุนในประเทศ มีผลให้สภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจของประเทศไทย ขึ้นอยู่กับปริมาณเงินทุนที่ไหลเข้าออกนั้น

นโยบายดังกล่าว จึงเป็นขั้นตอนสำคัญในการผูกเศรษฐกิจไทยเข้ากับเศรษฐกิจโลก ส่งผลให้บทบาทและอิทธิพลของประเทศทุนนิยมศูนย์กลางสามารถแผ่ขยายเข้ามาในประเทศไทย

ไทยได้อย่างรวดเร็ว ทั้งภาคเศรษฐกิจจริง (Real Sector) และภาคการเงิน (Financial Sector) โดยมีบริษัทข้ามชาติเป็นกลไกสำคัญ เนื่องจากมีความพร้อมทั้งทุนและเทคโนโลยี จากจุดนี้เราจึงเห็นได้ว่าแนวคิดนี้จึงเป็นประโยชน์อย่างยิ่งที่จะนำมาใช้ในการอธิบายถึงที่มาของการขยายตัวอย่างเฟื่องฟูของนักเก็งกำไรเช่น เฮดจ์ฟันด์ ของทุนนิยมตะวันตกที่ได้เข้าไปมีบทบาทและสร้างผลกระทบอย่างมากมาต่อการลงทุนทั่วโลก รวมถึงประเทศไทยด้วย

ท้ายที่สุดผู้วิจัยนำทฤษฎีระบบโลก (World System Theory) ของ Wallerstein<sup>12</sup> มาอธิบายปฏิสัมพันธ์เชิงอำนาจระหว่างประเทศต่างๆที่เป็นไปภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ ภายในบริบทของแนวคิดเสรีนิยมใหม่ที่ครอบงำเศรษฐกิจการเงินโลกในปัจจุบัน รวมถึงนำมาใช้วิเคราะห์บทบาทของ IMF และผลประโยชน์ที่เกิดจากการไหลเวียนของทุนโดยเสรี

ทฤษฎีระบบโลก (World System Theory) เป็นการวิเคราะห์กระบวนการองค์รวมของระบบโลกสมัยใหม่ ซึ่งมีเศรษฐกิจเป็นแบบทุนนิยม (Capitalist World –Economy) ประกอบไปด้วยส่วนต่างๆ คือ กลุ่มทุน, ชาติ และ การแบ่งงานกันทำ (Division of Labors) โดยโครงสร้างระหว่างรัฐแกนนำ (Core) กับรัฐในเขตรอบนอก (Periphery) กลุ่มประเทศที่ถือว่าเป็นรัฐแกนนำ ได้แก่ อเมริกาเหนือ, ยุโรปตะวันตกและญี่ปุ่น ส่วนประเทศที่นิยามว่าเป็นกลุ่มรัฐในเขตรอบนอก ได้แก่ แอฟริกา, ลาตินอเมริกาและเอเชีย กระบวนการเหล่านี้ทำให้ระบบเศรษฐกิจโลกมีพลวัตเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา โดยรัฐต่างๆจะถูกกำหนดบทบาทและมีความเชื่อมโยงกันเป็นระบบความสัมพันธ์ระหว่างรัฐ (Interstate System)

## 1.9 วรรณกรรมปริทัศน์

### Hedge funds: Myths and Limits<sup>13</sup>

ฟรานซิสโกส เซิร์จ ลาบีแทนท์ นำเสนอข้อมูลเกี่ยวกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ ตั้งแต่ข้อมูลพื้นฐานโดยเริ่มจากประวัติความเป็นมา เฮดจ์ฟันด์ถูกก่อตั้งขึ้นครั้งแรก โดยอัลเฟรด วินสโลว์ โจนส์ (Alfred Winslow Jones) ลักษณะกองทุนมีหลักการลงทุน (Concept) ที่พิเศษกว่ากองทุนทั่วไป คือ เงินกองทุนจะต้องได้รับการป้องกันความเสี่ยงจากตลาด (Market Risk) โดยการทำ Short Sell และสามารถกู้ยืมเพื่อการลงทุนได้ ซึ่งเป็นเรื่องใหม่มากในขณะนั้น

<sup>12</sup> Terence K. Hopkins and Immanuel Wallerstein, *World system analysis: Theory and Methodology*. (California: Sage Publications Beverly Hills, 1982), p. 92.

<sup>13</sup> Francois – Serge Lhabitant, *Hedge Funds: Myths and Limits*,

เทคนิคการทำกำไรของโจนส์ เริ่มจากการมองหาหุ้น 2 ตัว โดยซื้อหุ้นที่มีราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (Long Under-valued Stock) และยืมหุ้นที่มีราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็นเพื่อขาย (Short Over-valued Stock) ในปริมาณเงินที่เท่ากัน โดยมีเงื่อนไขที่สำคัญคือ หุ้นทั้งสองตัวควรจะอยู่ในหมวด (Sector) เดียวกัน เพื่อให้หุ้นทั้งสองได้รับผลกระทบจากความเสียด้านปัจจัยตลาด (Systematic Risk) ที่ใกล้เคียงกัน หรืออาจกล่าวได้ว่า Market Risk ได้ถูกกำจัดออกไปแล้ว ซึ่งประเด็นนี้คือหัวใจในเทคนิคการทำกำไรของโจนส์ ดังนั้น หากการวิเคราะห์ถูกต้อง ในตลาดขาขึ้นหุ้นที่ Under Value จะขึ้นเป็นอัตราส่วนที่มากกว่าหุ้นที่ Over Value และในตลาดขาลงหุ้นที่ Under Value จะตกลงน้อยกว่าหุ้นที่ Over Value ดังนั้น ผลกำไรก็คือส่วนต่างดังกล่าวนั่นเอง

จากเทคนิคนี้เองทำให้เขาสามารถทำกำไรได้ในทุกสภาพตลาด ซึ่งเรียกได้ว่าผลกำไรของกองทุนมีได้ขึ้นกับทิศทางของตลาด และด้วยเทคนิคนี้ “กองทุน” จึงถูกขนานนามว่า “Hedge Fund” นอกจากนี้ โจนส์ยังเพิ่มผลกำไรได้อีกด้วยการนำเงินที่ได้จากการทำขายหุ้นที่ยืม (Short Sell) มาซื้อหุ้นที่ Under Value เพิ่มขึ้น ซึ่งขั้นตอนนี้เรียกว่า Leverage ซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่สำคัญมากอันหนึ่งของเฮดจ์ฟันด์

นอกจากนี้ ลาปีแทนท์ ยังได้จำแนกประเภทของเฮดจ์ฟันด์และกลยุทธ์การลงทุนที่ใช้ในการทำกำไร โดยนำเสนอหลักการและแนวคิดสำหรับแต่ละกลยุทธ์ในรายละเอียด รวมถึงพัฒนาการของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ ลาปีแทนท์ ได้ชี้ให้เห็นถึงพัฒนาการด้านกลยุทธ์การลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ ซึ่งได้เปลี่ยนแปลงไปจากกลยุทธ์ในอดีตของโจนส์ เนื่องจากการที่สภาพแวดล้อมของตลาดมีความซับซ้อนมากขึ้น รวมถึงภาวะการแข่งขันที่สูงขึ้นของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เอง จนทำให้คำว่า เฮดจ์ฟันด์ หรือ กองทุนป้องกันความเสี่ยงดูจะไม่ได้มีความหมายตรงไปตรงมาอย่างที่มีมาแต่กำเนิด เนื่องจากกลยุทธ์ที่เฮดจ์ฟันด์ ใช้อยู่มีความหลากหลาย และ เฮดจ์ฟันด์ จำนวนมากทำการลงทุนโดยมิได้เน้นการทำ Hedging หรือ การป้องกันความเสี่ยง

เฮดจ์ฟันด์สามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มใหญ่ ตามความสัมพันธ์ของกลยุทธ์การทำกำไรกับทิศทางของตลาด

### ก. กลุ่ม Non Directional Strategy

การลงทุนของกองทุนในกลุ่มนี้ ผลตอบแทนของกองทุนจะมีความสัมพันธ์น้อยมากกับทิศทางของตลาด จัดเป็นกองทุนกลุ่มที่มีความเสี่ยงต่ำถึง ปานกลาง ภายในจะแบ่งเป็น 2 กลุ่มย่อย ได้แก่ กลุ่ม Market Neutral ที่การป้องกันความเสี่ยงของการลงทุนจาก Market Risk ซึ่ง



ก็เป็นที่มาของคำว่า เฮดจ์ฟันด์ ดังนั้นผลตอบแทนของการลงทุนจะมาจากความสามารถของ ผู้จัดการกองทุนในการวิเคราะห์หลักทรัพย์เป็นสำคัญ กองทุนยุคแรกก็จัดอยู่ในประเภทนี้ อีก ประเภทได้แก่ กลุ่ม Event Driven กลุ่มนี้จะมองหาการลงทุนที่มีโอกาสเฉพาะ เช่น การเข้าลงทุน ในหลักทรัพย์ที่จะมีการควบรวมกิจการโดยคาดหวังการเคลื่อนไหวของราคาจากเหตุการณ์ดังกล่าว หรือเข้าซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทที่กำลังปรับโครงสร้างทางการเงินโดยคาดหวังการปรับตัวขึ้นของ ราคาหลักทรัพย์หลังการปรับโครงสร้างเสร็จสิ้น กองทุนในลักษณะนี้ ได้แก่ Special Situation Fund, Distressed Fund

#### ข. กลุ่ม Combined Strategy

การลงทุนของกองทุนในกลุ่มนี้ จะใช้กลยุทธ์ผสมผสานกันระหว่าง Non Directional และ Directional Strategy เพื่อการลดความเสี่ยงของความผันผวนของผลตอบแทน จากการลงทุนและจัดเป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำ กองทุนประเภทนี้ได้แก่ Fund of Hedge Fund, Multi Strategies Fund และ Opportunistic Strategies Fund

#### ค. กลุ่ม Directional Strategy

การลงทุนของกองทุนในกลุ่มนี้ ผลตอบแทนการลงทุนจะมีความสัมพันธ์กับทิศทาง การเคลื่อนไหวของตลาดอย่างมาก สถานะการลงทุน (Position) ของกองทุนเหล่านี้ จะเป็น Long Bias หรือไม่กี่ Short Bias อย่างใดอย่างหนึ่ง แล้วแต่ประเภทและจังหวะของการลงทุน (Market Timing) จะไม่มีสถานะเป็น Market Neutral อย่างเช่นประเภทแรก ดังนั้นกองทุนใน ลักษณะนี้จึงมีนักการเงินบางคนเรียกว่า Long/Short Strategy (คำนี้จึงมีความหมายที่กว้างทำ ให้เกิดความสับสนได้ง่าย) โดยผู้จัดการกองทุนจะทำกำไรจากการคาดการณ์ทิศทางของตลาด กองทุนประเภทนี้มักจะขยายผลตอบแทนการลงทุนโดยการกู้ยืม (Leverage) เป็นปริมาณ หลายเท่าตัวของเงินกองทุน และจัดเป็นกองทุนกลุ่มที่มีความเสี่ยงปานกลางถึงสูง กองทุนที่จัดอยู่ ในประเภทนี้ ได้แก่ Global Macro Fund และ Market Timing Fund เป็นต้น

## Hedge Funds: a Resource for Investors<sup>14</sup>

ซีโมน โบร์ล่า และ เดนิส มาเซตตี นำเสนองานเขียนซึ่งกล่าวถึงประโยชน์ที่ได้จากการจัดสรรการลงทุน (Asset Allocation) ในเฮดจ์ฟันด์ร่วมกับหลักทรัพย์ประเภทอื่น การจัดสรรเงินลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น หุ้น ตราสารหนี้ อสังหาริมทรัพย์ และสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ จัดเป็นความท้าทายที่สำคัญของการบริหารกองทุนของผู้จัดการกองทุนองค์ประกอบหลักที่ผู้จัดการกองทุนศึกษาก่อนการตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์ประเภทใดๆ คือ การศึกษาเรื่อง ผลตอบแทน (Return) ความผันผวนของผลตอบแทน (Risk) และการกระจายความเสี่ยง (Diversification) ออกไปในการลงทุนในสินทรัพย์หลายประเภท

ในทางทฤษฎี เป้าหมายของการลงทุนของกองทุนหนึ่งๆคือการพยายามบริหารกองทุนให้ได้ผลตอบแทนสูงสุด ภายใต้ความเสี่ยงที่จำกัด และควบคุมได้ สินทรัพย์แต่ละประเภทมีความเสี่ยงที่ไม่เหมือนกัน สินทรัพย์บางประเภทจัดว่ามีความเสี่ยงต่ำ เช่น พันธบัตรรัฐบาล และสินทรัพย์บางประเภทจัดว่ามีความเสี่ยงสูง เช่น หุ้น การเลือกลงทุนในสินทรัพย์เพียงชนิดเดียว อาจทำให้ไม่บรรลุเป้าหมายของการลงทุนได้ เช่น ถ้าเลือกลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ เช่น พันธบัตรรัฐบาล อาจทำให้ไม่บรรลุเป้าหมายด้านผลตอบแทนการลงทุนที่คาดหวัง แต่ถ้าลงทุนในหุ้นอย่างเดียว อาจให้ผลตอบแทนสูงแต่ก็มีความผันผวนของผลตอบแทนสูงตามไปด้วยเช่นกัน

ดังนั้นการกระจายความเสี่ยงจึงเป็นหัวใจสำคัญของการลงทุน การวัดหาน้ำหนักการลงทุนที่เหมาะสมในสินทรัพย์แต่ละประเภท ได้มาจากการวัดหาความสัมพันธ์ทางสถิติ ของความเคลื่อนไหวของผลตอบแทนระหว่างสินทรัพย์แต่ละประเภท หรือที่เรียกกันว่า ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation)

เฮดจ์ฟันด์จัดเป็นประเภทสินทรัพย์อีกประเภทหนึ่ง ที่มีลักษณะเฉพาะตัวของผลตอบแทน และความเสี่ยงแตกต่างไปจากสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ผลตอบแทนของเฮดจ์ฟันด์มักจะมีค่าสหสัมพันธ์ที่ต่ำเทียบกับผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ เช่น หุ้น หรือตราสารหนี้ เฮดจ์ฟันด์จึงจัดเป็นประเภทสินทรัพย์ที่ช่วยในเรื่องการกระจายความเสี่ยงของการลงทุนได้เป็นอย่างดี

<sup>14</sup> Simone Borla and Denis Masetti, *Hedge Fund: a resource for investors*, (New York: John Wiley & Sons, 2002)

## พลวัตของระบบการเงินโลก กับผลกระทบต่อไทย<sup>15</sup>

รศ.ดร. สมภพ มานะรังสรรค์ ได้ใช้วิธีวิเคราะห์เชิงประวัติศาสตร์ตั้งแต่ยุค ข้อตกลง Bretton Woods หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 ซึ่งได้ก่อกำเนิดกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) และธนาคารระหว่างประเทศเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนา หรือรู้จักกันทั่วไปในชื่อว่า ธนาคารโลก ซึ่งข้อตกลงครั้งนี้ได้ส่งผลกระทบต่อมายังประเทศไทยด้วย เพราะต่อมาไทยก็ได้เป็น สมาชิกของทั้งสองสถาบัน และเนื่องจากสหรัฐฯ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดของทั้งสองสถาบัน กอปรกับการที่เศรษฐกิจของสหรัฐฯ หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 มีความแข็งแกร่งกว่าเศรษฐกิจของประเทศทุนนิยมอื่น ๆ จึงทำให้เงินดอลลาร์กลายเป็นสกุลเงินที่มีความมั่นคงที่สุด เป็นที่ต้องการมากที่สุดของตลาดการค้าและการเงินของโลก ยิ่งไปกว่านั้น การที่ค่าของดอลลาร์อิงอยู่กับค่า ทองคำอย่างเหนียวแน่น ก็ยิ่งทำให้มีค่าที่แน่นอนและมั่นคงมากขึ้นไปอีก

อย่างไรก็ตาม ในคริสต์ทศวรรษที่ 1970s สหรัฐฯ ประสบปัญหาเศรษฐกิจอย่าง รุนแรง ประการแรก สหรัฐฯ ขาดดุลการค้า เงินดอลลาร์ไหลไปอยู่ในครอบครองของประเทศต่างๆ ทั่วโลก ประการที่สอง สหรัฐฯ ใช้จ่ายเงินในสงครามเวียดนามมหาศาล ปริมาณเงินดอลลาร์ที่ผลิต ออกมาใช้จ่ายและเงินดอลลาร์ที่ครอบครองโดยประเทศต่าง ๆ รวมกันแล้วมีมากกว่าปริมาณ ทองคำสำรองที่ใช้หนุนหลังดอลลาร์ จากเดิมที่กำหนดว่า ถ้าใครมีเงิน 35 เหรียญสหรัฐฯ ก็ สามารถใช้แลกทองคำจากคลังสำรองได้ 1 ออนซ์ทันที แต่เมื่อปริมาณดอลลาร์ที่ผลิตออกมามี มากเกินไป หากจะนำเงินดอลลาร์ทั้งหมดนั้นไปแลกทองคำ ทองคำก็จะหมดคลังไม่พอให้แลก ดังนั้นที่สหรัฐฯ เคยประกาศไว้ว่าเงิน 35 เหรียญสหรัฐฯ แลกได้ 1 ออนซ์นั้นในความเป็นจริง 35 เหรียญสหรัฐฯ ก็อาจจะได้ทองคำเพียงครึ่งออนซ์เท่านั้นเอง จุดนี้เองที่ในที่สุดแล้ว ในปี 1971 สหรัฐฯ จึงประกาศเลิกอิงมาตรฐานทองคำ ปล่อยให้ค่าดอลลาร์ลอยไปลอยมาตามความต้องการ ของตลาด ถ้าโลกต้องการดอลลาร์มากสหรัฐฯ ก็จะพิมพ์ดอลลาร์ออกมาใช้มาก หากโลกต้องการ น้อยก็ผลิตออกมาใช้น้อยโดยไม่ต้องอิงกับทองคำอีกต่อไป

สมภพ ได้วิเคราะห์ว่า การลอยค่าเงินดอลลาร์ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อราคา น้ำมัน เนื่องจากการซื้อขายอ้างอิงสกุลเงินดอลลาร์ และการที่ค่าดอลลาร์ลดลงหลังจากการ ประกาศลอยตัว ทำให้รายได้ที่แท้จริงจากการขายน้ำมันของกลุ่มโอเปคลดลง จากการที่ 1 ดอลลาร์

<sup>15</sup> สมภพ มานะรังสรรค์, พลวัตของระบบการเงินโลก กับผลกระทบต่อไทย, (กรุงเทพมหานคร: โครงการเมธีวิจัยอาวุโส สกว. ศูนย์ศึกษาเศรษฐศาสตร์การเมือง, 2546)

ลาร์ยุคค่าลด มีค่าน้อยกว่า 1 ดอลลาร์ยุคที่ค่ายังไม่ลด จึงเป็นแรงผลักดันที่สำคัญที่ทำให้ประเทศโอเปคได้ประกาศขึ้นราคาน้ำมัน

ในคริสต์ทศวรรษที่ 1980s สหรัฐฯ ขาดดุลการค้าและขาดดุลชำระเงินรุนแรงมาก การที่ญี่ปุ่นและเยอรมันคู่ค้าหลักของสหรัฐฯ กลับได้ดุลการค้าและดุลชำระเงินมหาศาล ทำให้ประธานาธิบดีเรแกนต้องเดินทางไปเจรจากับญี่ปุ่นเมื่อปี 1983 เพื่อให้ญี่ปุ่นผ่อนคลายทางการค้ากับสหรัฐฯ ลดการเกินดุลกับสหรัฐฯ จนกระทั่งปี 1985 จึงได้มีการประชุมของ 5 มหาอำนาจเศรษฐกิจ คือ สหรัฐฯ อังกฤษ เยอรมัน ฝรั่งเศส และญี่ปุ่น ที่โรงแรมพลาซ่า นครนิวยอร์ก เรียกการประชุมครั้งนี้ว่า “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” (Plaza Accord) ผลสรุปของการประชุมก็คือ จะต้องทำให้เงินสกุลหลักอื่น ๆ แข็งค่าขึ้น เพื่อทำให้ดอลลาร์อ่อนค่าลง โดยการเทขายดอลลาร์ครวระมาก ๆ และนี่เองที่เป็นที่มาของการที่เงินเยนแข็งค่า

จุดนี้เองที่สมภพวิเคราะห์ว่า การแข็งค่าของเงินเยนนำไปสู่การเคลื่อนย้ายทุนออกจากญี่ปุ่น เพราะการผลิตในญี่ปุ่นใช้ต้นทุนเป็นเงินเยน เมื่อคิดเป็นค่าเงินสกุลอื่นแล้วจะสูงมาก ราคาสินค้าจะแพงมาก ทำให้ส่งออกได้น้อยลง การเคลื่อนย้ายทุนจากญี่ปุ่นไปยังประเทศค่าเงินอ่อนจะทำให้ต้นทุนการผลิตถูกลงมาก ราคาสินค้าก็จะไม่แพง แหล่งที่ค่าเงินอ่อนและค่าแรงถูก เหมาะกับนโยบายดังกล่าวของญี่ปุ่นก็คือกลุ่มประเทศอาเซียน ดังนั้น สมภพจึงบอกว่า “หลังการประชุมพลาซ่าแอ็กคอร์ด การลงทุนโดยตรงของญี่ปุ่นในไทยได้ขยายตัวชนิดไม่เคยปรากฏมาก่อน โดยในช่วง 1987-1991 มูลค่าการลงทุนของญี่ปุ่นในไทยมีระดับสูงกว่ามูลค่าการลงทุนโดยตรงทั้งหมดของญี่ปุ่นในไทย ในช่วงหลายทศวรรษก่อนหน้านั้น (รวมกัน)”

ดังนั้นจะ เห็นได้ว่า “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยมาก เพราะนำไปสู่การเคลื่อนย้ายทุนออกจากญี่ปุ่นสู่อาเซียน ในกรณีของไทยการไหลเข้าของทุนญี่ปุ่นนำไปสู่การเติบโตอย่างรวดเร็วของ GDP ด้านธุรกิจนำไปสู่การกว้านซื้อที่ดินเพื่อขยายโรงงาน นำไปสู่สถานการณ์เก็งกำไรในตลาดอสังหาริมทรัพย์ และเชื่อมโยงไปสู่ตลาดเงินตลาดหุ้นในที่สุด และก็กลายเป็นเศรษฐกิจฟองสบู่ทั้งระบบในช่วงปี 1990-1996 ซึ่ง GDP เพิ่มขึ้นจาก 1.19 ล้านล้านบาทในปี 1990 เป็น 3.1 ล้านล้านบาทในปี 1996 หรืออัตราการขยายตัวเฉลี่ยประมาณปีละ 8%

ในภาวะที่ฟองสบู่กำลังเบ่งพองถึงจุดสูงสุด ความต้องการเงินเพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และในตลาดหุ้นก็ยิ่งเพิ่มขึ้นรวดเร็ว จนแหล่งเงินกู้ในประเทศไม่พอที่จะให้กู้ ดังนั้น รัฐบาลจึงได้เปิดให้ทำธุรกิจวิเทศธนกิจ หรือ BIBFs (Bangkok International Banking Facilities) และการเปิด BIBFs นี้เองที่สมภพเห็นว่าทำให้ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์หันไปกู้เงินจาก

บริษัทเงินทุนมากขึ้น และเพราะบริษัทเงินทุนไปกู้เงินจากต่างประเทศจำนวนมากมาปล่อยให้กู้ต่อภายในประเทศ ภาคเอกชนจึงเป็นหนี้ต่างประเทศมากขึ้นอย่างน่าตกใจ สมภพกล่าวว่า “ในปี 1994 และ 1995 มีเงินกู้จาก BIBF เพิ่มสูงขึ้นมากและเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้หนี้ต่างประเทศขยายตัวถึง 24.49% ในปี 1994 และ 27.29% ในปี 1995 และหนี้ต่างประเทศภาคเอกชนได้เพิ่มจาก 30,553 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 1992 เป็น 66,186 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 1995 หรือคิดเป็นประมาณกว่า 70% ของหนี้ต่างประเทศทั้งหมด”

หนี้เหล่านี้ประมาณ 60% เป็นหนี้ระยะสั้น (ไม่เกิน 1 ปี) และนี่เองที่เป็นที่มาของการหมุนเงินไม่ทัน ถึงเวลาชำระหนี้แล้วก็ไม่มีเงินใช้เนื่องจากการลงทุนหมุนซ้ำ บางโครงการก็ไม่คุ้มทุน สถานการณ์นี้เกิดขึ้นทั้งในตลาดอสังหาริมทรัพย์และตลาดหุ้น การไม่สามารถชำระหนี้คืนเมื่อครบกำหนดก็นำไปสู่ภาวะการณ์หมดเครดิต การทวงหนี้ การฟ้องร้อง การล้มละลาย ทั้งในภาคการผลิตและภาคการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่นำไปสู่ภาวะฟองสบู่แตกและวิกฤตการณ์ทางการเงินในที่สุด

สมภพได้ยืนยันว่า การเปิดเสรีภาพทางการเงินทั้งตามพันธกรณีข้อ 8 ของ IMF และการเปิด BIBFs ล้วนเป็นการกระตุ้นเศรษฐกิจฟองสบู่ แล้วก็นำไปสู่ภาวะวิกฤติ โดยสรุปว่า “การเกิดขึ้นและการขยายตัวของเศรษฐกิจฟองสบู่ เกิดจากการขยายตัวทางมูลค่าที่เกินจริงของสินทรัพย์ (Inflated assets) ทั้งนี้มีธุรกิจการเงินเป็นตัวกระตุ้นการขยายตัวเกินจริง โดยเฉพาะอย่างยิ่งปริมาณเงินทุนที่ไหลเข้าจากต่างประเทศ จากการเอื้ออำนวยการเปิดตลาดการเงินให้เสรียิ่งขึ้น”

#### Cowardly Capitalism: The myth of the global financial casino<sup>16</sup>

แดเนียล เบน อามี ได้ศึกษาถึงนักลงทุนสถาบันที่มีการเจริญเติบโตเป็นประวัติการณ์ กองทุนรวมได้ร่วมกับกองทุนเพื่อการเกษียณในการเล่นบทบาทสำคัญต่อการพัฒนาตลาดเงินตลาดทุนในอเมริกา ธุรกิจของกองทุนรวมของสหรัฐฯ เจริญเติบโตขึ้นจาก 47.6 พันล้านเหรียญสหรัฐ ในปี 1970 เป็น 6,846.3 พันล้านเหรียญในปี 1999 ซึ่งเป็นการเจริญเติบโตถึง 143 เท่า ในขณะที่ดัชนี S&P โตไม่ถึง 4 เท่าตัว เท่านั้นในช่วงเวลาเดียวกัน ซึ่งแสดงถึงการเจริญเติบโตที่

<sup>16</sup> Daniel Ben-Ami, *Cowardly Capitalism: The myth of the global financial casino*, 1<sup>st</sup> edition, (New York: John Wiley & Sons, Ltd, 2001)



เกิดเนื่องจากการลงทุนเพิ่มของนักลงทุนรายย่อย จึงไม่น่าแปลกใจว่าในเดือนมกราคม ปี 1999 มีคนอเมริกันมากถึง 66.8 ล้านคนลงทุนในกองทุนรวม

สัดส่วนของการลงทุนภายใต้การบริหารจัดการของกองทุนต่าง ๆ ทั้งหมดของโลก มูลค่า 35 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ แบ่งเป็น กองทุนเพื่อการเกษียณ 13 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ (เป็นของคนอเมริกัน 60%) กองทุนรวม 11 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ (เป็นของคนอเมริกัน 62%) บริษัทประกัน 11.5 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ (เป็นของคนอเมริกันประมาณ 33%) ถึงแม้ว่าสัดส่วนของสหรัฐฯ จะมีขนาดใหญ่ในเชิงปริมาณ แต่ในเชิงเปรียบเทียบกลับมีขนาดเล็กกว่าประเทศอื่น เช่นกองทุนเพื่อการเกษียณของสหรัฐฯ มีขนาด 85% ของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศสหรัฐฯ ในขณะที่ประเทศอังกฤษมีขนาดเป็น 95% สวิสเซอร์แลนด์ 146% ส่วนเนเธอร์แลนด์ 115%

นักลงทุนสถาบันเหล่านี้เป็นตัวแทนของนักลงทุนรายย่อยในการครอบครองทรัพย์สินจำนวนนับล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ โดยในทศวรรษ 90 ทรัพย์สินภายใต้การจัดการของกองทุนรวมในสหรัฐฯ มีขนาดใหญ่กว่าธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบของสหรัฐฯ จากการศึกษาพบว่ามีปัจจัยจำนวนไม่น้อยที่ช่วยในการขึ้นรูปการบริหารจัดการกองทุนสมัยใหม่ ผู้เขียนได้ชี้ให้เห็นถึงนโยบายของภาครัฐ ผูกกับความไม่มั่นคงในชีวิตของปัจเจกบุคคลได้เข้ามามีบทบาทสำคัญในการเจริญเติบโตของธุรกิจบริหารกองทุน ซึ่งจากนัยยะดังกล่าวจะชี้ให้เห็นว่าธุรกิจการบริหารจัดการกองทุนมีความเป็นการเมืองมากกว่าการเงิน

ลักษณะสำคัญของการบริหารการลงทุนคือความสามารถในการกระจายความเสี่ยงซึ่งทำให้มันเหมาะสมกับสภาพที่ไม่ต้องการความเสี่ยง ผู้จัดการกองทุนสามารถกระจายความเสี่ยงไปบนทรัพย์สินหลากหลายชนิดมากกว่านักลงทุนซึ่งเป็นบุคคล เนื่องจากการบริหารกองทุนนั้นมีทรัพยากรในการที่จะกำกับดูแลผลประโยชน์ในการลงทุนได้อย่างสม่ำเสมอ โดยตัวอย่างที่จะแสดงให้เห็นถึงขอบเขตการทำงานดังกล่าว เช่น หากนักลงทุนบุคคลมีเงินลงทุน 10,000 เหรียญ นักลงทุนคงนำเงินไปซื้อหุ้นได้เพียงไม่กี่ตัว ดังนั้นผลตอบแทนจะมีความผันผวนอย่างมาก ในอีกทางหนึ่งหากเขานำเงินไปซื้อหน่วยลงทุนในกองทุนเดียว หรือหลายกองทุน สิ่งที่ได้รับคือ การกระจายความเสี่ยงไปในพอร์ตการลงทุนที่ใหญ่กว่า ผลก็คือเขาจะได้รับผลตอบแทนที่มีความผันผวนน้อยกว่าการซื้อหุ้นโดยตรง ผู้จัดการกองทุนจะใช้ทฤษฎี Modern Portfolio ในการลงทุนของ Harry Markowitz ซึ่งแสดงให้เห็นถึงการลดความผันผวนของ Portfolio ซึ่งจะมีลดลงต่ำกว่าการรวมความเสี่ยงของหุ้นแต่ละตัว ซึ่งมาจากแนวความคิดในการไม่นำไข่ทั้งหมดไปใส่ไว้ในตระกร้าเดียวกัน

โดยปกติผู้จัดการกองทุนจะสร้าง Portfolio เพื่อกระจายความเสี่ยงโดยการพิจารณาถึงคุณลักษณะของหุ้นแต่ละตัวและความสัมพันธ์ของมัน ในหุ้นบางคู่จะมีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางตรงข้ามกันซึ่งเรียกว่าค่าสหสัมพันธ์เป็นลบซึ่งการรวมสองสิ่งนี้จะช่วยลดค่าความเสี่ยงโดยรวมลงได้แม้ว่าการบริหารการลงทุนจะมีความเสี่ยงแต่ผู้จัดการกองทุนต้องใช้ความพยายามอย่างมากในการควบคุมความเสี่ยงดังกล่าวจากหลักทรัพย์หนึ่งไปสู่หลักทรัพย์หนึ่ง จากประเทศหนึ่งไปสู่อีกประเทศหนึ่งและจากทวีปหนึ่งไปสู่อีกทวีปหนึ่ง ดังนั้นหากตลาดหนึ่งตลาดใดเกิดความเสียหายจะไม่ส่งผลกระทบต่อพอร์ตการลงทุนโดยรวม ดังนั้น นักลงทุนอเมริกันมักจะต้องการลงทุนในตลาดอื่นเช่น ตะวันออกไกลเนื่องจากเขาเชื่อว่าตลาดเหล่านั้นมีค่าสหสัมพันธ์เป็นลบกับตลาดสหรัฐฯ

ในอดีตนักลงทุนรายย่อยลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯเป็นส่วนที่ใหญ่กว่านักลงทุนประเภทอื่น ในปัจจุบันนี้นักลงทุนสถาบันได้เติบโตกลายเป็นส่วนที่ใหญ่โดยปี 1997 กว่า 60% ของ 1000 บริษัทใหญ่ที่สุดในสหรัฐฯ ถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน ส่วนในอังกฤษนั้นสถาบันถือหุ้นมากกว่า 3 ใน 4 ของตลาดหุ้น และถึงแม้ว่าผู้ออมรายย่อยจะเป็นผู้ที่ได้รับประโยชน์จากกองทุนเหล่านั้นแต่ผู้จัดการกองทุนมีอาชีพเท่านั้นที่เป็นผู้ควบคุมกองทุนต่าง ๆ

ผู้เขียนได้ทำการศึกษาถึงบทบาทของภาครัฐในการสนับสนุนธุรกิจจัดการกองทุน ซึ่งการกระตุ้นธุรกิจนี้ช่วยทดแทนการขาดสวัสดิการให้กับชนชั้นกลางเพื่อที่รัฐจะได้ลดค่าใช้จ่ายในเรื่องสวัสดิการสังคมลงโดยเฉพาะอย่างยิ่งในด้านการชราภาพด้วยการกระตุ้นการเจริญเติบโตของกองทุนรวมและกองทุนเพื่อการเกษียณ การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงการผ่อนคลายความเสี่ยงจากภาครัฐไปสู่ประชาชนโดยให้ปัจเจกบุคคลมีความรับผิดชอบต่อความเสี่ยงด้านการออมเนื่องจากการมีชีวิตที่ยืนยาวขึ้นหลังเกษียณ ถึงแม้ว่าในทางปฏิบัติจะมีข้อจำกัดเนื่องจากสังคมส่วนใหญ่ไม่สามารถที่จะออมได้ อย่างไรก็ตามรัฐก็จะพยายามที่จะสนับสนุนแนวทางนี้ให้มากที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้

ในการกระตุ้นให้ผู้จัดการกองทุนปฏิบัติในบทบาทดังกล่าวรัฐจะต้องช่วยเหลือโดยการอุดหนุนทางอ้อมเป็นอย่างมาก ซึ่งโดยปกติรัฐจะให้แรงจูงใจในรูปการลดหย่อนภาษีในการกระตุ้นดังกล่าวรัฐได้ช่วยให้ธุรกิจจัดการกองทุนสามารถรวบรวมเงินขนาดใหญ่ซึ่งสร้างรายได้ให้กับธุรกิจนี้อย่างมาก โดยบทบาทของรัฐในการส่งเสริมธุรกิจจัดการกองทุนเริ่มตั้งแต่ปี 1970 ตั้งแต่นั้นมาทั้งรัฐบาลอังกฤษและอเมริกาได้ดำเนินกลยุทธ์ในการลดรัฐสวัสดิการอย่างกว้างขวางโดยกระตุ้นให้ประชาชนพึ่งตนเองได้ทางการเงินมากกว่าการพึ่งพิงรัฐในอนาคตโดยการกระตุ้นให้

ประชาชนลงทุนในกองทุนเพื่อการเกษียณและกองทุนรวมเพื่อดำรงชีวิตหลังการเกษียณ โดยรัฐส่งเสริมให้กองทุนบริหารจัดการความเสี่ยงอย่างระมัดระวัง

ดังนั้น ธุรกิจจัดการกองทุนคือสินค้าที่เกิดขึ้นจากปฏิสัมพันธ์ของปัจจัยต่าง ๆ ในสังคมมากกว่าการกำเนิดขึ้นเอง ธุรกิจจัดการกองทุนจะเป็นสิ่งที่เหมาะสมในช่วงเวลาที่คนมีความกลัวต่อความเสี่ยงเนื่องจากธุรกิจนี้ช่วยกระจายความเสี่ยงได้ แต่หากขาดองค์ประกอบไม่ว่าจะเป็นภาคเอกชน ภาครัฐและประชาชน ศักยภาพของธุรกิจนี้ก็ไม่น่าจะเกิดขึ้นได้ หากสังคมที่ไม่ตระหนักถึงความเสี่ยงและความไม่มั่นคง ธุรกิจจัดการกองทุนก็จะมีบทบาทน้อยกว่าที่เป็นอยู่ในปัจจุบันมาก

### The Crisis of Global Capitalism (Open Society Endangered)<sup>17</sup>

จอร์จ โซรอส (George Soros) และกลุ่มผู้บริหารกองทุนเฮดจ์ฟันด์ Soros Fund Management ได้ให้ความเห็นเกี่ยวกับวิกฤติการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้นที่ประเทศไทยในปี 1997 ว่าถึงแม้วิกฤติจะเป็นสิ่งที่คาดการณ์ได้แต่ขอบเขตความรุนแรงเป็นเรื่องที่เกินความคาดหมายของทุกคน สาเหตุที่ใกล้ที่สุดของปัญหาวิกฤติเอเชียคือ การที่ประเทศเอเชียผูกพันค่าเงินของตนกับเหรียญสหรัฐ สภาพที่ดูเหมือนมั่นคงของเงินสกุลดอลลาร์ ได้กระตุ้นให้ธนาคารและธุรกิจในเอเชียกู้เงินเป็นดอลลาร์ และแลกเปลี่ยนเงินสกุลตนโดยไม่ได้ซื้อประกันความเสี่ยง(จากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน) แล้วธนาคารก็เอาเงินนั้นไปให้กู้ยืมต่อ หรือลงทุนในโครงการต่างๆ ในประเทศของตน โดยเฉพาะอย่างยิ่งด้านธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ การทำเช่นนี้เป็นการหากำไรที่ดูไม่เสี่ยงอะไร หากอัตราแลกเปลี่ยนของเงินสกุลท้องถิ่นกับดอลลาร์ยังคงที่อยู่

แต่การดำเนินธุรกิจในลักษณะนี้กลับถูกกดดัน โดยส่วนหนึ่งจากการที่เงินคงค่าเงินหยวนไว้ต่ำเกินไปในปี 1996 และอีกส่วนหนึ่งมาจากการที่ค่าเงินเหรียญสหรัฐได้เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับสกุลเงินเยนของญี่ปุ่น ดุลการค้าของประเทศที่เกี่ยวข้องเหล่านี้จึงติดลบมากขึ้นตามลำดับ เมื่อเป็นที่ปรากฏชัดตั้งแต่เดือนมกราคม ปี 1997 ว่าสถานการณ์การเป็นหนี้และขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมากเกินไปของเอเชียไม่สามารถจะยืนยงได้อีกต่อไป ผู้ลงทุนในตลาดการเงินอื่นๆ ก็ย่อมต้องเห็นภาพดังกล่าวด้วยเช่นเดียวกัน แต่วิกฤติก็ไม่ได้เกิดขึ้นจนกระทั่งเดือนกรกฎาคม ปี 1997 เมื่อรัฐบาลไทยประกาศยกเลิกนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราแบบคงที่

<sup>17</sup> George Soros, *The Crisis of Global Capitalism: (Open Society Endangered)*,

เปลี่ยนมาใช้นโยบายให้ค่าเงินบาทลอยตัว ตามความเห็นของผู้บริหารกองทุนบ่งชี้ว่า เหตุที่วิกฤติในเอเชียเกิดขึ้นช้ากว่าที่คาดไว้เป็นเพราะว่าธนาคารกลางของประเทศเหล่านั้น พยายามพยุงค่าเงินของตนให้นานเกินไป ในขณะที่เดียวกันธนาคารระหว่างประเทศก็ยังคงปล่อยกู้ยืมต่างๆ ที่ธนาคารเหล่านั้นน่าจะรู้ถึงสถานการณ์ที่จะเกิดขึ้นต่อไปดีอยู่แล้ว ไม่ต้องสงสัยเลยว่าพฤติกรรมในการถ่วงเวลา(ที่ควรลดค่าเงิน) ของธนาคารกลางในเอเชีย ได้ซ้ำเติมให้วิกฤติทวีความรุนแรงยิ่งขึ้นและส่งผลกระทบต่อเนื่องจากประเทศไทย วิกฤติได้ลุกลามอย่างรวดเร็วไปมาเลเซีย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ เกาหลีใต้ และประเทศอื่นๆ

ดังนั้น ประเด็นที่น่าสนใจประเด็นหนึ่งก็คือ วิกฤติที่เริ่มจากประเทศไทยได้ลามไปยังอีกหลายประเทศนอกภูมิภาคเอเชียต่างๆ ที่อยู่ห่างไกลออกไปมาก ไม่ว่าจะเป็นรัสเซีย หรือลาตินอเมริกาได้อย่างไร ประเทศเหล่านี้มีลักษณะอะไรที่ร่วมกันถึงได้เผชิญวิกฤติคล้ายกัน นักวิจารณ์บางคนได้ให้เหตุผลว่า เป็นเพราะประเทศเหล่านี้ได้พัฒนาทุนนิยมแบบบิดเบือนหรือไม่มีวุฒิภาวะพอ แต่การกล่าวอ้างว่าลักษณะของทุนนิยมแบบเอเชียทำให้เกิดวิกฤติขึ้นเช่นนี้ก็ไม่ได้ให้ภาพที่แท้จริง เพราะในที่สุดวิกฤติที่มีจุดเริ่มต้นในเอเชียก็เริ่มจะมีผลกระทบแผ่ขยายไปยังเศรษฐกิจการเงินของยุโรปตะวันตก และสหรัฐฯ ด้วย ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้ว่า ระบบทุนนิยมโลกต่างหากที่มีข้อบกพร่องและไม่มั่นคงจึงได้มาถึงจุดที่มีโอกาสก้าวไปสู่การพังทลายของทั้งระบบ ไซรอสจึงได้ให้ความเห็นในตอนท้ายว่าวิกฤติเอเชียเป็นวิกฤติของระบบทุนนิยมโลกที่มีสาเหตุมาจากความไร้เสถียรภาพของระบบการเงินของโลกนั่นเอง

### บาท (Thai Finance) ทิศทาง การทำทนายและโลกาภิวัตน์การเงิน<sup>18</sup>

รศ.ดร. สมภพ มานะรังสรรค์ กล่าวถึงภาคการเงินของไทยว่าได้ขยายตัวเติบโตอย่างต่อเนื่อง นับตั้งแต่หลังการประชุม “พลาซ่าแอ็คคอร์ด” (Plaza Accord) ของกลุ่ม G5 เมื่อปลายปี 1985 เป็นต้นมา ค่าเหรียญสหรัฐฯได้อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่องเมื่อเทียบกับเงินตราสกุลหลักอื่น ๆ เช่น เงินเยน เป็นต้น ทำให้วิสาหกิจอุตสาหกรรมของญี่ปุ่นต้องย้ายและขยายฐานการผลิตออกสู่ต่างประเทศ เพื่อลดปัญหาเงินเยนที่มีค่าแข็งขึ้นมาก การลงทุนในต่างประเทศที่มีค่าเงินอ่อนกว่า ไม่เพียงแต่ช่วยลดต้นทุน เมื่อเทียบเป็นค่าเงินเยนเท่านั้น หากแต่ยังสามารถผลิตเพื่อส่งออกจากประเทศดังกล่าวได้ง่ายกว่าด้วย

<sup>18</sup> สมภพ มานะรังสรรค์, บาท (Thai Finance) ทิศทาง การทำทนาย โลกาภิวัตน์การเงิน, (กรุงเทพมหานคร: นักรู้พับลิค 2546)



การย้ายและขยายฐานการผลิตของต่างประเทศ เช่น จากญี่ปุ่นและจากประเทศ “สี่เสือแห่งเอเชีย” อันประกอบด้วย เกาหลีใต้ ไต้หวัน ฮองกง และสิงคโปร์เข้าสู่ไทยได้ส่งผลให้ภาคการเงินขยายตัวทั้งทางตรงและทางอ้อม เนื่องจากวิสาหกิจอุตสาหกรรมที่ขยายตัวเติบโตใหญ่ในไทย ได้มีอุปสงค์ (Demand) ต่อเงินทุนเพิ่มขึ้น เพื่อนำเงินทุนดังกล่าวมาใช้ในการประกอบการในธุรกิจส่งผลให้สถาบันการเงินต่าง ๆ ทั้งของไทยและต่างประเทศ สามารถขยายการปล่อยสินเชื่อได้มากขึ้น ขณะเดียวกันเงินหมุนเวียนเข้าออกจากการประกอบการของสถาบันการเงินย่อมเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมากตามมาด้วย

นอกเหนือจากนั้น ตลาดทุน (Capital Market) อันได้แก่ ตลาดหุ้น (Stock Market) ก็ขยายตัวมากขึ้น อันเป็นผลมาจากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น ขณะเดียวกัน การเก็งกำไร (Speculation) ในระบบเศรษฐกิจก็เพิ่มมากยิ่งขึ้นด้วย ยิ่งส่งผลให้ภาคการเงินในไทยขยายตัวเติบโตใหญ่ขึ้นตามลำดับ แต่สิ่งที่ยังเป็นอุปสรรคอยู่ ก็คือ ระบบเศรษฐกิจและระบบการเมืองของไทย ในช่วงก่อนเกิดวิกฤติ 1997 (กรกฎาคม 1997) ทั้งภาคการเงิน (Financial Sector) และภาคเศรษฐกิจจริง (Real Sector) ยังคงถูกปิดกั้นต่อทุนนิยมโลกไม่น้อย ต่างชาติยังไม่สามารถเข้ามาประกอบธุรกิจการเงินในไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในธุรกิจธนาคาร ด้วยเหตุที่กลุ่มทุนการเงินเดิมพยายามขวางกั้นโดยใช้เครื่องมือต่างๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเครื่องมือทางการเมือง ดังนั้น การที่ไทยเปิดใช้ระบบวิเทศธนกิจ (BIBF's) ภายใต้การเปิดบัญชีทุน (Capital Account) เพื่อเปิดกว้างทางการเงิน จึงถือเป็นการต่อสายระบบทุนนิยมโลกเชื่อมเข้าสู่กลุ่มการเงินไทยซึ่ง “ผูกขาด” ระบบการเงินและมีความเป็นระบบทุนนิยมอุปถัมภ์ (Crony Capitalism) กลไกการจัดสรรทุนจึงไร้ประสิทธิภาพและมุ่งรักษาผลประโยชน์ของกลุ่มตนและพวกพ้องตาม “วิถีแห่งเอเชีย” นอกจากนี้ในภาคการผลิต (Real Sector) มีการลงทุนที่เกินตัวและขาดประสิทธิภาพ เนื่องจากผู้ประกอบการสามารถหาแหล่งเงินทุนได้ง่าย ทำให้มีการขยายการลงทุนออกไปในภาคการผลิตที่ตนขาดความชำนาญ มีผลให้ไม่สามารถบริหารการผลิตได้อย่างมีประสิทธิภาพหรือบริหารต้นทุน (Cost Management) ให้ต่ำสุดได้ การใช้ทรัพยากรในระบบก็ยิ่งเป็นไปอย่างไร้ประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

ผลที่ตามมา ก็คือ การขยายตัวของภาคการเงินไทยเป็นไปในเชิงปริมาณมากกว่าในเชิงคุณภาพ ไม่ว่าจะพิจารณาจากระดับมหภาค (Macro Level) หรือระดับจุลภาค (Micro Level) และนี่คือมูลเหตุสำคัญที่นำไปสู่การเสียความสมดุลทางเศรษฐกิจ (Economic Imbalances) จากการขยายตัวและการแตกตัวของเศรษฐกิจแบบฟองสบู่ จนนำไปสู่การเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน (Financial crisis) ครั้งร้ายแรงซึ่งไม่เพียงสร้างปัญหาแก่ไทยเท่านั้น



หากแต่ได้ส่งผลกระทบต่อทั่วโลกด้วย ดังปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นในกลางปี 1997 เมื่อไทยต้องปล่อยค่าเงินบาทลอยตัว

ภาคการเงินที่เติบโตใหญ่แต่ขาดความเข้มแข็งทั้งจากการดำเนินนโยบายการเงิน (Monetary Policy) และการดำเนินธุรกิจการเงินของสถาบันการเงินต่างๆ ที่ขาดประสิทธิภาพเพียงพอที่จะต่อกรกับโลกาภิวัตน์ทางการเงิน (Financial Globalization) ที่นำมาซึ่งกระแสอันเชี่ยวกรากของการไหลเวียนของเงินทุนระหว่างประเทศ (International Capital Flows) นับเป็นจุดกำเนิดสำคัญของวิกฤตการณ์ต้มยำกุ้งของไทยที่ก่อผลสะท้อนอย่างเป็นลูกโซ่สู่สมาชิกอาเซียนอื่นๆ เช่น ในอินโดนีเซียและเกาหลีใต้ ยิ่งไปกว่านั้นยังลุกลามออกไปไกลถึงทวีปยุโรปและอเมริกาใต้ เช่น วิกฤตการณ์ในรัสเซียและบราซิล ตลอดช่วงกลางปี 1997 ติดต่อกันไปจนถึงต้นปี 1999 แม้แต่ที่สหรัฐฯ “ยักษ์ใหญ่” ของทุนการเงินโลกก็ไม่แคล้วถูกกระทบไปด้วย ดังตัวอย่างที่ปรากฏออกมาจากกรณีเกิดล้มละลายของเฮดจ์ฟันด์ขนาดใหญ่ที่มีชื่อว่า “Long Term Capital Management” (LTCM) ในฤดูใบไม้ร่วงของปี 1998 จนธนาคารกลาง (The Federal Reserve) สาขานิวยอร์ก จำเป็นต้องออกมาช่วยค้ำเอาไว้

เมื่อเป็นเช่นนั้น การสร้างความรอบรู้ในด้านพัฒนาการของภาคการเงิน จึงมีความสำคัญยิ่งทั้งต่อเศรษฐกิจในระดับประเทศและการดำเนินธุรกิจของวิสาหกิจอุตสาหกรรมต่างๆ เพื่อที่จะสามารถชั่งชั่งผลทางด้านบวก และลดผลกระทบทางด้านลบของแสนยานุภาพทางการเงินในโลกเหล่านั้น ที่นับวันจะถูกกำหนดและบงการโดยเศรษฐกิจที่อยู่ภายใต้บรรยากาศการเก็งกำไร (Speculation) มากยิ่งขึ้น

### วิกฤตการณ์การเงินและเศรษฐกิจการเงินไทย<sup>19</sup>

รังสรรค์ ธนะพรพันธุ์ ได้นำเสนอถึงปัจจัยของวิกฤติทางการเงินปี 1997 ดังนี้

ก. การแตกสลายของเศรษฐกิจฟองสบู่ เศรษฐกิจฟองสบู่ผลักดันให้ราคาหลักทรัพย์ และที่ดินสูงเกินกว่าพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่เป็นจริง เมื่อนำหลักทรัพย์ และที่ดินที่ราคาสูงเกินความจริงนี้ไปค้ำประกันเงินที่กู้จากสถาบันการเงิน เมื่อเศรษฐกิจฟองสบู่แตกสลายหลักทรัพย์หรือที่ดินมีราคาต่ำลง สิ่งที่ใช้ค้ำประกันเงินกู้จึงมีมูลค่าไม่เพียงพอที่จะชดเชยเงินกู้ที่เบิกจ่ายไป ผลที่ตามมาคือ สถาบันการเงินต้องเผชิญกับปัญหาหนี้สูญและหนี้เสีย

<sup>19</sup> รังสรรค์ ธนะพรพันธุ์, วิกฤตการณ์การเงินและเศรษฐกิจการเงินไทย, (กรุงเทพมหานคร: โครงการจัดพิมพ์คบไฟ, 2542)

ข. การริบเร่งสู่แนวทางเสรีนิยมทางการเงิน โดยต้องการให้เงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าออกระหว่างประเทศโดยเสรี (International Capital Mobility) เมื่อเงินทุนไหลเข้าประเทศย่อมมีผลกระทบต่อปริมาณเงินที่หมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจโดยตรง และสร้างแรงกดดันของเงินเพื่อได้ส่วนในกรณี เมื่อเงินทุนไหลออกนอกประเทศนอกจากจะมีผลกระทบต่อสภาพคล่องภายในประเทศแล้ว ยังกระทบต่อฐานะเงินทุนสำรองระหว่างประเทศอีกด้วย การเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้าออกระหว่างประเทศอย่างรวดเร็วจึงสิ้นผลอนเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจได้อย่างมีนัยสำคัญ

การเร่งรัดเดินหน้านโยบายเสรีนิยมทางการเงินโดยมิได้พัฒนากระบวนการกำหนดนโยบาย และ กระบวนการตัดสินใจ รวมตลอดจนพัฒนาเครื่องมือของนโยบายการเงิน เพื่อเพิ่มพูนศักยภาพในการจัดการปัญหา อันเกิดจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้าออกระหว่างประเทศอย่างรวดเร็ว นับเป็นข้อบกพร่องสำคัญอันนำมาซึ่งวิกฤตการณ์การเงินในเวลาต่อมา

ค. ความพยายามอ้างไว้ซึ่งระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว ก็เพื่อสร้างสภาวะความแน่นอน (Certainty) ในการประกอบธุรกรรมระหว่างประเทศ เมื่อใดที่อัตราแลกเปลี่ยนที่ต้องการอ้างไว้เบี่ยงเบนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นจริง การเก็งกำไรจากการลดค่าเงินบาทย่อมเกิดขึ้น และในการที่จะรักษาระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว ธนาคารแห่งประเทศไทยจำเป็นต้องใช้ทุนสำรองระหว่างประเทศเป็นจำนวนมากในการสกัดกั้นเก็งกำไรค่าเงินบาท

ง. การตรึงอัตราดอกเบี้ยในระดับสูง เป็นมาตรการทางนโยบายที่จำเป็นต่อระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว เพราะธนาคารแห่งประเทศไทยต้องสะสมทุนสำรองระหว่างประเทศเพื่อใช้ในการปกป้องค่าเงินบาท เมื่ออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินระหว่างประเทศมาก เงินทุนนำเข้าย่อมหลั่งไหลเข้าสู่ประเทศไทยเพื่อหาประโยชน์จากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย

อย่างไรก็ตามเงินทุนนำเข้าจำนวนมากที่หลั่งไหลเข้ามานี้กลับมิได้นำไปใช้ในการเสริมสร้างศักยภาพการผลิต หากแต่ใช้ไปในการเก็งกำไรซื้อขายหลักทรัพย์ การบริโภคและทำยที่สุดในการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ แม้ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะพยายามกำกับกระแสเงินทุนนำเข้าต่ำกลับไม่มีมาตรการต่อเนื่องกำกับการจัดสรรเงินทุนนำเข้าให้ใช้ไปในทางที่เป็นประโยชน์สูงสุดแก่ระบบเศรษฐกิจ

## รายงานผลการวิเคราะห์และวินิจฉัยข้อเท็จจริงเกี่ยวกับสถานการณ์วิกฤติทางเศรษฐกิจ<sup>20</sup>

สถานการณ์วิกฤติทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปี 1997 มีผลกระทบต่อความมั่นใจในสถาบันการเงิน และระบบการเงินของประเทศ ทำความเสียหายให้แก่เศรษฐกิจโดยรวมและกระทบต่อผลประโยชน์ของประชาชน กระทรวงการคลังจึงได้แต่งตั้งคณะกรรมการศึกษาและเสนอแนะมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการระบบการเงินของประเทศ (ศปร.) โดยมีนายอนุกล ประจวบเหมาะ เป็นประธานกรรมการคณะกรรมการ ศปร. มีหน้าที่วินิจฉัยข้อเท็จจริงในเหตุการณ์วิกฤติทางการเงินต่างๆ ได้แก่ ข้อเท็จจริงกรณีกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาาระบบสถาบันการเงินได้ใช้เงินเข้าไปช่วยเหลือสถาบันการเงินต่างๆ เป็นจำนวนมาก ข้อเท็จจริงกรณีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศได้ลดลงอย่างมากและรวดเร็วสู่ระดับที่น่าวิตก รวมทั้งให้ข้อเสนอแนะต่อมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการระบบการเงินของประเทศที่อยู่ในความรับผิดชอบของธนาคารแห่งประเทศไทย และหน่วยงานอื่นที่เกี่ยวข้อง

คณะกรรมการ ศปร. ได้เชิญผู้ที่เกี่ยวข้องมาร่วมชี้แจง ประกอบด้วย อดีตรองนายกรัฐมนตรี อดีตรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง อดีตผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย อดีตปลัดกระทรวงการคลัง ตลอดจนพนักงานเจ้าหน้าที่ของธนาคารแห่งประเทศไทยและผู้บริหารภาคเอกชนจำนวนหนึ่ง และได้จัดทำรายงานผลการศึกษาต่อรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง เมื่อวันที่ 10 เมษายน 1998

รายงานผลการศึกษาได้ข้อสรุปว่า ต้นเหตุของวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปี 1997 ที่นับได้ว่าเป็นความร้ายแรงที่สุดครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์เศรษฐกิจของประเทศไทย แตกต่างจากครั้งก่อนๆ ตรงที่มีสาเหตุมาจากภายในประเทศทั้งสิ้น หรืออีกนัยหนึ่งก็คือ เราเป็นผู้สร้างปัญหาให้แก่ตัวเอง การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในระยะสองสามปีก่อนที่ปัญหาจะเกิดขึ้น แม้ทางการจะมองเห็นปัญหาแต่ขาดความเด็ดขาดในการกำหนดมาตรการที่จะป้องกันไม่ให้เกิดปัญหาเกิดขึ้น และเมื่อปัญหาเกิดขึ้นแล้วก็ยังขาดความกล้าหาญที่จะใช้มาตรการที่อาจไม่เป็นที่นิยมในทางการเมืองเข้าแก้ปัญหาดังกล่าว มาตรการที่ใช้ไม่ว่าในกรณีของการแทรกแซงปกป้องค่าของเงินบาท หรือการใช้เงินของกองทุนฟื้นฟู ฯ เพื่อช่วยเหลือสถาบัน

<sup>20</sup> คณะกรรมการศึกษาและเสนอแนะมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการระบบการเงินของประเทศ (ศปร.), “รายงานผลการวิเคราะห์และวินิจฉัย ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับสถานการณ์วิกฤติทางเศรษฐกิจ,”

การเงิน จึงเป็นเพียงการซื้อเวลาให้กับตนไประยะเวลาหนึ่งเท่านั้น การกระทำดังกล่าวเป็นการซื้อเวลาที่มีต้นทุนสูงมากเพราะในที่สุดจะมีผลกระทบกลายเป็นภาระที่หนักของธุรกิจและประชาชนทั่วประเทศในอนาคตที่ยาวนาน

คณะกรรมการ ศปร. ยังได้เสนอมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการระบบการเงินของประเทศ ดังนี้

ก. ควรมีการกำหนดโครงสร้างการบริหารระบบการเงินใหม่ให้เหมาะสม เพื่อให้การบริหารจัดการระบบการเงินเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ มีความเป็นอิสระ มีบทบาทและความรับผิดชอบที่ชัดเจน รวมทั้งมีการถ่วงดุลกันพอสมควร ทั้งนี้เพื่อให้การทำงานมีประสิทธิภาพ และไม่ขึ้นอยู่กับผู้หนึ่งผู้ใดมากเกินไป และที่สำคัญที่สุดคือ ต้องปรับกรอบทางกฎหมายและบริหาร เพื่อมิให้เกิดการใช้ทรัพยากรของชาติที่อยู่ในความดูแลของ ธปท. หรือการก่อภาระผูกพันโดยไม่มีข้อจำกัด อย่างเช่นที่เกิดขึ้นมาแล้วในปี 1997 ทั้งในกรณีการทำธุรกรรม Swap และการใช้เงินของกองทุนฟื้นฟู เพื่อช่วยสถาบันการเงิน

ข. ควรมีขั้นตอนและกระบวนการคัดเลือกผู้ที่จะเป็นผู้บริหารในแต่ละองค์กร รวมถึงกระบวนการคัดเลือกคณะกรรมการขององค์กรนั้นๆ โดยการบริหารภายใน การสร้างวัฒนธรรมองค์กร และการกำหนดความรับผิดชอบตามผลงาน ฯลฯ ในส่วนของธนาคารแห่งประเทศไทยจะเน้นความรับผิดชอบของผู้ว่าการ ส่วนคณะกรรมการจะต้องช่วยให้มีการกำหนดโครงสร้างภายในที่ยืดหยุ่นพอที่จะทำให้ผู้ว่าการสามารถที่จะจัดทีมงานเพื่อการบริหารงานของตนได้อย่างมีประสิทธิภาพในแต่ละสถานการณ์

ค. การบริหารเศรษฐกิจในระดับมหภาคนั้น ควรเป็นภาระและหน้าที่ของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ในส่วนที่เกี่ยวกับการบริหารนโยบายการคลังนั้น กรมต่างๆ ของกระทรวงการคลังและสำนักงบประมาณควรจะอยู่ภายใต้การรับผิดชอบของรัฐมนตรีคนเดียวกัน เพื่อให้งานนโยบายการคลังมีเอกภาพและประสิทธิภาพมากขึ้น

ง. สำหรับด้านการบริหารการเงินนั้น ควรมีการแยกการธนาคารกลาง และการกำกับตรวจสอบดูแลสถาบันการเงินออกต่างหากจากกัน

จ. ควรยกเลิกกองทุนฟื้นฟูและการประกันโดยไม่มีขอบเขตจำกัด และแปลงมาตั้งเป็นหน่วยงานด้านการประกันเงินฝาก โดยรวมงานให้อยู่กับงานด้านการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงิน

๑. งานด้านการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินที่เดิมอยู่ในความดูแลของ ธปท. ควรรวมอยู่กับงานประกันเงินฝากซึ่งเป็นองค์กรใหม่ที่ทางการจะตั้งขึ้น โดยให้ทำงาน ภายใต้คณะกรรมการและผู้อำนวยการสำนักงานในลักษณะคล้ายคลึงกับสำนักงาน กสท.

นอกจากนี้ในรายงานผลการศึกษาดังกล่าว คณะกรรมการ ศปร. ยังได้เสนอ มาตรการอื่นๆ เพื่อปรับปรุงกระบวนการทำงานของธนาคารแห่งประเทศไทยและหน่วยงานที่ เกี่ยวข้องให้มีประสิทธิภาพ มีความรับผิดชอบ และมีความโปร่งใสงยิ่งขึ้น

### ดอลลาร์ (US Finance) การเงิน ทุนนิยมและเศรษฐกิจกาสิโน<sup>21</sup>

งานของ รศ.ดร. สมภพ มานะรังสรรค์ ขึ้นนี้ได้นำเสนอความเป็นไปและบทบาท ของสหรัฐฯที่พัฒนามาสู่ความเป็นอภิมหาอำนาจทางเศรษฐกิจ และการเมืองโลกต่อเนื่องมา นับตั้งแต่สิ้นสุดสงครามโลกครั้งที่ 2 ในปี 2002 GDP ของสหรัฐฯ มีมูลค่าสูงถึง 10.4 ล้านล้าน เหรียญสหรัฐฯ หรือคิดเป็น 1 ใน 3 ของ GDP รวมของโลก ทั้ง ๆ ที่สหรัฐฯ มีประชากรประมาณ 4% ของประชากรรวมทั้งโลกเท่านั้น ความใหญ่โตและการเปิดกว้างทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ต่อ ประชาคมโลก ได้ส่งผลให้ประเทศต่าง ๆ ทั่วโลกที่ใช้ระบบเศรษฐกิจเปิด (Open Economy) ล้วน เชื่อมโยงกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ ทั้งทางตรงและทางอ้อม และเป็นความเชื่อมโยงกันทั้งในภาคการเงิน (Financial Sector) และภาคเศรษฐกิจจริง (Real Sector)

ในด้านภาคการเงินนั้น ทั้งตลาดเงิน(Money Market) และตลาดทุน (Capital Market) ของสหรัฐฯ ได้ส่งอิทธิพลในการกำหนดทั้งตลาดเงินและตลาดทุนของประเทศต่างๆทั่วโลกเช่นกัน บ่อยครั้งที่ปัญหาความผันผวนแปรปรวนของภาคการเงินสหรัฐฯได้ส่งผลกระทบไปทั่วโลก และได้ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในประเทศอื่น ๆ เช่น ในละตินอเมริกา ในภูมิภาค เอเชีย ฯลฯ ต่อเนื่องกันมา

พัฒนาการของภาคการเงินซึ่งถือเป็นลำดับขั้นของการพัฒนาภายใต้ระบบทุน นิยมในระดับสูงนั้น ได้ส่งผลให้ทั้งเงิน (Money) และทุน (Capital) กลายเป็น“สินค้า” (Commodities) ที่ก่อให้เกิดการเก็งกำไร (Speculation) เพื่อแสวงหาผลตอบแทนจากการ เปลี่ยนแปลงของค่าเงินและทุนดังกล่าว ทุกวันนี้ การเก็งกำไรในภาคการเงินไม่เพียงเกิดขึ้นแต่ใน สหรัฐฯ เท่านั้น หากแต่บรรดาผู้จัดการเงินทุน (รวมถึงเฮดจ์ฟันด์) ในวอลล์สตรีท ได้ยกย้ายถ่ายเท

<sup>21</sup> สมภพ มานะรังสรรค์, ดอลลาร์ (US Finance) การเงิน ทุนนิยม และเศรษฐกิจกาสิโน, (กรุงเทพมหานคร: นักรู้พับลิค, 2546)



เงินและทุนมูลค่ามหาศาลของตนออกไปแสวงหาผลตอบแทนในการเก็งกำไรจากชอกมุ่มต่างๆ ทั่วโลก ส่งผลให้การไหลเวียนของเงินทุนระหว่างประเทศ (International Capital Flows) ที่เกิดจากเหล่าบรรดาผู้จัดการเงินทุนจากสหรัฐฯ ได้กลายเป็นทั้งโอกาสและวิกฤติของภาคการเงินในประเทศอื่น ๆ ด้วย

สมภพได้ให้ข้อสังเกตว่า ภาคการเงินที่เสียศูนย์หรือขาดความสมดุลนั้น จะไม่เพียงพอแก้ปัญหาแก่ทั้งตลาดเงินและตลาดทุนเองเท่านั้น หากแต่บ่อยครั้งยังก่อผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริง อันได้แก่ การผลิต การลงทุนการค้าภายในและระหว่างประเทศ รวมถึงตลอดถึงภาคบริการ (Service Sectors) ต่างๆ ด้วย เพราะ“สื่อกลาง” ที่ใช้ประกอบการในภาคเศรษฐกิจจริงต่างๆ ข้างต้นนั้น ก็คือเงิน ตัวเดียวกับที่ถูกนำไปแสวงหาผลประโยชน์จากการเก็งกำไรในภาคการเงินนั่นเอง

ดังนั้น ความผันผวนของค่าเงินและความแปรปรวนของมูลค่าทุน จึงได้ส่งผลกระทบต่อประกอบการในภาคเศรษฐกิจจริงต่าง ๆ เป็นอย่างมาก ด้วยกระแสแห่งโลกาภิวัตน์ทางการเงินที่ได้ทำหน้าที่อย่างแข็งขัน ในช่วงเกือบ 2 ทศวรรษที่ผ่านมาส่งผลให้ภาคการเงินในศูนย์กลางทุนนิยมโลก คือสหรัฐฯ ขยายตัวเติบโตขึ้นอย่างไม่เคยปรากฏมาก่อน ความใหญ่โตของภาคการเงินนั้นได้ครอบงำภาคเศรษฐกิจต่างๆ ในสหรัฐฯ และมีบทบาทในการกำหนดตลาดเงินและตลาดทุนไปแทบทุกมุมโลก ทั้งยังส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศต่างๆ อย่างมากมายด้วยเช่นกัน นับวัน “โลก” ใบนี้อาจถูกพันธุนาการด้วย “สายโซ่” จากเศรษฐกิจสังคมโลกทำให้อยู่ในความผันผวนแปรปรวน ขาดเสถียรภาพมากยิ่งขึ้น และด้วยองศาที่ถี่กระชั้นขึ้น

เมื่อเป็นเช่นนี้ การทำความเข้าใจกับพลวัตรของภาคการเงินโลกที่มีฐานที่มั่นใหญ่และศูนย์บัญชาการกลางในสหรัฐฯ จึงมีความสำคัญอย่างยิ่งยวด เพื่อที่ประเทศต่าง ๆ จะได้แสวงหากลยุทธ์ในการบริหารตัวเองให้อยู่รอดต่อเศรษฐกิจแบบกาสีโนได้อย่างมั่นคงปลอดภัยมากยิ่งขึ้นต่อไป

### โลกาภิวัตน์ เศรษฐกิจแบบทวิลักษณ์<sup>22</sup>

เป็นภาพที่รศ.ดร.สมภพ มานะรังสรรค์ สะท้อนให้เห็นถึงความไม่เท่าเทียมกันของระบบปลาใหญ่กินปลาเล็ก และผลกระทบด้านลบที่เกิดจากกระแสโลกาภิวัตน์ที่ครอบครองโลกอยู่ในขณะนี้ไว้ได้อย่างชัดเจนที่สุด การเปิดเสรีทางการเงิน และการพัฒนาของเทคโนโลยีการ

<sup>22</sup> สมภพ มานะรังสรรค์, โลกาภิวัตน์ เศรษฐกิจแบบทวิลักษณ์

สื่อสารและข่าวสารข้อมูล ดูเหมือนจะยิ่งช่วยเร่งกระแสโลกาภิวัตน์ทั้งในภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจจริงให้ขยายตัวอย่างกว้างขวาง ผลข้างเคียงที่ตามมาก็คือ เกิดเศรษฐกิจแบบทวิลักษณ์หรือเศรษฐกิจสองโฉมหน้าขึ้นในเกือบทุกระดับ ตั้งแต่คนร่ำรวยกับคนยากจน ซึ่งส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและสังคมอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

เศรษฐกิจแบบทวิลักษณ์ในภาคการเงินที่มาในรูปของภาคเศรษฐกิจจริง กับเศรษฐกิจการเงินแบบฟองสบู่ นั้นถูกกระตุ้นด้วยตัวแปรอย่างน้อย 2 ประการ ดังนี้

ก. การเปิดเสรีทางภาคการเงิน (Financial liberalization) ในหมู่ประเทศพัฒนาแล้ว (Developed Countries) จุดเลี้ยวโค้งสำคัญซึ่งนำไปสู่การขยายตัวของโลกาภิวัตน์ทางการเงิน (Financial Globalization) เป็นผลมาจากการประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” ในปี 1985 ซึ่งนำไปสู่ข้อตกลงการปล่อยค่าเงินลอยตัวอย่างเสรียิ่งขึ้นของประเทศกลุ่ม G.5 (ปัจจุบันคือกลุ่ม G.7)

การเคลื่อนไหวอย่างเสรีของค่าเงินในหมู่ประเทศพัฒนาแล้วไม่เพียงกระตุ้นภาคการเงิน (Financial Sector) อันประกอบด้วยตลาดเงิน (Money Market) และตลาดทุน (Capital Market) ให้ขยายตัวเติบโตใหญ่มากมายในช่วงระยะเวลาต่อมาเท่านั้น หากแต่ยังส่งผลให้ภาคเศรษฐกิจจริง (Real Sector) รุกคืบขยายตัวด้วยเป็นอย่างมากเช่นกัน ไม่ว่าจะเป็นพิจารณาจากการค้าระหว่างประเทศและการลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศที่เติบโตขึ้น นอกเหนือจากนั้น อสังหาริมทรัพย์ (Real Estate) เองก็ถูกปลุกให้ตื่นขึ้นและขยายตัวอย่างกระปรี้กระเปร่า ต่อเติมเสริมให้เศรษฐกิจแบบฟองสบู่ (Bubble Economy) โป่งพองขึ้นอย่างทวีคูณโดยมีการทำงานของเก็งกำไร (Speculation) เป็นตัวกระตุ้นสำคัญ

ข. พัฒนาการของเทคโนโลยีการสื่อสารและข่าวสาร (Communication and Information Technology) ประมาณกลางทศวรรษที่ 1980s ถือเป็นช่วงหัวเลี้ยวหัวต่อของพัฒนาการ ซึ่งสามารถเชื่อมโยงระบบการคำนวณอันทรงประสิทธิภาพเข้ากับการสื่อสารแบบไร้พรมแดนด้วย “ต้นทุน” ที่ค่อนข้างต่ำ พัฒนาการของไอที (IT) จึงยิ่งช่วยเร่งกระแสโลกาภิวัตน์ทั้งในภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจจริงให้สามารถขยายตัวเติบโตอย่างกว้างขวางและรวดเร็ว และสามารถ “บงการ” โลกทั้งดวงดังเช่นในปัจจุบัน

แม้ว่าการปรับเปลี่ยนเชิงโครงสร้างดังกล่าว ได้สร้างความเปลี่ยนแปลงแก่เศรษฐกิจในเอเชียอาคเนย์เป็นอันมาก แต่ก็ได้ก่อให้เกิดผลข้างเคียงทางด้านลบ (Side Effects) ขึ้นหลายประการ ผลข้างเคียงที่สำคัญยิ่งก็คือ การขยายตัวของสังคมและเศรษฐกิจแบบทวิ

ลักษณะ (Dualism) หรือ “สองโฉมหน้า” ซึ่งได้เกิดขึ้นอย่างกว้างขวางโดยเฉพาะอย่างยิ่งเศรษฐกิจแบบทวิลักษณ์ระหว่างภาคการเงิน (Financial Sector) กับภาคเศรษฐกิจจริง (Real Sector)

### จอร์จ โซรอส (George Soros) นักบุญ คนบาป ราชาเงินตรา<sup>23</sup>

ศิริพงษ์ วิทยโรจน์ ได้เสนอเรื่องราวและชีวประวัติของ จอร์จ โซรอส (George Soros) ผู้ที่สังคมไทยให้ฉายาว่าเป็นพ่อมดการเงินผู้ไร้มนุษยธรรม ภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจเมื่อปี 1997 เนื่องจากกรณีข่าวลือการโจมตีค่าเงินบาทของเขาทำให้เมืองไทยเสียหายมาก เงินสำรองในธนาคารแห่งประเทศไทยต้องมลายหายสูญไปหลายหมื่นล้านเหรียญสหรัฐฯ คนไทยตกงานเหยียบล้านคน แต่คงมีเพียงไม่กี่คนที่ได้ยื่นมือไปก่อนนั้น และคงมีไม่กี่คนที่สนใจใฝ่รู้อย่างถ่องแท้ว่า จอร์จ โซรอส (George Soros) โจมตีค่าเงินบาทจริงหรือไม่ และคงไม่มีใครคิดว่าคนอย่างพ่อมดการเงินจะมีแง่มุมของชีวิตที่น่าสนใจและน่าศึกษา เป็นประโยชน์ต่อผู้ติดตาม รวมทั้งต่อประเทศที่เขาเคยโจมตีค่าเงินด้วย

ศิริพงษ์ วิทยโรจน์ ได้นำเสนอข้อมูลที่น่าสนใจไว้หลายด้าน ด้านแรกเป็นชีวประวัติของ จอร์จ โซรอส (George Soros) ซึ่งเป็นแบบอย่างสำหรับคนรุ่นหลังได้เป็นอย่างดี หนักเอาเบาสู้ท่มเททำงานแบบหามรุ่งหามค่ำ หลักสำคัญในการทำงานของเขาคือ การศึกษาหาความรู้จากการอ่าน ซึ่งทำให้เขาประสบความสำเร็จในฐานะที่ปรึกษานักลงทุนในตลาดการเงิน กลายเป็นผู้มีรายได้จากเงินเดือนและค่าคอมมิชชั่น (ส่วนแบ่งกำไร) ปีละพันล้านเหรียญสหรัฐฯ ตั้งแต่ปี 1993 เป็นต้นมา นิตยสารฟอร์บส์ ประเมินในปี 1997 ว่า โซรอสมีทรัพย์สินราว 3.5 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ เป็นมหาเศรษฐีอันดับที่ 27 ของโลก

ด้านที่สอง จอร์จ โซรอส (George Soros) ศึกษาวิชาการเงิน และการลงทุนอย่างแตกฉาน จนสามารถตั้งทฤษฎีใหม่เป็นของตัวเองได้ ทฤษฎีของเขาคงมีส่วนถูกต้อง มันจึงทำให้เขาได้รับผลสำเร็จทางการเงินอย่างใหญ่หลวงเมื่อเขานำไปใช้ในวิชาชีพ ทฤษฎีของเขาอาจหาอ่านได้ในหนังสือบางเล่มที่เขาเขียนเอง เช่น *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market* (1987) และ *Soros on Soros: Staying Ahead of the Curve* (1995) หรือเล่มที่ Robert Slater เขียนชื่อ *Soros: The Life, Times & Trading Secrets of the World's Greatest Investors* (1996)

<sup>23</sup> ศิริพงษ์ วิทยโรจน์, *จอร์จ โซรอส, นักบุญ คนบาป ราชาตลาดเงิน*, (กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มติชน, 2543)

นอกจากงานเขียนด้านการเงิน และ การลงทุนแล้ว โซรอสยังเป็นผู้ที่ศึกษาด้าน เศรษฐศาสตร์การเมือง(Political Economy) อย่างลึกซึ้ง งานเขียนด้านนี้ที่น่าสนใจ ได้แก่ Opening the Soviet System (1990) Underwriting Democracy (1991) The Crisis of Global Capitalism (1998) และ The Bubble of American Supremacy (2004)

ด้านที่สาม คือ บทบาทที่เกี่ยวข้องกับการเมือง จอร์จ โซรอส (George Soros) มีความเชื่ออย่างแน่นแฟ้นในแนวคิดที่เขาเรียกว่า "สังคมเปิด" ซึ่งมีแก่นอยู่ที่การปกครองระบอบ ประชาธิปไตยประกอบกับระบบเศรษฐกิจแนวตลาดเสรีตามทฤษฎี รวมทั้งเชื่อในกรอบของ จริยธรรมอย่างเคร่งครัด ดังนั้นเขาจึงบริจาคเงินหลายพันล้านเหรียญสหรัฐฯเพื่อใช้ในการปลูกฝัง ระบบนี้ในหลายสิบประเทศ โดยเฉพาะในกลุ่มยุโรปตะวันออกซึ่งเคยปกครองด้วยระบบ คอมมิวนิสต์

จอร์จ โซรอส (George Soros) เป็นข่าวใหญ่อีกครั้ง เมื่อเขาออกมาประกาศว่า จะหาทางโค่น จอร์จ ดับเบิลยู บุช ให้ได้ในสมัยเลือกตั้งปี 2004<sup>24</sup> โดย จอร์จ โซรอส (George Soros) เห็นว่า ประธานาธิบดีบุชเป็นเครื่องมือของชาวอเมริกันกลุ่มน้อย ที่มีความคิดแนวอเมริกัน นิยมแบบตลกชอบ ความคิดแนวนั้นเป็นอันตรายอย่างยิ่งต่อสังคมโลก ไม่ต่างกับแนวคิด ของพว กนาซีที่ ฮิตเลอร์ นำมาใช้ ก่อให้เกิดสงครามโลกครั้งที่ 2 และการฆ่าล้างเผ่าพันธุ์ชาวยิว จอร์จ ดับเบิลยู บุช และคณะใช้เหตุการณ์วันที่ 11 กันยายน 2001 เป็นข้ออ้างในการประกาศ ลัทธิ บุช ซึ่งมีใจความว่า หากไม่ร่วมมือก็จะถือว่าเป็นศัตรูกับเรา อันเป็นรากฐานที่ก่อให้เกิดความ วุ่นวายขึ้นในส่วนต่างๆ ของโลกอยู่ในขณะนี้ จึงสรุปได้ว่า ความต้องการโค่น จอร์จ ดับเบิลยู บุช ของ โซรอส มีสาเหตุหลักมาจากความเชื่อที่ว่าประธานาธิบดีบุชไม่ทำตามหลักของประชาธิปไตย และตลาดเสรีที่เป็นธรรม เพราะสหรัฐฯ ต้องการผูกขาดทุกอย่างในโลกแต่ผู้เดียว ใครไม่สยบหัวถือ ว่าเป็นศัตรูดังที่เขาประกาศออกมาใน ลัทธิบุช

ด้านที่สี่ การโจมตีค่าเงินของจอร์จ โซรอส (George Soros) ให้ทั้งบทเรียนที่มี ประโยชน์ต่อคนจำนวนมาก โดยเฉพาะการปรับนโยบายเศรษฐกิจของประเทศที่ถูกโจมตี บทเรียน หลักมีอยู่ว่าระบบตลาดเสรีในยุคโลกาภิวัตน์มีพลังสูงมาก ไม่มีรัฐบาลใดจะสามารถต้านทานได้ ด้วยการดำเนินนโยบายผิดๆเป็นเวลานานจนทำให้เศรษฐกิจขาดสมดุลอย่างร้ายแรง แม้แต่ มหาอำนาจทางเศรษฐกิจ เช่น อังกฤษ ก็ยังทำไม่อาจต้านทานได้ และเมื่อพยายามก็จะถูกนักเก็ง

<sup>24</sup> Mark Gimein, "George Soros Is Mad as Hell," *Fortune* Vol. 148, No.9 (October 27, 2003) : 128-139

กำไร เช่น จอร์จ โซรอส (George Soros) โจมตีจนพ่ายแพ้ และต้องยอมลดค่าเงินปอนด์ในที่สุด ผลก็คือ เพียงย่างเข้าปี 1993 ระบบการเงินของอังกฤษก็ดูมีเสถียรภาพมากกว่าแต่ก่อน อัตราแลกเปลี่ยนเงินปอนด์ทรงตัวอยู่ในระดับ 1.5 - 1.6 เหรียญสหรัฐต่อปอนด์ได้เป็นระยะเวลาหลายปี อังกฤษเองก็ได้ประโยชน์จากการขยายตัวของส่งออก เพราะสินค้าอังกฤษราคาต่ำลง ทำให้เป็นที่ต้องการของตลาดโลกมากขึ้น

สำหรับเรื่องที่มีผู้อ้างว่า จอร์จ โซรอส (George Soros) ได้เข้าโจมตีค่าเงินบาท และจุดชนวนให้เกิดวิกฤติในเมืองไทยเมื่อปี 1997 นั้น หลักฐานบ่งว่า มีส่วนร่วมไม่มากนัก ทั้งนี้ เขาได้ถอนตัวออกจากตลาดไทยก่อนวิกฤติเป็นเวลาหลายสัปดาห์ เนื่องจากก่อนเกิดวิกฤติ ประมาณ 2 เดือน ธปท.ได้สั่งห้ามสถาบันการเงินไทยไม่ให้ชาวต่างประเทศยืมเงินบาท ทำให้พวกเขาหาเงินบาทได้ยากและต้องจ่ายดอกเบี้ยในอัตราสูงจนไม่คุ้มค่า

ผู้ที่อ่านรายงาน ศปร. เรื่องมูลเหตุเศรษฐกิจไทยเกือบล้มละลาย อาจยังจำได้ว่า รัฐบาลยุคนั้น และ ธปท.ฉลองชัยชนะกันยกใหญ่ในการนำเงินดอลลาร์จากกองทุนสำรองออกขายเพื่อปกป้องค่าเงินบาท ซึ่งในรายงานศปร.ดังกล่าวได้ชี้ว่า นักโจมตีค่าเงินคนไทยนั้นแหละที่โจมตีค่าเงินบาทและได้กำไรกันไปจำนวนมาก ไม่ใช่เฉพาะชาวต่างชาติเท่านั้น

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## บทที่ 2

### เสรีนิยมใหม่กับโครงสร้างสถาบันของตลาดเงินโลก

ในการวิเคราะห์ให้เห็นภาพที่ชัดเจนของเฮดจ์ฟันด์ มีความจำเป็นที่เราจะต้องศึกษาบริบทที่แวดล้อมทั้งในอดีตและปัจจุบัน เพื่อเข้าใจถึงพัฒนาการที่เกิดขึ้นของเฮดจ์ฟันด์ผ่านขบวนการทางประวัติศาสตร์ ซึ่งจุดเปลี่ยนที่สำคัญของเศรษฐกิจการเงินโลก คือ การกำเนิดขึ้นของแนวคิดเสรีนิยมใหม่ (Neoliberalism) ซึ่งมีอิทธิพลต่อโครงสร้างสถาบันของตลาดเงินโลกในปัจจุบัน หลังจากวิกฤติเศรษฐกิจโลกในช่วง ค.ศ.1970 อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจลดลงมาก เกิดภาวะการว่างงาน และ ภาวะเงินเฟ้อที่สูงขึ้น เป็นช่วงเวลาที่แนวคิดการจักระเบียบโลกใหม่ (New World Order) และเสรีนิยมใหม่ ได้เกิดขึ้นโดยเริ่มจากภายในประเทศแกนนำ เช่น สหรัฐฯ และ อังกฤษ ขยายไปสู่กลุ่มประเทศรอบนอกอย่างค่อยเป็นค่อยไป เสรีนิยมใหม่มักจะได้รับการบรรยายว่าเป็นอุดมการณ์แห่งผลประโยชน์ของตลาดที่ดำเนินการโดยภาคเอกชน ซึ่งตรงกันข้ามกับการแทรกแซงโดยรัฐ นักเสรีนิยมใหม่มักเสนอว่าการแก้ปัญหาเศรษฐกิจจะต้องใช้กลไกของตลาดหรือ “มือที่มองไม่เห็น” (The Invisible Hand) แบบ “ปล่อยให้ เป็น ปล่อยให้ไป” (Laissez-faire and laissez-passer) ซึ่งมีรากฐานมาจากทฤษฎีเสรีนิยมของเศรษฐศาสตร์คลาสสิกนั่นเอง โดยคัมภีร์ของเสรีนิยมใหม่ (Neo-Liberalism) ที่บูชาลัทธิตลาดนิยมมีความเห็นว่ากลไกตลาดแก้ปัญหาเศรษฐกิจได้ทุกอย่าง กลไกตลาดจะนำไปสู่การผลิตและการจัดสรรทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้นแนวทางปฏิรูปเศรษฐกิจของเสรีนิยมใหม่จึงประกอบด้วย การเปิดเสรี (Liberalization) การยกเลิกกฎระเบียบของรัฐ (Deregulation) และการแปรรูปรัฐวิสาหกิจให้เป็นของเอกชน (Privatization) เราจึงเห็นได้ว่านโยบายเสรีนิยมใหม่มีเนื้อหาสาระที่เน้นการสร้างโอกาสทางธุรกิจให้กับภาคเอกชน และการบุกเบิกพรมแดนใหม่ (New Frontier) ให้กับการลงทุน

แม้เสรีนิยมใหม่จะชวนเชื่อด้วยอุดมการณ์ แต่ก็เป็นที่วิพากษ์วิจารณ์ว่าระเบียบโลกใหม่ที่เกิดขึ้นนี้ ทำให้อำนาจและรายได้ของชนชั้นปกครองบางส่วนโดยเฉพาะ กลุ่มคนที่ร่ำรวยได้รับการฟื้นฟูอีกครั้งหลังจากภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจจากวิกฤติเชิงโครงสร้าง (Structural Crisis)<sup>1</sup> ในทศวรรษ 1980 โดยกลุ่มคนดังกล่าวได้ใช้อำนาจผ่านสถาบันทางการเงินในการจัดสรร

---

<sup>1</sup> วรวิทย์ เจริญเลิศ, “วิกฤติเศรษฐกิจโลกปี 1973” ในวิชาทฤษฎีเศรษฐศาสตร์การเมือง รหัสวิชา 2951601, คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย (ธันวาคม, 2546)

รายได้และสร้างความร่ำรวยโดยมีต้นทุนตกอยู่กับสังคมไม่ว่าจะเป็นผลกระทบต่อเศรษฐกิจในหลายประเทศที่ประสบกับสภาวะการฉ้อราษฎร์บังหลวง การว่างงาน หรือ ความไม่เท่าเทียมที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง<sup>2</sup>

สัญญาแห่งชัยชนะของเสรีนิยมใหม่ที่ได้รับการเชิดชูเป็นอุดมการณ์ในปัจจุบันคือ เป็นอุดมการณ์ที่สอดคล้องและเอื้อประโยชน์ให้กับกระบวนการโลกาภิวัตน์ เนื่องจากโลกาภิวัตน์เป็นกระบวนการที่ทำให้การเชื่อมต่อพรมแดนระหว่างประเทศในด้านเศรษฐกิจมีความสะดวก รวดเร็วและทวีความเข้มข้นยิ่งขึ้น รวมถึงได้ขยายไปสู่การไหลเวียนข้ามชาติในเรื่องอื่น ๆ ไม่ว่าจะเป็นด้านความคิด ด้านสังคม และ ด้านการเมือง<sup>3</sup> จนทำให้เส้นแบ่งเขตแดนแห่งความเป็นรัฐชาติเลือนจางลง

## 2.1 ข้อเสนอสนับสนุนต่อแนวคิดเสรีนิยมใหม่

ทางฝ่ายผู้สนับสนุนเสรีนิยมใหม่มองว่า เสรีนิยมใหม่มีอิทธิพลเหนือโลกาภิวัตน์ซึ่งสร้างความชอบธรรมโดยการดำเนินงานของตนภายใต้หลักการพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่ว่า ตลาดเสรีเป็นโครงสร้างทางสังคมที่ดีที่สุดที่สามารถจัดระเบียบได้ในตัวเอง ตลาดได้รับการสนับสนุนให้ทำงานโดยปราศจากข้อจำกัด ตลาดจึงสามารถตอบสนองต่อความต้องการทางเศรษฐกิจได้ในทุกภาคส่วน การใช้ทรัพยากรทางเศรษฐกิจจึงเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และก่อให้เกิดการจ้างงานอย่างเต็มที่อย่างอัตโนมัติ ดังนั้น โลกาภิวัตน์ทางการตลาดแข่งขันเสรีจึงเป็นวิธีที่ดีที่สุดที่จะขยายประโยชน์นี้ไปสู่ทุกภูมิภาคของโลก<sup>4</sup>

ในเชิงทฤษฎี เสรีนิยมใหม่สนับสนุนสิทธิของปัจเจกชนในการครอบครองทรัพย์สิน การบังคับใช้กฎหมาย สนับสนุนสถาบันที่ส่งเสริมกลไกตลาด และ ตลาดเสรี โดยความอิสระของกลุ่มภาคธุรกิจและบริษัทนี้ในทางกฎหมายเปรียบเป็นปัจเจกบุคคลที่ดำเนินการภายใต้สถาบันของระบบกลไกตลาดเสรี และการค้าเสรีซึ่งเป็นปัจจัยพื้นฐานของเสรีนิยมใหม่ การเพิ่มขึ้นอย่าง

<sup>2</sup> Gerard Dumenil and Dominique Levy, "The Neoliberal (Counter-) Revolution," in *Neoliberalism: A Critical Reader*, Alfredo Saad-Filho and Deborah Johnston, eds. (London: Pluto Press, 2005) p.9.

<sup>3</sup> Gerard Dumenil and Dominique Levy, "The Neoliberal (Counter-) Revolution," in *Neoliberalism : A Critical Reader*, Alfredo Saad-Filho and Deborah Johnston, eds. pp.70-71.

<sup>4</sup> Anwar Shaikh, "The Economic Mythology of Neoliberalism," in *Neoliberalism: A Critical Reader*, Alfredo Saad-Filho and Deborah Johnston, eds. (London: Pluto Press,2005) p.41.

ต่อเนื่องของผลิตภาพจะนำมาซึ่งมาตรฐานการครองชีพที่สูงขึ้นไปสู่ทุกผู้ทุกคนในระบบ บนความเชื่อที่ว่าระดับน้ำที่สูงขึ้นจะช่วยยกเรือทุกลำให้สูงขึ้นไปด้วย<sup>5</sup>

นอกจากนี้เสรีนิยมใหม่ยังมองว่าการแปรรูปรัฐวิสาหกิจและการลดกฎเกณฑ์ เมื่อบวกกับการแข่งขันที่มากขึ้นจะช่วยกำจัดความล่าช้าของระบบราชการ ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพผลิตผล และการพัฒนาคุณภาพ ทั้งยังช่วยลดต้นทุนทางตรงต่อผู้บริโภคผ่านสินค้าและบริการที่ถูกกลง และทางอ้อมผ่านการลดภาระทางภาษีที่เกิดขึ้น ดังนั้นรัฐเสรีนิยมใหม่จึงควรแสวงหารูปแบบองค์กรและระบบสถาบันใหม่ๆ ที่จะช่วยปรับปรุงสถานะในการแข่งขันของตนต่อรัฐอื่นในตลาดโลก

ดังนั้น การเคลื่อนย้ายเสรีของเงินทุนระหว่างภาคเศรษฐกิจ ภูมิภาค และประเทศต่างๆ จึงมีความสำคัญยิ่งขึ้น ทำให้อุปสรรคที่จะขัดขวางการเคลื่อนไหวเสรี เช่น กำแพงภาษี การควบคุมทางสิ่งแวดล้อม และการขัดขวางของท้องถิ่นจะต้องถูกจำกัดออกไป<sup>6</sup> โดยอำนาจรัฐที่เคยอยู่เหนือการไหลเวียนของสินค้า และเงินทุนจะต้องยอมจำนนต่อกลไกตลาดโลก

## 2.2 ข้อคัดค้านต่อแนวคิดเสรีนิยมใหม่

ในขณะที่การเจริญเติบโตของการค้าระหว่างประเทศ การไหลเวียนของเงินทุน และเศรษฐกิจในระดับโลกเป็นนวัตกรรมของเสรีนิยมใหม่ก็ตาม แต่ความพยายามในการทำให้ทุนนิยมเป็นการปฏิบัติระดับนานาชาติ (Internationalization of capitalism) ก็ถูกคนจำนวนไม่น้อยมองว่าเป็นการชูดรีดที่ไม่ต่างจากการใช้กำลังโดยตรง ซึ่งเป็นสัญลักษณ์ของลัทธิอาณานิคม (Imperialism)<sup>7</sup> ซึ่งหมายถึง โครงสร้างและกระบวนการของเสรีนิยมใหม่ที่เปลี่ยนแปลงไปตามประวัติศาสตร์ที่เกิดขึ้นได้ก่อให้เกิดความไม่เท่าเทียมทางด้านอำนาจและความมั่งคั่งในโลกอย่างต่อเนื่อง<sup>8</sup>

<sup>5</sup> David Harvey, *A Brief History of Neoliberalism*, (Oxford: Oxford University Press, 2005), p. 64.

<sup>6</sup> Ibid pp. 65-66.

<sup>7</sup> Gerard Dumenil and Dominique Levy, "The Neoliberal (Counter-) Revolution," in *Neoliberalism : A Critical Reader*, Alfredo Saad-Filho and Deborah Johnston, eds. p10.

<sup>8</sup> Terence Byres, "Accumulation in Less Developed Countries," in *Neoliberalism: A Critical Reader*, Alfredo Saad-Filho and Deborah Johnston(Eds),2005, (London: Pluto Press) p.96.

ยิ่งไปกว่านั้น บางภาคส่วนของสังคมเห็นว่า เสรีนิยมใหม่ยังหมายถึง กฎกติกาใหม่ในการทำงานของทุนนิยมซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงการทำงานของรัฐในเขตแกนนำและรัฐในเขตรอบนอกที่กฎกติกาเป็นไปเพื่อผลประโยชน์ของผู้ให้การสนับสนุนด้านการเงิน และผู้มีหุ้นส่วนในองค์กรระหว่างประเทศ ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างภาคการเงิน และนอกภาคการเงินนี้ มุ่งเน้นไปที่ผลประโยชน์ของภาคการเงิน และความมุ่งมั่นในการขูดรีดทรัพยากรของประเทศเขตรอบนอกสู่ประเทศแกนนำ<sup>9</sup> นอกจากนี้การแทรกแซงโดยรัฐในด้านการพัฒนาหรือรัฐสวัสดิการถูกลดบทบาทลง

ดังนั้น จึงเป็นที่วิพากษ์ว่าเสรีนิยมใหม่เป็นสิ่งที่ไม่สามารถแยกออกจากลัทธิอาณานิคม (Imperialism) และโลกาภิวัตน์ (Globalization) ในปัจจุบันลัทธิอาณานิคมผ่านขบวนการทุนนิยมที่ฉาบหน้าด้วยประชาธิปไตยถูกแสดงออกมาในลักษณะภาระหน้าที่ของสหรัฐฯ ในขณะที่โลกาภิวัตน์ถูกนำเสนอเป็นกระบวนการสร้างความเจริญที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ โดยกล่าวว่าจะนำไปสู่ การปรับปรุงทางด้านความเป็นอยู่ของประชาชน และการแพร่ขยายของลัทธิเสรีประชาธิปไตย แต่ในความเป็นจริงโลกาภิวัตน์เป็นเพียงด้านหนึ่งของเสรีนิยมใหม่ ซึ่งคือกลยุทธ์ระดับโลกในการสะสมมูลค่า และการมีกฎทางสังคมที่สร้างความยิ่งใหญ่ให้ผู้ล่าอาณานิคมซึ่งนำโดยพันธมิตรระหว่างชนชั้นปกครองในสหรัฐฯ และกลุ่มทุนนิยมชั้นนำภายในประเทศ และได้รับการปฏิบัติตามโดยกลุ่มพันธมิตรทางสังคม เศรษฐกิจ การเมือง ในประเทศต่างๆ<sup>10</sup>

ฝ่ายต่อต้านแนวคิดนี้ยังวิพากษ์วิจารณ์ว่าการแข่งขันเสรีในปัจจุบันไม่ได้เป็นไปตามทฤษฎี เนื่องจากการแข่งขันระหว่างประเทศในปัจจุบันเป็นไปตามปฏิสัมพันธ์เชิงอำนาจของโลกสมัยใหม่ที่ประกอบไปด้วยอำนาจในการผูกขาด อำนาจทางชนชั้น อำนาจรัฐ และอำนาจของประเทศแกนนำเหนือประเทศเขตรอบนอก ดังนั้น การแข่งขันเสรีจึงมักจะเอื้อประโยชน์ต่อผู้เข้มแข็งเหนือผู้อ่อนแอ และยังชี้ให้เห็นว่าแม้แต่ประเทศที่ร่ำรวยที่เชิดชูการค้าเสรีในขณะนี้ ก็เคยมีการปกป้องทางการค้าอย่างเข้มข้น และมีการแทรกแซงโดยรัฐในช่วงที่ตนปั่นปั่นได้ไปสู่การพัฒนา<sup>11</sup>

<sup>9</sup> Gerard Dumenil and Dominique Levy, "The Neoliberal (Counter-) Revolution," in *Neoliberalism: A Critical Reader*, Alfredo Saad-Filho and Deborah Johnston, eds. p.10.

<sup>10</sup> Ibid., p.2.

<sup>11</sup> Anwar Shaikh, "The Economic Mythology of Neoliberalism," in *Neoliberalism: A Critical Reader*, Alfredo Saad-Filho and Deborah Johnston, eds. p.43.

นอกจากนี้ ฝ่ายต่อต้านยังมองว่าเสรีนิยมใหม่ไม่ได้เป็นต้นแบบของการปลดปล่อยกฎเกณฑ์ทางเศรษฐกิจ (Economic Deregulation) ที่แท้จริง ภายใต้น้าจากทางอุดมการณ์แห่งการไม่แทรกแซง แต่ในทางปฏิบัติแม้ว่าเสรีนิยมใหม่จะแสดงให้เห็นว่าต่อต้านการแทรกแซงกิจกรรมทางเศรษฐกิจของรัฐก็ตาม แต่ในความเป็นจริงเสรีนิยมใหม่กลับเกี่ยวข้องกับการแทรกแซงอย่างเข้มข้นและในวงกว้างในทุกๆ ส่วนของวิถีชีวิตในสังคม เนื่องจากเสรีนิยมใหม่มีการกำหนดรูปแบบโดยเฉพาะ ที่กฎกติกาทางสังคมและเศรษฐกิจจะตั้งอยู่บนพื้นฐานของความโดดเด่นทางการเงิน การแยกตลาดออกจากการควบคุมทางสังคม การบูรณาการชนชั้นบนในระดับโลก การทำให้คนจนในทุกๆ ประเทศอยู่ในระดับต่ำลง และการยอมจำนนต่อผลประโยชน์ของสหรัฐฯ โดยสากล ดังตัวอย่างเช่น การประมูลขายท่าเรือในสหรัฐฯ บริษัทจากคูโบชนะการประมูล แต่ทางการสหรัฐฯ ไม่รับรองผลการประมูลดังกล่าวด้วยการให้เหตุผลด้านความมั่นคง หรือ การประมูลขายบริษัท Unocal ผู้เป็นเจ้าของแหล่งพลังงานที่ใหญ่ที่สุดในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ บริษัท CITIC จากประเทศจีนให้ราคาสูงสุด แต่ทางการสหรัฐฯ ทำการแทรกแซงการประมูลดังกล่าวและให้บริษัท Chevron เป็นผู้ชนะการประมูลทั้งที่เข้าประมูลในราคาที่ต่ำกว่า

ในปัจจุบันการจัดระบบสถาบัน\* ใหม่ในประเทศต่างๆ ให้สอดคล้องกับเสรีนิยมได้กลายเป็นเงื่อนไขในการเป็นสมาชิก IMF และ WTO ตั้งแต่ปี 1982 โดยประเทศแกนนำเสรีนิยมใหม่ได้ให้อำนาจ IMF และ World Bank อย่างเต็มที่ในการเจรจาบังคับมูลหนี้กับประเทศลูกหนี้ โดยปราศจากการคำนึงถึงผลกระทบทางสังคมที่อาจเกิดขึ้น ทั้งนี้เพื่อปกป้ององค์กรเหล่านี้อย่างเต็มที่จากภาระหนี้เสียที่อาจเกิดขึ้น แต่ในขณะเดียวกันทฤษฎีเสรีนิยมใหม่กลับเน้นว่าผู้ปล่อยกู้ต้องรับผิดชอบในความผิดพลาดของตนเอง<sup>12</sup> ซึ่งเป็นตัวอย่างที่ดีของสภาวะสองมาตรฐาน (Double Standard) ในระบบเสรีนิยมที่กำกับโลกอยู่ในปัจจุบัน

จึงกล่าวได้ว่า เสรีนิยมใหม่มิได้ช่วยส่งเสริมการสะสมมูลค่าให้กับผู้คนชายขอบดังนั้น แม้ว่าเสรีนิยมใหม่จะเสริมสร้างอำนาจ และมาตรฐานในการครองชีพของชนชั้นนำในโลก แต่กลับสร้างความเสียหายให้คนส่วนใหญ่<sup>13</sup> องค์กรทางการค้าและการเงินระหว่างประเทศ เช่น

\* สถาบัน ตามความหมายทางเศรษฐศาสตร์การเมือง หมายถึง กฎเกณฑ์, กฎหมาย, กติกา, ค่านิยม, อุดมการณ์, ความเชื่อทางสังคม ที่ยึดถือและเป็นหลักในการปฏิบัติในสิ่งใดๆ ระหว่างปัจเจกชนหรือระหว่างองค์กรต่างๆ ในสังคม

<sup>12</sup> David Harvey, *A Brief History of Neoliberalism*, pp. 70-73.

<sup>13</sup> *Ibid.*, p.4.



IMF, World Bank, WTO และ รัฐบาลสหรัฐฯล้วนแต่สนับสนุนการปลดปล่อยการค้าระหว่างประเทศออกจากกฎเกณฑ์ต่างๆ ทั้งยังสนับสนุนให้รัฐบาลประเทศต่างๆลดกฎเกณฑ์เกี่ยวกับค่าจ้างขั้นต่ำ กฎกติกาทางด้านสิ่งแวดล้อม และสิทธิแรงงาน องค์การเหล่านี้ได้สร้างความชอบธรรมในการลดกฎเกณฑ์ดังกล่าวโดยอ้างว่า เป็นการเชิดชูความมีประสิทธิผลทางเศรษฐกิจ เช่น การได้ผลิตผลสูงสุดในการใช้ทรัพยากร เป็นต้น โดยข้ออ้างเชิงเหตุผลลักษณะนี้ได้ละเลยการคำนึงถึงเป้าหมายทางสังคม ความจำเป็นพื้นฐาน และการพัฒนาของภาคส่วนต่างๆ โดยการคำนึงถึงการทำการค้าสูงสุดเป็นหลักทำให้บริษัทมีแนวโน้มอย่างมากที่จะขัดแย้งกับกลุ่มพิทักษ์สิ่งแวดล้อม และกลุ่มผู้ต่อต้านการกดขี่แรงงาน<sup>14</sup>

## 2.3 ผลของเสรีนิยมใหม่ (Neo Liberalism) และระเบียบโลกใหม่ (New World Order) ต่อการไหลเวียนของทุน

จากหลักฐานทางเศรษฐกิจชี้ให้เห็นว่าการขยายตัวของกานำความคิดเชิงนโยบายของเสรีนิยมใหม่ไปปฏิบัติทั้งในประเทศพัฒนาแล้ว และประเทศกำลังพัฒนาตลอด 25 ปีที่ผ่านมา ได้สร้างผลลัพธ์ คือความไม่เท่าเทียมกันทางด้านรายได้ของกลุ่มต่างๆทั้งในและระหว่างประเทศต่างๆให้เพิ่มสูงขึ้น ในประเทศพัฒนาแล้วการดำเนินงานทางเศรษฐกิจถูกครอบงำโดยแม่แบบของสหรัฐฯที่ปลดปล่อยกฎกติกาในภาคการเงิน และเปิดตลาดสินค้าระหว่างประเทศ รวมถึงการทำให้สถาบันที่ทำหน้าที่ปกป้องทางสังคม และตลาดแรงงานอ่อนแอ ในขณะที่นโยบายทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศถูกครอบงำโดย “ฉันทมติวอชิงตัน” (Washington Consensus) ซึ่งสนับสนุนการเปิดเสรีให้เอกชนมาดำเนินการในทุกด้าน การเจริญเติบโตจะมุ่งเน้นการส่งออก การเคลื่อนย้ายเงินทุน การลดกฎเกณฑ์ในตลาดแรงงาน และความเจริญรุ่งเรืองของเศรษฐกิจระดับมหภาค<sup>15</sup>

ตั้งแต่ปี ค.ศ.1980 ประเทศพัฒนาแล้วนำโดยสหรัฐฯได้กดดันให้ประเทศกำลังพัฒนาเปิดเสรีภาคการเงินเพื่อให้นักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนผนวกกับ การขาดแคลนเงินทุน

<sup>14</sup> Arthur MacEwan, “Neoliberalism and Democracy: Market Power versus Democratic Power,” in *Neoliberalism: A Critical Reader*, Alfredo Saad-Filho and Deborah Johnston, eds. (London: Pluto Press,2005) pp. 173-174.

<sup>15</sup> Thomas I. Palley "From Keynesianism to Neoliberalism: Shifting Paradigms in Economics," in *Neoliberalism: A Critical Reader*, Alfredo Saad-Filho and Deborah Johnston, eds. (London: Pluto Press,2005) pp. 24-25.

การขาดดุลการค้า และความต้องการที่จะพัฒนาเป็นทุนนิยมอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ประเทศกำลังพัฒนาเหล่านั้นเปิดเสรีการไหลของทุน<sup>16</sup> ทำให้ทุนต่างชาติสามารถเคลื่อนไหวเข้ามาหาผลประโยชน์ได้โดยเสรี นอกจากนี้ เสรีนิยมใหม่ยังได้แพร่ขยายไปโดยผ่านตัวกลาง คือ องค์การการเงินระหว่างประเทศ ซึ่งใช้กลไกของแผนการปรับโครงสร้าง (Structural Adjustment Programmes: SAPs) ที่มาพร้อมกับเงื่อนไขในการรับเงินกู้ซึ่งมีส่วนประกอบหลักๆ คือ การลดงบประมาณของรัฐบาล การลดค่าเงิน การสนับสนุนการส่งออก การเปิดเสรีทางการค้าและการลงทุน การเปิดเสรีให้เอกชนดำเนินการแข่งขันในธุรกิจที่เป็นของรัฐ และการลดภาษี เพื่อปรับโครงสร้างทางเศรษฐกิจของประเทศลูกหนี้ให้สามารถชำระหนี้ได้อย่างรวดเร็ว ดังนั้น ความล้มเหลวของประเทศกำลังพัฒนาที่เดินตาม “ฉันทมติวอชิงตัน” (Washington Consensus) จึงมีสาเหตุมาจากความพยายามสร้างความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็วในขณะที่ขาดความพร้อม ทำให้เป็นที่ตระหนักว่า ขบวนการดังกล่าวจะส่งผลให้ตลาดการเงินระหว่างประเทศมีแนวโน้มที่จะนำไปสู่ความไม่มีเสถียรภาพ<sup>17</sup>

จะเห็นได้ว่า เสรีนิยมใหม่พร้อมด้วยการขับเคลื่อนของโลกาภิวัตน์สนับสนุน การสร้างอำนาจ ความมั่งคั่งของภาคการเงินและองค์กรการเงินระหว่างประเทศ รวมถึงส่งเสริมการเคลื่อนย้ายเงินทุนเสรี สิ่งนี้นับเป็นโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญที่เปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนโดยเฉพาะอย่างยิ่งทุนการเงินข้ามชาติอันได้แก่ สถาบันการเงินและกองทุนต่างๆ รวมถึงกองทุนเฮดจ์ฟันด์ ที่ทำหน้าที่เป็นช่องทางการเคลื่อนย้ายทุน(Capital Conduit)<sup>18</sup> สามารถเจริญเติบโตจากการเข้ามาใช้ประโยชน์จากกฎกติกา และระเบียบโลกใหม่ที่เอื้อให้ตนเข้ามาเป็นผู้เล่นที่ทรงอิทธิพลต่อระบบเศรษฐกิจโลกในยุคโลกาภิวัตน์

<sup>16</sup> Dae-oup Chang "Neoliberal Restructuring of Capital Relations in East and South-East Asia," in *Neoliberalism : A Critical Reader*, Alfredo Saad-Filho and Deborah Johnston, eds. (London: Pluto Press,2005) pp. 252-253.

<sup>17</sup> Thomas I. Palley "From Keynesianism to Neoliberalism: Shifting Paradigms in Economics," in *Neoliberalism: A Critical Reader*, Alfredo Saad-Filho and Deborah Johnston, eds. pp. 24-25.

<sup>18</sup> Bello, W. Bullard N. and Malhotra "Notes on the Ascendancy and Regulation of Speculativw Capital," in *Global Finance*, Bello, W. Bullard N. and Malhotra eds. (London: Zed Books,2000) p.4.

## 2.4 ปัญหาจากการเคลื่อนย้ายทุนเสรีและการวิเคราะห

### 2.4.1 โลกาภิวัตน์ (Globalization of Finance)

โลกาภิวัตน์ทางการเงิน หรือ โลกาภิวัตน์ (Globalization of Finance) ได้ก่อให้เกิดการไหลเวียนทางการเงินที่ไร้พรมแดนและไร้ขีดจำกัด และนับวันก็ได้กลายเป็นองค์ประกอบที่มีลักษณะพิเศษและทวีความสำคัญอย่างยิ่งต่อระบบเศรษฐกิจโลก ดังจะเห็นได้จากปริมาณการซื้อขายเงินตราระหว่างประเทศที่เพิ่มขึ้นจากวันละ 1.5 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ในปี ค.ศ.1973 เป็นวันละ 1.5 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ในปัจจุบัน เมื่อเปรียบเทียบกับยอดการซื้อขายสินค้าและบริการที่มีเพียงปีละ 21.1 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ เท่านั้น<sup>19</sup> ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เงินทุนส่วนใหญ่ที่ไหลเวียนในโลก มิได้เป็นไปเพื่อการพาณิชย์แต่เป็นไปเพื่อหาผลตอบแทนทางการเงินที่สูงขึ้นหรือเพื่อการบริหารความเสี่ยง

แนวโน้มการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศดังกล่าว ส่วนใหญ่มักจะมีระยะสั้นและมีอัตราการเก็งกำไรสูงโดยกองทุนและสถาบันการเงินระหว่างประเทศ<sup>20</sup> โดยการโอนย้ายเงินจำนวนมากเหล่านี้สามารถทำได้โดยสะดวกและรวดเร็วผ่านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร<sup>21</sup> ที่ก้าวหน้าเป็นอย่างมากในปัจจุบัน สภาวะการณ์ดังกล่าวได้นำไปสู่การวิพากษ์วิจารณ์ในกลุ่มนักเศรษฐศาสตร์และผู้ดำเนินนโยบายสาธารณะทั่วโลกว่า การเคลื่อนย้ายเงินตราระหว่างประเทศเหล่านี้โดยแท้จริงแล้วเป็นการช่วยส่งเสริมการพัฒนาเศรษฐกิจโดยรวมหรือส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจโลก<sup>22</sup> ดังคำกล่าวที่ว่า “การไหลเวียนของเงินทุนนี้เกิดขึ้นระดับโลก ในขณะที่เดียวกัน ก็เพิ่มความเป็นอิสระของตัวมันเองออกจากการดำเนินการที่

<sup>19</sup> อัจฉนา ไวความดี, "แจ่งสี่เบื้อ: ทำอย่างไรให้เงินทุนเคลื่อนย้ายๆ เป็นไปอย่างพอประมาณ," ใน กรุงเทพฯธุรกิจ, (กรุงเทพฯ: ,27 กุมภาพันธ์ 2550)

<sup>20</sup> Robert Gilpin, Global Political Economy: Understanding the International Economic Order, ((n.p.): Princeton University Press, 2001), pp. 262-263.

<sup>21</sup> เอก ตั้งทรัพย์วัฒนา, โลกาภิวัตน์ บรรษัทข้ามชาติ บรรษัทภิบาล และ ความรับผิดชอบต่อสังคมของบรรษัท, (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548) หน้า 30.

<sup>22</sup> Robert Gilpin, Global Political Economy: Understanding the International economic order, pp. 262-263.

แท้จริงทางเศรษฐกิจ ดังนั้นการดำเนินการของทุนในตลาดการเงินโลกจึงเป็นตัวกำหนดชะตากรรมของเศรษฐกิจโดยรวม”<sup>23</sup>

แม้ว่าในอดีต ได้เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในประเทศต่างๆมาแล้วหลายครั้ง แต่ก็ไม่เคยส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกในวงกว้างดังเช่นครั้งวิกฤตการณ์ทางการเงินในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เมื่อปี 1997 ซึ่งในเวลาดังกล่าวเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ได้จัดเป็นภูมิภาคที่มีภาพพจน์ในด้านเสถียรภาพทางเศรษฐกิจมายาวนานจนมีการกล่าวขานกันว่า จะพัฒนาเป็นกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่ (New Industrial Countries หรือ NICs) ในระยะเวลาอันสั้น ซึ่งสาเหตุของการเกิดวิกฤตครั้งนี้ เป็นผลมาจากการก้าวเข้าสู่โลกาภิวัตน์โดยการเปลี่ยนผ่านสู่ระบบการเงินใหม่ (Modern finance) ที่เน้นการเปิดเสรีทางการเงิน ทำให้เงินลงทุนระยะสั้นสามารถเคลื่อนย้ายเข้า-ออกจากประเทศหนึ่งไปยังอีกประเทศหนึ่งได้อย่างรวดเร็ว และเป็นไปอย่างเสรีทำให้เกิดพลวัตรทางเศรษฐกิจแบบก้าวกระโดด แต่ผลในทางลบก็คือการสร้างความผันผวนแก่ระบบการเงิน และสร้างผลกระทบเป็นวงกว้าง เมื่อผนวกกับการดำเนินนโยบายที่ผิดพลาดของรัฐบาลในภูมิภาค<sup>24</sup> เช่น กรณีของวิกฤตต้มยำกุ้งที่เริ่มเกิดขึ้นจากประเทศไทยนับเป็นตัวอย่างหนึ่งของผลกระทบจากโลกาภิวัตน์ดังกล่าว ไทยซึ่งเคยถูกมองว่าเป็นประเทศกำลังพัฒนาที่เริ่มมีความเข้มแข็งทางเศรษฐกิจ กลับต้องประสบกับสภาพชะตากรรมล่าช้าทางการเงินอย่างรุนแรงเนื่องจากมีเงินทุนไหลออกถึง 12.6% ของ GDP ของประเทศไทยในปี 1997 (เปรียบเทียบกับปี 1996 ที่มีเงินทุนไหลเข้าในอัตรา 7.7% ของ GDP)<sup>25</sup>

หลังจากเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในครั้งนั้น ได้เกิดข้อถกเถียงและวิพากษ์อย่างกว้างขวางจากเหล่านักเศรษฐศาสตร์และรัฐบาลในหลายประเทศเกี่ยวกับกฎเกณฑ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ โดยแนวความคิดได้แบ่งออกเป็นสองกลุ่มที่แตกต่างกัน ดังนี้

<sup>23</sup> เอก ตั้งทรัพย์วัฒนา, โลกาภิวัตน์ บรรษัทข้ามชาติ บรรษัทภิบาล และ ความรับผิดชอบต่อสังคมของบรรษัท, หน้า 30.

<sup>24</sup> Robert Gilpin, Global Political Economy: Understanding the International economic order, pp. 263-264.

<sup>25</sup> เอก ตั้งทรัพย์วัฒนา, โลกาภิวัตน์ บรรษัทข้ามชาติ บรรษัทภิบาล และ ความรับผิดชอบต่อสังคมของบรรษัท, หน้า 131.

(ก) แนวความคิดที่โดดเด่นจากฝ่ายรัฐบาลสหรัฐฯ เห็นว่าการเคลื่อนย้ายเงินตราระหว่างประเทศควรเป็นไปอย่างเสรีตามกลไกตลาด ปราศจากการควบคุมจากรัฐบาลประเทศใดๆ โดยเหตุผลในเบื้องลึกก็คือ สหรัฐฯ เป็นผู้ได้ประโยชน์จากผลกำไรทางการเงินอย่างมหาศาลจากการเคลื่อนย้ายเงินระหว่างประเทศแบบเสรีนี้ โดยแนวคิดที่สนับสนุนในด้านเสรีทางการเงินนี้มีความชัดเจนมาตั้งแต่สมัยประธานาธิบดีโรนัลด์ เรแกน (Ronald Regan) และได้รับการสานต่อโดยประธานาธิบดีบิล คลินตัน (Bill Clinton)<sup>26</sup>

(ข) แนวคิดอีกฝ่ายหนึ่ง ได้แก่ นักเศรษฐศาสตร์และรัฐบาลประเทศต่างๆ อีกจำนวนมาก ได้สนับสนุนให้มีการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินระหว่างประเทศโดยเฉพาะอย่างยิ่งการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุนระยะสั้น โดยมีการนำเสนอ Tobin Taxes \* หรือ การทำ Capital Control เป็นต้น โดยมีเป้าประสงค์เพื่อลดปริมาณการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศเพื่อการเก็งกำไร นอกจากนี้ รัฐบาลของประเทศฝรั่งเศส เยอรมัน และญี่ปุ่น ได้นำเสนอมาตรการในการยับยั้งการแกว่งของตลาดการเงินและค่าของเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งความต้องการควบคุมเฮดจ์ฟันด์<sup>27</sup> แม้แต่ จอร์จ โซรอส (George Soros) เจ้าพ่อแห่งวงการการเงินโลกเอง ได้ออกมาประกาศเตือนเรื่องความแปรปรวนของระบบการเงินโลกนี้ไว้ว่า กลไกตลาดนั้นมีข้อจำกัด และไม่มีคุณสมบัติในตัวเอง ตลาดการเงินจะยังมีความผันผวนอย่างต่อเนื่อง สภาวะสมดุลจึงไม่สามารถดำรงอยู่ได้ตลอด ทำให้ผลที่ตามมาซึ่งไม่สามารถที่จะคาดเดาได้<sup>28</sup>

<sup>26</sup> Robert Gilpin, Global Political Economy: Understanding the International economic order, p. 271.

\* Tobin taxes มาจากนักเศรษฐศาสตร์ชื่อ เจมส์ โทบิน (James Tobin) ที่เสนอแนวคิดการเก็บภาษีจากการซื้อขายเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ซึ่งแนวคิดดังกล่าวโทบิน ตั้งใจที่จะให้ภาษีนั้นเป็นเสมือนการเก็บค่าปรับจากการเก็งกำไรในการซื้อขายเงินตราระหว่างประเทศระยะสั้น เนื่องจากธุรกรรมดังกล่าวทำให้มีเงินไหลเข้าและออกระหว่างประเทศที่รุนแรงในปริมาณมาก สร้างความผันผวนต่อระบบเศรษฐกิจเป็นอย่างมาก เป็นอย่างยิ่ง โดยมีอัตราเก็บภาษีระหว่าง 0.1%-0.25% เพื่อปรามการกระทำดังกล่าวจะทำให้ระบบเศรษฐกิจการเงินโลกมีความมั่นคงยิ่งขึ้น แต่ภายหลังแนวคิดการเก็บภาษีนี้นี้ได้รับการคัดค้านจากสถาบันต่างๆ และแม้แต่รัฐสภาของหลายประเทศ เนื่องจากถูกมองว่าเป็นสิ่งที่ต่อต้านโลกาภิวัตน์ (Anti-Globalization)

<sup>27</sup> Robert Gilpin, Global Political Economy: Understanding the International economic order, p.276.

<sup>28</sup> เอก ตั้งทรัพย์วัฒนา, โลกาภิวัตน์ บรรษัทข้ามชาติ บรรษัทภิบาล และความรับผิดชอบต่อสังคมของบรรษัท, หน้า Xiii.



อย่างไรก็ตาม สหรัฐฯเองก็ยังคงต่อต้านอย่างแข็งขันต่อแนวความคิดที่จะมอบหมายการตัดสินใจในเรื่องการเคลื่อนย้ายทุน และสิ่งใดที่ผูกพันกับเศรษฐกิจของตนไปให้องค์กรระหว่างประเทศ เราจึงเห็นได้ถึงความแตกต่างระหว่างสหรัฐฯกับมหาอำนาจทางเศรษฐกิจอื่นๆในเชิงนโยบายต่อประเด็นดังกล่าวนั้น ในแง่มุมหนึ่ง อาจเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงความเชื่อทางอุดมการณ์เกี่ยวกับหน้าที่ของกลไกตลาดที่แตกต่างกัน แต่อีกด้านหนึ่ง ก็แสดงให้เห็นถึงผลประโยชน์ของสถาบันทางการเงินของสหรัฐฯ และอำนาจทางการเมืองของสหรัฐฯจากระบบที่เป็นอยู่<sup>29</sup>

#### 2.4.2 การควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ: ข้อเสนอของศาสตราจารย์โทบิน

จากความกังวลใจของนานาประเทศต่อการเคลื่อนย้ายทุนในลักษณะเก็งกำไรที่ทวีความรุนแรงมากขึ้นทำให้แนวความคิดในการนำเสนอนโยบายสาธารณะเพื่อกำกับดูแลในเรื่องดังกล่าว โดยแนวคิดหนึ่งสร้างข้อถกเถียงอย่างมากคือการเก็บภาษีโทบิน (Tobin Tax)

ภาษีโทบิน คือ ภาษีที่มีการเสนอให้เก็บจากการซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างสกุลเงิน ซึ่งนี้ถูกตั้งขึ้นตามชื่อของ ศาสตราจารย์ เจมส์ โทบิน (James Tobin) นักเศรษฐศาสตร์ผู้มีชื่อเสียง การเก็บภาษีโทบินจะมุ่งประเด็นไปที่การเก็บภาษีของการเก็งกำไรระยะสั้นจากการค้าเงิน ด้วยอัตราภาษี ระหว่าง ร้อยละ 0.1 ถึง 0.25 ของมูลค่าซื้อขาย

หลังจากวันที่ 15 สิงหาคม ค.ศ. 1971 ประธานาธิบดี ริชาร์ด นิกสัน (Richard Nixon) ของสหรัฐฯ ประกาศยกเลิกการแลกเปลี่ยนเงินเหรียญสหรัฐฯกับทองคำ ซึ่งเป็นการยุติสนธิสัญญา Bretton Woods ศาสตราจารย์ โทบิน ได้เสนอแนะให้ใช้ระบบใหม่เพื่อสร้างความมีเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ โดยเสนอให้บรรจุนโยบายการเก็บค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมเข้าไปในการทำรายการซื้อขายเงินตราต่างประเทศ แต่แนวความคิดนี้กลับถูกเก็บไว้เป็นเวลานานกว่า 20 ปี จนกระทั่งในปี 1997 นาย อิกนาซิโอ ราโมนเน่ (Ignacio Ramonet) บรรณาธิการของวารสาร Le Monde Diplomatique หยิบยกประเด็นเรื่อง Tobin Tax ขึ้นมาอีกครั้งผ่านการลงบทความเรื่อง “Disarming the markets” นาย ราโมนเน่ เสนอให้จัดตั้งสมาคมเพื่อดูแลเรื่องการจัดเก็บภาษีโทบินขึ้น โดยในภายหลังสมาคมดังกล่าวถูกตั้งชื่อว่า ATTAC (Association for the Taxation of financial Transactions for the Aid of Citizens) ปัจจุบัน

<sup>29</sup> Robert Gilpin, *Global Political Economy: Understanding the International economic order*, p. 276.

แนวคิดในเรื่องภาษีดังกล่าวกลายเป็นประเด็นที่ถูกกล่าวหาว่าต่อต้านกระแสโลกาภิวัตน์ และกลายเป็นประเด็นถกเถียงกันมากในวงการศึกษานักวิชาการ หรือกระทั่งในรัฐสภาของบางประเทศ เช่น สหราชอาณาจักร และ ฝรั่งเศส

หากการจัดเก็บภาษีนี้อำนาจโดยประเทศใดเพียงประเทศเดียวจะเป็นสิ่งที่ยากยิ่งในการบังคับใช้ เนื่องจากเป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องพัวพันระหว่างประเทศ ดังนั้น จึงสมควรเป็นเรื่องที่องค์กรระหว่างประเทศจะต้องเข้ามาจัดการ นอกจากนี้ ภาษีที่เก็บได้จะเป็นรายได้เข้าสู่องค์กร จึงช่วยสร้างความเป็นอิสระขององค์กรจากการครอบงำของบางประเทศสมาชิกผู้ให้การสนับสนุนทางการเงินแก่องค์กรระหว่างประเทศนั้นๆ

ปัจจุบันมีประเทศจำนวนไม่น้อยได้ตอบรับแนวคิดเรื่องภาษีโทบิน เช่น ประเทศเบลเยียมได้ผ่านร่างกฎหมาย Spahn tax (อีกรูปแบบหนึ่งของ Tobin tax ที่นำเสนอโดย นาย Paul-Bernd Spahn) ในวันที่ 15 มิถุนายน 2004 โดยจะบังคับใช้เมื่อทุกประเทศในภูมิภาคยุโรปเริ่มใช้กฎหมายลักษณะนี้ ส่วนในประเทศแคนาดา รัฐสภาได้มีมติให้รัฐบาลของประเทศร่างกฎหมายที่เกี่ยวกับการจัดเก็บภาษีบนธุรกรรมทางการเงินระหว่างประเทศ ขึ้นมาในเดือนมีนาคม ปี 1999 และในทวีปอเมริกาใต้ หลักการจัดเก็บภาษีนี้นี้ได้รับการสนับสนุนจากนาย Luiz Inacio Lula da Silva ประธานาธิบดีของบราซิล และจากนาย ฮูโก ซาเวซ (Hugo Chavez) ประธานาธิบดีของเวเนซุเอลา ในเดือนมกราคม ปี 2003<sup>30</sup>

#### 2.4.2.1 ความเห็นของศาสตราจารย์ เจมส์ โทบิน ในหลักการเก็บภาษี

ศาสตราจารย์ เจมส์ โทบินให้สัมภาษณ์ต่อ Der Spiegel ช่วงปี 2001 โดยได้กล่าวถึงความไม่เกี่ยวข้องของภาษีโทบินต่อขบวนการต่อต้านกระแสโลกาภิวัตน์ และได้ยืนยันถึงความจำเป็นในข้อเสนอดังกล่าว ไว้ดังนี้

“ผมไม่มีความเกี่ยวข้องกับกลุ่มต่อต้านกระแสโลกาภิวัตน์ แต่แน่นอนผมพอใจที่มีคนสนับสนุนหลักการเก็บภาษีถึงแม้ว่าผู้สนับสนุนนั้นจะไม่ได้มาจากด้านที่ถูกต้อง ดุสิต ผมเป็นเพียงนักเศรษฐศาสตร์ที่เหมือนกับนักเศรษฐศาสตร์คนอื่นๆ คือ ผมสนับสนุนแนวความคิดเรื่องการค้าเสรี ยิ่งไปกว่านั้น ผมมักจะเห็นไปในทางเดียวกับ กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund) ธนาคารโลก (World bank) และ องค์การการค้าโลก

<sup>30</sup> Tobin Tax [Online], Wikipedia: The free encyclopedia, แหล่งที่มา:

[http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin\\_tax](http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin_tax) [มีนาคม, 2550]

(World Trade Organization) คนบางพวกได้แอบอ้างชื่อของผม การเก็บภาษีในธุรกรรมการแลกเปลี่ยนเงินตราถูกนำไปใช้เป็นเครื่องมือช่วยรักษาเสถียรภาพด้านอัตราแลกเปลี่ยน แนวความคิดในเรื่องนี้ง่ายมาก: ทุกรัฐายการที่เป็นการแลกเปลี่ยนเงินจากสกุลหนึ่งไปอีกสกุลหนึ่ง จะต้องถูกหักภาษีจำนวนหนึ่ง เช่น ร้อยละ 0.1 ของมูลค่าธุรกรรม เรื่องนี้สามารถช่วยยับยั้งไม่ให้นักเก็งกำไรเข้าทำธุรกรรมในระยะสั้น ซึ่งหากเงินทุนที่เข้ามาในประเทศถูกถอนออกไปอย่างรวดเร็วแล้ว ประเทศนั้นจะต้องทำการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่สูงขึ้นเพื่อสร้างแรงดึงดูดต่อเงินทุน แต่การตั้งระดับดอกเบี้ยที่สูงก็จะเป็นผลเสียต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศ ตัวอย่างเช่น วิกฤติเศรษฐกิจในช่วงทศวรรษที่ 1990 ในเม็กซิโก เอเชียตะวันออกเฉียงใต้ หรือในประเทศรัสเซีย เป็นต้น ระบบการจัดเก็บภาษีที่ผมเสนอจะช่วยให้เป็นทุนจำนวนเล็กน้อยในการจัดตั้งธนาคารให้กับประเทศยากจน และใช้เป็นมาตรการต่อต้านการครอบงำตลาดการเงิน”<sup>31</sup>

ศาสตราจารย์ โทบิน ตั้งข้อสังเกตว่า ข้อเสนอเกี่ยวกับการจัดเก็บภาษีเริ่มแรกนั้นมีเป้าหมายเพียงต้องการยับยั้งการทำธุรกรรมแลกเปลี่ยนเงินตราที่มีการเก็งกำไรมากเกินไป แต่กลุ่มต่อต้านกระแสโลกาภิวัตน์เสนอให้นำส่งเงินที่ได้จากการจัดเก็บภาษีเหล่านั้น ไปสนับสนุนโครงการต่างๆที่จะพัฒนาโลก ซึ่งศาสตราจารย์ โทบิน ก็ได้คัดค้านต่อความเห็น หากแต่เน้นว่าเรื่องการนำเงินภาษีไปใช้นั้นมิใช่ส่วนสำคัญที่สุดของนโยบายนี้

องค์กร ATTAC และองค์กรอื่นๆตระหนักดีว่าข้อเสนอเรื่องภาษีของศาสตราจารย์ โทบิน เป็นสิ่งที่สำคัญเนื่องจากเงินภาษีที่ได้ สามารถจัดตั้งเป็นกองทุนเพื่อการพัฒนา “กลุ่มประเทศฝายใต้” เพื่อเป็นการคืนอำนาจอธิปไตยบางส่วนให้แก่รัฐบาลและประชาชนของประเทศเหล่านั้นที่ถูกตลาดการเงินยึดครองไป

#### 2.4.2.2 ข้อถกเถียงเรื่องการจัดเก็บภาษีโทบิน

แนวความคิดเรื่องการเก็บภาษีนี้ได้แบ่งผู้คนออกเป็นหลายฝ่ายหนึ่ง คือ ผู้ที่เชื่อว่าการเก็บภาษีตามหลักการของศาสตราจารย์ โทบิน จะช่วยพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศที่เสียหายไปจากนักเก็งกำไรทางการเงิน และสอง คือ ผู้สนับสนุนโลกาภิวัตน์ที่เชื่อว่าการเก็บภาษีนี้เท่ากับเป็นการขัดขวางขบวนการโลกาภิวัตน์ที่กำลังดำเนินอยู่ ซึ่งขัดแย้งกับนโยบายขององค์กรทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศ เช่นองค์กรการค้าโลก และธนาคารโลก จึงควรคัดค้าน

<sup>31</sup> Tobin Tax [Online], แหล่งที่มา: [http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin\\_tax](http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin_tax)

การเก็บภาษีนี้ และอีกกลุ่มหนึ่ง คือ ผู้ที่เชื่อว่าการเก็บภาษีนี้จะช่วยส่งเสริมขบวนการโลกาภิวัตน์ โดยช่วยลดผลกระทบในทางลบของขบวนการดังกล่าว

นักลงทุนผู้มีชื่อเสียงคนสำคัญที่ให้การสนับสนุนการเก็บภาษีตามแนวทางของโทบินนี้ กลับเป็นบุคคลที่ผู้คนคาดไม่ถึง ซึ่งก็คือ นายจอร์จ โซรอส เจ้าของบริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ โซรอส ฟันด์ แมเนจเม้นต์ (Soros Fund Management) ผู้ร่ำรวยจากการเก็งกำไรค่าเงิน ซึ่งนายโซรอสได้กล่าวว่า ถึงแม้การเก็บภาษีนี้จะขัดกับผลประโยชน์ของเขา แต่เขาเชื่อว่าหลักการนี้จะเป็นผลดีกับเศรษฐกิจของโลก โดยโซรอสได้ให้เหตุผลว่า เนื่องจากโลกาภิวัตน์ได้ทำให้ทุนการเงินมีความได้เปรียบที่ไม่เป็นธรรมชาติต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจในด้านอื่นที่ต้องเสียภาษี ดังนั้น การเก็บภาษีจากการค้าเงินจึงเป็นสิ่งที่ช่วยแก้ไขให้เกิดความสมดุลในระบบ<sup>32</sup>

#### 2.4.2.3 ความเห็นของ IMF ต่อการเก็บภาษีการค้าเงิน

การกำกับดูแลการไหลเวียนของทุนที่มีลักษณะเก็งกำไรมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่ต้องอาศัยความร่วมมือเพื่อกำหนดข้อตกลงระหว่างประเทศที่มีประสิทธิภาพ<sup>33</sup> ซึ่งความความพยายามดังกล่าวจะสำเร็จได้จะต้องอาศัยสถาบันที่มีลักษณะเป็นองค์กรระหว่างประเทศเป็นผู้นำในบทบาทดังกล่าว โดยเฉพาะอย่างยิ่งองค์กรอย่าง International Monetary Fund หรือ IMF

จากการที่ IMF เป็นองค์กรสาธารณะระหว่างประเทศด้านการเงินที่มีประเทศต่างๆ เข้าร่วมเป็นสมาชิกอยู่จำนวนมาก และมีวัตถุประสงค์ในการสร้างเสถียรภาพทางเศรษฐกิจการเงินของโลก<sup>34</sup> จึงน่าจะมีศักยภาพในการเป็นเวทีแห่งความร่วมมือกัน

<sup>32</sup> George Soros. Keynote Address [Online], Hong Kong: The Asia Society Hong Kong Center 11th Annual Dinner, September 19, 2001. แหล่งที่มา: <http://www.asiasociety.org/speeches/soros.html> [มีนาคม, 2550]

<sup>33</sup> “The impact of Hedge Funds on financial markets,” Paper submitted to House of Representatives Standing Committee on Economics, Finance and Public Administration’s Inquiry into the International Financial Markets Effects on Government Policy, Reserve Bank of Australia, Sydney, June 1999.

<sup>34</sup> Friedrich V. Kratochwil and Edward D. Mansfield, International Organization and Global Governance: A Reader, 2nd Edition, (U.S.A.: Pearson Education Inc., 2006)

ในการจัดการในเรื่องดังกล่าวได้เป็นอย่างดี ดังนั้น ความสัมฤทธิ์ผลในการบังคับใช้ภาษีโทบีนจึงมีความจำเป็นอย่างมากที่จะต้องได้รับการสนับสนุนจาก IMF ทำให้เกิดเสียงเรียกร้องจากหลายฝ่ายต่อ IMF ให้พิจารณาในเรื่องดังกล่าว แต่ผลลัพธ์กลับตรงกันข้ามโดย IMF ได้แสดงจุดยืนในการคัดค้านอย่างแข็งขันต่อแนวความคิดเก็บภาษีการค้าเงินดังกล่าวใน IMF Working Paper เดือนพฤษภาคมปี 2001 ในหัวข้อ "Securities Transaction Taxes and Financial Market" จึงทำให้ข้อเสนอของศาสตราจารย์ โทบีน ไม่สามารถดำเนินการลุล่วงได้ โดยเหตุผลที่ IMF คัดค้านการกำกับควบคุมการเคลื่อนย้ายทุน<sup>35</sup> มีดังนี้

- การซื้อขายเงินตราได้ช่วยเพิ่มสภาพคล่อง ทำให้ราคาของทรัพย์สินปรับตัวเข้าสู่ราคาพื้นฐานที่แท้จริงได้อย่างรวดเร็ว ช่วยสร้างเสถียรภาพของราคาสินทรัพย์ และช่วยในการบริหารความเสี่ยง ดังนั้น การเก็บภาษีจึงลดแรงจูงใจในการซื้อขายเปลี่ยนมือทรัพย์สิน และยังทำให้นักลงทุนไม่สามารถซื้อขายทรัพย์สินได้ในปริมาณที่ต้องการ ซึ่งทำให้ทุนไม่สามารถไหลไปสู่สิ่งที่มีประโยชน์สูงสุดได้
- เป็นการเพิ่มต้นทุนในการทำธุรกรรมทางการเงิน ซึ่งการกระทำดังกล่าวยิ่งสร้างความผันผวนให้แก่ตลาดเงิน
- การเพิ่มต้นทุนในการทำธุรกรรมทางการเงิน ส่งผลให้ความต้องการลงทุนในหุ้นและตราสารหนี้ลดลง แต่ทำให้มีความต้องการลงทุนในตราสารอนุพันธ์เพิ่มขึ้น เนื่องจากมีต้นทุนการทำธุรกรรมที่ต่ำกว่า
- ทั้งภาษีการทำธุรกรรมซื้อขายเงินตรา (Securities Transaction Taxes หรือ STT) และการควบคุมการเคลื่อนย้ายทุน (Capital Control) มีความเหมือนกันในด้านความต้องการควบคุมพฤติกรรมของนักลงทุนเพื่อลดความผันผวนของตลาด แต่เป็นสิ่งที่ยากและก่อให้เกิดปัญหาในภาคปฏิบัติในการกำกับดูแล

---

<sup>35</sup> Karl F. Habermeier and Andrei Kirilenko, "Securities Transaction Taxes and Financial Markets," *IMF Working paper* 01/51, (August 2005): pp.22-24



IMF เห็นว่า แนวคิดเกี่ยวกับนโยบายสาธารณะในเรื่องนี้จะนำไปสู่ความถดถอยในประสิทธิภาพของทั้งตลาดเงินและตลาดทุน

### 2.4.3 การวิเคราะห์ IMF และการเคลื่อนย้ายทุนเสรีด้วยทฤษฎีระบบโลก

ทฤษฎีระบบโลก (World System Theory) เป็นทฤษฎีวิเคราะห์กระบวนการองค์รวมของระบบโลกสมัยใหม่ ซึ่งมีเศรษฐกิจเป็นแบบทุนนิยม (Capitalist World –Economy) ประกอบไปด้วยส่วนต่างๆ คือ กลุ่มทุน, รัฐชาติ และการแบ่งงานกันทำ (Division of Labors) โดยโครงสร้างระหว่างรัฐแกนนำ (Core) กับรัฐในเขตรอบนอก (Periphery) กลุ่มประเทศที่ถือว่าเป็นรัฐแกนนำ ได้แก่ อเมริกาเหนือ, ยุโรปตะวันตกและญี่ปุ่น ส่วนประเทศที่นิยมว่าเป็นกลุ่มรัฐในเขตรอบนอก ได้แก่ แอฟริกา, ลาตินอเมริกาและเอเชีย กระบวนการเหล่านี้ทำให้ระบบเศรษฐกิจโลกมีพลวัตเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา โดยรัฐต่างๆจะถูกกำหนดบทบาทและมีความเชื่อมโยงกันเป็นระบบความสัมพันธ์ระหว่างรัฐ (Interstate System)<sup>36</sup>

Emmanuel<sup>37</sup> เคยนำเสนอเมื่อปี ค.ศ. 1972 ว่าระบบเศรษฐกิจโลกมีความไม่เท่าเทียมในการแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นความพยายามที่จะคัดค้านแนวความคิดของ Ricardo<sup>38</sup> ที่ว่ากระบวนการการค้าระหว่างประเทศเป็นประโยชน์ต่อทั้งกลุ่มประเทศแกนนำและกลุ่มประเทศเขตรอบนอก<sup>39</sup> Emmanuel มองว่าลักษณะหนึ่งของระบบเศรษฐกิจโลกคือการดูดซับและกระจายมูลค่าส่วนเกิน (surplus-value) เช่น ผลกำไร, ดอกเบี้ย อย่างหลอมน้ำระหว่างรัฐ โดยผลประโยชน์เหล่านี้จะถูกส่งผ่านจากกลุ่มรัฐเขตรอบนอกเข้าสู่รัฐแกนนำ มีผลให้รัฐแกนนำมีมาตรฐานการครองชีพสูงขึ้นเรื่อยๆ เนื่องจากมีรายได้จากระบบดังกล่าว จากการมีเงินทุนส่วนเกินมาก จึงเป็นปัจจัยที่ก่อให้เกิดการพัฒนาเทคโนโลยีที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่องในเขตรัฐแกนนำ เป็นผลให้ช่องว่างระหว่างกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วกับประเทศกำลังพัฒนาในเขตต่างๆในระบบโลกห่างกันมากขึ้นจากการดูดซับมูลค่าส่วนเกินดังกล่าว และสิ่งนี้เองเป็นกลไกสำคัญที่สร้างแรงจูงใจให้

<sup>36</sup> Terence K. Hopkins and Immanuel Wallerstein, *World system analysis: Theory and Methodology*. (California: Sage Publications Beverly Hills, 1982), p. 92.

<sup>37</sup> Arghiri Emmanuel, "Gains and losses from the international Division of Labour," *Monthly Review Press*. Review I, Fall (1997): pp. 87-108.

<sup>38</sup> ฉัตรทิพย์ นาถสุภา. *ลัทธิเศรษฐกิจการเมือง*. หน้า 49-57.

<sup>39</sup> Terence K. Hopkins and Immanuel Wallerstein, *World system analysis: Theory and Methodology*, p. 92.

เกิดวงจรการผลิตซ้ำโดยมีการแบ่งงานกันทำระหว่างเขตแกนนำและเขตรอบนอกอยู่ต่อไป<sup>40</sup> ดังจะเห็นได้จากอัตราส่วนรายได้ต่อหัวของประชาชนในระหว่างกลุ่มประเทศกำลังพัฒนากับประเทศพัฒนาแล้วเพิ่มสูงขึ้นจากระดับ 1 ต่อ 5 ในปี 1860 เป็นอัตรา 1 ต่อ 13 ในปี 1970 ซึ่งหมายความว่าช่องว่างระหว่างประเทศรวยและประเทศจนเพิ่มสูงขึ้นอย่างมากเมื่อเปรียบเทียบกับปี ค.ศ. 1860<sup>41</sup> ข้อมูลจาก Human Development Report the United Nation Development Program (UNDP) ในปี 1992 ได้มีการประเมินว่า ในปี 1989 ประชากรโลกจำนวนร้อยละ 22.9 ที่อาศัยอยู่ในประเทศพัฒนาแล้วมีรายได้เท่ากับร้อยละ 84.2 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติของโลก (Global GNP) ในขณะที่ร้อยละ 77.1 ของประชากรโลกที่อาศัยอยู่ในประเทศกำลังพัฒนามีรายได้เพียงร้อยละ 15.8 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติของโลกเท่านั้น<sup>42</sup>

การเงินระหว่างประเทศเป็นผลพวงอย่างหนึ่งของโลกาภิวัตน์ ดังนั้น จึงมีการสืบทอดความเป็นลำดับชั้นและกฎกติกาไปด้วย จากความเจริญก้าวหน้าทางเทคโนโลยีและนโยบายของสหรัฐฯหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 ได้เปิดช่องทางให้กลุ่มอำนาจในตลาดเงิน เช่น ธนาคารระหว่างประเทศและกองทุนทางด้านการลงทุนสามารถขยายสู่การดำเนินการในระดับโลก ในปัจจุบันนี้สถาบันการเงินและนักลงทุนโดยเฉพาะกองทุนเฮดจ์ฟันด์สามารถทำกำไรจากการโยกย้ายเงินทุนเข้าออกประเทศต่างๆอย่างรวดเร็ว จนกลายเป็นสิ่งคุกคามที่รัฐบาลทั้งในประเทศพัฒนาแล้วและกำลังพัฒนาเกิดความหวั่นเกรงต่อการเก็งกำไรด้วยการโจมตีค่าเงิน และการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินทุนที่ขยายตัวอย่างรวดเร็ว อย่างไรก็ตามแนวโน้มของรัฐบาลประเทศต่างๆ ที่เป็นเป้าหมายในการถูกคุกคามจากการโจมตีค่าเงินก็เป็นไปอย่างเหลือมลั่ว เนื่องจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนเหล่านี้มุ่งโจมตีไปยังประเทศกำลังพัฒนาที่มีความเปราะบางทางเศรษฐกิจ<sup>43</sup>

ความเหลือมลั่วดังกล่าวที่เกิดจากระบบที่สร้างขึ้นโดยรัฐแกนนำอย่างสหรัฐฯ ได้ถูกถ่ายทอดสู่องค์กรการเงินระหว่างประเทศอย่าง IMF ที่โครงสร้างองค์กรสะท้อนให้เห็นถึงเรื่องนี้ได้เป็นอย่างดี เริ่มจากระบบคะแนนเสียงและการถือหุ้นแปรผันตามอำนาจทางการ

<sup>40</sup> Walter L. Goldfrank, "Fascism and world economy," in B.H. Kaplan (ed.), *Social Change in the Capitalist World Economy*. (California: Sage Publication Beverly Hills). pp.75-117.

<sup>41</sup> UNDP, *Human Development Report 1992*, (New York: Oxford University Press, (n.d.), 1992), p. 35.

<sup>42</sup> *Ibid.*, p. 36.

<sup>43</sup> Ricardo French-Davis, "The Tequila effect: its origins and its widespread impact," *Desarrollo Economico: Revista de Ciencias Sociales* 37, (1997): pp.195-214.

เงินและอำนาจทางเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ โดยกลุ่มประเทศใน IMF แบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ดังนี้ กลุ่มแรก ได้แก่ กลุ่มประเทศที่มีความก้าวหน้าทางอุตสาหกรรมมีความซับซ้อนเทคโนโลยี และระบบการผลิต หรือที่เรียกว่า “กลุ่มประเทศฝ่ายเหนือ” ซึ่งมีความเจริญทางเศรษฐกิจมาก และกลุ่มที่สอง ได้แก่ ประเทศกำลังพัฒนาหรือ “กลุ่มประเทศฝ่ายใต้” ซึ่งมีฐานเศรษฐกิจเป็นภาคเกษตรกรรม โดยการผลิตยังอยู่ในขั้นปฐมที่ไม่ได้ใช้เทคโนโลยีระดับสูง

ในทฤษฎีระบบโลก (World System Theory) จึงถือว่าประเทศในกลุ่มแรกจัดเป็นรัฐแกนนำ(Core) ในขณะที่ประเทศในกลุ่มหลังเป็นกลุ่มรัฐเขตรอบนอก (Periphery) ในทำนองเดียวกันประเทศกลุ่มแรกใน IMF มีจำนวนน้อยแต่กลับมีสิทธิในการออกเสียงมาก ในขณะที่ประเทศในกลุ่มหลังเป็นกลุ่มที่มีจำนวนมากแต่กลับมีสิทธิในการออกเสียงน้อย แม้ว่าทั้งสองกลุ่มจะมีสภาพเป็นสมาชิกเหมือนกันก็ตาม แต่เนื่องจากสิทธิในการออกเสียงและจำนวนหุ้นแปรผันตามอำนาจทางเศรษฐกิจ กลุ่มรัฐแกนนำผู้ถือหุ้นจำนวนมากซึ่งเป็นแหล่งที่มาของเงินทุนของ IMF จึงเปรียบเสมือนอยู่ในฐานะผู้ให้กู้ ในขณะที่รัฐเขตรอบนอกที่เข้ามาเป็นสมาชิก IMF ซึ่งโดยส่วนใหญ่ก็หวังจะได้รับความช่วยเหลือจาก IMF ในลักษณะเป็นผู้ขอกู้ ผลก็คือประเทศผู้ให้กู้จึงมีฐานะและอำนาจในการตัดสินใจเหนือกว่าผู้ขอกู้ ดังนั้น สหรัฐฯในฐานะที่เป็นประเทศที่มีหุ้นสูงที่สุดในการออกเสียง จึงมีบทบาทสำคัญในคณะกรรมการผู้บริหาร (Board of executives) ซึ่งควบคุมการดำเนินงานขององค์กรอย่างใกล้ชิด และมีอิทธิพลอย่างมากในการยับยั้งข้อเสนอต่างๆ รวมถึงการกำหนดเงื่อนไขนโยบายต่อประเทศผู้กู้เงิน

ดังนั้น จึงเป็นที่วิพากษ์วิจารณ์อย่างกว้างขวางว่าขบวนการและเงื่อนไขต่างๆ ในการจัดระเบียบโลกใหม่ (New World Order) ที่มีมาตั้งแต่ปี 1980 นั้น เต็มไปด้วยอำนาจของบางกลุ่มประเทศเหนือเศรษฐกิจและสังคมที่อ่อนแอกว่า ในขณะที่เดียวกันก็เป็นเหตุให้ช่องว่างระหว่างขีดทางเศรษฐกิจและความเหลื่อมล้ำทางรายได้ระหว่างประเทศรวยประเทศจนกว้างขึ้น<sup>44</sup> ในช่วงปลายทศวรรษ 1990 ได้เกิดมีการเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ในวอชิงตัน ดี.ซี. โดยเกิดการปฏิรูปที่เรียกว่าการ “Modernizing the State” ทำให้แนวความคิดในเรื่อง บรรษัทภิบาล อันประกอบไปด้วยความโปร่งใสสามารถตรวจสอบได้ (Transparency), ความรับผิดชอบ (Responsibility), สามารถชี้แจงเหตุผล (Accountability) และการมีส่วนร่วม (Participation)

<sup>44</sup> David Held and Anthony McGrew, *The Global Transformations Reader: An introduction to the Globalization Debate*, 1<sup>st</sup> edition, (Cambridge: Polity press, 2000), p. 359.

ได้รับการสนับสนุนอย่างกว้างขวางจากองค์กรการเงินระหว่างประเทศ<sup>45</sup> โดยในทางทฤษฎีแล้ว หากแนวคิดเหล่านี้ได้รับการปฏิบัติโดยองค์กรการเงินระหว่างประเทศ เช่น IMF ก็จะเป็นที่แน่นอนว่าผลลัพธ์ที่ออกมาในเรื่องของส่วนแบ่งอำนาจระหว่างประเทศใน IMF ก็น่าจะเป็นไปอย่างเท่าเทียม และประเทศต่างๆ ได้มีส่วนร่วมในกฎกติกาทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศมากขึ้น แต่ทว่าในความเป็นจริงการนำความคิดเหล่านี้ไปปฏิบัติยังมีข้อจำกัดอยู่มาก<sup>46</sup>

ในทางปฏิบัติ IMF และ World Bank ล้วนมีบทบาทในการเอื้อให้เกิดการดูดซับมูลค่าส่วนเกินจากประเทศเขตรอบนอกไปสู่ประเทศเขตแกนนำในรูปแบบต่างๆ ในที่นี้จะกล่าวถึงเฉพาะแต่ทางด้านการเงินที่ IMF มีบทบาทโดยผ่านเงื่อนไขที่มาพร้อมกับการให้เงินกู้ยืมแก่ประเทศที่ประสบปัญหาวิกฤติทางเศรษฐกิจ

ประเด็นแรก คือ การลดค่าเงินในระดับที่เกินจำเป็น สถาบันระหว่างประเทศเหล่านี้มักเสนอเงื่อนไขให้ประเทศลูกหนี้ซึ่งโดยมากอยู่ในรัฐเขตรอบนอกต้องลดค่าเงินลงมาก ซึ่งถ้าลดลงมาในระดับที่เหมาะสมก็ไม่น่าจะเป็นประเด็นการโอนมูลค่าส่วนเกินอย่างที่เป็นห่วง แต่โดยส่วนใหญ่แล้ว IMF มักเสนอให้ลดค่าเงินมากเกินไป ซึ่งมองได้ว่าเป็นการโอนมูลค่าออกไปให้ประเทศและกลุ่มทุนในเขตรัฐแกนนำ เนื่องจากเป็นประโยชน์กับทุนข้ามชาติที่สามารถเข้ามาซื้อทรัพย์สินต่างๆ ได้มากขึ้นหลังการลดค่าของเงิน ซึ่งเฮดจ์ฟันด์ประเภท Distress Fund\* มักได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากมาตรการนี้

ประเด็นที่สอง คือ เรื่องดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างประเทศ ดังตัวอย่างที่เกิดขึ้นในช่วงปี 1980 ในช่วงดังกล่าวรัฐเขตรอบนอกต้องชำระดอกเบี้ยจำนวนมหาศาลสืบเนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเป็นประวัติการณ์ โดยการที่ดอกเบี้ยพุ่งขึ้นสูงมากนั้นมีสาเหตุมาจากการดำเนินนโยบายของรัฐแกนนำเพื่อมุ่งแก้ปัญหาภายในรัฐนั้นๆ\*\* แต่กลับส่งผลกระทบต่อรัฐเขตรอบนอกด้วย นอกจากนี้กลไกการกู้ยืมระหว่างประเทศที่ยังมุ่งรักษาผลประโยชน์ของผู้ให้กู้ยืมได้บีบบังคับให้รัฐผู้กู้ต้องยอมรับอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ซึ่งการดำเนินนโยบายโดยรัฐแกนนำดังกล่าวนี้ได้กลายเป็นภาวะที่ประชาชนในรัฐเขตรอบนอกต้องแบกรับไว้โดยไม่อาจหลีกเลี่ยงได้

<sup>45</sup> Ibid., p. 360.

<sup>46</sup> Ibid., p. 391.

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 6 เรื่อง ประเภทของเฮดจ์ฟันด์

\*\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 4 เหตุการณ์ปี 1980-1990

จึงอาจกล่าวได้ว่า IMF เป็นองค์กรการเงินระหว่างประเทศที่เป็นช่องทางให้กลุ่มประเทศในรัฐแกนนำเข้าไปหาประโยชน์จากกลุ่มประเทศในรัฐเขตรอบนอก ขยายจากด้านการเงินครอบคลุมไปถึงด้านเศรษฐกิจด้วย จากโครงสร้างดังกล่าวทำให้ประเทศในเขตรอบนอกต้องมารับใช้ประเทศแกนนำที่เสมือนมีความชอบธรรมจากการสมัครใจเป็นสมาชิกและการรับเงื่อนไขในการกู้ยืมเอง ดังนั้น ประเทศแกนนำผู้ซึ่งกำหนดกฎเกณฑ์ความเหลื่อมล้ำทางสถานะในองค์กรอย่าง IMF จึงสามารถกำหนดนโยบายทางเศรษฐกิจและการเงินของประเทศเขตรอบนอกหรือผู้ขอกู้ให้เอื้อประโยชน์ต่อประเทศกลุ่มแกนนำได้ ส่งผลให้รัฐแกนนำยังคงเหนือกว่ารัฐในเขตรอบนอกยิ่งๆขึ้นไปอีก จากเหตุการณ์ดังกล่าวสนับสนุนแนวคิดของ Emmanuel ดังที่นำเสนอข้างต้น

#### 2.4.4 กลไกความสัมพันธ์ระหว่างผลประโยชน์ของสหรัฐฯ และ IMF

การที่ IMF ไม่สนับสนุนข้อเสนอในการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินตรา ระหว่างประเทศได้แสดงให้เห็นถึงความเหลื่อมล้ำในอำนาจการตัดสินใจด้านนโยบายขององค์กรระหว่างประเทศเหล่านี้ว่ามีการกระจุกตัวอยู่ที่มหาอำนาจบางประเทศ แม้ว่าระบบการเงินและการคลังระหว่างประเทศได้ถูกกำหนดและวางกฎเกณฑ์ โดยเกิดจากการปรึกษาหารือร่วมกันระหว่างกลุ่มประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจ เช่น สหรัฐฯ ยุโรปตะวันตก และญี่ปุ่นภายหลังสงครามโลกครั้งที่สอง แต่ประเทศแกนนำสามารถแสดงบทบาทแกนนำในการวางกติกาในครั้งนั้นได้ ดังนั้น จึงไม่น่าประหลาดใจที่กฎกติกาในระบบการเงินระหว่างประเทศ โดยรวมจะสะท้อนถึงผลประโยชน์ของมหาอำนาจทางการเงินหลัก<sup>47</sup>

ในปัจจุบัน 50% ของประชากรในโลกและสองในสามของรัฐบาลประเทศต่างๆถูกผูกติดกับกฎกติกาของ IMF และ World Bank<sup>48</sup> อำนาจหน้าที่ในการตัดสินใจโดยส่วนใหญ่ใน IMF และ World Bank รวมถึง WTO เอง ก็ขึ้นอยู่กับสหรัฐฯ และยุโรปตะวันตกตามลำดับ ถึงแม้ว่าจะมีความพยายามที่จะเปลี่ยนแปลงอำนาจทางเศรษฐกิจเกิดขึ้นในช่วงศตวรรษที่ 20<sup>49</sup> ตัวอย่างเช่นในเรื่องการแต่งตั้งผู้นำองค์กรการเงินระหว่างประเทศที่ประเทศมหาอำนาจได้ตั้งกรรม

<sup>47</sup> Robert Gilpin, *Global Political Economy: Understanding the International economic order*. p. 243.

<sup>48</sup> David Held and Anthony McGrew, *The Global Transformations Reader: An introduction to the Globalization Debate*, 1<sup>st</sup> edition, (Cambridge: Polity press, 2000), p.359.

<sup>49</sup> *Ibid.*, pp. 381-382.



เนียมขึ้นมานั้น สหรัฐฯ มีสิทธิพิเศษในการคัดเลือกผู้อำนวยการธนาคารโลก ในขณะที่ยุโรป ตะวันตกมีสิทธิพิเศษในการคัดเลือกผู้อำนวยการกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ยิ่งไปกว่านั้น ประเทศมหาอำนาจเหล่านี้ยังมีสิทธิในการยับยั้งการกระทำใดก็ตามที่พวกเขาไม่เห็นชอบ สิ่งนี้ได้ ทำให้ญี่ปุ่นและประเทศที่พัฒนาน้อยกว่า (Less Developed Countries :LDCs) โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศขนาดใหญ่ที่เริ่มมีความเข้มแข็งทางเศรษฐกิจอย่างเช่น บราซิล และอินเดีย มีความไม่พอใจยิ่งขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยประเทศเหล่านี้ต้องการมีอำนาจและบทบาทในการเป็นผู้นำในองค์กรเหล่านี้มากยิ่งขึ้นด้วย ประเด็นนี้ได้เร่งให้เกิดความขัดแย้งในการเลือกผู้อำนวยการทั่วไปของ IMF ในปี 2000 ที่ยุโรปเสนอข้าราชการทางการเงิน ชาวเยอรมัน Caio Koch-Weswer ในขณะที่ญี่ปุ่นและกลุ่มประเทศ LDCs เสนอคู่แข่งรายอื่นโดยไม่มีที่คาดหมายมาก่อน แม้ว่าสหรัฐฯเองจะมีได้อ้างสิทธิในการเสนอชื่อผู้อำนวยการ IMF ต่อยุโรปก็ตาม แต่ก็ได้ตั้งข้อกังขาเกี่ยวกับคุณสมบัติของ Caio Koch-Weswer อย่างจริงจังเช่นกัน และท้ายที่สุดก็คือ ผู้เข้าแข่งขันชาวเยอรมันอีกราย คือ Horst Kohler ซึ่งเป็นที่ยอมรับของทางสหรัฐฯมากกว่าก็ได้รับการแต่งตั้งเพื่อยุติข้อขัดแย้ง<sup>50</sup>

ดังนั้น แม้ว่ายุโรปตะวันตกจะพยายามป้องกันการครอบงำของสหรัฐฯใน IMF โดยยุโรปเท่านั้นจะเป็นผู้เสนอชื่อผู้เข้าแข่งขันเป็นผู้อำนวยการ แต่สหรัฐฯก็สามารถควบคุมองค์กรได้อย่างไม่ยากนักผ่านการมีจำนวนหุ้นและสิทธิการออกเสียงที่มีอยู่มากที่สุด<sup>51</sup> ในองค์กรดังกล่าว ดังนั้น ในทางปฏิบัติสหรัฐฯจึงยังเป็นผู้มีอำนาจหลักทั้งใน IMF และ World Bank

แม้ว่าประเทศกำลังพัฒนาที่มีความพยายามมาตลอดที่จะมีบทบาทมากขึ้นในองค์กรทางการเงินระหว่างประเทศ ตั้งแต่ช่วงทศวรรษ 1970-1990 ภายใน IMF ได้มีการเปลี่ยนแปลงต่างๆในองค์กร เช่น มีความพยายามในการนำเสนอเอกสารเบื้องต้นในการเจรจา ระดับทวีภาคีมากขึ้น มีการประเมินบทบาทของปัจจัยภายนอกต่อการทำงานของ IMF มีการตรวจสอบความโปร่งใส และเปิดรับสมาชิกมากขึ้นก็ตาม แต่สิ่งที่เป็นปัญหาสำคัญยิ่งที่คงอยู่ คือ การลงคะแนนเสียงในการบริหารองค์กร

<sup>50</sup> Robert Gilpin, Global Political Economy: Understanding the International economic order, pp. 384- 385.

<sup>51</sup> David Held and Anthony McGrew, The Global Transformations Reader: An introduction to the Globalization Debate. p.393.

IMF มีระบบการออกเสียงที่ล้ำสมัยโดยยึดหลักความมั่งคั่งทางเศรษฐกิจของแต่ละประเทศสมาชิก ซึ่งเป็นแบบ 1 ดอลลาร์ 1 เสียง แทนที่จะเป็นระบบ 1 ประเทศ 1 เสียงตามหลักประชาธิปไตยที่มีกันมานานนับร้อยปีในอาระประเทศ ด้วยระบบดังกล่าวนี้เองทำให้การออกเสียงใน IMF มีความโน้มเอียงไปสู่การรักษาสถาปัตยกรรมของผู้อื้อหุ้นเสมือนดังเช่นบริษัทเอกชน มากกว่าการมุ่งไปสู่วัตถุประสงค์ขององค์กรครั้งตั้งเดิมเมื่อแรกตั้ง คือ การเป็นองค์กรสาธารณระหว่างประเทศ ยิ่งไปกว่านั้นแม้ว่าในปัจจุบันความมั่งคั่งทางเศรษฐกิจของแต่ละประเทศสมาชิกได้เปลี่ยนแปลงไปอย่างมากแต่คะแนนเสียงก็ยังค้ำยันน้ำหนักเดิมที่จัดทำขึ้นเมื่อครึ่งศตวรรษที่ผ่านมา<sup>52</sup>

ดังนั้น ความพยายามที่จะมี 'Basic Votes' ซึ่งเป็นสัญลักษณ์แทนความเท่าเทียมกันของทุกประเทศสมาชิกเพื่อคานกับอำนาจในการออกเสียง (Voting power) ที่มีสัดส่วนไปตามขนาดทางเศรษฐกิจของประเทศมหาอำนาจทุนนิยมยังคงไม่สามารถเปลี่ยนแปลงโครงสร้างขององค์กรในเชิงความเป็นเจ้าของ และการเป็นตัวแทนของคณะกรรมการใน IMF ได้ กระบวนการตัดสินใจยังคงเป็นไปตามลำดับชั้นและสะท้อนถึงความไม่เท่าเทียมของประเทศต่างๆ ที่มีมาต่อเนื่องตลอดระยะเวลา 50 ปี โดยรวมแล้วจะเห็นได้ว่าประเทศมหาอำนาจไม่ได้มีความตั้งใจจะเปลี่ยนโครงสร้างอำนาจที่เหลื่อมล้ำในองค์กรแต่อย่างใด<sup>53</sup> ดังนั้น แม้ว่า IMF จะแสดงภาพลักษณ์เป็นองค์กรสาธารณระหว่างประเทศก็ตาม แต่การขาดความชอบธรรมในการแบ่งสรรสิทธิในการออกเสียงได้บั่นทอนความถูกต้องในเชิงการเมืองขององค์กรตลอดมา<sup>54</sup> ดังนั้น จึงมิใช่เรื่องน่าแปลกใจที่ผลงานของ IMF จะเป็นสิ่งที่เครือข่ายต่างๆ ของสหรัฐฯ ได้รับประโยชน์ทั้งทางตรงและทางอ้อม เช่น การเข้ามาหาประโยชน์ของเฮดจ์ฟันด์ทั้งก่อนและหลังวิกฤติเศรษฐกิจในประเทศไทย

โจเซฟ สติกลิตซ์ (Joseph Stiglitz) ได้กล่าวถึงปัญหาในด้านโครงสร้างของบรรษัทภิบาลใน IMF ว่าโดยวัตถุประสงค์ในการดำเนินงานในสมัยแรกตั้งองค์กร IMF นั้น

<sup>52</sup> Friedrich Kratochwil and Edward D. Mansfield, *International Organization and Global governance*, 2nd ed, (USA: Pearson Education Inc, 2006), pp. 317-318.

<sup>53</sup> David Held and Anthony McGrew, *The Global Transformations Reader: An introduction to the Globalization Debate*. pp. 393-396.

<sup>54</sup> Friedrich Kratochwil and Edward D. Mansfield, *International Organization and Global governance*. pp. 317-318.

แตกต่างจากสิ่งที่เป็นอยู่ในปัจจุบันเป็นอย่างมากโดยการเปลี่ยนแปลงได้เกิดขึ้นเมื่อ IMF ได้ถูกรวบอำนาจโดยผลประโยชน์ทางการเงิน และได้ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างของบรรษัทภิบาลในที่สุด<sup>55</sup>

ทั้ง IMF และ World Bank มักอ้างว่า การดำเนินนโยบายของตนเหมาะสม เนื่องจากตั้งแต่เริ่มการก่อตั้งองค์กรทั้งสองได้รับมอบหมายให้รับผิดชอบในการดำเนินนโยบายโดยคณะผู้บริหาร (Executive Board) ซึ่งควบคุมการดำเนินงานขององค์กรวันต่อวันอย่างใกล้ชิดมากกว่าคณะกรรมการองค์กร (Board of Directors) โดยคณะกรรมการองค์กรซึ่งเป็นตัวแทนจากประเทศต่างๆ จะทำการประเมินผลงานของคณะผู้บริหาร IMF ทุกสามเดือน และจะชี้แจงต่อรัฐบาลอีกต่อหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ระบบความรับผิดชอบใน IMF นี้มีความอ่อนแอเนื่องจากปัญหาของการเชื่อมโยงของความรับผิดชอบ ซึ่งเราจะเห็นได้ว่าคณะผู้บริหารมิได้มีความรับผิดชอบต่อรัฐบาลโดยตรง แต่โดยแท้จริงแล้วคณะผู้บริหารกลับขึ้นต่อหน่วยงานบางส่วนของรัฐบาลซึ่งเป็นตัวแทนในคณะกรรมการเท่านั้น ดังนั้น ความรับผิดชอบต่อสังคมซึ่งเป็นวัตถุประสงค์สูงสุดจึงถูกละเลย<sup>56</sup>

ตัวอย่างเช่น รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังและผู้ว่าการธนาคารกลางผู้ซึ่งเป็นตัวแทนของแต่ละประเทศที่เข้าไปนั่งเป็นกรรมการของ IMF เป็นเพียงส่วนหนึ่งของสังคมเท่านั้น ดังนั้น ผลประโยชน์ของคนกลุ่มนี้ย่อมแตกต่างจากส่วนอื่นๆ ของสังคม เช่น กลุ่มแรงงาน มีผลให้การตัดสินใจของ IMF จึงมักถูกวิจารณ์ว่าขาดความครอบคลุมถึงปัจจัยด้านอื่นของสังคม ทั้งที่นโยบายต่างๆ ย่อมส่งผลกระทบต่อหลายภาคส่วนของเศรษฐกิจทั่วโลก<sup>57</sup> ดังตัวอย่างกรณีวิกฤติเศรษฐกิจในปี 1997 จะเห็นได้ว่า IMF มิได้แสดงความรับผิดชอบต่อผู้ที่ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากนโยบายที่ IMF นำเสนอ ซึ่งทำให้ประชาชนจำนวนมากในหลายประเทศต้องตกงาน รวมถึงบริษัทต่างๆ นับร้อยนับพันที่ต้องปิดตัวลงจากนโยบายการเงินที่รุนแรงเกินความจำเป็น คนกลุ่มนี้ไม่สามารถที่จะทำอะไรใดๆ ในความไม่พอใจต่อ IMF ได้ แต่ผู้ถูกกลืนโทษกลับกลายเป็นรัฐบาลของแต่ละประเทศที่ปฏิบัติตามนโยบายของ IMF โดยเคร่งครัดต้องถูกขับออกจากอำนาจ

<sup>55</sup> Daniel Altman, "Q&A with Joseph Stiglitz," *International Herald Tribune: Managing Globalization*. (October 11, 2006)

<sup>56</sup> Friedrich Kratochwil and Edward D. Mansfield, *International Organization and Global Governance*. pp. 317-318.

<sup>57</sup> Ibid.

อนึ่ง คำว่าเศรษฐกิจมีความหมายกว้างกว่าเรื่องของศาสตร์ทางการเงิน ดังนั้น การแก้ไขจึงควรมองแบบองค์รวมโดยตระหนักถึงส่วนได้เสียในวงกว้าง ซึ่งเป็นส่วนที่ IMF ขาดหายไป<sup>58</sup>

ในภาคปฏิบัติ สหรัฐฯจะเป็นผู้สั่งการ IMF ในการตอบสนองต่อวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น เช่น ในกรณีวิกฤตการณ์เม็กซิโกในช่วงปี 1994-5 และในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ในช่วงปี 1997 การครอบงำใน IMF ของสหรัฐฯทำให้ญี่ปุ่นผู้ซึ่งเป็นผู้บริจาคเงินมากเป็นอันดับสองในองค์กรแห่งนี้ มีความไม่พอใจเป็นอย่างมากจากการที่ญี่ปุ่นมีบทบาทในเรื่องดังกล่าวเป็นรองและยังไม่เคยมีผู้สมัครจากญี่ปุ่นคนใดได้รับการคัดเลือกเป็นผู้อำนวยการในองค์กรเหล่านี้เลย ดังนั้น ญี่ปุ่นรวมทั้งเอเชียตะวันออกเฉียงใต้จึงล้วนมีความเชื่อว่า IMF ตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของสหรัฐฯมากเกินไป ทั้งยังเกิดคำถามถึงการที่ IMF และสหรัฐฯได้เข้าแทรกแซงในการปฏิรูปที่เกิดขึ้นในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้หลังจากประสบกับวิกฤติเศรษฐกิจว่า มีความชอบธรรมเพียงใดในการบั่นทอนอำนาจอธิปไตยในการดำเนินนโยบายทางการเงินของประเทศกำลังพัฒนาที่ประสบกับวิกฤติ โดยที่สาเหตุส่วนหนึ่งเกิดจากการเปิดเสรีทางการเงิน และการทำตามคำแนะนำของสหรัฐฯรวมทั้งองค์กรระหว่างประเทศที่สหรัฐฯมีอิทธิพลอยู่<sup>59</sup>

ดังนั้น จึงนำมาสู่คำถามที่ว่า การดำเนินนโยบายของ IMF ต่อวิกฤติเศรษฐกิจเอเชียตะวันออกเฉียงใต้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์เบื้องต้นขององค์กรหรือไม่ และเป็นไปเพื่อประโยชน์ต่อประเทศที่ประสบกับวิกฤติหรือเป็นไปเพื่อประโยชน์ของสหรัฐฯ และมหาอำนาจทางเศรษฐกิจอื่น ๆ เป็นสำคัญ ภายหลังจาก The Great Depression จอห์น เมย์นาร์ด เคนส์ (John Maynard Keynes) ผู้มีส่วนช่วยเหลือในการจัดตั้ง IMF ได้เสนอแนวทางการเยียวยาความถดถอยทางเศรษฐกิจ คือ การขยายงบประมาณของประเทศที่กำลังประสบปัญหา โดย IMF จะมี 2 หน้าที่หลัก คือ 1) สนับสนุนให้ประเทศที่ประสบปัญหาเศรษฐกิจใช้นโยบายขยายงบประมาณมากกว่าการขอประเทศเพื่อนบ้าน (Beggars-ty-neighbors) 2) ให้เงินกู้ยืมแก่ประเทศที่ประสบปัญหาภาวะเศรษฐกิจถดถอยเพื่อที่จะให้ประเทศนั้นๆสามารถขยายงบประมาณได้ (Fiscal expansionary) แต่ในทางปฏิบัติ IMF กลับทำให้วิกฤติเศรษฐกิจในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้กลับเลวร้ายยิ่งขึ้น

<sup>58</sup> Ibid.

<sup>59</sup> Robert Gilpin, *Global Political Economy: Understanding the International economic order*. pp. 385-386.

ในการดำเนินนโยบายดังกล่าว IMF อาจอ้างได้ว่ามีเป้าหมายอื่นที่ต้องบรรลุ เช่น การรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจในโลก ซึ่งหากมองในแง่มุมมองของ IMF นี้ การตอบสนองต่อวิกฤติในปี 1997 อาจเป็นไปได้เพื่อยับยั้งไม่ให้เกิดโรคติดต่อไปยังประเทศอื่นๆ และเพื่อให้ประเทศเจ้าหนี้ได้รับเงินกู้ยืมกลับคืนโดยเร็วโดยมั่นใจว่าเงินกู้เหล่านี้จะไม่เป็นหนี้สูญ ถึงแม้ว่าประเทศในเอเชียในเวลานั้นจะได้รับแรงบีบบังคับอย่างมากจากนโยบายรัดเข็มขัดที่เข้มงวดไปบ้าง<sup>60</sup> ยิ่งไปกว่านั้นในเดือนตุลาคม 1997 หลังจากเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในเอเชียแล้ว IMF ยังคงพยายามเปลี่ยนกฎบัตรให้การเปิดเสรีทางการเงินเป็นประกาศิต (Mandate) ต่อประเทศสมาชิก ถึงแม้ว่าในปัจจุบัน IMF จะตระหนักได้ว่าการเปิดเสรีทางการเงินอาจจะนำความเสี่ยงไปสู่ประเทศต่างๆ โดยเฉพาะประเทศกำลังพัฒนาที่ขาดความพร้อม และู้กันอย่างกว้างขวางว่ามีแนวโน้มจะนำไปสู่ความไม่มีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในระดับโลกก็ตาม ดังนั้น การผลักดันให้มีการเปิดเสรีทางการเงินอย่างต่อเนื่องจึงดูเหมือนจะไม่สอดคล้องกับภาระหน้าที่ที่ IMF ได้รับมอบหมายตั้งแต่เริ่มก่อตั้ง คือ การสร้างเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในระดับโลก<sup>61</sup>

จากภาพความเชื่อมโยงที่ได้นำเสนอข้างต้น จึงเป็นเหตุผลว่าทำไมการคาดหวังให้องค์กรระหว่างประเทศ เช่น IMF จะเป็นผู้นำในการกำกับดูแลพฤติกรรมของทุนการเงินข้ามชาติจึงเป็นไปได้ยาก ด้วยเบื้องหลังโครงสร้างที่สหรัฐฯคือผู้ที่มีอำนาจแท้จริงเหนือองค์กรแห่งนี้และองค์กรระหว่างประเทศอื่นๆ โดยสหรัฐฯซึ่งเป็นรัฐแกนนำต้องการคงอำนาจในการดูดซับมูลค่าส่วนเกินจากประเทศกำลังพัฒนา โดยให้ IMF ทำหน้าที่ในการเปลี่ยนแปลงระบบสถาบันในประเทศเป้าหมายโดยอาศัยการฉาบหน้าไว้ด้วยอุดมการณ์ตลาดเสรี เพื่อเปิดพื้นที่ให้ทุนการเงินข้ามชาติโดยเฉพาะอย่างยิ่งของสหรัฐฯเข้าไปเก็บเกี่ยวผลประโยชน์ โดยทุนการเงินข้ามชาติเหล่านี้ประกอบไปด้วย ธนาคารพาณิชย์ ธนาคารเพื่อการลงทุน กองทุนเพื่อการเกษียณ กองทุนรวม และกองทุนเฮดจ์ฟันด์ ดังนั้น เหตุแห่งการเจริญเติบโตอย่างเฟื่องฟูของธุรกิจการเงินอเมริกันจึงเป็นสิ่งไม่ต้องสงสัย

โดยเฉพาะกองทุนเฮดจ์ฟันด์ในปัจจุบันได้แพร่ขยายอิทธิพลครอบงำเศรษฐกิจการเงินทั่วโลกอย่างรวดเร็ว และส่งผลกระทบต่อที่รุนแรงอย่างที่ไม่ปรากฏมาก่อน เฮดจ์ฟันด์ได้เข้าไปเกี่ยวข้องกับวิกฤติต่างๆของโลกไม่ว่าจะเป็นกรณี วิกฤติค่าเงินปอนด์ วิกฤติค่าเงิน

<sup>60</sup> Friedrich Kratochwil and Edward D. Mansfield, *International Organization and Global Governance*, pp. 313-315.

<sup>61</sup> *Ibid.*, p.314.



บาท ปัญหาราคาน้ำมันปี 2004-2006 และล่าสุด ปัญหาค่าเงินบาทในปี 2007 ดังนั้น การศึกษาในเรื่องกองทุนเฮดจ์ฟันด์จึงเป็นสิ่งที่จำเป็นอย่างยิ่งต่อการดำรงอยู่ของประเทศไทย เมื่อโลกาภิวัตน์ได้ช่วยขยายขอบเขตในการแสวงหาผลประโยชน์ของเฮดจ์ฟันด์ได้อย่างมหาศาลจากประเทศที่อ่อนแอกว่า และสหรัฐฯเองก็คือ ผู้ที่ได้รับประโยชน์จากความเหลื่อมล้ำนี้ผ่านปฏิสัมพันธ์อันแนบแน่นระหว่าง เฮดจ์ฟันด์ ผลประโยชน์ของสหรัฐฯและ IMF



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 3

### เฮดจ์ฟันด์และบทบาทในกระแสโลกาภิวัตน์

#### 3.1 กำเนิดของเฮดจ์ฟันด์<sup>1</sup>

ในปี ค.ศ. 1949 อัลเฟรด วินสโลว์ โจนส์ (Alfred Winslow Jones) เป็นผู้เริ่มก่อตั้งเฮดจ์ฟันด์ เป็นครั้งแรก โดยได้จัดตั้งกองทุนหุ้น (Equity Fund) ขนาด 100,000 เหรียญสหรัฐ (รวมเงินลงทุนส่วนตัวของเขาอีก 40,000 เหรียญสหรัฐ) ลักษณะกองทุนของเขามีหลักการลงทุน (Concept) ที่พิเศษกว่ากองทุนทั่วไป คือ เงินกองทุนจะต้องได้รับการป้องกันความเสี่ยงจากตลาด (Market Risk) โดยการทำ Short Sell และสามารถกู้ยืมเพื่อการลงทุนได้ ซึ่งเป็นเรื่องใหม่มากในขณะนั้น

นอกจากนี้ เพื่อให้หลุดพ้นข้อจำกัดต่างๆที่กองทุนอื่นต้องเผชิญ โจนส์ จึงจัดตั้งกองทุนในรูปแบบหุ้นส่วนสามัญ (General Partnership) เพื่อหลีกเลี่ยงกฎระเบียบและการควบคุมจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ทำให้กองทุนของเขามีความคล่องตัวสูงเมื่อเปรียบเทียบกับนักลงทุนสถาบันทั่วไป ผลงานจากปี 1955 ถึง 1965 แสดงให้เห็นถึงความยอดเยี่ยมในการลงทุนด้วยกลยุทธ์ใหม่นี้ ผลตอบแทนในการลงทุนของเขาสูงถึง 670% และเมื่อเปรียบเทียบกับกองทุนรวมที่ดีที่สุดในยุคนั้น คือ Dreyfuss Fund ทำได้เพียง 358%

โจนส์ เป็นผู้ที่ศึกษาเรื่องการลงทุนอย่างจริงจัง เขาได้เขียนบทความเกี่ยวกับการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Method) เพื่อใช้ในการวิเคราะห์แนวโน้มตลาดและการลงทุน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเขามีกลยุทธ์การลงทุนเพื่อหาโอกาสการทำการกำไรที่ดีกว่ากลยุทธ์อื่นที่มีอยู่ในตลาดในขณะนั้น โดย โจนส์ มีความเชื่อที่ว่าเขาสามารถคัดเลือกหุ้น (Stock Selection) โดยระบุได้ว่าหุ้นตัวใดราคาจะขึ้นมากกว่าหุ้นตัวอื่นในกลุ่มเดียวกัน ในภาวะตลาดขาขึ้น และหุ้นตัวใดราคาจะลงมากกว่า ในภาวะตลาดขาลง แต่การคาดการณ์ทิศทางของตลาดนั้นเป็นเรื่องที่กระทำได้ยาก ดังนั้น กลยุทธ์การทำการกำไรของเขาจึงใช้หลักการที่ว่า “ซื้อถูก ขายแพง โดยไม่ขึ้นกับทิศทางของตลาดนั่นเอง”

---

<sup>1</sup> Simone Borla and Denis Masetti, [Hedge Fund: a resource for investors](#)

### 3.2 เฮดจ์ฟันด์แรกของโลกกับกลยุทธ์การทำกำไร

เพื่อที่จะเข้าใจเฮดจ์ฟันด์ได้อย่างลึกซึ้ง ผู้วิจัยจึงขอเสนอตัวอย่างของกลยุทธ์การทำกำไรที่เกิดขึ้นในปี 1949 โดยใช้ข้อมูลการลงทุนในหุ้นของตลาดไทย ในช่วงปี 2003 ถึง 2004 โดยมีตัวอย่างดังนี้ กลยุทธ์จะเริ่มจากการมองหาหุ้น 2 ตัว โดยตัวแรกเป็นหุ้นที่มีราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น และตัวที่สองในหุ้นที่มีราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น โดยมีเงื่อนไขที่สำคัญคือ หุ้นทั้งสองตัวควรจะอยู่ในหมวด (Sector) เดียวกัน เพื่อให้หุ้นทั้งสองได้รับผลกระทบจาก Systematic Risk ที่ใกล้เคียงกัน ซึ่งประเด็นนี้คือหัวใจในเทคนิคของโจนส์

ในขั้นต่อมาเราจะซื้อหุ้นตัวที่ราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่ควรเป็น (Long Under Value Stock) สมมติว่าเป็นจำนวน 100 ล้านบาท จากนั้นไปเยี่ยมหุ้นที่คิดว่าราคาตลาดแพงเกินกว่ามูลค่าที่ควรเป็นเพื่อขาย (Short Over Value Stock) ในปริมาณเงินที่เท่าๆกัน ดังนั้นปริมาณการลงทุนสุทธิจะเท่ากับศูนย์ คือ Long +100 : Short -100 ซึ่งถ้าหากหุ้นสองตัวนี้ขึ้นลงเป็นอัตราส่วนที่เท่ากัน เช่น 10% สถานะเงินลงทุนสุทธิก็จะเท่ากับศูนย์อยู่ดี คือ Long = +110 : Short = -110 จะเห็นได้ว่า Market Risk ได้ถูกกำจัดออกไปแล้ว ดังนั้น หากการวิเคราะห์ของเราถูกต้อง ในตลาดขาขึ้นหุ้นที่ Under Value จะขึ้นเป็นอัตราส่วนที่มากกว่าหุ้นที่ Over Value และในตลาดขาลงหุ้นที่ Under Value จะตกลงน้อยกว่าหุ้นที่ Over Value ดังนั้น ผลกำไรก็คือส่วนต่างดังกล่าวนั่นเอง

จากเทคนิคนี้เองทำให้เขาสามารถทำกำไรได้ในทุกสภาพตลาด ซึ่งเรียกได้ว่าผลกำไรของกองทุนมิได้ขึ้นกับทิศทางของตลาด และด้วยเทคนิคนี้ “กองทุน” จึงถูกขนานนามว่า “Hedge Fund” นอกจากนี้ โจนส์ยังเพิ่มผลกำไรได้อีกด้วยการนำเงินที่ได้จากการทำขายหุ้นที่ยืม (Short Sell) มาซื้อหุ้นที่ Under Value เพิ่มขึ้น ซึ่งขั้นตอนนี้เรียกว่า Leverage ซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่สำคัญมากอันหนึ่งของเฮดจ์ฟันด์ ในการขยายผลของกลยุทธ์การลงทุนให้ได้กำไรเป็นกอบเป็นกำ ดังนั้น จึงสรุปได้ว่า ความสำเร็จของการลงทุนลักษณะนี้ขึ้นกับความสามารถของผู้จัดการกองทุน ในความสามารถคัดเลือกหุ้น (Stock Selection) เป็นสำคัญ

#### 3.2.1 การพิสูจน์กลยุทธ์การลงทุนของโจนส์ ในตลาดหุ้นไทย

ตัวอย่างที่ 1 ตลาดขาขึ้น

สมมติฐานจากการวิเคราะห์ของผู้จัดการกองทุน คาดว่า บริษัทปูนซิเมนต์ไทย มีแนวโน้มในระยะประมาณ 6 เดือนดีกว่า บริษัทปูนซิเมนต์นครหลวง

Long หุ้น บริษัทปูนซีเมนต์ไทย : Short หุ้น บริษัทปูนซีเมนต์นครหลวง

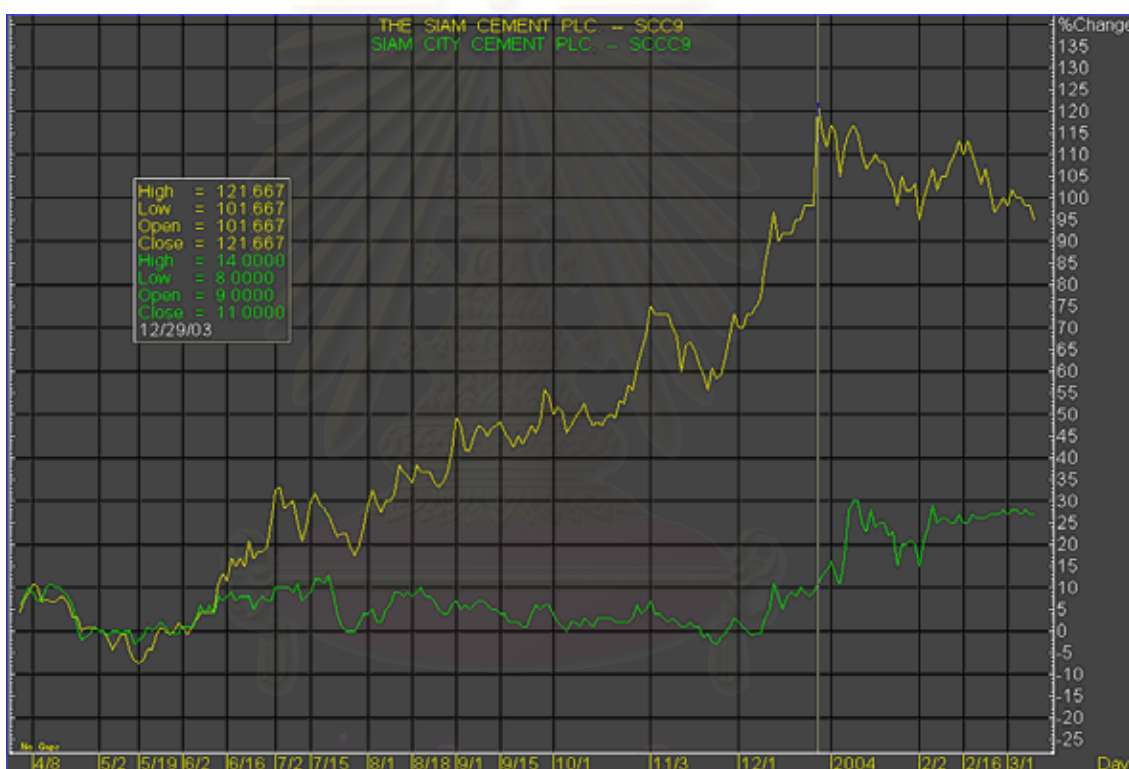
เริ่มกลยุทธ์ (Open Position) วันที่ 2 พ.ค. 46

สิ้นสุดกลยุทธ์ (Close Position) วันที่ 29 ธ.ค. 46

หุ้น บริษัทปูนซีเมนต์ไทย ขึ้น 121.66 %

หุ้น บริษัทปูนซีเมนต์นครหลวง ขึ้น 11.00 %

กำไร 110.66 % (ก่อนหักค่ากู้ยืมหลักทรัพย์เพื่อทำ Short Sell)



แผนภูมิที่ 3.1 แสดงการเปลี่ยนแปลงเป็นร้อยละของราคาคงเหลือของราคาหุ้นของ บมจ.

ปูนซีเมนต์ไทย (SCC9) และ บมจ. ปูนซีเมนต์นครหลวง (SCCC9)<sup>2</sup>

ตัวอย่างที่ 2 ตลาดขาดลง

สมมติฐานจากการวิเคราะห์ของผู้จัดการกองทุนคาดว่า ธนาคารกรุงเทพ  
มีแนวโน้มในระยะสั้น ดีขึ้นดีกว่า ธนาคารกสิกรไทย

<sup>2</sup> แหล่งที่มา Apex Bisnews

Long หุ้น ธนาคารกรุงเทพ : Short หุ้น ธนาคารกสิกรไทย

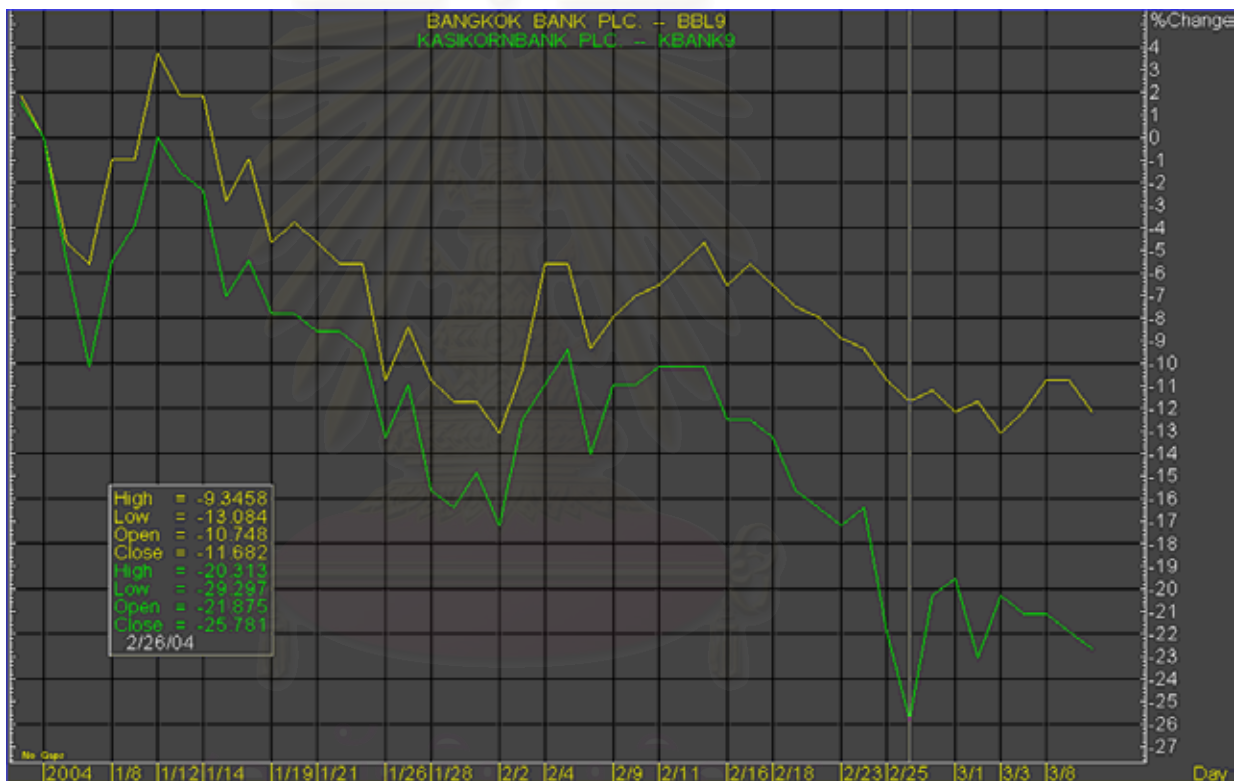
เริ่มกลยุทธ์ (Open Position) วันที่ 5 ม.ค. 47

สิ้นสุดกลยุทธ์ (Close Position) วันที่ 26 ก.พ. 47

หุ้น ธนาคารกรุงเทพ ลง -11.68 %

หุ้น ธนาคารกสิกรไทย ลง -25.78 %

กำไร 14.10 % (ก่อนหักค่ากู้ยืมหลักทรัพย์เพื่อทำ Short Sell)



แผนภูมิที่ 3.2 แสดงการเปลี่ยนแปลงเป็นร้อยละของความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นของ บมจ. ธนาคารกรุงเทพ (BBL9) และ บมจ.ธนาคารกสิกรไทย (KBANK9)<sup>3</sup>

<sup>3</sup> แหล่งที่มา Apex Bisnews



### 3.2.2 เบื้องหลังยุทธวิธีเอาชนะตลาด

กราฟแสดงภาพการเคลื่อนไหวของหุ้นเป็นเปอร์เซ็นต์ จะเห็นได้ว่าหุ้นทั้งสองตัว เคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันเกือบตลอดเวลา แต่มีอัตราส่วนที่แตกต่างกัน ในตลาดขาขึ้น หุ้นที่ดีจะขึ้นมากกว่า และในตลาดขาลงหุ้นที่ดีจะลงน้อยกว่า

จึงจะเห็นได้ว่ากลยุทธ์นี้จะให้ผลตอบแทนเป็นบวกเสมอในทุกสภาพตลาด บนข้อสมมติฐานที่ว่า ผู้ลงทุนต้องมีความสามารถในการวิเคราะห์เพื่อจับคู่การลงทุนที่ถูกต้อง คือหุ้นที่ดีที่สุด และ หุ้นที่แย่ที่สุดใน Sector นั้นๆ ถึงแม้ในบางสถานการณ์ที่หุ้นใน Sector ดังกล่าวจะดูดีทั้งหมดก็ตาม แต่หุ้นแต่ละตัวก็จะได้ไม่เท่ากัน ดังนั้น กลยุทธ์นี้จึงสามารถใช้ได้ในทุกสถานการณ์ แต่ต่างกันที่อัตรากำไรจะมากหรือน้อยเท่านั้น

แต่สิ่งที่เป็นเงื่อนไขสำคัญในการใช้กลยุทธ์นี้ออกไปจากการที่จะต้องมีความสามารถในการวิเคราะห์หุ้นนั้นคือ

หนึ่ง หุ้นทั้ง 2 ตัวต้องอยู่ในธุรกิจเดียวกัน เพื่อให้เกิด Hedging อย่างสมบูรณ์

กรณีที่ใช้กลยุทธ์นี้จับคู่หุ้นที่อยู่ต่างธุรกิจกันจะทำให้เกิด Basis Risk ขึ้น เนื่องจากหุ้นที่อยู่ต่างธุรกิจ เมื่อได้รับผลกระทบจากปัจจัยในด้าน Macro หรือ Micro ก็ตามจะมีการเคลื่อนไหวที่มีลักษณะแตกต่างกัน

ตัวอย่างเช่น เหตุการณ์ 11 กันยายน มีผลให้หุ้นกลุ่มสายการบินตกต่ำลง แต่หุ้นในกลุ่มอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ที่เกี่ยวข้องกับระบบ Securities กลับได้รับประโยชน์ ดังนั้นหากก่อนเหตุการณ์ 11 กันยายน เราไป Long หุ้นกลุ่มสายการบิน และ Short หุ้นในกลุ่มอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ ผลก็คือที่ หุ้นที่ Long กลับตกและหุ้นที่ Short กลับขึ้นจะทำให้เกิดความเสียหายเป็น 2 เท่าตัว

สอง สภาพคล่องของการซื้อขายต้องมีปริมาณสูง

เพื่อให้กลยุทธ์ดำเนินไปได้โดยสมบูรณ์ หลักทรัพย์ที่ลงทุนจะต้องมีลักษณะที่ซื้อขายง่ายขายคล่อง เพราะการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ ผู้ลงทุนอาจไม่สามารถที่จะซื้อหรือขายได้ตามราคาหรือปริมาณที่ต้องการ มีผลให้ไม่สามารถบรรลุเป้าหมายกำไรที่ตั้งไว้ได้

### 3.3 เสด็จฟันด์กับพลวัตรเศรษฐกิจการเงินโลก

เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลของเสด็จฟันด์มีอยู่ค่อนข้างจำกัด ดังนั้นผู้เขียนขอใช้กองทุน ควอนตัมฟันด์ของบริษัท Soros Fund Management ของนายจอร์จ โซรอส (George

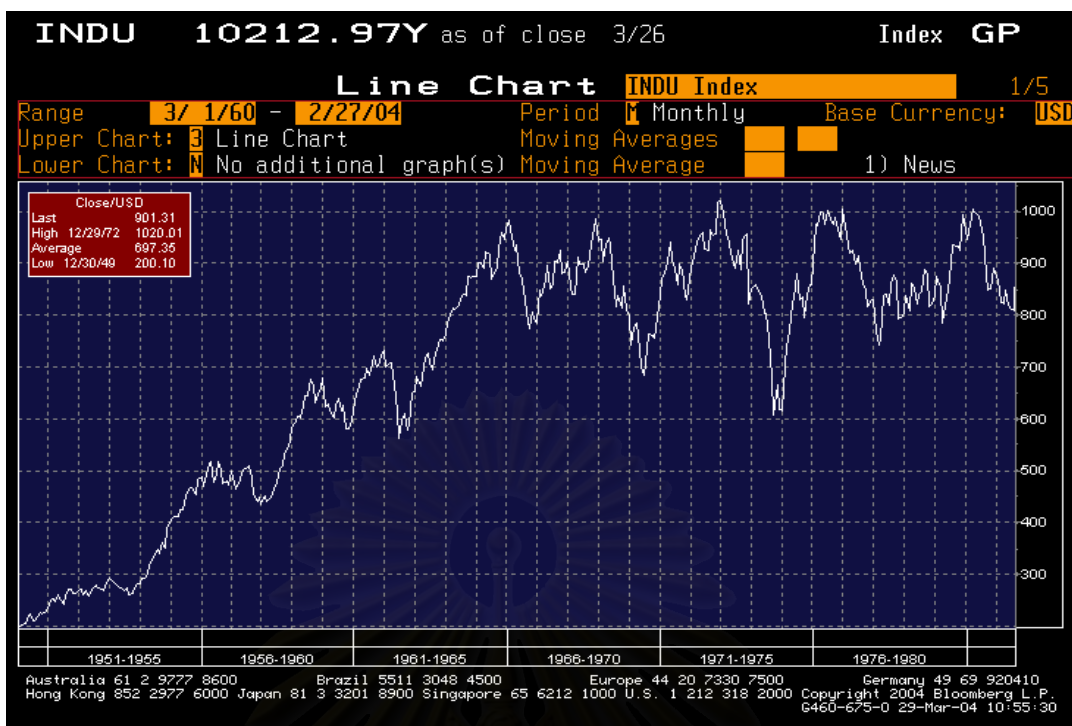
Soros) เป็นกรณีศึกษาเปรียบเทียบกับการพัฒนาของเศรษฐกิจการเงินของโลก เนื่องจากว่า กองทุนนี้เป็นกองทุนที่มีชื่อเสียงโด่งดัง และได้เข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องกับเหตุการณ์ทาง ประวัติศาสตร์ด้านการเงินของโลกเป็นอย่างมาก

### 3.3.1 เหตุการณ์ปี 1960-1970

ในยุคต้นของเฮดจ์ฟันด์นั้น กลยุทธ์การลงทุนคงเป็นเพียงกองทุนที่ลงทุน ในหุ้นเป็นหลัก โดยเฉพาะหลังจากรัฐบาลของประธานาธิบดี จอห์น เอฟ. เคนเนดี เข้าเป็นผู้นำ สหรัฐฯ ในปี 1961 นโยบายของรัฐบาลชุดนี้ได้กลายมาเป็นอุปสรรคสำคัญต่อพัฒนาการของเฮดจ์ ฟันด์ ในการลงทุนข้ามประเทศ (Cross Border Investment) เนื่องจากกฎหมายภาษี Interest Equalization Tax ซึ่งห้ามนักลงทุนอเมริกันซื้อขายหลักทรัพย์ในต่างประเทศ แต่เหตุการณ์นี้ก็ได้มี ส่วนผลักดันให้ดัชนีดาวโจนส์เพิ่มขึ้นจาก 600 จุด ในช่วงปี 1962 ไปเฉียดดัชนี 1000 จุด ในปี 1965

ในสภาวะที่หุ้นอยู่ในช่วงคึกคัก ชื่อเสียงของ โจนส์ ก็เริ่มเป็นที่ประจักษ์แก่ คนในวอลล์สตรีท ทำให้เคล็ดลับการลงทุนในแบบเฮดจ์ฟันด์เริ่มแพร่หลาย เนื่องจากผู้จัดการ กองทุนที่ได้เคยทำงานให้โจนส์เริ่มแยกตัวออกมาตั้งธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เอง โอกาสที่จะทำกำไรได้สูง ดังเดิมจึงเริ่มลดลง จากจำนวนกองทุนที่มากขึ้นและลงทุนในกลยุทธ์เดียวกัน คือ มองหาทรัพย์สินที่มี ราคาเบี่ยงเบนจากมูลค่าแท้จริง ดังนั้น เมื่อกองทุนหนึ่งเห็นโอกาส กองทุนอื่นๆ ก็จะทำตาม ทำให้ ช่องว่าง หรือความไม่สมดุลของราคาตลาดกับมูลค่ามีการปรับตัวโดยเร็วยิ่งขึ้น เรียกว่าตลาดมี ประสิทธิภาพขึ้น ดังนั้น โอกาสในการหาหลักทรัพย์ที่ราคาตลาดเบี่ยงเบนไปจากมูลค่าที่จริงจึง เกิดขึ้นได้น้อยลง

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



แผนภูมิที่ 3.3 แสดงดัชนีดาวนิโจนส์ ปี 1950 – 1981<sup>4</sup>

ส่วนในด้านเศรษฐกิจนั้น ภายใต้ระบบ Bretton Woods<sup>5</sup> ที่ผูกค่าเงินดอลลาร์ไว้กับ ทองคำตั้งแต่ปี 1944 ทำให้นานาประเทศได้เริ่มเก็บสะสมดอลลาร์เป็นทุนสำรองร่วมกับทองคำ นอกจากนี้การขาดดุลการค้า และการให้ความช่วยเหลือของสหรัฐฯ ในการฟื้นฟูเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ในยุโรป หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 ภายใต้ Marshall Plan (ซึ่งเป็นต้นกำเนิดของยูโรดอลลาร์) รวมถึงการทำสงครามเย็นต่อต้านการขยายตัวของลัทธิสังคมนิยมและคอมมิวนิสต์ ล้วนแล้วแต่ส่งผลให้สหรัฐฯ ต้องเพิ่มการนำดอลลาร์ออกมาใช้อย่างต่อเนื่อง และเมื่อดอลลาร์ขยายตัวออกไปทั่วโลกจึงทำให้ดอลลาร์กลายเป็นเงินตราสากล ธนาคารพาณิชย์ต่างๆ จึงมักปล่อยกู้ระหว่างประเทศด้วยเงินสกุลนี้เป็นหลัก ดอลลาร์จึงกลายเป็นสื่อกลางของการทำธุรกรรมทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศ ไปในที่สุด

แต่อุปทานของดอลลาร์ที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นท่ามกลางการถดถอยของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงปี 1971 ทำให้สหรัฐฯ ไม่สามารถดำรงนโยบายตามข้อตกลง Bretton Woods ได้อีกต่อไป เนื่องจากเงินดอลลาร์ที่กระจายตัวอยู่อย่างมากมายทั่วโลก มีปริมาณสูงกว่า

<sup>4</sup> แหล่งที่มา: Bloomberg

<sup>5</sup> Professor E. Kwan Choi, Department of Economics, Iowa State University, The Bretton Woods System, <http://www.econ.iastate.edu/classes/econ355/choi/bre.htm>

ปริมาณทองคำสำรองที่สหรัฐฯมีอยู่ จึงนำไปสู่การใช้ระบบค่าเงินลอยตัวแบบมีการจัดการ (Managed Floating Exchange Rate) ในยุคต่อมา

### 3.3.2 เหตุการณ์ปี 1970-1980

เมื่อเข้าสู่ช่วงต้นทศวรรษที่ 80 ภายใต้ระบบ Managed Floating Exchange Rate ที่ได้เริ่มใช้ในช่วงปลายปี 1971 จะมีการรักษาเงินดอลลาร์โดยการทำหนดช่วงขึ้นลงไว้แค่นั้น กลับส่งผลกระทบต่อเงินดอลลาร์ในเชิงลบเป็นลูกโซ่ในวงกว้างอย่างที่คาดไม่ถึง เริ่มตั้งแต่ค่าเงินดอลลาร์ลดลงอย่างรุนแรงและรวดเร็วจนทำให้การรักษาเงินไว้ใน Band ไม่ค่อยประสบผลสำเร็จ ส่งผลให้กลุ่มโอเปคซึ่งขายน้ำมันดิบในรูปแบบเงินสกุลดอลลาร์จำเป็นต้องปรับขึ้นราคา เพื่อชดเชยกับการตกต่ำลงของค่าเงิน ผ่นวกกับการขัดแย้งในตะวันออกกลางระหว่างอิสราเอลกับกลุ่มประเทศอาหรับที่มีสูงขึ้นไปยิ่งทำให้ราคาน้ำมันดิบดิบตัวเพิ่มสูงขึ้นอีกหลายเท่าตัว เศรษฐกิจสหรัฐฯ จึงกลับเข้าสู่สภาวะถดถอยและเข้าสู่ช่วงที่เรียกว่า The 2nd Great Transformation ซึ่งได้เกิดการเปลี่ยนแปลงในระบบเศรษฐกิจอย่างมาก

เนื่องจากการปะทุของปัญหาของสหรัฐฯ ในปี 1973 ที่ได้สั่งสมมา ยาวนาน เป็นปัญหาทางด้านโครงสร้าง (Structure Crisis) อันเป็นผลมาจากการดำเนินนโยบายแบบเคนส์<sup>6</sup> (Keynes) ผ่านระบบ Welfare State ผ่นวกกับปัญหา<sup>\*</sup>ในระบบ Fordism<sup>7</sup> ที่เริ่มส่งผล

<sup>6</sup> วรวิทย์ เจริญเลิศ, “การ Internationalization ของทุน,” ในวิชาทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ การเมือง รหัสวิชา 2951601, คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย (ธันวาคม, 2546)

<sup>\*</sup> ระบบ Fordism คือ การเพิ่มขึ้นของผลิตภาพผ่านการเร่งการผลิตบนสายพานและการขยายการบริโภคโดยการเพิ่มค่าจ้างแท้จริง ทำให้การผลิตและการบริโภคกลายเป็นวงจรเดียวกัน สินค้าที่ผลิตจากโรงงาน สามารถหาตลาดภายในได้ เพราะคนงานมีอำนาจซื้อ การที่มีอุปสงค์มีผลจะกระตุ้นการลงทุนการผลิตสินค้า และขยายการจ้างงานจนกลายเป็นวงจรแห่งการเจริญเติบโต Virtuous Circle ซึ่งเป็นยุคทองของทุนนิยม แต่ในที่สุดก็มาพบกับภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจในปี 1973

สาเหตุที่แท้จริงมาจากระบบ Ford ซึ่งกลับมามีความขัดแย้งและมีขีดจำกัด ทำให้ขบวนการสะสมทุนจึงต้องหยุดชะงักลง ประสิทธิภาพการผลิตลดลง ค่าจ้างเพิ่มขึ้น กำไรลดลง และซ้ำเติมด้วยวิกฤตน้ำมัน โดยมีสาเหตุหลักดังนี้

(ก) ขาดความยืดหยุ่นในกระบวนการใช้แรงงาน (Rigidity)

มีการแบ่งงานออกเป็นงานย่อยให้คนทำเฉพาะอย่าง คนงานถูกลดฐานะกลายเป็นแรงงานไร้ฝีมือบวกกับการใช้หุ่นยนต์ทำให้คนงานถูกลดความเป็นคนกลายมาเป็นส่วนหนึ่งของเครื่องจักร

กระทบในเชิงลบ วิฤตินี้มีผลให้อัตรากำไรของบริษัททั่วโลกลดลงโดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศที่พัฒนาแล้ว การลงทุนของสหรัฐฯในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงจึงเข้าสู่การอึมตัว นอกจากนี้ สหรัฐฯ ภายใต้การบริหารของประธานาธิบดี ริชาร์ด นิกสัน (Richard Nixon) ได้ยกเลิกการผูกค่าเงินกับทองคำดังที่กล่าวไว้ข้างต้น ทำให้ระบบค่าเงินของโลกเปลี่ยนแปลงไปตามการสิ้นสุดลงของข้อตกลง Bretton Woods และเป็นจุดเริ่มต้นของระบบค่าเงินลอยตัวของประเทศพัฒนาแล้ว ซึ่งได้เป็นแรงผลักดันให้เกิดกระแสพลวัตของเงินตรานำไปสู่การ Internationalization ของทุนในที่สุด

การ Internationalization ของทุนประกอบไปด้วย 3 ส่วน<sup>8</sup> คือ

- ก. เกิดการ Relocation ของเงินลงทุนไปยังประเทศด้อยพัฒนาเพื่อลดค่าใช้จ่ายในการผลิต
- ข. การกระจายตัวของ Portfolio Investment ที่มีลักษณะเป็นการลงทุนระยะสั้นและเก็งกำไร
- ค. การกระจายตัวของเงินกู้ในระบบเศรษฐกิจโลก เนื่องจากปริมาณเงินในยุโรปที่เพิ่มขึ้นจาก Petro Dollar ของกลุ่มประเทศอาหรับที่ร่ำรวยขึ้นจากวิกฤตการณ์น้ำมัน

ลักษณะการทำงานนี้มีความจำเอนาแม้จะมี Work Intensity สูงขึ้นก็ตาม ทำให้คนงานขาดความเอาใจใส่เนื่องจากมองไม่เห็นอนาคต หหมดโอกาสเลื่อนตำแหน่ง มีการขาดงานบ่อย ทำให้ผลิตภาพลดลงในที่สุด

(ข) นโยบายปรับค่าจ้างตามภาวะการครองชีพเพื่อรักษาอำนาจซื้อทำให้ค่าจ้างแรงงานไม่ไหวตัว (Wage Rigidity Downward) แม้ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ ค่าจ้างมีความยืดหยุ่นน้อยเนื่องจากถูกกำหนดจากภายนอก คือ 1) การต่อรองระหว่างนายจ้าง และลูกจ้าง 2) นโยบายค่าแรงขั้นต่ำของรัฐทำให้นายทุนมีกำไรลดลง

(ค) นายทุนพยายามผลักดันให้ผู้บริโภค โดยขึ้นราคาสินค้า ทำให้เงินเพื่อเพิ่มสูงขึ้น บวกกับการขาดดุลงบประมาณเนื่องจากโครงการใหญ่ของรัฐและ การกู้ยืมเพื่อการบริโภคทำให้ระบบเศรษฐกิจมีกระแสไหลเวียนของเงินมากกว่าการผลิตจริง (Demonetize) ผลักดันให้ปัญหาเงินเพื่อรุนแรงยิ่งขึ้น

<sup>7</sup> วรวิทย์ เจริญเลิศ, “การ Internationalization ของทุน,” ในวิชาทฤษฎีเศรษฐศาสตร์การเมือง รหัสวิชา 2951601, คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย (ธันวาคม, 2546)

<sup>8</sup> เรื่องเดียวกัน



เหตุการณ์ดังกล่าว ผนวกกับการลอยตัวของเงินสกุลหลัก ได้ผลักดันให้ปริมาณความเคลื่อนไหว (Capital Flow) ของเงินระหว่างภูมิภาคเพิ่มปริมาณสูงขึ้น ส่งผลให้การค้าเงินเริ่มทวีความสำคัญมากขึ้นเป็นลำดับ ยิ่งไปกว่านั้นการรักษาค่าเงินของแต่ละประเทศทำให้เกิดการทุ่มซื้อทุ่มขายเงินตราอย่างที่ไม่เคยเกิดขึ้นมาก่อน ปริมาณการค้าเงินตราได้เพิ่มขึ้นถึง 3 - 4 เท่าภายในเวลา 2 - 3 ปีหลังเข้าสู่ระบบใหม่ ในยุคนี้เงินไม่เพียงทำหน้าที่ในการเป็นสื่อกลางแลกเปลี่ยนสินค้าเท่านั้น แต่ยังสามารถเพิ่มบทบาทการเป็น "สินค้า"<sup>9</sup> ในตัวเองอีกด้วย

การเคลื่อนไหวของค่าเงินสกุลหลักที่มีความผันผวนสูงจนสามารถสร้างส่วนต่างผลตอบแทนได้มากดังกล่าว ได้ทำให้เฮดจ์ฟันด์เริ่มมองเห็นช่องทางลงทุนใหม่ๆ ที่มากกว่าหุ้น การค้าเงินเพื่อแสวงหากำไรจากส่วนต่างนี้จึงได้ขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็นทวีคูณ ในช่วงนี้เองเฮดจ์ฟันด์ที่มีชื่อเสียงที่สุดในโลกได้ถือกำเนิดขึ้นโดย จอร์จ โซรอส (George Soros) ผู้ที่ซึ่งประสบความสำเร็จมากที่สุดในการเก็งกำไรเฮดจ์ฟันด์ในยุคปัจจุบัน เขาได้จัดตั้งกองทุน เฮดจ์ฟันด์ ขึ้นในนามของ ดับเบิล อีเกิ้ล ฟันด์ ในปี 1969 และได้เปลี่ยนชื่อเป็นกองทุนควอนตัมฟันด์ในภายหลัง

ถึงแม้ว่า กฎหมายและคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐฯ (US SEC) จะมีความเข้มงวดในการจัดตั้งกองทุนสำหรับคนอเมริกัน แต่ก็คงจะไม่ใช่ปัญหาสำหรับโซรอสเท่าไรเพราะเนื่องจากว่าเขามักมองเห็นช่องว่างเสมอ เขาใช้เหตุผลที่ว่าถึงแม้เขาจะได้สัญชาติอเมริกันแต่ตัวเขาเองไม่ได้เป็นอเมริกันโดยกำเนิด เขาจึงควรได้รับการยกเว้นและถูกค้ากลุ่มเป้าหมายของกองทุนก็คือกลุ่มผู้ลงทุนที่เป็นเศรษฐีในยุโรป ทำให้เขาสามารถจัดตั้งกองทุนได้โดยสะดวก โดยทำการจดทะเบียนกองทุนที่เกาะคูราเซา ทำให้การลงทุนได้ทั้งผลประโยชน์ทางภาษีและสามารถหลีกเลี่ยงการตรวจสอบจาก ก.ล.ต. ได้ จะเห็นได้ว่าลักษณะการจัดตั้งนิติบุคคลของเฮดจ์ฟันด์นั้นเกิดขึ้นจากสภาพสถานการณ์ที่นำไป ด้วยกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่ใช้กำกับกับธุรกิจการเงินมีความแตกต่างกันในแต่ละพื้นที่ของโลก ซึ่งก็เข้าสู่ตราสารสำเร็จของเฮดจ์ฟันด์ ก็คือ ที่ใดมีความแตกต่างกัน (ไร้สมดุล) ที่นั่นย่อมมีโอกาส และโอกาสย่อมจะเป็นของผู้ที่สามารถมองเห็นและปรับตัวเองเข้ากับช่องว่างนั้นได้เท่านั้น

<sup>9</sup> เรื่องเดียวกัน



แผนภูมิที่ 3.4 แสดงค่าเงินปอนด์ของอังกฤษและค่าเงินเยนของญี่ปุ่นเปรียบเทียบกับเงินดอลลาร์ซึ่งมีการผันผวนอย่างหนักหลังปี 1971<sup>10</sup>

ในปี 1972 ได้เกิดนวัตกรรมใหม่ในโลกการเงิน คือ เกิดตลาดซื้อขายเงินตราล่วงหน้าขึ้นเป็นครั้งแรก (The Chicago International Market) ทั้งนี้ เนื่องจากความสับสนทางเศรษฐกิจและความผันแปรในตลาดการเงินกับเป็นแรงผลักดันให้ตลาดการเงินเกิดการขยายตัว และมีการพัฒนาที่มีความซับซ้อนขึ้นไปอย่างมาก โดยมีรากฐานมาจากความต้องการที่จะป้องกันความเสี่ยงจากความผันผวนดังกล่าว

นอกจากนี้ การเคลื่อนไหวของค่าเงินได้ส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย จึงได้ก่อให้เกิดสิ่งที่เรียกว่าสัญญาอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า (Interest Rate Futures Contracts) ในปี 1975 ตลาดการเงินล่วงหน้าได้ขยายตัวออกจากสหรัฐฯสู่ภูมิภาคอื่นของโลกอย่างรวดเร็ว ไม่ว่าจะเป็นยุโรปหรือเอเชีย นอกจากนี้ยังได้เกิดตราสารทางการเงิน (เครื่องมือการบริหารเงิน) ชนิดใหม่ประเภทอนุพันธ์ (Derivatives) ตามมา เพื่อรองรับกับการเปลี่ยนแปลงของระบบการเงินโลก ไม่ว่าจะเป็น Futures, Swap Options หรือ Forwards<sup>11</sup> ที่ใช้ได้กับทั้งอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยเพื่อประโยชน์ในการบริหารความเสี่ยงทางการเงิน

จะเห็นได้ว่า ในยุคนี้ได้เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างก้าวกระโดดทั้งในด้านการพัฒนาเครื่องมือทางการเงินและตัวตลาดเอง เรียกว่ามีการขยายตัวทั้งในแนวกว้างและในแนวลึก ซึ่งเท่ากับเป็นการเพิ่มตัวเลือกในการลงทุนให้กับกองทุนเฮดจ์ฟันด์ไปด้วย ปรากฏการณ์นี้

<sup>10</sup> แหล่งที่มา: Bloomberg

<sup>11</sup> สมภพ มานะรังสรรค์. พลวัตของระบบการเงินโลก กับผลกระทบต่อไทย, หน้า 173.

แสดงให้เห็นถึงความชัดเจนของบทบาทหน้าที่ใหม่ของเงินตราในฐานะที่เป็น "สินค้า"<sup>12</sup> ในตัวเอง ในขณะที่เดียวกัน ในส่วนของตราสารอนุพันธ์ก็เกี่ยวข้องกับการเงินก็เปรียบเสมือน "สินค้าต่อเนื่อง" ที่ช่วยส่งเสริมการซื้อขายเงินตราให้เฟื่องฟูยิ่งขึ้น

ถึงแม้ว่าตลาดอัตราแลกเปลี่ยนจะมีการปล่อยให้ลอยตัว แต่ก็เชื่อว่าทุกคนในตลาดจะมีกำไร กองทุนเฮดจ์ฟันด์จำนวนมากอยู่ในภาวะซบเซา เนื่องจากกองทุนเหล่านั้นเน้นการลงทุนในหุ้นในตลาดดวอลล์สตรีท ซึ่งตลาดกำลังอยู่ในช่วงขาลง แต่กองทุนของโซรอสก็เป็นหนึ่งในข้อยกเว้น ผลประกอบการของกองทุนภายใต้การบริหารของเขา จากวันที่ 31 ธันวาคม 1969 จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 1980 มีการเจริญเติบโตถึง 3,365% ในขณะที่ดัชนี สแตนดาร์ด แอนด์ พัวร์ มีอัตราการเจริญเติบโตเพียง 47% เท่านั้น<sup>13</sup>

เคล็ดลับความสำเร็จของโซรอสน่าจะอยู่ที่เขาสามารถมองเห็นกระแสที่เศรษฐกิจ สังคม การเมือง และ การเงินของแต่ละประเทศมีความเกี่ยวพันกันมากขึ้น ได้ก่อนนักลงทุนทั่วไป ซึ่งเกิดจากผลกระทบของค่าเงิน และได้นำไปสู่การเปลี่ยนแปลงด้านต่างๆ ตามมา เนื่องจากนักลงทุนทั่วไปมักมองดูหุ้นรายตัว (Micro) มากกว่าการมองภาพใหญ่ (Macro) ซึ่งเป็นสิ่งใหม่ในยุคนี้ และความแตกต่างนี้เองคือ กลยุทธ์ของ Global Macro Fund อีกทั้งยังโลกมีความยุ่งเหยิงเท่าไร เฮดจ์ฟันด์ก็จะมีโอกาสทำกำไรได้มากขึ้นเท่านั้น ซึ่งเป็นภาพที่แตกต่างไปจากนักลงทุนสถาบันทั่วไปอย่างสิ้นเชิง โซรอสมักมองเรื่องการเมืองของภูมิภาคที่ห่างไกลแล้วแปลงข้อมูลให้กลายเป็นเรื่องเศรษฐกิจที่มีผลต่อการลงทุนของเขาได้อย่างง่ายดาย กรณีของความขัดแย้งในตะวันออกกลางก็มีส่วนทำให้โซรอสรวยขึ้นจากการลงทุนในหุ้นเกี่ยวกับน้ำมันและอาวุธสงคราม และช่วงนี้เองเป็นช่วงที่โซรอสสามารถทำผลตอบแทนการลงทุนเป็นบวกได้ยาวนานกว่า 10 ปีทีเดียว

## สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

<sup>12</sup> วรวิทย์ เจริญเลิศ, "การ Internationalization ของทุน," ในวิชาทฤษฎีเศรษฐศาสตร์การเมือง รหัสวิชา 2951601.

<sup>13</sup> ภัทรี สิงหนเดช, แปลเรื่อง "ซอร์สคือเงินตรา," โดย Robert Slater, "Soros: The Life, Times & Trading Secrets of the World's Greatest Investor," (McGrawHill, 1997) หน้า 105.



แผนภูมิที่ 3.5 แสดงดัชนีสแตนดาร์ด แอนด์พัวร์ ระหว่างปี 1970 – 1980 ซึ่งมีการเจริญเติบโต 57%<sup>14</sup>

### 3.3.3 เหตุการณ์ปี 1980-1990

ปี 1980 หลังจากที่พรรครีพับลิกันสามารถเอาชนะพรรคเดโมแครตในการชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ โรนัลด์ เรแกน ได้ให้ธนาคารกลางของสหรัฐฯ ใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยสูง เพื่อเป็นการสกัดกั้นการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ และได้ทำการออกพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงใจ เพื่อดึงดูดเงินมาชดเชยงบประมาณที่ขาดดุลอยู่เป็นจำนวนมาก อันเป็นผลมาจากการเพิ่มค่าใช้จ่ายของรัฐบาลและการลดอัตราภาษีให้แก่ธุรกิจต่างๆ เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ และในช่วงผลัดเปลี่ยนรัฐบาลนี้เองที่ปัญหาในการลงทุนของควอนตัมฟันด์ได้ประทุขึ้นเมื่อ พอล วอล์กเกอร์ ประธานคณะกรรมการ Federal Reserve Funds ได้ตัดสินใจป้องกันปัญหาเงินเฟ้อด้วยการขึ้นอัตราดอกเบี้ยจาก 9% เป็น 21% ส่งผลให้การลงทุนของไครอสต้องขาดทุนจากการร่วงลงของราคาพันธบัตรที่ถืออยู่ เนื่องจากการคาดการณ์ที่ผิดพลาดของไครอสต่อทิศทางอัตราดอกเบี้ย

เหตุการณ์นี้ได้สร้างความไม่พอใจต่อลูกค้าของเขาอย่างมาก และเมื่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนในตัวไครอสลดลง การไถ่ถอนเงินลงทุนคืนเป็นจำนวนเกือบครึ่งกองทุนจึง

<sup>14</sup> แหล่งที่มา: Bloomberg



ตามมา ในปี 1980 นี้เอง ผลประกอบการของควอนตัมพินด์ลดลงจากต้นปี -22.9%<sup>15</sup> ซึ่งเป็นผลตอบแทนติดลบครั้งแรกตั้งแต่ตั้งกองทุนมา โดยความเป็นจริงแล้วการคาดการณ์ของไชรอสั้นไม่ได้ผิดพลาดทั้งหมด เพียงแต่ว่าเป็นการคาดการณ์ที่เร็วเกินไป เนื่องจากนโยบายของเรแกน และพอล วอล์กเกอร์ ดังกล่าว ได้ทำให้อัตราเงินเฟ้อค่อยๆ ลดต่ำลงจาก 13.5% ในปี 1980 ลงมาอยู่ที่ 3.2% ในปี 1983 ส่งผลให้เงินดอลลาร์ปรับตัวแข็งค่าและมีเสถียรภาพมากขึ้น และนโยบายนี้เองที่ได้ดึงดูดให้เงินทุนจากต่างประเทศหลั่งไหลเข้าสู่สหรัฐฯอย่างต่อเนื่องส่งผลให้ดอกเบี้ยของสหรัฐฯทยอยลดลงเป็นลำดับ การลงทุนในพันธบัตรและตราสารหนี้สหรัฐฯ เพิ่มขึ้น 3 เท่าตัว ภายในเวลา 6 ปี

ถึงแม้ว่าเศรษฐกิจแบบ “เรแกนโนมิก”<sup>16</sup> ในช่วงต้นๆ ซึ่งใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยสูงได้เป็นแม่เหล็กในการดึงดูดเงินทุนจากประเทศต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นญี่ปุ่น ยุโรป หรือ เปโตรดอลลาร์ (Petro-Dollar) ของกลุ่มโอเปคให้ไหลเข้าไปในสหรัฐฯ จะได้ผลมากในการสร้างเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและกระตุ้นให้เศรษฐกิจสหรัฐฯขับเคลื่อนไปได้ดี โดยที่ดัชนีวอลล์สตรีทสามารถทะยานตัวทะลุ 1000 จุดไปได้ อานิสงส์ของเหตุการณ์นี้ได้ช่วยดึงให้ควอนตัมพินด์ผ่านพ้นวิกฤตการณ์ภายในเวลาอันสั้น อย่างไรก็ตามผลข้างเคียงด้านลบ คือการแข็งค่าขึ้นของเงินดอลลาร์อันเนื่องมาจากกระแสของเงินทุนที่หลั่งไหลเข้าสู่สหรัฐฯ ในปริมาณที่สูงมาก ได้ส่งผลกระทบต่อการค้าของสหรัฐฯให้เข้าสู่ภาวะชะงักงัน มีมูลค่าลดลงมากกว่า 12% จากปี 1980-1983 และการขาดดุลการค้าของสหรัฐฯ ได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยเฉพาะกับประเทศญี่ปุ่น ซึ่งนำมาสู่การต่อสู้ในเวทีการค้าโลกอย่างต่อเนื่องของทั้งสองมหาอำนาจ ในปี 1984 ไชรอสได้ทำนายว่าหากสหรัฐฯยังคงดำเนินนโยบายเช่นนี้ต่อไป สหรัฐฯ คงต้องเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจตกต่ำอย่างหนักเนื่องจากค่าเงินดอลลาร์ที่แข็ง กอปรกับอัตราดอกเบี้ยที่สูงจะเป็นปัจจัยเร่งเร้าให้เกิดการขาดดุลการค้า ดุลงบประมาณ และมีผลให้เศรษฐกิจอ่อนตัวลงได้<sup>17</sup>

ในที่สุดคำทำนายของไชรอสก็เป็นจริง โดยตลอดช่วง “เรแกน 1” นี้สหรัฐฯ ได้ใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวเสรี (Free Floating Exchange Rate) ทำให้การแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยนของสหรัฐฯอยู่ในระดับที่น้อยมาก ในขณะที่ประเทศคู่ค้าทางเศรษฐกิจหลัก เช่น เยอรมันและญี่ปุ่น ได้พยายามแทรกแซงตลาดเพื่อพยุงค่าเงินของตนไว้ ถึงแม้นโยบายนี้ของ

<sup>15</sup> ภัตรี สิงห์เดช, แปลเรื่อง “ข้าคือเงินตรา,” โดย Robert Slater, หน้า 127.

<sup>16</sup> สมภพ มานะรังสรรค์. พลวัตของระบบการเงินโลก กับผลกระทบต่อไทย, หน้า 46.

<sup>17</sup> ภัตรี สิงห์เดช, แปลเรื่อง “ข้าคือเงินตรา,” โดย Robert Slater, หน้า 146.



สหรัฐฯจะส่งผลให้ GDP ขยายตัวอย่างมากก็ตาม แต่ก็เป็นการขยายตัวภายใต้ลักษณะเศรษฐกิจแบบฟองสบู่ ที่มีการเก็งกำไรของตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเป็นวัฏจักรนำมาซึ่งการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ดุลงบประมาณ และดุลการชำระเงินเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก

ส่วนบรรยากาศภายนอกสหรัฐฯนั้น พรรคอนุรักษนิยมภายใต้การนำของนายกรัฐมนตรีนีนา คานาเวต แพตเตอร์ ซึ่งมีแนวความคิดเสรีนิยมใหม่ (Neo Liberalism) ได้นำอังกฤษเข้าสู่ช่วงเวลาประวัติศาสตร์ด้วยการใช้นโยบายแปรรูปรัฐวิสาหกิจเต็มรูปแบบ ซึ่งโอกาสที่จะทำกำไรนั้นก็ไม่เคยรอดพ้นสายตาของเฮดจ์ฟันด์ไปได้ ไชรอสได้ติดตามสถานการณ์ในอังกฤษอย่างใกล้ชิด บริษัทที่อยู่ในความสนใจของไชรอสในตอนนั้นคือ บริติช เทเลคอม บริติช แก๊ส และจากัวร์ ด้วยมีความเชื่อว่าการที่พรรคอนุรักษนิยมจะประสบผลสำเร็จในการแปรรูปและได้ฐานเสียงเพิ่มขึ้นได้นั้น นายกรัฐมนตรีจะต้องทำให้ราคาหุ้นที่จะออกขายมีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งผลงานจากการลงทุนในหุ้นเหล่านี้ก็ทำให้ไชรอสร่ำรวยขึ้นมาไม่น้อย

หากเชื่อมโยงเหตุการณ์นี้ก็จะทำให้คิดถึงการแปรรูปรัฐวิสาหกิจไทย ที่รัฐบาลกำลังเร่งดำเนินการอยู่ที่ได้กำหนดสัดส่วนสำหรับนักลงทุนต่างชาติไว้จำนวนหนึ่ง ซึ่งก็เชื่อได้ว่าเฮดจ์ฟันด์จะต้องได้รับการจัดสรรหุ้นของรัฐวิสาหกิจไทยไม่น้อย ด้วยเหตุว่าเฮดจ์ฟันด์นั้นถือเป็นขาใหญ่ของตลาดหุ้นโลก และเป็นลูกค้าที่สำคัญของบริษัทค้าหลักทรัพย์อินเตอร์ทั้งหลาย ดังนั้นการที่ไทยจะกีดกันการกระจายหุ้นไม่ไปอยู่ในมือของเฮดจ์ฟันด์คงเป็นเรื่องที่กระทำไม่ได้ยากถึงแม้ว่าจะทำได้แต่ในการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ก็คงห้ามนักลงทุนเฉพาะเจาะจงไม่ได้อยู่ที่เฮดจ์ฟันด์ก็ยังมีโอกาสแสวงหากำไรอีกตามเคย

ส่วนในประเทศด้อยพัฒนาโดยเฉพาะประเทศในกลุ่มลาตินอเมริกานั้น ได้รับผลกระทบจากนโยบาย "เรแกน 1" เป็นอย่างมาก จากการที่เศรษฐกิจตกต่ำในยุคก่อนทำให้ช่องทางการปล่อยกู้ของธนาคารพาณิชย์ต่อประเทศพัฒนาแล้วซบเซาลง เมื่อเปโตรดอลลาร์หรือเงินดอลลาร์ที่กลุ่มโอเปคได้จากการขายน้ำมันไหลบ่าท่วมธนาคารพาณิชย์ ธนาคารพาณิชย์จึงจำเป็นต้องถ่ายเทสภาพคล่องล้นเกินนี้เข้าสู่ประเทศด้อยพัฒนา โดยเฉพาะในลาตินอเมริกา ซึ่งมีความต้องการเงินกู้ในปริมาณที่สูงขึ้นเพื่อนำไปซื้อน้ำมันดิบที่มีราคาเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ประเทศเหล่านี้ยังต้องกู้เงินมาชดเชยการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เพิ่มขึ้นด้วย ทิศทางการไหลของเงินทุนจึงไหลจากประเทศพัฒนาแล้วไปสู่ประเทศกำลังพัฒนา

ดังนั้น เมื่อถึงปี 1980 ภายใต้ระบบเศรษฐกิจ "เรแกนโนมิก" ซึ่งอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯได้ถีบตัวสูงขึ้นภายใต้นโยบายดังกล่าว ที่หมายของเงินทุนทั่วโลกจึงเปลี่ยนทิศทางโดยมุ่งหน้ากลับสู่สหรัฐฯ เหตุการณ์นี้ทำให้เกิดผลกระทบเชิงลบในสองลักษณะ คือ ประเทศใน

กลุ่มลาตินอเมริกาต้องรับภาระในการจ่ายดอกเบี้ยที่สูงขึ้นมากและ เริ่มขาดแคลนเงินทุนเพื่อใช้ในการบริหารประเทศเนื่องจากผลของ Capital Flight

เหตุการณ์นี้จึงเปรียบเสมือนเข็มที่ตีแทงพองสบู่ทางเศรษฐกิจในลาตินอเมริกาให้แตกจนเกิดเป็นวิกฤติหนี้ (Debt Crisis) ประเทศในลาตินอเมริกาจึงต้องเดินเข้าสู่โปรแกรมของ IMF เป็นทีวแถว แต่ดูเหมือนว่าภาวะล้มเหลวทางเศรษฐกิจการเงินไม่เคยเป็นอุปสรรคต่อการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์เลย ซ้ำยังสร้างโอกาสในการทำกำไรให้เพิ่มพูนขึ้น ยิ่งในยุคที่ประเทศหรือบริษัทต่างๆ มีหนี้สินล้นพ้นตัว สินทรัพย์หรือหลักทรัพย์ของบริษัทเหล่านั้นก็มักจะถูกบังคับขายทอดตลาดในราคาต่ำมาก และได้นำมาซึ่งโอกาสทองแก่เฮดจ์ฟันด์ในการเลือกซื้อของถูกได้อีก

เฮดจ์ฟันด์ชนิดใหม่จึงได้ถือกำเนิดขึ้น เฮดจ์ฟันด์นี้มีพฤติกรรมเหมือนอีแร้ง คือ “กินซาก” โดยมีชื่อเรียกว่า Distressed Fund ประเทศไทยเองก็เคยเป็นเป้าหมายของกองทุนประเภทนี้ซึ่งเข้ามาโฉบกินเหยื่อหลังจากที่ประเทศไทยประสบสภาวะวิกฤติเพื่อซื้อของถูกทั้งจาก นักลงทุนทั่วไปที่เทขายหลักทรัพย์อย่างตื่นตระหนก และจาก ปรส. ดังนั้น ในมุมมองของเฮดจ์ฟันด์นั้น ปรส. จึงเหมือนซูบเปอร์มาเก็ตขนาดแสนล้านที่มีไว้ให้นักช้อปกระเป๋านักอย่างเฮดจ์ฟันด์ได้มีโอกาสเข้ามาเลือกซื้อหาของดีราคาถูกได้อย่างสะดวกสบาย ไม่ต้องเที่ยวเสาะแสวงหาในตลาดให้เสียเวลาและค่าใช้จ่าย ถ้าจะว่าเฮดจ์ฟันด์ประเภทนี้ไร้ความปราณีชอบหากำไรบนความทุกข์ของประเทศจนๆ อย่างประเทศไทยแต่เพียงฝ่ายเดียวคงไม่ถูกต้องทั้งหมด ส่วนหนึ่งเป็นเพราะองค์ภครภาครัฐของไทยเองมีความอ่อนเชิงในการบริหารจัดการ จึงเท่ากับเป็นการเปิดโอกาสให้เฮดจ์ฟันด์เข้ามาแสวงหาผลประโยชน์ในทรัพย์สินสมบัติของชาติได้

เมื่อถึงปี 1985 ไชโรสุสึก็คลายความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ เมื่อ นายเจมส์ เบเคอร์ รัฐมนตรีคลังคนใหม่ภายใต้รัฐบาล “เรแกน 2” ได้พยายามดำเนินนโยบายควบคุมค่าเงินดอลลาร์ที่แข็งค่าต่อเนื่องกันมาหลายปี เพื่อจัดการกับเศรษฐกิจแบบพองสบู่ที่ได้สิ้นคลอนศักยภาพความยั่งยืนของเศรษฐกิจสหรัฐฯ อย่างมาก และได้นำไปสู่การประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด”<sup>18</sup> ของกลุ่ม G5 ในวันที่ 22 กันยายน 1985 โดยมีคำประกาศร่วม “Communique's”

<sup>18</sup> Yoichi Funabashi, "Announcement the Ministers of Finance and Central Bank Governors of France, Germany, Japan, the United Kingdom, and the United States (Plaza Accord)," in *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, (Washington D.C.: Institute for International Economics, 1988)

ว่า การแข็งค่าขึ้นของเงินตราสกุลหลักต่างๆที่ไม่ใช่ดอลลาร์เป็นสิ่งที่พึงปรารถนา ทางกลุ่มจะร่วมมือกันอย่างใกล้ชิดยิ่งขึ้นเพื่อนำไปสู่การบรรลุความปรารถนาดังกล่าว ซึ่งก็หมายความว่า ธนาคารกลางของประเทศสมาชิกมีภาระผูกพันที่จะต้องทำให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนลง ค่าประกาศดังกล่าวมีผลให้ค่าเงินดอลลาร์ลดลงถึง 4% ภายในวันเดียว ซึ่งในสถานการณ์ดังกล่าว ไชโรสก็ทำกำไรไปถึง 40 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยไชโรสได้เรียกช่วงการลงทุนดังกล่าวว่าเป็นการทำกำไรสูงสุดครั้งหนึ่งในชีวิตเลยทีเดียว



แผนภูมิที่ 3.6 แสดงการแข็งตัวของค่าเงินเยนอย่างรวดเร็วในปี 1985 หลังการประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด”<sup>19</sup>

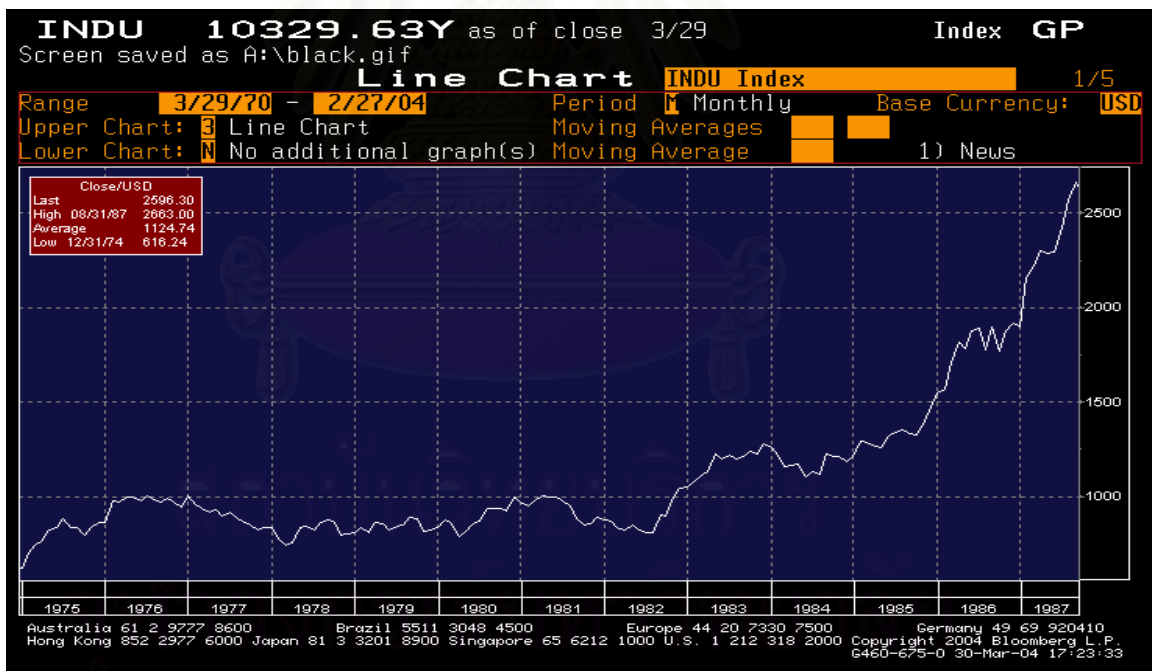
วิธีการทำให้ดอลลาร์อ่อน ก็คือการแทรกแซงตลาดเงินตราต่างประเทศ ด้วยการทุ่มซื้อขายเงินตราสกุลหลัก ถึงแม้ว่าในช่วงแรก ๆ หลังการประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” การปรับตัวลงของดอลลาร์จะมีทิศทางที่เป็นระเบียบ แต่ก็ยังเป็นเพียงจุดเริ่มต้นของการเผชิญหน้าในสงครามอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา หรือการใช้อัตราแลกเปลี่ยน เป็นเครื่องมือในการต่อสู้ทางเศรษฐกิจระหว่างมหาอำนาจ โดยใช้ค่าเงินเป็นเครื่องมือในการกดดันคู่ค้าให้ดำเนินมาตรการทางเศรษฐกิจให้สอดคล้องตามความต้องการของฝ่ายตน ให้บรรยากาศการซื้อขายในตลาดค้าเงินจึงมีความเข้มข้นมากยิ่งขึ้น เริ่มมีการใช้กลยุทธ์ “ลมปาก”<sup>20</sup> ในการกำหนดทิศทางของค่าเงิน ซึ่งได้

<sup>19</sup> แหล่งที่มา: Bloomberg

<sup>20</sup> สมภพ มานะรังสรรค์. พลวัตของระบบการเงินโลก กับผลกระทบต่อไทย, หน้า 71.

กลายเป็นเครื่องมืออันทรงพลังของผู้นำเศรษฐกิจในประเทศมหาอำนาจทั้งหลายจนกระทั่งถึงทุกวันนี้ ภายใต้ต้นโบายายดังกล่าวการหาจุดลงตัวร่วมของภาคการเงินซึ่งมีความหลากหลายและขยายตัวเติบโตใหญ่มากขึ้นนั้น ไม่อาจกระทำได้ง่ายๆ ภายใต้ภาคการเงินอันไร้เสถียรภาพที่มีผลมาจาก การค้าเงินที่มีการเก็งกำไรเป็นเป้าหมายสำคัญ

ในปี 1985 นี้เอง ได้กลายเป็นปีแห่งความมหัศจรรย์ของไซรอส กองทุนควอนตัมภายใต้การบริหารของเขาเติบโตด้วยอัตราก้าวกระโดดถึง 122% จากทรัพย์สิน ประมาณ 450 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ กลายเป็น 1,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในขณะที่ดัชนีดาวนิโจนเติบโตเพียง 34% และในปีนี้เองที่ไซรอส เชื่อว่าผลงานของรัฐบาล “ เรแกน 2 ” จะทำให้เกิดการขยายตัวของตลาดหุ้นครั้งยิ่งใหญ่ ไซรอสได้เรียกเศรษฐกิจในยุคนี้ว่า “ยุคทองของทุนนิยม” และความสำเร็จในปีนี้เองที่ทำให้ไซรอสติดอันดับ 2 ของผู้มีรายได้สูงที่สุดในวอลสตรีท ซึ่งจัดอันดับโดยนิตยสาร Financial World โดยมีเขารายได้ทั้งสิ้น 93.5 ล้านดอลลาร์ แต่เมื่อถึงเดือนกันยายน 1986 ไซรอสกลับเริ่มรู้สึกถึงปัญหาที่ คีบคลานเข้ามาและเขาได้จดไว้ในบันทึกของเขาว่า “ยุคทองของทุนนิยม” ได้เสร็จสิ้นสมบูรณ์แล้ว!!!<sup>21</sup>

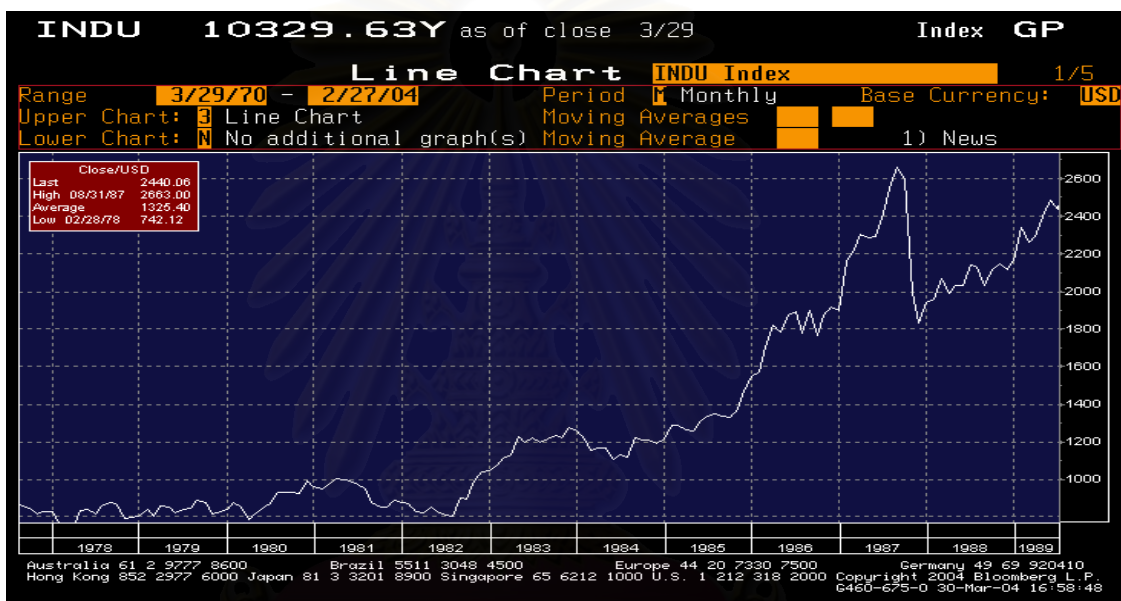


แผนภูมิที่ 3.7 แสดงดัชนีดาวนิโจนส์เข้าสู่ช่วงขาขึ้นเมื่อสู่ยุคเศรษฐกิจแบบ “เรแกนโนมิค” ในปี 1980<sup>22</sup>

<sup>21</sup> ภัตรี สิงหนเดช, แปลเรื่อง “ข้าคือเงินตรา,” โดย Robert Slater, หน้า 153.

<sup>22</sup> แหล่งที่มา: Bloomberg

ในยุคนี้เช่นกัน ได้เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในค่ายสังคมนิยม เนื่องจากระบบเศรษฐกิจที่ใช้อยู่เดิมนั้นเริ่มทำให้เกิดปัญหาและความล่าช้าในการพัฒนา เศรษฐกิจ ไม่ว่าจะจีนหรือรัสเซียก็เริ่มหันมาใช้ระบบเศรษฐกิจแบบตลาด นับเป็นจุดเริ่มต้นของการสิ้นสุดยุคสงครามเย็นที่ยาวนาน เหตุการณ์นี้เองได้เริ่มผนวกโลกเข้าสู่ระบบตลาดเดียวกันแล้ว และประเทศสังคมนิยมเหล่านี้ได้กลายเป็นแหล่งรองรับการลงทุนทั้งภาคการผลิตและภาคการเงิน โดยเราเรียกตลาดเหล่านี้ว่าตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) เหตุการณ์นี้เท่ากับเป็นการเปิดพื้นที่ใหม่ในการลงทุนให้กับ เฮดจ์ฟันด์ และได้ทำให้เกิดเฮดจ์ฟันด์ประเภทใหม่ขึ้นคือ กองทุน Emerging Market Fund ซึ่งเน้นการลงทุนในตลาดเกิดใหม่ที่มีโอกาสทำกำไรสูง



แผนภูมิที่ 3.8 แสดงดัชนี ดาวนิโจนส์ ที่ร่วงลงอย่างหนักในเหตุการณ์ Black Monday เดือน ตุลาคมปี 1987<sup>23</sup>

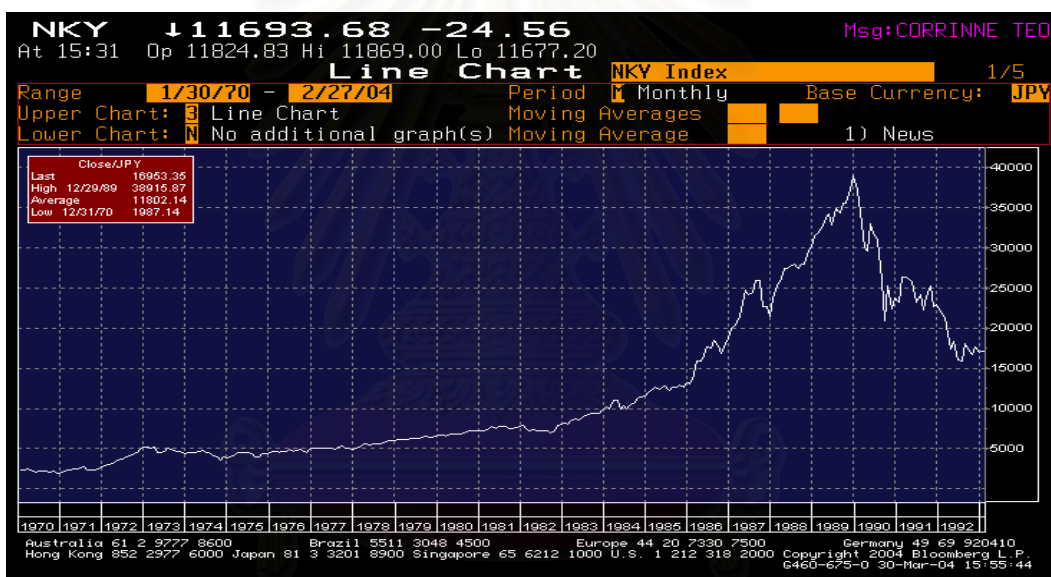
ความเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจหลัง “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” ทำให้ดอลลาร์ และอัตราดอกเบี้ยเริ่มอ่อนตัวลง ส่งผลกระตุ้นให้เศรษฐกิจขยายตัวขึ้น ตลาดหุ้นได้เริ่มขยับขึ้นมากอีกครั้ง และช่วยเร่งพฤติกรรมในการเก็งกำไรและการบริโภคของประชาชนให้เพิ่มขึ้นด้วย สหรัฐฯ ภายใต้รัฐมนตรีกองคนใหม่ เจมส์ เบเกอร์ ได้พยายามสร้างแรงกดดันให้นานาชาติปรับนโยบายทางเศรษฐกิจเพื่อช่วยสหรัฐฯ จากการกระทำดังกล่าว จึงเป็นประจักษ์พยานที่ชี้ชัดว่า สหรัฐฯ ได้พยายามส่งออกปัญหาที่เกิดจากภายในให้เป็นปัญหาระหว่างภูมิภาค และระดับโลก จนได้สร้างความผันผวนให้กับภาคการเงินเป็นอย่างยิ่ง และไซรเองก็เชื่อเช่นนั้น ในปี 1987 ไซ

<sup>23</sup> แหล่งที่มา: Bloomberg



รอดคาดการณ์ว่าญี่ปุ่นซึ่งเป็นคู่แข่ง สำคัญในเวทีการค้าของสหรัฐฯจะมีปัญหาทางเศรษฐกิจ เนื่องจากถูกลดค่าเงินเยนเข้าสู่ภาวะฟองสบู่ซึ่งมีผลเนื่องมาจากข้อตกลง “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” โดยสังเกตจากราคาของทรัพย์สินมีลักษณะเพิ่มสูงขึ้นเป็นอย่างมากโดยเฉพาะอย่างยิ่งใน อสังหาริมทรัพย์และหุ้น ซึ่งจะดึงเศรษฐกิจทั่วโลกเข้าสู่ภาวะตกต่ำด้วย เขาจึงได้ทำการขายชอร์ต (Short Sell) หุ้นญี่ปุ่นและหันกลับมาเน้นการลงทุนใน วอลล์สตรีทเป็นปริมาณหลายพันล้าน เหรียญ

แล้ววันพิพากษาก็มาถึงวันจันทร์ที่ 19 ตุลาคม 1987 ตลาดวอลล์สตรีทตั้ง ลงในวันเดียวถึง 500 จุดมากที่สุดในประวัติศาสตร์ ไซรอสคงต้องยอมรับความผิดพลาด เนื่อง เศรษฐกิจสหรัฐฯได้ล้มลงไปก่อนแล้วจึงค่อยดึงญี่ปุ่นให้ล้มลงในปี 1989 และเข้าสู่ภาวะตกต่ำอัน ยาวนานนับสิบปี



แผนภูมิที่ 3.9 แสดงดัชนีนิคเคอิของญี่ปุ่นปรับตัวลงอย่างแรงเนื่องจากสภาวะเศรษฐกิจถดถอย ตั้งแต่ปี 1989 เป็นต้นมา<sup>24</sup>

### 3.3.4 เหตุการณ์ปี 1990-2000

เหตุการณ์ในเอเชียตั้งแต่ปี 1990 เป็นต้นมาประเทศพัฒนาแล้วโดยเฉพาะ ญี่ปุ่นจึงพยายามแสวงหาแหล่งลงทุนนอกประเทศ เพื่อลดอุปสรรคในการส่งออก อันเนื่องจาก ค่าเงินเยนที่แข็งขึ้นอย่างมาก เศรษฐกิจภายในเองก็เริ่มซบเซา ทำให้เกิดแรงผลักดันให้เกิดการ

<sup>24</sup> แหล่งที่มา: Bloomberg

ย้ายเงินทุนและฐานการผลิตไปสู่ประเทศกำลังพัฒนาในเอเชีย ไม่ว่าจะเป็น ประเทศไทย มาเลเซีย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ เกาหลีใต้ ได้เห็น ล้วนแล้วแต่ได้รับผลกระทบจากกระแสเงิน (Capital Flow) จากญี่ปุ่นด้วยกันทั้งนั้น เราจึงสรุปได้ว่าผลของ “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” เป็นสิ่งสำคัญที่นำทุกส่วนโลกเข้าสู่กระแสโลกาภิวัตน์ (Globalization) โดยมีมูลเหตุจากรื่องค่าเงินเป็นตัวผลักดัน กระแสดังกล่าวนอกจากจะทำให้เกิดธุรกรรมทางการเงินใหม่ๆ การบริหารความเสี่ยง (Risk Management) แล้ว ยังส่งผลให้กองทุนเฮดจ์ฟันด์ มีการพัฒนาแบบก้าวกระโดดอีกด้วย

ในด้านยุโรป ปี 1992 ได้กลายเป็นปีที่จะพิสูจน์ระหว่างศักยภาพของเฮดจ์ฟันด์กับเสถียรภาพของกลไกอัตราแลกเปลี่ยนโลกก็มาถึง ยุทธการครั้งสำคัญนี้ได้ทำให้ชื่อเสียงไซรอส ขวขฉายในฐานะนักเก็งกำไรที่น่าพรันพริงที่สุด อันได้แก่ การเก็งกำไรจำนวนมหาศาลจากค่าเงินปอนด์ในเดือนกันยายนปี 1992

การกระทำครั้งนี้จึงเป็นการท้าทายสถาบันหลักสองสถาบันของอังกฤษของไซรอส หนึ่ง คือ เงินปอนด์สเตอร์ลิงซึ่งครั้งหนึ่งเคยเป็นสกุลเงินที่มีเสถียรภาพมากที่สุดสกุลหนึ่งของโลก สอง คือ ธนาคารแห่งชาติอังกฤษ ซึ่งตลอดระยะเวลาที่ผ่านมาได้เป็นเสาหลักของระบบเศรษฐกิจและเป็นแหล่งสุดท้ายที่จะระงับความวุ่นวายทั้งหลายในตลาดการเงินได้

ปัจจัยหลายๆอย่างที่เอื้ออำนวยต่อปฏิบัติการของเฮดจ์ฟันด์ คือ กลไกกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนหรือ อีอาร์เอ็ม ซึ่งก่อตั้งขึ้นเป็นครั้งแรกเมื่อปี 1979 โดยจุดประสงค์เพื่อการควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนและจะนำไปสู่การสร้างระบบเงินสกุลเดียวของยุโรปในที่สุด เงินตราสกุลเดียวจะทำให้เศรษฐกิจของยุโรปเข้มแข็งและลดอำนาจของบรรดานักค้าเงินและนักเก็งกำไรค่าเงินลงได้ ภายใต้ระบบอีอาร์เอ็ม ชาติต่างๆในยุโรปจะมีระบบเงินตราที่อิงกันเอง โดยไม่อิงกับทองคำหรือเหรียญสหรัฐอีกต่อไป การแลกเปลี่ยนเงินตราสกุลต่างๆ จะต้องอยู่ภายในกรอบที่วางไว้ ธนาคารกลางของประเทศนั้นๆมีหน้าที่ต้องจัดการให้เงินตราของตน เข้าที่เข้าทางภายในกรอบของแบนด์โดยมีเงินมาร์กเยอรมันเป็นหลักอ้างอิงในการซื้อขาย

เอกภาพภายในยุโรปดูจะมีความชัดเจนขึ้นเมื่อมีการลงนามในสนธิสัญญามาสทริชท์เมื่อวันที่ 7 กุมภาพันธ์ 1992 สนธิสัญญานี้ทำขึ้นระหว่างชาติยุโรป 12 ชาติ มีจุดประสงค์เพื่อสร้างระบบเงินตราและเศรษฐกิจยุโรปให้เป็นเอกภาพ โดยการจัดตั้งธนาคารกลางยุโรปและสกุลเงินยุโรปให้ได้ภายในปี ค.ศ. 2000 เพื่อเตรียมการในอันที่จะให้ยุโรปมีความเป็นอันหนึ่งอันเดียวกัน ตั้งแต่ปี 1987 เป็นต้นมา การแลกเปลี่ยนเงินตรายุโรปใช้เงินมาร์กเป็นสกุลเงินหลัก เช่น หนึ่งปอนด์ของอังกฤษมีอัตราแลกเปลี่ยน อยู่ที่ประมาณ 2.95 มาร์ก จนกระทั่ง ปี 1992 ในขณะที่เศรษฐกิจอังกฤษเริ่มอ่อนแอลงปรากฏว่าสกุลเงินต่างๆไม่ว่าจะเป็นเงินปอนด์

อังกฤษ หรือลิรซ์ของอิตาลีต่างก็มีราคาสูงเกินจริง เมื่อเทียบกับเงินสกุลแข็งๆ อย่างฟรังก์ฝรั่งเศส หรือมาร์กเยอรมัน นักเก็งกำไรเริ่มเห็นหนทางทำเงินเมื่อเกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำในอังกฤษ ประกอบกับมองว่าอังกฤษอาจจะไม่สามารถปล่อยให้ค่าเงินปอนด์ขึ้นกับมาร์กต่อไปได้ ดังนั้นผู้ที่อยู่ในตลาดการเงิน รวมถึงเฮดจ์ฟันด์คาดการณ์ว่าอังกฤษจะต้องถอนตัวออกจากระบบอีอาร์เอ็ม อย่างแน่นอน

ในขณะที่อังกฤษภายใต้การนำของนายกรัฐมนตรีจอห์น เมเจอร์ กำลังหาหนทางที่จะรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ บรรดานักเก็งกำไรต่างเชื่อว่าในภาวะที่อังกฤษกำลังมีปัญหาเช่นนี้ อังกฤษจะไม่สามารถรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยให้สูงอยู่ได้ วิธีเดียวที่จะช่วยได้ก็คือจะต้องลดอัตราดอกเบี้ย แต่นั่นย่อมหมายถึงการที่เงินปอนด์จะต้องอ่อนตัวลงอีก และผลักดันให้อังกฤษต้องถอนตัวออกจากอีอาร์เอ็ม ซึ่งเป็นสิ่งที่อังกฤษยืนยันว่าจะไม่มีทางเกิดขึ้นได้ อังกฤษจึงต้องการความช่วยเหลือจากเยอรมันให้ช่วยลดอัตราดอกเบี้ยลง แต่ก็รู้กันดีว่าคงยาก การที่อังกฤษเลือกที่จะเดินหน้าต่อไปโดยยังคงยึดมั่นอยู่กับระบบอีอาร์เอ็มกลับยิ่งสร้างแรงกดดันให้มากขึ้น ขณะที่เงินปอนด์เริ่มตกลงต่ำกว่า 2.85 มาร์ก

กรกฎาคม 1992 นักการเงินชั้นนำ 6 คนในลอนดอนได้แนะนำให้อังกฤษถอนตัวจากอีอาร์เอ็มโดยเร็วเพื่อที่จะให้อัตราดอกเบี้ยลดลงและช่วยให้อังกฤษผ่านพ้นสภาวะเหล่านี้ไปได้ แต่รัฐบาลอังกฤษยังไม่ค่อยเต็มใจที่จะปฏิบัติตามนักเพราะเกรงว่าจะทำให้ค่าเงินอังกฤษอ่อนตัวลงอีก โดยอังกฤษจะยอมลดอัตราดอกเบี้ยก็ต่อเมื่อเยอรมันยอมทำเช่นเดียวกัน แต่บุนเดสแบงก์ของเยอรมัน ก็ประกาศกร้าวว่าจะไม่ยอมทำเช่นนั้นอย่างเด็ดขาด เนื่องจากการรวมเยอรมันให้อัตราเงินเพื่อเพิ่มขึ้นสูงมาก ดังนั้นการลดดอกเบี้ยจึงอาจทำให้เกิดความเสียหายต่อเศรษฐกิจเยอรมันได้

สิงหาคม 1992 รัฐมนตรีคลังอังกฤษออกมาประกาศจุดยืนอีกครั้งว่า "อังกฤษจะไม่มีกรปล่อยเงินปอนด์ลอยตัวเป็นอิสระและการถอนตัวออกจากอีอาร์เอ็มและลดอัตราดอกเบี้ยมีแต่จะทำให้สถานการณ์เลวร้ายลง" เหตุการณ์นี้มีความคล้ายคลึงกับกรณีค่าเงินบาทอย่างมาก ที่ทางรัฐบาลออกมาประกาศจุดยืนอย่างแข็งขัน แต่สุดท้ายก็ล้มเหลว

กันยายน 1992 ไชโรสไม่ใช่คนเดียวที่มองว่าอีอาร์เอ็มและธนาคารกลางยุโรปกำลังเสื่อมอำนาจ เพราะบรรดากองทุนรวมและบริษัทข้ามชาติทั้งหลายที่ค้าขายเงินตราอยู่ต่างเริ่มปล่อยขายเงินสกุลที่กำลังอ่อนตัวของยุโรป ฝ่ายปริวรรตเงินตราของธนาคารต่างๆ เริ่มสังเกตเห็นว่าลูกค้ามีการซื้อขายเงินเหล่านี้เป็นจำนวนมากขึ้นทุกที ผู้ที่ต้องได้รับความกดดันอย่างมากก็คือธนาคารกลางของประเทศต่างๆซึ่งต้องใช้เงินจำนวนมากมาพยุงเงินตราของตนไว้

ความหวังของธนาคารแห่งชาติอังกฤษที่จะรักษาเสถียรภาพเงินปอนด์ไว้ได้ในตอนนี้จึงจะริบหรี่ลง

10 กันยายน 1992 รัฐมนตรีคลังอังกฤษนายนอร์มัน ลามอนด์ กล่าวย้ำจุดยืนของอังกฤษอีกครั้ง ต่อการไม่ยอมลดค่าเงิน ในสภาวะเช่นนี้อังกฤษจึงได้รับความกดดันอย่างหนัก ที่จะรักษาเงินปอนด์ให้ยังคงแข็งค่าอยู่ได้ มีผลให้เกิดภาวะเศรษฐกิจที่ชะงักงัน ไชรอสได้ให้สัมภาษณ์ในภายหลังว่า "ในส่วนตัวผมไม่คิดว่าอิตาลีจะล้มเหลว ผมเพียงเห็นว่ามีควมตึงเครียดขึ้นระหว่างประเทศต่างๆ (ในยุโรป) แล้วยังพบว่าความตึงเครียดนั้นสูงมาก ภาวะความแตกแยกก็สูง"<sup>25</sup> สรุปได้ว่าในยามนี้ทุกคนมองปัญหาของตนเองเป็นหลัก หมายความว่าในยุโรปอังกฤษได้ถูกปล่อยให้เผชิญปัญหาแต่เพียงลำพังเท่านั้น

พุธที่ 16 กันยายน 1992 ธนาคารแห่งชาติอังกฤษ เร่งพยายามที่จะเข้าซื้อเงินปอนด์ไว้ตามที่ได้รับคำสั่งมาให้เข้าแทรกแซงทั้งหมด 3 ครั้ง ให้ได้ถึง 2 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ผลปรากฏว่าการปฏิบัติการล้มเหลวไม่เป็นท่า หลายร้อยบริษัทในอังกฤษ และอีกหลายพันกองทุนบริษัทประกัน และนักลงทุนซึ่งถือหุ้นและพันธบัตรเป็นเงินปอนด์ต่างพยายามกำจัดทุกสิ่งทีถือไว้เป็นเงินปอนด์ให้หมด<sup>26</sup>

รัฐมนตรีคลัง นอร์มัน ลามอนด์ ได้รับคำสั่งให้ใช้เงินสำรองอัตราแลกเปลี่ยนของธนาคารเพื่อเข้าแทรกแซงตลาดเพิ่มขึ้นอีก และได้รับการอนุมัติจากนายกรัฐมนตรีให้ขึ้นอัตราดอกเบี้ยจาก 10 เปอร์เซ็นต์ เป็น 12 เปอร์เซ็นต์ เพื่อป้องกันการกู้ยืมเงินปอนด์มาขาย (Short Sell) ของนักเก็งกำไร และแม้จะประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยแล้วก็ตาม แต่สภาพของเงินปอนด์ก็ไม่ได้ดีขึ้น เมื่อถึงวันนี้ธนาคารแห่งชาติอังกฤษใช้เงินสำรองอัตราแลกเปลี่ยนไปแล้วถึง 26,900 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากที่มีอยู่ 78,800 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในการแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยน เพื่อพยุงค่าเงินปอนด์ไว้<sup>27</sup>

ในตอนบ่าย ธนาคารแห่งชาติอังกฤษพยายามอีกครั้งเพื่อแก้ไขสถานการณ์ให้ได้ ด้วยการประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยเป็นครั้งที่สองในวันเดียว อัตราดอกเบี้ยขึ้นเป็น 15 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งเป็นเหตุการณ์ที่ไม่เคยปรากฏมาก่อนในประวัติศาสตร์อังกฤษที่จะมีการ

<sup>25</sup> ภัสรี สิงหเดช, แปลเรื่อง "ข้าคือเงินตรา," โดย Robert Slater, หน้า 223.

<sup>26</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 228.

<sup>27</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 229.

ประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยถึง 2 ครั้งภายในหนึ่งวัน แต่กระนั้นก็ไม่สามารถยับยั้งนักเก็งกำไรไว้ได้ เงินปอนด์ยังคงทรงตัวอยู่ที่จุดต่ำกว่าอัตราอียูเอ็มกำหนดไว้ อัตราดอกเบี้ยที่ขึ้นจาก 10 เปอร์เซ็นต์ เป็น 12 เปอร์เซ็นต์ และ 15 เปอร์เซ็นต์ ภายในวันเดียว<sup>28</sup> ทำให้เกิดการเงินทั้งหลายรู้ว่าสถานการณ์คงจะเป็นอย่างนี้ไปอีกไม่ได้นาน อังกฤษคงจะต้องถอนตัวออกจากอียูเอ็มและจะต้องมีการลดค่าเงินปอนด์อย่างแน่นอน นโยบายการขึ้นดอกเบี้ยเพื่อปกป้องค่าเงินนี้ น่าสนใจ เพราะไทยก็ใช้นโยบายเดียวกันนี้ แม้ว่าจะมีตัวอย่างความผิดพลาดในเรื่องนี้ให้เห็นเป็นอุทธาหรณ์ ซึ่งทั้งซอโรสและนักการเงินจำนวนมากก็ได้ออกมาวิพากษ์วิจารณ์อย่างมากมาหลังจากวิกฤติค่าเงินปอนด์จบลง แต่ไทยเองก็ยังคงใช้นโยบายดังกล่าวนี้ราวกับว่าไม่ได้ศึกษาถึงความไร้ประสิทธิภาพของนโยบาย รวมถึงผลกระทบที่เกิดจากนโยบายดังกล่าวต่อภาคเศรษฐกิจจริงที่เป็นลูกหนี้ ยิ่งผลให้ความเสียหายขยายวงเพิ่มขึ้นไปอีก



แผนภูมิที่ 3.10 แสดงการเคลื่อนไหวของค่าเงินปอนด์เทียบกับดอลลาร์ก่อนและหลังการถูกโจมตีตีค่าเงินโดย จอร์จ โซรอส (George Soros) ในปี 1992<sup>29</sup>

ในคืนนั้นเอง เวลา 1 ทุ่ม อังกฤษก็ประกาศถอนตัวจากระบบกลไกควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนของยุโรป ซึ่งเหตุการณ์นี้ได้รับการขนานนามว่า “พฤษทมิฬ” โซรอสทำเงินได้ถึงเกือบ 2 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ คือ 1 พันล้านจากค่าเงินปอนด์ และอีก 1 พันล้านจากวิกฤตการณ์

<sup>28</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 231.

<sup>29</sup> แหล่งที่มา: Bloomberg



ค่าเงินในอิตาลี สวีเดน และตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งไซรอสได้ให้ความเห็นว่า เมื่อตลาดเสรีเปิดช่องว่างให้ทำกำไร เขาก็แค่เล่นไปตามเกมส์เพียงแต่เล่นได้ดีกว่าและสูงกว่าคนอื่นเท่านั้น<sup>30</sup>

จากเหตุการณ์นี้ ไม่ใช่อังกฤษประเทศเดียวที่มีการลดค่าเงิน สเปนก็ลดค่าเงินลงถึง 28 เปอร์เซ็นต์ และ อิตาลี 22 เปอร์เซ็นต์ และนอกจากเฮดจ์ฟันด์แล้ว ธนาคารชั้นนำในอเมริกาที่มีการซื้อขายเงินตราต่างประเทศ โดยเฉพาะซีทีคอร์ป เจพีมอร์แกน และเคมิคัลแบงก์ ล้วนได้กำไรจากงานนี้อย่างสูงเช่นกัน ไซรอสได้ให้สัมภาษณ์ว่า “เราเทขายเงินปอนด์ไปเป็นจำนวนมากและสามารถทำกำไรได้สูงทีเดียว ทั้งนี้เพราะกองทุนเรามีขนาดใหญ่มาก เราคงจะเป็นองค์กรเดียวที่ใหญ่ที่สุดในตลาดก่อนที่อาร์เอ็มจะล้ม เดิมพันที่เราวางลงไปทั้งหมดนับถึงวันพฤหัสบดี น่าจะมากกว่า 10,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเราวางแผนที่จะขายให้มากกว่านั้นอีก และในตอนนี้นอร์มัน ลามอนต์พูดก่อนที่จะลดค่าเงินปอนด์ ว่าเขากู้ยืมเงินมาประมาณเกือบ 15,000 ล้านดอลลาร์ ป้อนค่าเงินปอนด์นั้น เรารู้สึกชังเพราะเป็นจำนวนเงินเท่ากับที่เรากำลังคิดจะขายเงินปอนด์อยู่พอดี”<sup>31</sup> จากคำให้การของ ไซรอสแสดงให้เห็นว่าในการปกป้องค่าเงินของอังกฤษ ได้มีการประเมินขนาดและศักยภาพของ เฮดจ์ฟันด์ต่ำเกินไปมาก ซึ่งก็ไม่ต่างจากกรณีของทางการไทยในปี 1997 เลย

ส่วนการขึ้นดอกเบี้ยของอังกฤษช่วงวันพฤหัสบดีนั้น ไซรอสเห็นว่าเป็นเรื่องไร้สาระที่สุดที่ธนาคารอังกฤษทำเพราะถ้าอัตราดอกเบี้ยขึ้นก็ยิ่งเร่งให้กระบวนการล่มสลายให้เร็วขึ้นอีก ทันทีที่ประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ย ไซรอสก็รู้ทันทีว่าเขาขอไม่ได้แล้ว เขาต้องรับเทขายเพื่อเตรียมทำกำไรโดยเร็วที่สุดเนื่องจากเวลากำลังจะหมดลงแล้ว และท้ายที่สุดเขาให้ความเห็นว่าการเก็งกำไรเป็นสิ่งที่ไม่อันตรายโดยเฉพาะในตลาดค่าเงิน “แต่มาตรการที่จะหยุดยั้งการเก็งกำไร เช่น การควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตรากลับยิ่งทำให้แย่ลงไปอีก การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตายตัวก็มีข้อเสีย ที่จริงระบบอัตราแลกเปลี่ยนระบบใดก็ตามล้วนมีช่องโหว่ทั้งนั้น วิธีเดียวที่จะป้องกันการโจมตีค่าเงินได้ คือไม่ให้มีระบบการแลกเปลี่ยนเงินตราเลย”<sup>32</sup> นั่นคือใช้ระบบเงินสกุลเดียวเช่น ในยุโรป และ สหรัฐฯ วิธีนี้จึงจะกันนักเก็งกำไรออกไปได้

ถ้าจะกล่าวอย่างยุติธรรมต่อไซรอส เขาไม่ใช่ผู้เดียวที่กระทำการโจมตีเงินปอนด์ครั้งนี้ แม้ว่าเงินที่ไซรอส ลงเดิมพันไปในครั้งนี้จะเป็นเงินก้อนใหญ่มาก แต่ถ้านำมาคิดในเชิง

<sup>30</sup> ภัตรี สิงหเดช, แปลเรื่อง “ข้าคือเงินตรา,” โดย Robert Slater, หน้า 230.

<sup>31</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 237.

<sup>32</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 238.

เปรียบเทียบกับปริมาณทั้งหมดรวมกันแล้ว จะเห็นว่าการซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินตราในแต่ละวันนั้นสูงมหาศาลถึงล้านล้านเหรียญสหรัฐ ซึ่งทำให้เงิน 1 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐของไซรอสจึงดูไม่มากนัก แม้ว่าหากพิจารณาเกี่ยวกับการซื้อขายเงินเพียงสกุลเดียวซึ่งจะทำให้เงินจำนวนนี้ดูมากก็จริง แต่ไซรอสก็ไม่ใช่ผู้เดียวที่มาสูบเอาเงินจากธนาคารกลางของอังกฤษไปอย่างแน่นอน หากเป็นตัวตลาดทั้งหมดต่างหากที่ จอร์จ โซรอส (George Soros) เป็นเพียงผู้เล่นคนหนึ่งเท่านั้น

ณ สิ้นปี 1992 ควอนตัมฟันด์ได้กลายเป็นผู้นำในบรรดากองทุนเฮดจ์ฟันด์ ด้วยสินทรัพย์รวม 3.7 พันล้านเหรียญสหรัฐ หรือสูงขึ้นไปถึง 68.6 เปอร์เซ็นต์ ใครที่ลงทุนไว้กับกองทุนนี้ 10,000 เหรียญสหรัฐ เมื่อเริ่มเปิดกิจการในปี 1969 และยังคงลงทุนทบมาเรื่อยๆ จากเงินจำนวนดังกล่าว เมื่อถึงสิ้นปี 1992 จะมีเงินอยู่ในมือถึง 12,982,827.62 เหรียญสหรัฐทีเดียว ไซรอส ได้เขียนไว้ในรายงานประจำปี ครั้งที่ 20 ของกองทุนควอนตัมฟันด์ประจำปี 1992 ว่าผลประกอบการที่ดีเยี่ยมของปี 1992 เป็นผลมาจากเหตุการณ์ต่อเนื่อง จากความล้มเหลวของระบบกลไกกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของยุโรป<sup>33</sup> นั่นเอง ปี 1992 จึงนับเป็นปีที่สดใสอย่างยิ่งสำหรับไซรอส มิใช่เพียงแต่จะร่ำรวยขึ้นอย่างมหาศาล หากแต่เขายังได้รับการกล่าวขวัญถึงในฐานะผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่มีผลงานยอดเยี่ยมที่สุดอีกด้วย

ในช่วงปี 1992 นี้เองที่เฮดจ์ฟันด์นับเป็นเจ้าแห่งตลาดการลงทุนที่ได้รับการกล่าวขานถึงเป็นอย่างมากในหมู่นักลงทุน เพราะรายได้มหาศาลที่บรรดาผู้จัดการกองทุนเหล่านี้บันดลให้จากการเดิมพันความเสี่ยงในที่ต่างๆ ซึ่งผู้นำในด้านนี้ก็คงไม่มีใครเกิน จอร์จ โซรอส (George Soros) และ ควอนตัมฟันด์ของเขาไปได้ อันที่จริงกองทุนอื่นๆก็มิผลกำไรดีเช่นกัน ไม่ว่าจะเป็น ไมเคิล สไตรฮาร์ท แห่งสไตรฮาร์ทพาร์ทเนอร์, จูเลียน โรเบิร์ตสัน แห่งไทเกอร์ฟันด์ หรือลีออน คูเปอร์แมน แห่งโอเมก้าแอดไวเซอร์ อิงค์ ดังนั้นจึงไม่น่าแปลกเลยที่หนังสือพิมพ์ เดอะวอลล์สตรีท เจอนัล จะเรียกขานองค์กรเหล่านี้ว่า “คาสีโนใหม่แห่งวอลล์สตรีท” บรรดาผู้บริหารกองทุนเหล่านี้กลายเป็นผู้ที่ทรงอิทธิพล เป็นนักธุรกิจผู้มั่งคั่งได้ดีที่สุดในประเทศ และเป็นคู่แข่งขั้นกับบรรดาบริษัทใหญ่ที่ค้าขายอยู่ในวอลล์สตรีท ในแต่ละปีมีการลงทุนถึง 5 แสนล้านเหรียญสหรัฐจากจำนวนกองทุนนับพัน (ในจำนวนนี้เป็นของไซรอสประมาณ หมื่นสองพันล้านเหรียญสหรัฐ) ซึ่งเป็นสัดส่วนที่ไม่น้อยเมื่อเทียบกับจำนวนเงินลงทุนในตลาดการลงทุนทั้งหมด 3.5 ล้านล้านเหรียญสหรัฐต่อปี แต่ละวันบรรดากองทุนเหล่านี้มีปริมาณการค้าขายกันที่ประมาณ 7.5 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐ หรือกว่า 8 เท่าของมูลค่าการลงทุนทั้งหมดในตลาดหุ้นนิวยอร์ก

<sup>33</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 242

หลักฐานที่แสดงให้เห็นชัดถึงผลงานของบรรดากองทุนเฮดจ์ฟันด์เหล่านี้ พิจารณาได้จากรายชื่อผู้มีรายได้อันดับสูงสุดแห่งปี 1993 ซึ่งจัดทำโดยหนังสือพิมพ์ไฟแนนเชียล เวิลด์ ประมาณครั้งหนึ่งของรายชื่อนั้นเป็นผู้บริหารหรือไม่ก็ทำงานให้กับกองทุนเฮดจ์ฟันด์ และห้าอันดับแรกเป็นผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์นำโดยจอร์จ โซรอส (George Soros) ที่มีรายได้ 1.1 พันล้านเหรียญสหรัฐต่อปี ในรายชื่อ 10 อันดับแรก มีชื่อผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์อยู่ 8 คน และจาก 100 อันดับ มีผู้จัดการกองทุนอยู่ถึง 46 คนเลยทีเดียว อันดับที่ดีที่สุดเป็นของสแตนเลย์ ดร็คเคนมิลเลอร์ (มือขวาของโซรอส) มีรายได้ 210 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และจาก 100 อันดับนี้มีคนของโซรอสอยู่ถึง 9 คน<sup>34</sup>

ในปี 1994 นักการเมืองสหรัฐฯ เริ่มรู้สึกถึงอิทธิพลของกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่มีต่อตลาดมากขึ้น จนเริ่มพูดกันถึงกฎระเบียบใหม่ที่นำมาควบคุมกองทุนเหล่านี้ (รายละเอียดในเรื่องนี้ในบทที่ 7 แนวโน้มการกำกับดูแลธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต) ด้วยความกลัวว่าผู้บริหารกองทุนเหล่านี้จะมีอำนาจเหนือระบบการเงินของสหรัฐฯ เนื่องจากเม็ดเงินจำนวนมหาศาลที่อยู่ในกำมือที่ท่วมลงมาในระบบ คราวที่ตลาดพันธบัตรเกิดการถดถอยเมื่อต้นปี 1994 นักการเมืองต่างเชื่อกันว่ามีกองทุนเหล่านี้อยู่เบื้องหลัง ทำให้ผู้จัดการกองทุนอย่างจอร์จ โซรอส (George Soros) ต้องออกโรงชี้แจงโดยมีประเด็นที่ว่าขนาดการลงทุนของพวกเขาอย่างน้อยก็น้อยกว่าการลงทุนของบรรดานักลงทุนทั่วไป เช่น ธนาคารพาณิชย์อยู่มาก

นอกจากนี้โซรอสยังได้ให้ความเห็นที่น่าสนใจเพิ่มเติมว่า เราควรต้องแยกแยะระหว่างบทบาทของผู้ลงทุน และรัฐผู้ควบคุมระบบ ผู้ลงทุนย่อมต้องหาทางทำกำไรให้ได้มากที่สุดเมื่อมีโอกาสและต้องเล่นตามกฎเกณฑ์ ส่วนผู้ควบคุมระบบ ก็ต้องมีหน้าที่ปรับเปลี่ยนระบบถ้าระบบนั้นไม่ถูกต้อง ซึ่งหากปล่อยให้ไว้ก็จะสร้างปัญหาในที่สุด โซรอสกำลังบอกนักการเมืองทั้งหลายให้แก้ปัญหาที่ต้นเหตุซึ่งก็คือระบบที่ผิดเพี้ยน มากกว่าการควบคุมเฮดจ์ฟันด์ซึ่งเป็นเรื่องปลายเหตุ เพราะหากตลาดไม่บิดเบี้ยวไร้สมดุล คนอย่างเขาและเฮดจ์ฟันด์ทั้งหลายก็ไม่มีโอกาสที่จะทำกำไรได้ เฮดจ์ฟันด์จึงมีสถานะเหมือนผู้นำสาร (ว่าระบบไร้สมดุล) เท่านั้น แล้วทำไมผู้นำสารจึงต้องเป็นผู้ถูกลงโทษ อย่างในกรณีของอังกฤษก็เป็นข้อพิสูจน์ที่คนทั่วไปแม้แต่คนอังกฤษเอง ยอมรับว่ามาจากความผิดพลาดของบรรดานักการเมืองที่พยายามรักษาอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยที่ไม่เหมาะสมเอาไว้

<sup>34</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 248.

ในระหว่างปี 1991-1996 มูลค่าธุรกรรมด้านตราสารอนุพันธ์ได้เพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก พลวัตของภาคการเงินข้างต้น ได้ส่งผลกระทบต่อระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจทั่วโลก ด้วยปริมาณกระแสเงินที่หลั่งไหล (Capital Flows) ทำให้เกิดทั้งโอกาสและวิกฤติในช่วงที่ผ่านมา เสริมด้วยการพัฒนาทางด้านเทคโนโลยีคอมพิวเตอร์และระบบสื่อสาร ทำให้ประสิทธิภาพของภาคการเงินขึ้นสู่จุดสูงสุดอย่างไม่เคยเป็นมาก่อน ในขณะที่เดียวกันต้นทุนกลับลดต่ำลงเป็นอย่างมาก ผลก็คือ ไม่เพียงส่งเสริมการค้าในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง แต่การเคลื่อนย้ายทุนที่รวดเร็วและรุนแรงกว่า แต่ก่อน สร้างโอกาสให้กับเฮดจ์ฟันด์และนักเก็งกำไรในตลาดเงินและตลาดทุนให้มากยิ่งขึ้น ดังนั้นการถูกรวบงำด้วยภาคการเงินของโลกจึงเป็นสิ่งที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ ส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการในภาคการผลิตที่แท้จริงอย่างมาก

ในธุรกิจการค้าระหว่างประเทศ ความมีเสถียรภาพในอัตราแลกเปลี่ยนเป็นสิ่งสำคัญในการประกอบธุรกิจ เนื่องจากได้สร้างความแน่นอนในการบริหารต้นทุนและการส่งออกสินค้า ดังนั้นความมีเสถียรภาพในตลาดเงินจึงเป็นสิ่งที่ภาคการผลิตที่แท้จริงปรารถนา แต่ในทางตรงข้ามในโลกธุรกิจการเงิน ความผันผวนของตลาดกลับเป็นที่มาของกำไรของนักค้าเงินจำนวนมาก ดังนั้นการคงอยู่ของค่าเงินบนกระแสเศรษฐกิจที่มีการเคลื่อนไหวทั่วโลก จึงเป็นสภาวะที่เกิดขึ้นได้เพียงชั่วคราวครั้งชั่วคราวเท่านั้น

ดังนั้นในอดีต เมื่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง (Real Sector) มองหาที่ๆ มีค่าเงินที่มั่นคงและมีเสถียรภาพ ประเทศในเอเชียจึงกลายเป็นปลายทางของการย้ายฐานการผลิตทางอุตสาหกรรมของประเทศที่พัฒนาแล้วในทศวรรษที่ผ่านมา เนื่องจากความมีเสถียรภาพในระบบอัตราแลกเปลี่ยน (อัตราแลกเปลี่ยนคงที่) เสริมด้วยปัจจัยทางด้านแรงงานที่มีอยู่อย่างเหลือเฟือและมีราคาถูก นอกจากนี้ตั้งแต่ช่วงต้นทศวรรษกลุ่มประเทศทุนนิยมศูนย์กลางนำโดยสหรัฐฯ ได้พยายามกดดันประเทศด้อยพัฒนาให้เปิดพรมแดนทางเศรษฐกิจ ภายใต้แนวนโยบายเสรีนิยมใหม่ผ่านองค์กรอย่าง World Bank, IMF และ WTO ซึ่งช่วยเปิดพื้นที่ให้กับกลุ่มทุนการผลิตและกลุ่มทุนการเงินต่างชาติในการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรี เป็นเหตุให้ช่วงดังกล่าวเอเชียมีการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจแบบก้าวกระโดดทีเดียว แต่ยุคทองของเศรษฐกิจเอเชียก็ดำรงอยู่ได้ไม่นานนัก เนื่องจากกระแสไหลบ่าของเงินทุนมหาศาลเข้าครอบงำทั่วภูมิภาค ได้ก่อให้เกิดเศรษฐกิจแบบฟองสบู่อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ รวมทั้งได้สร้างแรงกดดันต่อค่าเงินอย่างไม่เคยเกิดขึ้นในอดีต นำมาซึ่งวิกฤติทางการเงินของประเทศเอเชียในที่สุด



### 3.4 เสด็จฟันด์กับวิกฤติค่าเงินบาท

การเปิดเสรีภาคการเงินที่เริ่มดำเนินการตั้งแต่ในปี 1990 ด้วยการตั้งระบบวิเทศธนกิจ (การให้บริการ ด้านธนาคารกับต่างประเทศ หรือ Bangkok International Banking Facilities - BIBF) ทำให้เงินตราต่างประเทศ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นเงินระยะสั้นไหลเข้ามาในประเทศไทยในปริมาณมหาศาล และจากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยยื่นกรานจะตรึงค่าเงินบาทเอาไว้ที่ประมาณ 25 บาท ต่อหนึ่งเหรียญสหรัฐฯ ทำให้เกิดภาพลวงตาว่า การกู้เงินจากต่างประเทศไม่เพียงแต่จะมีอัตราดอกเบี้ยต่ำเท่านั้น แต่ยังไม่มีความเสี่ยงค่าเงินอีกด้วย บริษัทเงินทุน 91 แห่งของไทยจึงกลายเป็นสื่อกลางของเงินร้อนเหล่านี้ ซึ่งถูกผันเข้าสู่การเก็งกำไรภาคอสังหาริมทรัพย์ และการบริโภคในสินค้าฟุ่มเฟือย โดยไม่ก่อให้เกิดผลผลิต และยังรวมถึงภาคอุตสาหกรรมที่ขยายกำลังผลิตอย่างเกินตัว เช่น อุตสาหกรรมปิโตรเลียมและเหล็กกล้า เมื่อถึงปี 1996 หนี้สินต่างประเทศของประเทศได้เพิ่มขึ้นถึง 91,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (74,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นหนี้สินเอกชน) หรือราวครึ่งหนึ่งของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ

ในขณะที่ด้านการส่งสินค้าออก ซึ่งเป็นตัวจักรกลที่ขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทย ต้องประสบกับภาวะชะงักงัน โดยมีอัตราเติบโตเป็นร้อยละ 0 ในปี 1996 และร้อยละ 3.5 ในปี 1997 นักเศรษฐศาสตร์หลายรายกล่าวว่า ความอ่อนแอของภาคการส่งออกมีสาเหตุมาจาก ก) ค่าเงินบาทมีมูลค่าสูงเกินจริง (โดยเฉพาะหลังจากเงินลดค่าเงินหยวน) ข) อัตราการลงทุนในภาคการผลิตสินค้าที่มีมูลค่าเพิ่ม (Value Added Product) อยู่ในปริมาณจำกัด และ ค) การแข่งขันจากประเทศเพื่อนบ้านในภาคอุตสาหกรรมดั้งเดิม (สิ่งทอ เสื้อผ้าสำเร็จรูป และรองเท้า) ที่เพิ่มขึ้น

ในปี 1995 ถึงปี 1996 ดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยขาดดุล สูงกว่าร้อยละ 8 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ทำให้ไทยตกเป็นเป้าหมายที่ล่อใจเสด็จฟันด์และนักเก็งกำไรต่างชาติ เนื่องจากที่ใดที่ระบบไร้ความสมดุลที่นั่นย่อมเป็นโอกาสในการทำกำไร ทำให้มีข่าวลือว่าปฏิบัติการโจมตีค่าเงินบาทของไซรอสได้เริ่มขึ้นแล้ว ในขณะที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินมาตรการปกป้องระบบแลกเปลี่ยนเงินตราแบบผูกติดกับเงินสกุลดอลลาร์เอาไว้อย่างแข็งแกร่ง ทั้ๆ ที่ได้รับคำเตือนจาก IMF มาแล้วหลายครั้ง

การโจมตีค่าเงินบาทเริ่มจากการปล่อยข่าวลือในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นผลลบต่อเศรษฐกิจของประเทศไทย ตามมาด้วยการเทขายเงินบาททั้งในตลาด Spot และตลาดล่วงหน้าเพื่อกดดันให้ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องปกป้องค่าเงิน คือ ยืนรับซื้อบาทและขายดอลลาร์ออกจากกองทุนสำรอง และเมื่อเงินกองทุนเริ่มอยู่ในระดับต่ำ การลดค่าเงินบาทจึงยากที่จะหลีกเลี่ยง ทั้งนี้ในการเทขายเงินบาท ผู้ที่ขายเงินบาทจะต้องหาเงินบาทเพื่อส่งมอบให้กับผู้ซื้อเงิน



บาท โดยวิธีการหลักๆ มาจาก ก) กู้ยืมจากสถาบันการเงินทั้งในและต่างประเทศ ข) ขายหลักทรัพย์ที่เป็นเงินบาท ค) การที่ธนาคารแห่งประเทศไทยทำ swap buy-sell โดยการซื้อเงินดอลลาร์/ขายบาทก่อน จึงทำให้นักเก็งกำไรมีเงินบาทไว้ตุนเพื่อเทขายเพิ่มขึ้นอีก เมื่อการลดค่าเงินเกิดขึ้นนักโจมตีค่าเงินจะได้กำไรจากการขายเงินบาทเนื่องจากต้นทุนในการซื้อเงินบาทคืนจะต่ำกว่ารายรับจากการขายเงินบาทไปก่อนหน้านี้แล้ว

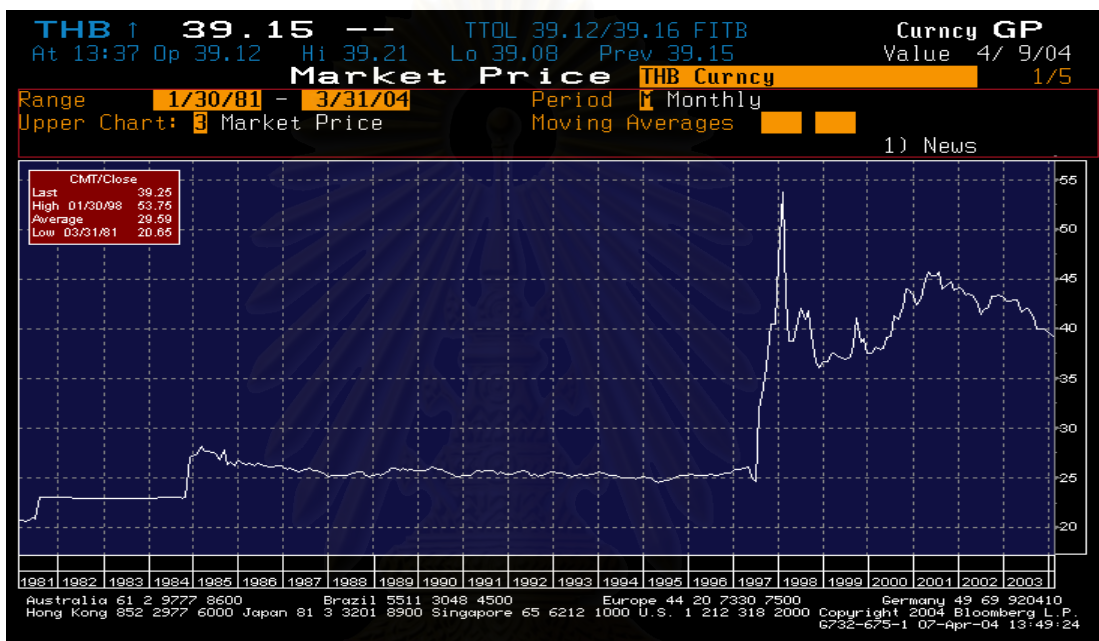
การโจมตีระลอกแรก เริ่มในเดือนกุมภาพันธ์ ปี 1997 ติดตามด้วยการโจมตีครั้งใหญ่ในเดือนพฤษภาคมปี 1997 เจ้าหน้าที่ธนาคารแห่งประเทศไทยซึ่งได้รับคำสั่งจากผู้บังคับบัญชาให้ปกป้องค่าเงินบาททุกวิถีทางไม่ว่าจะต้องใช้เงินจำนวนเท่าใดก็ตาม ได้ทำสัญญาซื้อขายเงินตราล่วงหน้าโดยใช้เงินไปเป็นจำนวนกว่า 23,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขณะเดียวกันก็พยายามสร้างความมั่นใจให้กับสาธารณชน โดยการออกรายงานแสดงตัวเลขเงินสำรองของประเทศว่ายังอยู่ในเกณฑ์ที่น่าพอใจคือ 30,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (เท่ากับมูลค่าสินค้านำเข้า 5-6 เดือน) แต่กลับไม่ยอมเปิดเผยตัวเลขเงินสำรองสุทธิ ซึ่งในความเป็นจริงนั้นปริมาณเงินทุนสำรองสุทธิเมื่อเทียบกับยอดหนี้สินต่างประเทศระยะสั้นแล้ว อยู่ในระดับที่ต่ำอย่างน่าอันตราย เมื่อถึงไตรมาสที่สามของปี 1997 ประเทศไทยก็ตกอยู่ในสภาวะที่เรียกว่า "เงินหมดหน้าตัก" ซึ่งการปิดบังความจริงครั้งนี้ได้ทำให้ทางการไทยต้องเสียหายอย่างมากเมื่อข้อเท็จจริงปรากฏขึ้นในเวลาต่อมา

ในที่สุด นายกรัฐมนตรี พลเอกชวลิต ยงใจยุทธ ได้ตัดสินใจปล่อยให้ค่าเงินบาทลอยตัวเนื่องจากไทยได้มาถึงทางตันแล้ว หลังจากที่ผ่านมาธนาคารแห่งประเทศไทยเข้ารับมือกับนักเก็งกำไรที่เข้าโจมตีค่าเงินบาทอยู่หลายระลอกอย่างไม่หวั่นกลัว ผู้วิจัยเองก็ไม่มั่นใจว่าธนาคารแห่งประเทศไทยและคณะรัฐบาลพลเอกชวลิตได้ศึกษากรณีการโจมตีค่าเงินปอนด์ที่อังกฤษที่เกิดก่อนหน้านี้มาดีแล้วหรือไม่ เหตุใดจึงได้มีความกล้าหาญขนาดนี้ ทั้งที่อังกฤษมีเงินสำรองมากกว่าไทยถึงเกือบ 2 เท่าตัว ก็ยังไม่อาจต้านทานการโจมตีค่าเงินของเฮดจ์ฟันด์และนักเก็งกำไรได้ หรืออาจเป็นไปได้ว่าผู้บริหารประเทศไทยในขณะนั้นจะยังคงไม่คอยจะรู้จักเฮดจ์ฟันด์ด้วยซ้ำไป จึงได้ประเมินสถานการณ์และศักยภาพของเฮดจ์ฟันด์ และนักเก็งกำไรจากทั่วโลกต่ำอย่างไม่น่าเป็นไปได้

รัฐบาลไทยได้ประกาศลดค่าเงินบาทในวันที่ 2 กรกฎาคม 1997 โดยจะบริหารอัตราแลกเปลี่ยนในระบบใหม่ที่เรียกว่า "การลอยตัวเงินบาทภายใต้การควบคุม" (Managed Float Regime) หลังจากนั้นไม่นานพื้นฐานของการอ่อนตัวของค่าเงินบาทเริ่มเป็นที่กระจ่างชัดในเดือนสิงหาคม 1997 เมื่อ IMF บังคับให้ธนาคารแห่งประเทศไทยเปิดเผยข้อมูลรายละเอียดเกี่ยวกับ

เงินทุนสำรองต่างประเทศ ซึ่งปรากฏว่า ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ใช้เงินทุนสำรองของประเทศส่วนใหญ่ไปในการปกป้องค่าเงินบาทที่ประสบความล้มเหลว

ทำให้ค่าเงินบาทได้จมดิ่งอย่างรวดเร็วลงจาก 25 บาทต่อหนึ่งเหรียญสหรัฐเป็น 35 บาทต่อหนึ่งเหรียญสหรัฐในเดือนสิงหาคม และ 45 บาทต่อหนึ่งเหรียญสหรัฐในเดือนธันวาคม และตกลงไปถึง 57 บาทต่อหนึ่งเหรียญสหรัฐในเดือนมกราคม ปี 1998 ก่อนที่จะตีกลับขึ้นมา อยู่ต่ำกว่าระดับ 40 บาทต่อหนึ่งเหรียญสหรัฐในช่วงกลางปี 1998



แผนภูมิที่ 3.11 แสดงค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์ก่อนและหลังการถูกโจมตีค่าเงิน<sup>35</sup>

จากการดึงค่าลงอย่างต่อเนื่องนานกว่า 6 เดือนของค่าเงินบาท ทำให้ผลกระทบที่เกิดขึ้นเกินความคาดหมายของฝ่ายวางแผนของรัฐบาลไทย ซึ่งหวังว่าค่าเงินบาทจะลดลงร้อยละ 10 มาอยู่ที่ 28 บาทต่อ 1 เหรียญสหรัฐ ซึ่งจะช่วยผลักดันการส่งออกของไทยให้ดีขึ้นโดยไม่ทำให้ตลาดการเงินแตกตื่นหรือก่อให้เกิดภาวะเงินเฟ้อ แต่ในความเป็นจริงบาทกลับอ่อนค่าลงถึง 128% (ในเดือนมกราคม 1998) ทำให้ไทยซึ่งยังต้องพึ่งพาสินค้านำเข้าอย่างมากเกิดสภาวะเงินเฟ้อสูงเข้ามาพร้อมกับการลดค่าเงินบาท ในทำนองเดียวกันสินค้านำเข้าส่วนหนึ่งซึ่งถูกนำไปผลิตเพื่อส่งเป็นสินค้าออก เช่น ชิ้นส่วนคอมพิวเตอร์ กลับมีต้นทุนสูงขึ้นทำให้ความสามารถในการแข่งขันใน

<sup>35</sup> แหล่งที่มา: Bloomberg

ตลาดโลกได้น้อยลง ในด้านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ตกอยู่ในสภาวะปั่นป่วนโดยมีผลงานตกต่ำที่สุดในโลก

ยิ่งไปกว่านั้น ธนาคารพาณิชย์และบริษัทไทยต้องแบกรับภาระหนี้สินอันหนักหน่วง หนี้สินต่างประเทศจำนวน 70,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อคิดเป็นเงินบาท ณ เดือนมกราคมปี 1998 มียอดเพิ่มขึ้นถึงสองเท่า (อัตราแลกเปลี่ยน 1 เหรียญสหรัฐฯ = 50 บาท) เมื่อเทียบกับในเดือนมิถุนายนปี 1997 (1 เหรียญสหรัฐฯ = 25 บาท) ความผันผวนอย่างปัจจุบันทันด่วนของเงินบาททำให้นักลงทุนต่างชาติแตกตื่นพยายามถอนเงินกู้ และเงินลงทุนออกจากประเทศไทยจนเป็นผลให้ระบบเศรษฐกิจเกิดอาการขาดสภาพคล่อง ธนาคารต่างประเทศที่เคยกระตือรือร้นที่จะปล่อยเงินกู้ให้ไทยในช่วงที่เศรษฐกิจเฟื่องฟูเริ่มระงับการให้กู้ยืม และเลือกพิจารณาให้สินเชื่อเฉพาะลูกค้าชั้นดีเยี่ยมเท่านั้น ท้ายที่สุดการสั่งให้สถาบันการเงิน 58 แห่ง ระงับกิจการยิ่งทำให้บริษัทในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงต่างได้รับผลกระทบรุนแรงยิ่งขึ้น

### 3.4.1 นโยบายสาธารณะของประเทศไทยที่นำไปสู่วิกฤติในปี 1997

#### 3.4.1.1 นโยบายเปิดเสรีบัญชีทุน

ในช่วงปี 1990 รัฐบาลได้เปิดเสรีบัญชีทุนโดยอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ตั้งหน่วยงานวิเทศธนกิจ (International Banking Facilities) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อระดมเงินทุนจากต่างประเทศ นำมาปล่อยสินเชื่อให้กับลูกหนี้ทั้งที่อยู่ในประเทศ (Out – in) และ ลูกหนี้ต่างประเทศ (Out – Out) โดยรัฐให้แรงจูงใจกับธนาคารพาณิชย์ด้วยการลดหย่อนภาษีเงินได้นิติบุคคลในส่วนของรายได้จากธุรกิจนี้ลงจาก 30% เหลือ 10% และได้รับสิทธิไม่นับรวมสินเชื่อนี้เพื่อกำหนดค่าการตั้งเงินสดสำรองของธนาคารอีกด้วย การทำเช่นนี้ทำให้ธนาคารพาณิชย์เร่งปล่อยสินเชื่อประเภทดังกล่าวกันอย่างเต็มที่ และมีการแข่งขันกันเปิดเผยตัวเลขสินเชื่อที่ทำได้อยู่ตลอด ปัญหาที่ตามมาจากการให้ทำกิจการวิเทศธนกิจ

(1) ธนาคารไทยไม่สามารถแข่งขันกันปล่อยสินเชื่อวิเทศธนกิจแบบ (Out – Out) ได้ดีเทียบเท่ากับธนาคารต่างประเทศที่อยู่ในไทย และสิงคโปร์ จึงทำให้สินเชื่อส่วนใหญ่กว่าร้อยละ 90 เป็นสินเชื่อวิเทศธนกิจแบบ (Out – In) คือปล่อยสินเชื่อให้กับคนในประเทศเพียงอย่างเดียว ซึ่งนักธุรกิจส่วนใหญ่ให้ความสนใจอย่างมากเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จากต่างประเทศต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในประเทศมาก แสดงให้เห็นว่าขีดความสามารถในการแข่งขันของธนาคารพาณิชย์ไทยยังอยู่ในระดับต่ำ

(2) จากการแข่งขันกันปล่อยสินเชื่อกิจการ ทำให้วินัยในการพิจารณาเงินกู้และควบคุมหลักประกันย่อหย่อนลง ซึ่งรัฐไม่ได้เข้าควบคุมในประเด็นดังกล่าวดีพอ โดยเชื่อว่าสินเชื่อต้นทุนดอกเบี้ยต่ำจะช่วยส่งเสริมการพัฒนาธุรกิจได้ดี ผลที่ตามมาคือ การใช้สินเชื่อผิดวัตถุประสงค์ ดังตัวอย่างเช่น ก) การกู้ยืมของบุคคลและภาคธุรกิจเพื่อนำไปฝากสถาบันการเงินไทยที่ดอกเบี้ยสูง ข) การกู้ยืมเพื่อนำไปเก็งกำไรในภาคอสังหาริมทรัพย์ ค) การกู้ยืมเพื่อจับจ่ายในสินค้าฟุ่มเฟือย ง) การกู้ยืมโดยนายทุนนอกระบบ และนำเงินไปปล่อยกู้ให้กับประชาชนอีกทอดหนึ่ง เพื่อทำกำไรจากส่วนต่างดอกเบี้ย

(3) การใช้สินเชื่อจากต่างประเทศ โดยไม่ทำการป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทยควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนด้วยระบบตะกร้า ทำให้มีความผันผวนของค่าเงินน้อยมาก ลูกหนี้ส่วนมากจึงไม่รู้ถึงความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยนเนื่องจากเคยชินกับระบบดังกล่าว ทำให้มิได้ตระหนักถึงความเสี่ยง ดังนั้น เมื่อเกิดความผันผวนที่เกิดการเก็งกำไรค่าเงิน จึงทำให้เกิดความตื่นตระหนกและสร้างความเสียหายอย่างมากต่อระบบเศรษฐกิจ

(4) การเปิดเสรีทางการเงินทำให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนนั้น เป็นไปโดยเสรีซึ่งได้ส่งผลให้ประเทศไทยได้รับความผันผวนในกระแสเศรษฐกิจโลกได้ง่าย ในขณะที่ประเทศไทยเองกลับยังไม่มีกรอบระบบสถาบันอันได้แก่ กรอบนกรรมการกำหนดนโยบาย กรอบนการกำกับ และตรวจสอบสถาบันการเงิน ตลอดจนการพัฒนาเครื่องมือทางการเงิน และตลาดบิรวรรตเงินตราต่างประเทศที่ดีพอ และที่สำคัญที่สุดก็คงจะเป็นการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยยังคงใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ในสภาพแวดล้อมที่มีการเคลื่อนย้ายทุนเสรี

#### 3.4.1.2 นโยบายการรับพันธะข้อ 8 แห่งข้อตกลงของ IMF

ประเทศไทยรับพันธะข้อ 8 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ เมื่อวันที่ 21 พฤษภาคม 1990 โดยมีเนื้อหาที่สำคัญคือ อนุญาตให้เงินไหลเข้าประเทศได้อย่างเสรี เพื่ออำนวยความสะดวกต่อการค้า การส่งออกและการลงทุนในประเทศ แต่ปัญหาที่ตามมาหลังจากการรับพันธะข้อ 8 กลับส่งผลให้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินเนื่องจาก

(1) การอนุญาตให้เงินทุนไหลเข้าออกได้โดยเสรี ทำให้สภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยขึ้นอยู่กับปริมาณเงินทุนที่ไหลเข้าออกนั้น และเงินทุนเหล่านั้นมักจะเป็นเงินลงทุนระยะสั้นที่เข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์ เก็งกำไรในตลาดหุ้นและตลาด

อัตราดอกเบี้ย ทางออกของภาครัฐคือการตรึงอัตราดอกเบี้ยในประเทศให้อยู่ในระดับสูง เพื่อดึงดูดเงินทุนนั้นไว้ไม่ให้กลับออกไปนอกประเทศโดยง่าย

(2) การขาดมาตรการส่งเสริมเงินทุนให้เข้ามาลงทุนในระยะยาว เพื่อลดการดึงเงินออกนอกประเทศ ที่ผ่านมามาตรัฐเพียงแต่ส่งเสริมให้นำเงินเข้ามาเรื่อยๆแต่ไม่ได้ควบคุมวัตถุประสงค์ของการใช้เงินแม้แต่น้อย ทำให้ธุรกิจหลายประเภทที่เข้ามาลงทุนในไทยมีลักษณะการใช้แรงงานเข้มข้น เงินลงทุนน้อย เทคโนโลยีต่ำ และส่วนใหญ่เป็นการจ้างผลิต เช่น รับจ้างผลิตเสื้อผ้า หรือประกอบชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ โดยอาศัยความได้เปรียบจากค่าแรงงานที่ถูกลงกว่าประเทศอื่น ทำให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนของธุรกิจเหล่านี้เป็นไปได้ง่ายเมื่อมีแหล่งผลิตที่ต้นทุนต่ำกว่า (Foot Loose Business)

### 3.4.1.3 นโยบายระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ (Fixed Exchange Rate Regime)

ประเทศไทยได้ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่มายาวนาน โดยผูกค่าเงินไว้เงินสกุลหลักอย่างดอลลาร์เพื่อสร้างความแน่นอนในการประกอบธุรกรรมระหว่างประเทศ ซึ่งเป็นนโยบายที่บริหารจัดการได้ง่ายเมื่อมีระบบเศรษฐกิจแบบปิด แต่เมื่อไทยรับนโยบายการเปิดเสรีที่เงินทุนสามารถไหลเข้าออกจากประเทศได้โดยสะดวกในช่วงปี 1990 นโยบายนี้ก็กลับกลายเป็นปัญหาที่สำคัญต่อระบบเศรษฐกิจ เนื่องจากเงินบาทที่ผูกค่าไว้กับเงินสกุลอื่น ซึ่งกลายเป็นสินค้าชนิดเดียวในระบบเศรษฐกิจแบบเปิดที่มีราคาตายตัว ทำให้เป็นตัวการของการจัดสรรทรัพยากรทางเศรษฐกิจอย่างผิดวัตถุประสงค์ มีผลให้เงินตราต่างประเทศดอกเบี้ยต่ำที่หลั่งไหลเข้ามาในประเทศถูกนำไปลงทุนใน Unproductive Sector จำนวนมาก นอกจากนี้ ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนที่ต้องการชำระไว้มีการเบี่ยงเบนไปจากอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (Real Exchange Rate) คือมีค่าสูงกว่าพื้นฐานที่เป็นจริง ก็จะเป็นเหตุจูงใจในการเก็งกำไรจากการลดค่าเงินบาททันที

ผนวกกับสภาพปัญหาอื่นๆของระบบเศรษฐกิจไทยในขณะนั้น ได้ซ้ำเติมให้ประเทศไทยอยู่ในสภาพที่อ่อนแอ นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศพากันขายเงินบาทเพื่อเปลี่ยนเป็นเงินดอลลาร์เพื่อนำกลับต่างประเทศ ทำให้ดอลลาร์ที่เป็นเงินทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงอย่างต่อเนื่อง จากการคาดการณ์ปัญหาต่างๆของ เฮดจ์ฟันด์ และนักเก็งกำไรทำให้ไทยตกเป็นเป้าหมายแรกในการโจมตีค่าเงินในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้



จากความพยายามที่ล้มเหลวในการปกป้องค่าเงินบาทให้คงที่ ในช่วงครึ่งแรกของธนาคารแห่งประเทศไทยในปี 1997 ได้ทำให้เงินสำรองสุทธิของประเทศลดต่ำลงจนถึงขีดอันตราย ทำให้นโยบาย "การลอยตัวค่าเงินบาทภายใต้การควบคุม" เป็นเรื่องที่อยู่เหนือการควบคุม โดยรัฐบาลแทบจะทำอะไรไม่ได้เลยในการหยุดยั้งการจมดิ่งของค่าเงินบาท

#### 3.4.1.4 นโยบายพยุangkanการสถาบันการเงินเพื่อไม่ให้ล้มละลาย

ในขณะที่ประเทศไทยรับการเปิดเสรีในการจัดการทางเศรษฐกิจ ที่มีกลไกตลาดเป็นหัวใจสำคัญ แต่ธนาคารแห่งประเทศไทยกลับมีนโยบายพยุangkanการของธนาคาร และสถาบันการเงินหลายแห่งจากการล้มละลาย ทั้งที่ควรปล่อยให้กลไกตลาดปรับตัวเอง (หรือปล่อยให้ธนาคารที่มีสถานะการเงินอ่อนแอปิดกิจการลง)

โดยในเดือนสิงหาคมปี 1997 กองทุนเพื่อการพัฒนาสถาบันการเงิน (Financial Institutions Development Fund หรือ FIDF) ในสังกัดธนาคารแห่งประเทศไทยได้ปล่อยเงินกู้จำนวน 430,000 ล้านบาท ให้กับสถาบันการเงินที่อ่อนแอ 58 แห่ง บวกกับอีกราว 100,000 ล้านบาท นำไปใช้ยึดอายุกิจการของธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การ จนถึงช่วงต้นปี 1998 กองทุนเพื่อการพัฒนาสถาบันการเงินได้ใช้เงินไปทั้งสิ้นราว 800,000 ล้านบาท (1,100,000,000,000 บาท เมื่อรวมทั้งภาระที่จะต้องจ่ายคืนผู้ฝากเงินและเจ้าหนี้) ไปเพื่อการนี้ โดยสถาบันการเงินทั้งหมดได้ถูกสั่งระงับกิจการในที่สุด นโยบายดังกล่าวได้สร้างภาระให้กับประเทศเป็นอย่างมาก ณ สิ้นปี 2000 กองทุนฟื้นฟูและพัฒนาสถาบันการเงินมียอดหนี้ค้างจากเหตุการณ์ดังกล่าวรวมทั้งสิ้นสูงถึง 2,613,336 ล้านบาท<sup>36</sup> แม้ว่ารัฐบาลต่อมาจะเข้าไปรับผิดชอบด้วยการดึงเข้ามาเป็นหนี้สินของรัฐโดยตรงเป็นจำนวนมาก หนี้สินดังกล่าว トラบจนปัจจุบันยังมียอดค้างอยู่ไม่น้อย

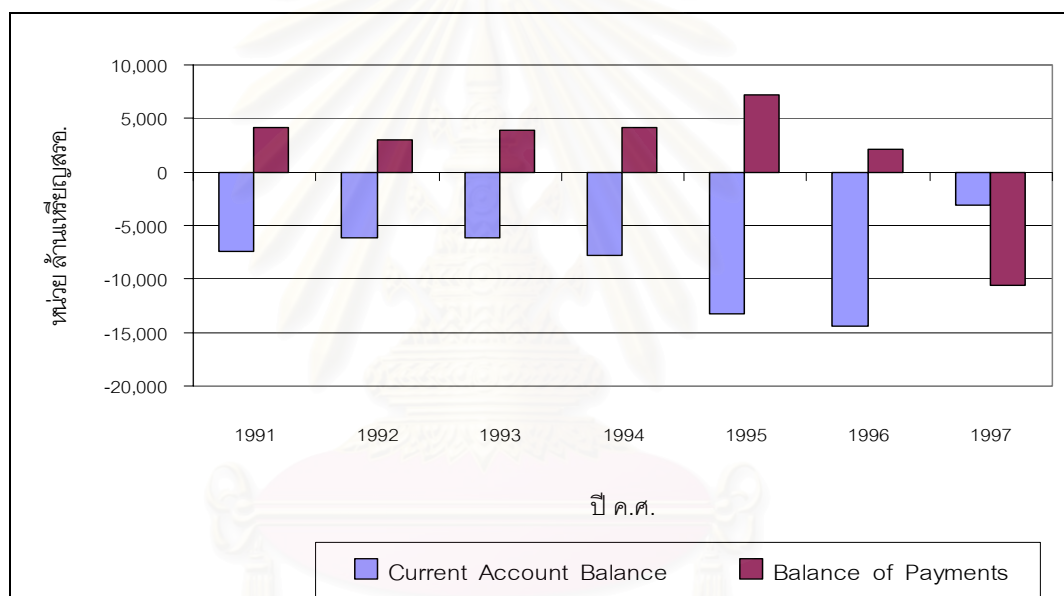
#### 3.4.2 มุมมองจากเฮดจ์ฟันด์ต่อการโจมตีค่าเงินบาท

เฮดจ์ฟันด์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกองทุนที่ใช้กลยุทธ์ Global Macro Fund ที่วางกลยุทธ์การลงทุนโดยการวิเคราะห์ข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค (Macro) เป็นปัจจัยหลัก ได้เข้ามาศึกษาข้อมูลทางเศรษฐกิจของประเทศไทยในช่วงปี 1996 – 1997 จึงค้นพบถึงความไม่สมดุลของ

<sup>36</sup> "ปีแห่งการบริหารหนี้เน่า ของกองทุนฟื้นฟูฯ," ประชาชาติธุรกิจ ฉบับที่ 3674, (28 มีนาคม 2548): หน้า 18.

การเติบโต กับสถานะทางการเงินของประเทศที่แสดงให้เห็นถึงความอ่อนแอของระบบเศรษฐกิจไทย ข้อมูลดังกล่าวได้แก่

- ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account Balance)
- ดุลการชำระเงิน (Balance of Payment)
- ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยของประเทศไทย และ สหรัฐฯ (Interest Rate Differential)
- การใช้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ (Fixed Exchange Rate ) ในขณะที่มีการเคลื่อนย้ายทุนโดยเสรี



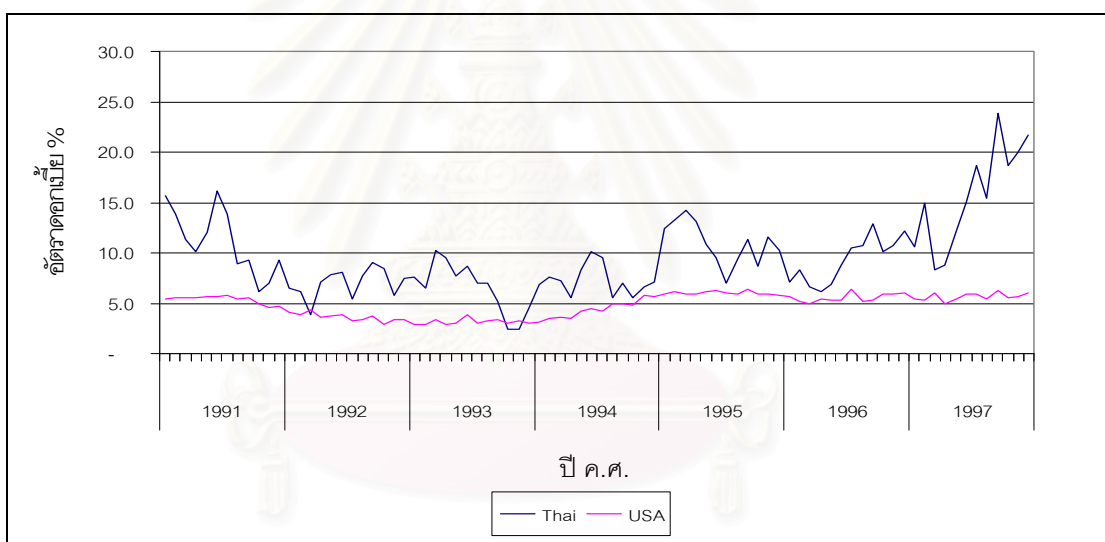
แผนภูมิที่ 3.12 แสดงดุลบัญชีกระแสเงิน และ ดุลการชำระเงิน ตั้งแต่ปี 1991 – 1997<sup>37</sup>

ตั้งแต่ปี 1991 จนถึง 1997 นั้นจะเห็นได้ว่า ดุลบัญชีเดินสะพัดติดลบมาโดยตลอด สะท้อนให้เห็นว่าในช่วงเวลา 6-7 ปี นั้น ประเทศไทยเสียเปรียบดุลการค้าและดุลบริการมาโดยตลอด ซึ่งบ่งชี้ว่าความสามารถของการส่งออกของประเทศไทยกำลังถดถอย ในขณะที่อัตราการนำเข้าสินค้าเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เกิดจากภาคการผลิตเพื่อส่งออกของไทยไม่ได้รับการพัฒนามากเท่าที่ควร และการนำเข้าสินค้าและบริการส่วนใหญ่ก็เป็นไปเพื่อการบริโภคที่ไม่ได้ก่อให้เกิดประโยชน์ต่อภาคการผลิต และยังเป็นคู่แข่งสำคัญกับสินค้าและบริการที่ผลิตใน

<sup>37</sup> แหล่งที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย <http://www.bot.or.th>

ประเทศอีกด้วย ข้อมูลจากกระทรวงพาณิชย์ระบุว่า สินค้านำเข้าในช่วงปี 1991-1997 มีสินค้าเชื้อเพลิงเป็นส่วนประกอบเพียง 6.75% ถึง 9.26% เท่านั้น<sup>38</sup>

ถึงแม้ดุลการชำระเงินของประเทศไทยในช่วงนั้นจะมีค่าเป็นบวกที่สะท้อนให้เห็นว่า เงินทุนสุทธิยังคงไหลเข้าประเทศ แต่เฮดจ์ฟันด์มองออกว่าการที่เงินทุนไหลเข้าประเทศและยังทำให้ดุลการชำระเงินของประเทศไทยเป็นบวกนั้นก็คือ การไหลเข้าของเงินจากบัญชีทุน (Capital Account) เป็นที่ทราบกันดีว่าเงินไหลเข้าประเทศในบัญชีทุนนั้นสืบเนื่องมาจากการเปิดเสรีบัญชีทุน และผ่อนคลายกฎระเบียบให้นำเงินเข้าออกประเทศได้สะดวกขึ้น รวมทั้งสนับสนุนให้กู้ยืมเงินทุนจากต่างประเทศเข้าปล่อยกู้ต่อผ่านทางธนาคารพาณิชย์ ที่รู้จักกันในนามของ กิจการวิเทศธนกิจ (Bangkok International Banking Facilities: BIBF) อีกทั้งการที่เงินไหลเข้าประเทศอย่างต่อเนื่องเป็นผลเนื่องมาจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของไทยสูงกว่าสหรัฐฯ จึงดึงดูดสถาบันการเงินและนักลงทุนต่างประเทศให้เข้ามาแสวงหาผลกำไรจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย



แผนภูมิที่ 3.13 แสดงส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคาร 1 วัน ของไทยและสหรัฐฯ<sup>39</sup>

ในสายตาของเฮดจ์ฟันด์แล้วนั้น การที่ส่วนต่างของดอกเบี้ยของประเทศไทยกับสหรัฐฯ มีค่าต่างกันเป็นระยะเวลานานๆ แสดงให้เห็นถึงความไม่ปกติของสถานะทาง

<sup>38</sup> โครงสร้างสินค้าเข้าของไทย ปี 2535-2540 (ม.ค.-ธ.ค.) [Online]. กระทรวงพาณิชย์: ศูนย์เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร สำนักงานปลัดกระทรวงพาณิชย์, 2541. แหล่งที่มา: [www2.ops2.moc.go.th/import/struct\\_import/report.asp](http://www2.ops2.moc.go.th/import/struct_import/report.asp) [พฤษภาคม, 2007]

<sup>39</sup> แหล่งที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย <http://www.bot.or.th>

การเงินของประเทศ ซึ่งจะสามารถวิเคราะห์ได้ว่า ประเทศไทยต้องการดึงเงินจากต่างประเทศเพื่อรักษาสถานะดุลการชำระเงินเป็นบวกเพื่อชดเชยเงินทุนที่ไหลออกที่เกิดจากการขาดดุลการค้า ซึ่งแสดงถึงสภาพเศรษฐกิจไทยที่เปราะบาง เนื่องจากมีความเสี่ยงต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจอย่างยิ่งหากเกิดการไหลออกของบัญชีทุน

การโจมตีค่าเงินบาทของเฮดจ์ฟันด์ เริ่มจากการมองเห็นจุดอ่อนในเศรษฐกิจของประเทศไทยดังกล่าว และสรุปว่าการที่ประเทศจะปรับตัวเองเข้าสู่จุดดุลยภาพทางเศรษฐกิจใหม่ จะต้องปรับอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศให้อ่อนค่าลง เพื่อสร้างรายได้เปรียบในการแข่งขันด้านราคาสินค้าส่งออก และลดแรงจูงใจในการบริโภคสินค้านำเข้าจากต่างประเทศ เฮดจ์ฟันด์จึงทำการกู้ยืมเงินบาท (Leverage) แล้วนำมาขายเพื่อเปลี่ยนเป็นเงินสกุลดอลลาร์อย่าง ต่อเนื่อง\* และทำให้สถาบันการเงินและนักลงทุนต่างประเทศที่นำเงินทุนเข้ามาในประเทศไทย จึงพากันถอนเงินลงทุนออกจากประเทศอย่างรวดเร็วเพื่อลดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทที่อาจจะถูกปรับค่า

การที่ประเทศสูญเสียเงินตราออกจากบัญชีทุนอย่างรวดเร็ว เป็นผลให้ดุลการชำระเงินของประเทศกระทบกระเทือนอย่างหนัก ทุนสำรองของประเทศถูกนำไปใช้ในการสร้างสมดุลของดุลบัญชีเดินสะพัด และเป็นที่มาของการเข้าแทรกแซงการโจมตีค่าเงินบาทของธนาคารแห่งประเทศไทย เมื่อทุนสำรองของประเทศไม่เพียงพอต่อการสร้างสมดุลของดุลการชำระเงิน ประเทศไทยจึงต้องขอความช่วยเหลือจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) และเป็นจุดเริ่มต้นของวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นของคนในประเทศเองและนักลงทุนทั่วโลก

### 3.4.3 ผลการศึกษาของ ศปร.3 และ IMF

ในตลาดซื้อขายเงินตราระหว่างประเทศนั้น เป็นที่รู้กันอยู่ว่าธนาคารมีปริมาณธุรกรรมที่สูงกว่ากองทุนเฮดจ์ฟันด์มากมายหลายเท่า ดังนั้นช่องทางหลักในการที่โจมตีค่าเงินบาทได้นั้นจึงน่าจะมาจากธนาคารพาณิชย์ ดังจะเห็นได้จาก ผลการศึกษาเพื่อชำระประวัติศาสตร์วิกฤติเศรษฐกิจปี 1997 ของคณะกรรมการเสนอแนะมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการระบบการเงินของประเทศเพื่อป้องกันการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

---

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 4 ข้อ 4.3.4.2 เรื่อง การโจมตีค่าเงินบาทของเฮดจ์ฟันด์ผ่านนายหน้าค้าเงินเมื่อปี 1997

(ศสปป.) หรือ ศปร.3 สรุปได้ว่า ความเชื่อที่ว่าเศรษฐกิจไทยประสบกับวิกฤติเกิดจากการโจมตีค่าเงินของไชรอส และกองทุนต่างๆ อาจมิใช่ความจริงทั้งหมด โดยชี้ชัดว่าธนาคารพาณิชย์เองที่เป็นต้นตอการเก็งกำไรค่าเงินจนเกิดวิกฤติ ส่วนนายจอร์จ ไชรอส และกองทุนต่างๆ เป็นเพียงแพะสำหรับเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นเท่านั้น นอกจากนี้ยังเป็นความผิดพลาดของธนาคารแห่งประเทศไทยที่ประเมินสถานการณ์ผิดพลาด โดยใช้เงินกองทุนสำรองไปเป็นจำนวนมากในการปกป้องการโจมตีค่าเงินเพื่อรักษาระบบอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ ทั้งที่ประเทศไทยมีการเปิดเสรีบัญชีทุนและรับพันธะข้อ 8 ของ IMF มาแล้วหลายปี นอกจากนี้ค่านักเก็งกำไรในความหมายที่ ธนาคารแห่งประเทศไทยเข้าใจนั้นดูมีความหมายแคบไปกว่าความเป็นจริงมาก เพราะผลการศึกษาของ ศปร. 3 พบว่าทั้งธนาคารพาณิชย์และธนาคารต่างชาติในประเทศไทยก็เข้าร่วมในการเก็งกำไรค่าเงินบาทด้วยกันทั้งนั้นมิใช่จะมีแต่เฮดจ์ฟันด์เท่านั้น

นอกจากนี้การศึกษาของ IMF ในปี 1999<sup>40</sup> ระบุว่าเฮดจ์ฟันด์ได้ทำการขายเงินบาทในตลาดล่วงหน้าเป็นปริมาณเพียง 7 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ เท่านั้น จากปริมาณการขายเงินบาทในตลาดล่วงหน้าทั้งหมด 28 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องรับซื้อไว้ (ยอด ณ สิ้นเดือนกรกฎาคม ปี 1997) โดยผู้เข้าไปเกี่ยวข้องกับสถานการณ์นี้ร้ายแรงแก้กลับไม่ใช่เฮดจ์ฟันด์ แต่เป็นบริษัทและธนาคารต่างๆ ที่อยู่ในประเทศไทยเอง ร่วมกับทั้งธนาคารพาณิชย์และธนาคารเพื่อการลงทุนในต่างประเทศ และจากการศึกษาของ IMF นี้ยังพบว่า เงินบาทเป็นค่าเงินเดียวที่เฮดจ์ฟันด์เข้าไปเกี่ยวข้อง แต่ค่าเงินเอเชียอื่น ๆ นั้นกลับพบหลักฐานเกี่ยวข้องกัเฮดจ์ฟันด์น้อยมาก ซึ่งก็ตรงกับรายงานของ Deutsche Bundesbank ปี 1999<sup>41</sup> ที่ระบุว่าจากผลการวิจัยของธนาคารเรื่องเฮดจ์ฟันด์พบว่า มีหลักฐานอย่างเด่นชัดถึงการที่เฮดจ์ฟันด์เข้าไปเกี่ยวข้องกับการโจมตีค่าเงินค่าปอนด์ในวิกฤตการณ์ EMS ในปี 1992 แต่กับเหตุการณ์ความปั่นป่วนในตลาดเงินในครั้งต่อๆ มากลับไม่พบหลักฐานที่เกี่ยวข้องกับเฮดจ์ฟันด์มากนัก โดยทั้งวิกฤตการณ์เม็กซิโก ปี 1994-1995 และเหตุการณ์การโจมตีค่าเงินในเอเชียปี 1997 รายงานกลับบ่งชี้ว่าได้พบนักลงทุนสถาบันอื่น เช่น ธนาคาร และกองทุนเพื่อการเกษียณเข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องอย่างมาก จึงกล่าวได้ว่า สถาบันการเงินโดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์รู้เห็นเป็นใจ รวมถึงการเข้าร่วมกับการโจมตีค่าเงินบาทนี้ด้วยอย่างไม่ต้องสงสัย เพราะเนื่องจากเงินบาทเป็นเงินสกุลเล็ก

<sup>40</sup> Barry Eichengreen and Donald Mathieson, "Hedge Funds: What Do We Really Know?," *IMF Economic Issues*, 19 (September, 1999)

<sup>41</sup> "Hedge Funds and their Role in the Financial Market," *Deutsche Bundesbank Monthly Report* (1999)



เฮดจ์ฟันด์จึงไม่มีโอกาสครอบครองได้ในปริมาณสูง จึงทำให้การโจมตีค่าเงินจากเฮดจ์ฟันด์จึงกระทำไม่ได้ไม่ถนัดนัก ในขณะที่ธนาคารพาณิชย์ซึ่งเป็นผู้ที่สามารถเข้าถึงเงินบาทง่ายกว่าทั้งการกู้ยืมมาและการทุ่มขายในตลาด จึงหลีกเลี่ยงข้อกล่าวหานี้ได้ยาก

แต่ก็คงต้องยอมรับว่า กองทุนเฮดจ์ฟันด์นั้นก็มีส่วนอยู่บ้างในการสร้างความผันผวนด้านเงินตราในเอเชียด้วยเช่นกัน เนื่องจากกองทุนเฮดจ์ฟันด์สนใจการทำกำไรแบบ Absolute Return มากกว่าแบบ Relative Return กองทุนเหล่านี้จึงมักจะมีบทบาทอย่างแข็งขันในการเป็นตัวเร่ง (Catalyst) ให้เกิดความเปลี่ยนแปลงของสถานะที่ไร้เสถียรภาพ และผลของการกระทำของเฮดจ์ฟันด์มีผลผลักดันให้ระบบเข้าสู่สมดุลใหม่โดยเร็ว ถ้าหากการเปลี่ยนแปลงเป็นไปอย่างที่รัฐบาลเจ้าของสกุลเงินที่ถูกโจมตีไม่เป็นที่พึงปรารถนา เฮดจ์ฟันด์ก็มักจะเป็นแพะของความล้มเหลวในการบริหารประเทศของบรรดานักการเมืองทั้งหลาย

ดังนั้น หากพิจารณาให้ดี จะเห็นว่าการที่กองทุนควอนตัมฟันด์ ของจอร์จ โซรอส ได้เริ่มขายเงินบาท (Sell Short) ในเดือนมกราคม 1997 จนทำให้เฮดจ์ฟันด์ถูกมองว่าเป็นตัวการสำคัญที่ทำให้เกิดวิกฤตินั้น เท่ากับเป็นการส่งสัญญาณเตือนว่าเงินบาทมีค่าแข็งเกินไป ถ้าหากผู้ดูแลทางการเงินของไทยตอบสนองค่าเตือนนี้ เจ้าหน้าที่ของไทยก็น่าจะปรับตัวได้เร็วกว่านี้ ความเจ็บปวดของประชาชนคนไทยก็จะไม่รุนแรงอย่างที่เป็นอย่างที่เป็นอยู่ แต่ที่เกิดขึ้น คือ ผู้ดูแลทางการเงินของไทยขาดการยอมรับความจริงถึงสภาพที่เป็นจึงพยายามต่อต้าน ดังนั้น เมื่อถึงจุดแตกหักจึงเกิดผลเสียหายที่ใหญ่โต

#### 3.4.4 ผลกระทบต่อเอเชียในทัศนะของเฮดจ์ฟันด์<sup>42</sup>

วิกฤติทางการเงินซึ่งเริ่มเกิดขึ้นที่ประเทศไทยในปี 1997 เป็นเรื่องที่น่าหวาดหวั่นด้วยขอบเขตความรุนแรงและผลกระทบต่อเนื่องเป็นลูกโซ่ กลุ่มผู้บริหารกองทุนเฮดจ์ฟันด์ Soros Fund Management เช่นเดียวกับกลุ่มอื่นๆ ต่างมองเห็นแนวโน้มว่าจะวิกฤติระลอกนี้ อยู่ แต่ขอบเขตของการเคลื่อนไหว เป็นเรื่องที่เกิดความคาดหมายของทุกคน

สาเหตุที่ใกล้ที่สุดของปัญหาวิกฤติเอเชียคือ การที่ประเทศเอเชียผูกพันค่าเงินของตนกับเหรียญสหรัฐฯ สภาพที่ดูเหมือนมั่นคงของเงินสกุลดอลลาร์ กระตุ้นให้ธนาคาร

<sup>42</sup> วิทยากร เชียงกูล, วิจารณ์เรื่อง “วิกฤติระบบทุนนิยมโลก (สังคมเปิดกำลังจะสูญพันธุ์)... ทัศนะของจอร์จ โซรอส,” โดย George Soros, “The Crisis of Global Capitalism: Open Society Endangered,” (สำนักพิมพ์มิ่งมิตร, 2542)

และธุรกิจเงินในเอเชียกู้เงินเป็นดอลลาร์ และแลกเปลี่ยนเงินสกุลตนโดยไม่ได้ประกันความเสี่ยง (จากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน) แล้วธนาคารก็เอาเงินนั้นไปให้กู้ยืมต่อ หรือลงทุนในโครงการต่างๆ ในประเทศของตน โดยเฉพาะอย่างยิ่งด้านธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ การทำเช่นนี้เป็นการหาทำกำไรที่ไม่เสี่ยง ตราบใดที่อัตราแลกเปลี่ยนของเงินสกุลท้องถิ่นกับดอลลาร์ยังคงที่อยู่

แต่การดำเนินธุรกิจในลักษณะนี้ได้รับความกดดัน ส่วนหนึ่งจากการที่เงินคงค้างเงินหยวนไว้ต่ำเกินไปในปี 1996 และส่วนหนึ่งมาจากการที่ค่าเงินเหรียญสหรัฐได้เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับสกุลเงินเยนของญี่ปุ่น ทำให้สินค้านำเข้ามีราคาถูกลง ดุลการค้าของประเทศที่ผูกติดค่าเงินไว้กับดอลลาร์จึงติดลบมากขึ้นตามลำดับ โดยการขาดดุลการค้าถูกชดเชยได้ในตอนแรกจากการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ

การที่เราเห็นได้ชัดตั้งแต่เดือนมกราคม ปี 1997 ว่าสถานการณ์การเป็นหนี้และขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมากเกินไปของเอเชียไม่สามารถจะคงอยู่ได้อีกต่อไป ก็แสดงว่าผู้ลงทุนในตลาดการเงินอื่นก็ต้องเห็นภาพดังกล่าวเช่นเดียวกัน แต่วิกฤติที่ไม่ได้เกิดขึ้นจนกระทั่งเดือนกรกฎาคม ปี 1997 เมื่อรัฐบาลไทยประกาศเลิกนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราแบบคงที่ที่เปลี่ยนมาเป็นนโยบายให้ค่าเงินบาทลอยตัว ในความเห็นของผู้บริหารกองทุนบ่งชี้ว่าการที่วิกฤติในเอเชียเกิดขึ้นช้ากว่าที่คาดไว้ เป็นเพราะธนาคารกลางของประเทศเหล่านั้นพยายามพยุงค่าเงินของตนเนิ่นนานเกินไป และธนาคารระหว่างประเทศก็ยังคงปล่อยกู้ยืม ทั้งที่ธนาคารเหล่านั้นน่าจะรู้ถึงสถานการณ์ที่จะเกิดขึ้นต่อไปได้อยู่แล้ว ดังนั้น พฤติกรรมในการถ่วงเวลา (ที่ควรจะต้องลดค่าเงิน) ของธนาคารกลางในเอเชีย จึงยังทำให้วิกฤติที่มีความรุนแรงยิ่งขึ้น จากไทยขยายตัวอย่างรวดเร็วไปยังมาเลเซีย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ เกาหลีใต้ และประเทศอื่นๆ

อย่างไรก็ตาม ประเด็นที่น่าพิจารณาประเด็นหนึ่งก็คือ วิกฤติที่เริ่มจากประเทศหนึ่งสามารถลุกลามไปสู่ประเทศต่างๆ นอกภูมิภาคเอเชียที่อยู่ห่างออกไป ทั้งรัสเซีย และลาตินอเมริกาได้อย่างไร จึงน่าจะวิเคราะห์ว่าประเทศเหล่านี้มีลักษณะร่วมกันอย่างไร จึงได้เผชิญวิกฤติคล้ายกัน นักวิจารณ์บางคนได้ให้เหตุผลว่า จากประเทศเหล่านี้ล้วนพัฒนากฎหมายแบบบิดเบือนที่ไม่มีคุณภาพพอ การกล่าวอ้างว่าลักษณะของกฎหมายแบบเอเชียทำให้เกิดวิกฤติขึ้นนั้น ไม่ได้ให้ภาพที่แท้จริงทั้งหมด มิเช่นนั้นแล้ววิกฤติที่มีจุดเริ่มต้นในเอเชียก็คงจะไม่มีผลกระทบต่อตลาดการเงิน และเศรษฐกิจของยุโรปตะวันตก และสหรัฐไปได้ ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า วิกฤติเอเชียจึงเป็นวิกฤติของระบบทุนนิยมโลก ที่มีสาเหตุจากความไร้เสถียรภาพของระบบการเงินของโลกนั่นเอง

### 3.4.5 การวิเคราะห์ระบบการเงินและอัตราแลกเปลี่ยนของไทยด้วย ปรัชญาวิภาษวิธี

ในกรณีปัญหาของไทยนั้น เกิดจากการดำเนินไปด้วยความขัดแย้งภายในระบบการเงิน เนื่องจากขณะนั้นประเทศไทยเปิดเสรีทางการเงินโดยอนุญาตให้มีการเคลื่อนย้ายทุนเข้าออกประเทศอย่างเสรี แต่กลับใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบคงที่ (Fixed Exchange Rate) ซึ่งมีได้ขึ้นกับอุปสงค์ และอุปทานของเงิน หรือ แม้แต่อัตราเงินเฟ้อที่เปลี่ยนแปลงไปในแต่ละปี การคงระบบค่าเงินดังกล่าว จึงเป็นสิ่งขัดแย้งกับการเปิดเสรีทางการเงินที่ทุกอย่างต้องเป็นไปตามกลไกตลาด การดำเนินนโยบายในลักษณะนี้ ย่อมสร้างความไร้เสถียรภาพต่อระบบการเงินระยะยาว และด้วยการพัฒนาไปของสภาพแวดล้อมในด้านต่างๆ (ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว) ที่ผลักดันให้เกิดการเคลื่อนย้ายทุนอย่างรุนแรงและรวดเร็ว ระบบจึงเดินมาถึงขีดจำกัด การเปลี่ยนแปลงเป็นสิ่งที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ แม้ภาครัฐของไทยจะพยายามต้านทานก็ตาม ทำให้การเปลี่ยนแปลงเข้าสู่สมดุลใหม่(ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว) กลายเป็นลักษณะที่รุนแรง เป็นการเปลี่ยนระบบแบบพลิกหน้ามือเป็นหลังมือ

ในทัศนะของผู้วิจัย เฮดจ์ฟันด์โดยเฉพาะ Global Macro Fund จึงเป็นเพียงผู้เล่นที่คอยเลือกกว่าบนความขัดแย้งแบบ Dialectic นี้ เขาจะอยู่ข้างใด โดยการวิเคราะห์หาจุด Momentum แล้วกระโจนสู่โอกาสนั้นอย่างสุดตัว พร้อมวงเงินเดิมพันนับหมื่นล้านเหรียญ ซึ่งตัวเงินเดิมพันที่สูงนี้เองที่ทำให้คนจำนวนมากเข้าใจผิดได้ว่า เฮดจ์ฟันด์เหล่านี้เป็นผู้สร้างสถานการณ์ แต่หากพิจารณาด้วยเหตุด้วยผลอย่างถี่ถ้วน จะเห็นว่า กฎเกณฑ์ของไทยเองต่างหากที่ไม่มีความเหมาะสมกับยุคสมัย จนนำมาซึ่งความขัดแย้งภายในระบบการเงิน ซึ่งเป็นมูลเหตุของความเสียหาย

ผู้เขียนเชื่อว่าไม่มีระบบการเงินใดที่สมบูรณ์แบบที่สุด ระบบการเงินใดๆ จะใช้ได้ในช่วงเวลาหนึ่งเท่านั้น ดังนั้น ในยุคโลกาภิวัตน์ที่ไทยตอบรับการเป็นสังคมแบบทุนนิยมเสรีอย่างเต็มตัว การสร้างสมดุลภายในที่มีความแตกต่างจากสมดุลภายนอกจึงเป็นสิ่งที่ไม่สามารถดำรงอยู่ได้ ดังนั้น ประเทศไทยจึงต้องพยายามปรับตัวอยู่ตลอดเวลาให้สอดคล้องกับระบบทุนนิยมโลกที่ครอบงำไทยอยู่ เนื่องด้วยหากเกิดความแตกต่างขึ้นเมื่อใด ก็จะทำให้เกิดความขัดแย้งขึ้นมาในระบบ และระบบเองก็จะดำเนินเข้าสู่การเปลี่ยนแปลงตามแบบ Dialectic ในที่สุด ด้วยเหตุดังกล่าวภาครัฐในฐานะผู้ดูแลระบบจึงจำเป็นต้องตื่นตัวต่อการเปลี่ยนแปลง และปรับบทบาทในการบริหารประเทศในเชิงรุกให้ทันต่อสถานการณ์โลก เพื่อหลีกเลี่ยงการตกอยู่ในวิกฤตการณ์เช่นที่ผ่านมา

## บทที่ 4

### กลไกการทำงานของเฮดจ์ฟันด์

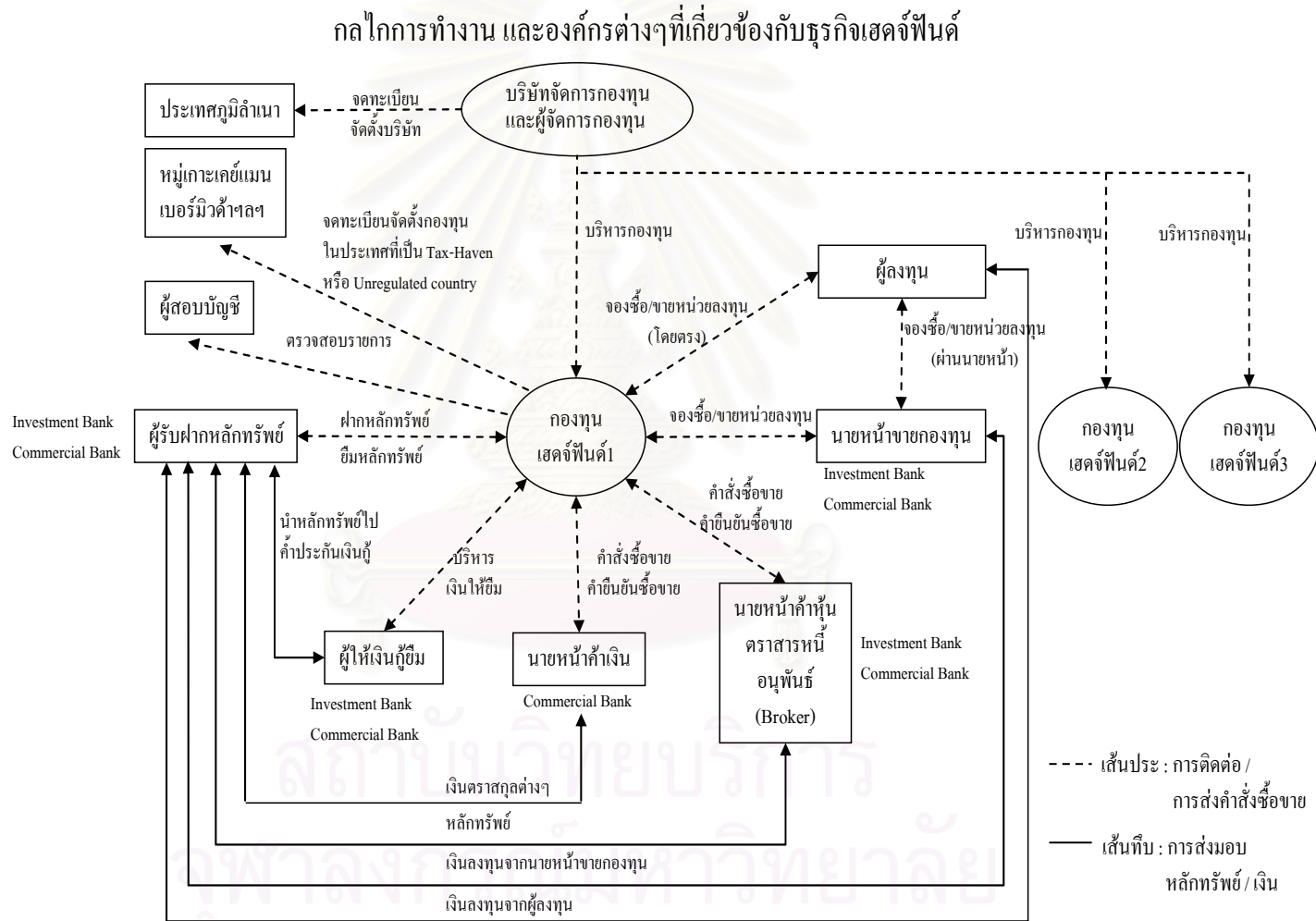
จากการที่เฮดจ์ฟันด์เป็นกองทุนที่มีลักษณะพิเศษที่มีจุดประสงค์เพื่อเพิ่มโอกาสในการสร้างผลกำไรที่ได้กล่าวไว้แล้วในบทก่อนๆ ในด้านกลไกการทำงานของเฮดจ์ฟันด์จึงจำเป็นต้องมีปฏิสัมพันธ์กับสถาบันการเงินอื่นๆ เป็นจำนวนมากเพื่อให้การดำเนินงานบรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าว เนื่องจากงานที่เกี่ยวข้องหรือเกี่ยวเนื่องกับธุรกิจของเฮดจ์ฟันด์ มีขอบข่ายที่กว้างขวาง ดังนั้นการ Out-Sourcing งานในด้านต่างๆ ที่นอกเหนือจากการตัดสินใจด้านการลงทุนจึงเป็นสิ่งสำคัญที่จะทำให้องค์กรมีขนาดเล็กมีความคล่องตัวในการดำเนินธุรกิจโดยยังสามารถรักษาประสิทธิภาพการทำงานที่สูงไว้ได้

ดังนั้น สถาบันการเงินต่างๆ ที่เกี่ยวข้องจึงเปรียบเสมือนหัวใจสำคัญต่อธุรกิจนี้อย่างมาก กลไกการทำงานของเฮดจ์ฟันด์จะไม่สามารถดำเนินการได้อย่างมีคุณภาพหากขาดซึ่งสถาบันการเงินที่มีบทบาทเป็นตัวช่วยสำคัญของเฮดจ์ฟันด์ โดยบริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์จะทำการ Out-Sourcing งานในด้านต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการขายกองทุน งานทะเบียนกองทุน การชำระราคา การเก็บรักษาทรัพย์สิน หรือ แม้แต่งานปฏิบัติการกองทุน (Fund Administration) ให้กับสถาบันการเงินต่างๆ โดยจะคงไว้แต่งานการตัดสินใจด้านการลงทุนเท่านั้น

ในขณะที่เฮดจ์ฟันด์เป็นธุรกิจที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง ธุรกิจการเงินโดยทั่วไปกลับอยู่ในสภาพที่มีการแข่งขันอย่างรุนแรงและผลกำไรอยู่ในภาวะถดถอย ทำให้ธนาคารจำนวนมากจึงมุ่งขยายฐานธุรกิจเพื่อรักษาอัตรากำไรขององค์กรดังเช่นการเข้ามายังธุรกิจการให้บริการต่อเฮดจ์ฟันด์ โดยทำการพัฒนาธุรกิจต่างๆ เพื่อมารองรับความต้องการดังกล่าว ยิ่งเฮดจ์ฟันด์มีการพัฒนากลยุทธ์การลงทุนที่ซับซ้อนหลากหลายเท่าใด ธนาคารแต่ละแห่งที่เคยมีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านก็ยิ่งพยายามพัฒนาขยายขอบเขตการให้บริการให้ครอบคลุมความต้องการของเฮดจ์ฟันด์เพิ่มขึ้นเท่านั้น ทำให้สถาบันการเงินจึงกลายเป็นกลไกที่สำคัญอย่างยิ่งต่อธุรกิจเฮดจ์ฟันด์

กลไกการทำงานและองค์กรต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เป็นไปตามแผนภูมิดังต่อไปนี้

แผนภูมิที่ 4.1 แสดง กลไกการทำงานและองค์การต่างๆที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์





## สถาบันการเงินที่มีบทบาทสำคัญต่อธุรกิจเฮดจ์ฟันด์

ในการดำเนินกิจกรรมต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการระดมเงินทุน การกู้เงิน และการลงทุน เฮดจ์ฟันด์ได้ใช้บริการของสถาบันการเงิน 2 ประเภท ดังนี้

### ก. ธนาคารเพื่อการพาณิชย์ (Commercial Bank)<sup>1</sup>

ธนาคารเพื่อการพาณิชย์ มีบริการหลักด้านการเงิน อันได้แก่ ก. การระดมเงินทุนในรูปแบบของ การรับฝากเงิน (ทั้งที่เป็นเงินกระแสรายวัน เงินฝากออมทรัพย์ และเงินฝากประจำ) ข. ให้กู้ยืมเงินกับบุคคลรายย่อย และนิติบุคคลภาครัฐและเอกชน ค. ให้บริการเกี่ยวกับธุรกรรมซื้อขายเงินตราต่างประเทศ ง. ให้บริการเกี่ยวกับธุรกรรมอนุพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน

นอกเหนือไปจากธุรกิจหลักของธนาคารฯ ดังกล่าวแล้วนั้น ธนาคารเพื่อการพาณิชย์ทำธุรกิจประเภทอื่นๆ ด้วย ที่เรียกกันว่า ธุรกิจที่ไม่ใช่ดอกเบี้ยอาทิเช่น เป็นผู้รับฝากทรัพย์สิน ธุรกิจบัตรเครดิต ธุรกิจนายหน้าผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ได้แก่ ซื้อขายกองทุน ซื้อขายตราสารหนี้ ซื้อขายเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น

### ข. ธนาคารเพื่อการลงทุน (Investment Bank)<sup>2</sup>

ธนาคารเพื่อการลงทุนหมายถึง ธนาคารที่ให้บริการแก่องค์กรอื่นๆ เช่น บริษัทเอกชน รัฐบาล กองทุนต่างๆ หรือแม้แต่ธนาคารเพื่อการพาณิชย์ ในการหาแหล่งเงินทุนและระดมเงินทุนในรูปแบบต่างๆ ตัวอย่างงานให้บริการเช่น การเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายตราสารหนี้ ตราสารทุน หรือ หน่วยลงทุน ให้กับองค์กรเหล่านั้น นอกจากนี้ ธนาคารเพื่อการลงทุนยังประกอบธุรกิจด้านการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์, การรับฝากหลักทรัพย์, การให้กู้ยืมเงินมาร์จิ้น\* รวมไปถึงการเป็นที่ปรึกษาให้กับธุรกิจอื่นๆ ในการควบรวมกิจการ

<sup>1</sup> Commercial Bank [Online], Wikipedia: The free encyclopedia, แหล่งที่มา: [http://en.wikipedia.org/wiki/Commercial\\_bank](http://en.wikipedia.org/wiki/Commercial_bank) [พฤษภาคม, 2550]

<sup>2</sup> Investment Banking [Online], Wikipedia: The free encyclopedia, แหล่งที่มา: [http://en.wikipedia.org/wiki/Investment\\_bank](http://en.wikipedia.org/wiki/Investment_bank) [พฤษภาคม, 2550]

\* เงินกู้ยืมมาร์จิ้น หมายถึง เงินกู้ที่เฮดจ์ฟันด์กู้ยืมเพื่อนำเงินไปวางเป็นหลักประกันเพิ่มเติมในหลักทรัพย์ที่ถูกวางเป็นหลักประกัน กรณีที่หลักทรัพย์นั้นมีมูลค่าลดลง

ในอดีตเส้นแบ่งแยกระหว่างธุรกิจธนาคารเพื่อการพาณิชย์และธนาคารเพื่อการลงทุนค่อนข้างมีความชัดเจนกว่าในปัจจุบัน กล่าวคือ ธนาคารเพื่อการพาณิชย์จะทำธุรกิจโดยการรับฝากเงินจากผู้ออมรายย่อย โดยนำไปปล่อยกู้ให้กับบุคคลและภาคธุรกิจเป็นหลัก ในขณะที่ธนาคารเพื่อการลงทุนจะทำธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนโดยมีลูกค้าหลักคือ นักลงทุนสถาบันและบริษัทขนาดใหญ่ แต่ปัจจุบันขอบเขตของธุรกิจที่ธนาคารเพื่อการพาณิชย์ และธนาคารเพื่อการลงทุนให้บริการมีความทับซ้อนกันมากยิ่งขึ้น เนื่องจากธนาคารเพื่อการพาณิชย์ได้ก้าวเข้าสู่การเป็น Universal Banking โดยเข้ามาทำธุรกิจให้บริการที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนแข่งขันกับธนาคารเพื่อการลงทุน จึงมีผลให้ความชัดเจนของเส้นแบ่งธุรกิจของธนาคารทั้งสองประเภทจางลง

ธุรกิจของเฮดจ์ฟันด์ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนจึงต้องพึงพิงธนาคารทั้ง 2 ประเภทนี้เป็นอย่างมาก โดยสามารถจำแนกลักษณะการให้บริการ และธนาคารที่ให้บริการได้ตามตารางข้างล่างนี้

บริการที่เฮดจ์ฟันด์ได้รับ	ธนาคารเพื่อการพาณิชย์	ธนาคารเพื่อการลงทุน
นายหน้าขายกองทุน	✓	✓
นายหน้าค้าหุ้นและอนุพันธ์	----	✓
นายหน้าค้าตราสารหนี้และอนุพันธ์	✓	✓
นายหน้าค้าเงินและอนุพันธ์	✓	----
ผู้ให้กู้ยืมเงิน	✓	✓
ผู้รับฝากหลักทรัพย์	✓	✓

ตารางที่ 4.1 แสดงบริการที่ธนาคารเพื่อการพาณิชย์และธนาคารเพื่อการลงทุนที่เสนอให้เฮดจ์ฟันด์

จะเห็นได้ว่า ทั้งธนาคารเพื่อการพาณิชย์และธนาคารเพื่อการลงทุนล้วนเป็นธุรกิจที่มีความจำเป็นต่อการดำเนินกิจการของเฮดจ์ฟันด์อย่างยิ่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสภาวะการณ์ปัจจุบันที่เฮดจ์ฟันด์มีการพัฒนากลยุทธ์การลงทุนที่ซับซ้อนหลากหลายมากยิ่งขึ้นในโลกการเงิน ธนาคารแต่ละแห่งที่เคยมีความชำนาญเฉพาะด้านแตกต่างกันไป ต่างก็พยายาม

พัฒนาขยายขอบเขตการให้บริการให้ครอบคลุมความต้องการของเฮดจ์ฟันด์แบบครบวงจรนี้ได้  
ก่อนกำเนิดธุรกิจ Prime Broker \* ขึ้นตามมา

#### 4.1 การจัดตั้งบริษัทจัดการกองทุน และกองทุนเฮดจ์ฟันด์

บริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ และกองทุนเฮดจ์ฟันด์ใหม่นั้นโดยส่วนใหญ่มักถือ  
กำเนิดโดยผู้จัดการกองทุนรวม, ผู้ค้าเงิน หรือ ผู้ค้าหลักทรัพย์ ที่มีความสามารถโดดเด่นในการ  
สร้างผลกำไรจากการลงทุนที่ตนเองมีความเชี่ยวชาญ ดังนั้น บริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ส่วน  
ใหญ่จึงเริ่มต้นจากกลุ่มคนทำงานจำนวนน้อยมากรวมตัวกัน ทั้งบริษัทอาจมีพนักงานไม่เกิน 10  
คน โดยมีผู้จัดการกองทุนเป็นแกนนำสำคัญ แต่ด้วยขอบข่ายงานของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ กว้างขวาง  
อย่างมากคล้ายคลึงธุรกิจจัดการกองทุนทั่วไปตามที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น ลำพังเพียงกลุ่มคน  
เล็กๆจึงไม่สามารถจัดการงานต่างๆของกองทุนได้ทั้งหมด ทำให้สถาบันการเงินจึงต้องเข้ามาเล่น  
บทบาทเป็นตัวช่วยของเฮดจ์ฟันด์

ในการดำเนินการจัดตั้งธุรกิจทุนเฮดจ์ฟันด์นั้น สถาบันการเงินจะเข้ามาทำหน้าที่  
ที่ปรึกษาและช่วยดำเนินการจัดตั้ง เนื่องจากผู้บริหารกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่จัดตั้งใหม่(ที่มาจาก  
ผู้จัดการกองทุนรวม ผู้ค้าเงิน ผู้ค้าหลักทรัพย์) อาจไม่มีประสบการณ์โดยตรงในเรื่องดังกล่าว  
โครงสร้างการจัดตั้งมักอยู่ในลักษณะการแยกการจัดตั้งบริษัทจัดการกองทุนและกองทุนเฮดจ์ฟันด์  
ออกจากกันเป็นคนละนิติบุคคล ซึ่งบริษัทจัดการกองทุนโดยมากจะจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทกับ  
ทางการในประเทศที่เป็นภูมิลำเนาตั้งเดิมของผู้ก่อตั้ง ตัวอย่างเช่น บริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์  
ที่มีผู้ก่อตั้งบริษัทเป็นชาวสหรัฐฯ ก็อาจจะขออนุญาตจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทกับทางการของ  
สหรัฐฯ แต่กองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่ถูกจัดตั้งขึ้นจะถูกนำไปจดทะเบียนนอกประเทศสหรัฐฯ เพื่อความ  
สะดวกในการบริหารจัดการเนื่องจากวิธีการดำเนินการดังกล่าวจะช่วยให้กองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่จัดตั้ง  
ขึ้นไม่อยู่ในขอบเขตของกฎหมายต่างๆ ที่ทางการของสหรัฐฯ ได้ออกมาเพื่อควบคุมการดำเนินงาน  
ของกองทุน รวมถึงจะช่วยในด้านผลประโยชน์ทางภาษี

ในประเทศที่มีความเจริญก้าวหน้าในด้านตลาดการเงินและการลงทุน เช่น  
ประเทศสหรัฐฯ กฎระเบียบที่ออกมาจะมีความรอบคอบและรัดกุมมาก เพื่อปกป้องผลประโยชน์  
ของผู้ลงทุน โดยให้อำนาจกับองค์กรที่กำกับดูแลการลงทุนอันได้แก่ สำนักงานกำกับหลักทรัพย์  
และตลาดหลักทรัพย์ หรือเรียกสั้นๆ ว่าสำนักงาน ก.ล.ต. (United States Securities and

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 4 ข้อ 4.5 เรื่อง ธุรกิจ Prime Brokerage

Exchange Commission) ซึ่งมีบทบาทหน้าที่เป็นผู้ดูแลกำกับการลงทุนให้เป็นที่ไปตามกฎหมาย  
 ใดๆก็ตามกฎระเบียบเหล่านี้กลับกลายเป็นอุปสรรคต่อการดำเนินกลยุทธ์การลงทุนของเฮดจ์  
 ฟันด์ ทำให้ไม่สามารถหาผลตอบแทนให้เป็นที่ไปตามเป้าหมาย

ตัวอย่างของกฎระเบียบที่เกี่ยวกับการลงทุนและการกำกับดูแลที่เป็นอุปสรรคต่อ  
 เฮดจ์ฟันด์ได้แก่

- สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐฯ (US SEC) จะมีอำนาจเข้าตรวจสอบ  
 การลงทุนของกองทุนที่จดทะเบียนในประเทศได้ทุกกองทุน และมี  
 อำนาจในการกำหนดบทลงโทษหากพบว่ามีกรกระทำผิด หรือขัดต่อ  
 กฎเกณฑ์การลงทุนที่วางไว้
- การลงทุนในหลักทรัพย์ จะถูกกำหนดให้ลงทุนได้อย่างจำกัดตามกฎหมาย  
 ของ US SEC เช่น มีข้อจำกัดถูกควบคุมสัดส่วนการถือครอง  
 หลักทรัพย์, การทำ Short Sell หรือ ควบคุมปริมาณการทำกู้ยืมเพื่อ  
 การลงทุน (Leverage)
- การจดทะเบียนกองทุนในประเทศจะต้องเสียภาษีเงินได้ที่ได้จาก  
 ดอกเบี้ยหรือภาษีจากกำไรที่เกิดจากการลงทุน ซึ่งหากกองทุนนั้นไป  
 จดทะเบียนนอกประเทศก็จะไม่เข้าข่ายต้องเสียภาษีเหล่านั้น

ประเทศที่จัดว่าเป็น Tax Haven หรือ Unregulated Countries ซึ่งเฮดจ์ฟันด์  
 มักจะไปจดทะเบียนจัดตั้งกองทุนได้แก่ ประเทศแถบหมู่เกาะเคย์แมน, เบอร์มิวด้า, บาฮาม่า  
 และบริติช เวอร์จิน อย่างไรก็ตามการจดทะเบียนกองทุนเฮดจ์ฟันด์ในต่างประเทศในบางกรณีอาจ  
 มีข้อจำกัดหากนำกองทุนไปเสนอขายกับนักลงทุนในบางประเทศ ตัวอย่างเช่นประเทศสหรัฐฯ มี  
 กฎหมายห้ามไม่ให้กองทุนที่จดทะเบียนนอกประเทศสหรัฐฯทำการโฆษณากองทุน และกำหนด  
 ปริมาณมูลค่าทรัพย์สินส่วนตัวสุทธิขั้นต่ำของนักลงทุนต้องไม่ต่ำกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพื่อ  
 ปกป้องนักลงทุนรายย่อย (Retailer) ไม่ให้ลงทุนในกองทุนที่ไม่ได้อยู่ในการควบคุมของทางการ

สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐฯถือว่าในทางกฎหมาย บริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์  
 ฟันด์ และผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ อยู่ในฐานะเป็นผู้ให้บริการแก่กองทุนเฮดจ์ฟันด์ ดังนั้น  
 แม้ว่าตัวกองทุนจะจดทะเบียนนอกประเทศสหรัฐฯก็ตาม แต่ผู้จัดการกองทุนเหล่านี้ในฐานะที่  
 บริการการลงทุนก็ประกอบวิชาชีพก็อยู่ในสหรัฐฯ US SEC จึงมีแนวคิดที่จะหาหนทางในการ  
 ควบคุมกองทุนเฮดจ์ฟันด์เหล่านี้ผ่านการขึ้นทะเบียนบริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ และผู้จัดการ

กองทุน อย่างไรก็ตาม ความพยายามดังกล่าวยังไม่ประสบผลสำเร็จ\* ดังนั้น เฮดจ์ฟันด์ในปัจจุบันจึงสามารถคงโครงสร้างและสถานะการจดทะเบียนได้ดั้งเดิมไม่แตกต่างกับเมื่อหลายสิบปีที่ผ่านมา ซึ่งเป็นสิ่งที่แสดงให้เห็นถึงความเข้มแข็งของการปฏิสัมพันธ์ของกองทุนต่อกลุ่มอำนาจที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างส่วนบนของสหรัฐฯ\*\*

## 4.2 การระดมเงินลงทุนจากผู้ลงทุน

การระดมเงินลงทุนสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ช่องทางด้วยกัน ได้แก่

### 4.2.1 การระดมเงินลงทุนโดยตรงของเฮดจ์ฟันด์

โดยกลุ่มผู้ลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ อาจแบ่งออกได้ดังนี้

- ผู้ลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) หมายถึง ผู้ลงทุนที่เป็นนิติบุคคลอันได้แก่ ธนาคารพาณิชย์, ธนาคารเพื่อการลงทุน, บริษัทเงินทุน, บริษัทหลักทรัพย์, บริษัทประกันภัย, บริษัทประกันชีวิต, ส่วนราชการ, กองทุนของรัฐ, ธนาคารกลาง, สถาบันการเงินระหว่างประเทศ, กองทุนบำเหน็จบำนาญ, กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ, และกองทุนรวม
- ผู้ลงทุนส่วนบุคคล หรือ ผู้ลงทุนรายย่อย (Retailers) การลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ของผู้ลงทุนรายย่อยนี้มักจะถูกทางการของแต่ละประเทศควบคุมไว้ ตัวอย่างเช่น ในสหรัฐฯ US SEC ได้แยกนักลงทุนประเภทนี้ออกเป็น 2 กลุ่ม โดยใช้ปริมาณทรัพย์สินสุทธิของผู้ลงทุนเป็นตัวกำหนด ซึ่งผู้ลงทุนรายย่อยที่จะลงทุนในกองทุนเฮดจ์ฟันด์จะต้องมีทรัพย์สินสุทธิไม่น้อยกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ส่วนผู้ลงทุนรายย่อยที่มีทรัพย์สินสุทธิน้อยกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ไม่สามารถลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ได้ ทั้งนี้เนื่องจาก US SEC เห็นว่าผู้ลงทุนรายย่อยผู้มีฐานะน่าจะเป็นผู้มีความรู้ความเข้าใจในการลงทุนและสามารถปกป้องการลงทุนของตนเองได้

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 7 เรื่องการกำกับดูแลธุรกิจเฮดจ์ฟันด์

\*\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 5 เรื่องเฮดจ์ฟันด์กับการเมืองสหรัฐฯ



#### 4.2.2 การระดมเงินทุนผ่านนายหน้าขายกองทุน

โดยเป็นการขายกองทุนผ่านธนาคารพาณิชย์หรือธนาคารเพื่อการลงทุน ทั้งนี้การประกอบธุรกิจนายหน้าขายกองทุนเฮดจ์ฟันด์จะประกอบด้วยหน้าที่ต่างๆ ดังต่อไปนี้

ก) ให้บริการเปิดบัญชีซื้อและขายหน่วยลงทุนกับผู้ลงทุน ข) กำหนดราคาซื้อขายหน่วยลงทุนประจำวัน หรือประจำเดือน ค) เป็นคนกลางระหว่างผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์และผู้ลงทุน ง) จัดระบบงานการซื้อ หรือ ขายคืนหน่วยลงทุนให้กองทุนเฮดจ์ฟันด์ ช่วยให้ผู้ลงทุนเกิดความมั่นใจ และควบคุมดูแลหากหน่วยลงทุนนั้นมีการกำหนดช่วงระยะห้ามไถ่ถอนเงินลงทุน (Lock Up Period) จ) เปิดเผยให้ผู้ลงทุนทราบถึงรายละเอียด และข้อจำกัดในการลงทุนในกองทุนเฮดจ์ฟันด์ ฉ) นำเงินค่าจองซื้อหน่วยลงทุนเข้าบัญชีของกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่ฝากไว้กับผู้เก็บรักษาหลักทรัพย์

#### 4.3 การทำธุรกรรมเพื่อการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์

โดยทั่วไปการซื้อขายหลักทรัพย์หรือการทำธุรกรรมการลงทุนของกองทุนเฮดจ์ฟันด์คล้ายคลึงกับกองทุนอื่นโดยทั่วไปแต่จะแตกต่างกันตรงที่กองทุนเฮดจ์ฟันด์สามารถกู้ยืมเงินเพื่อการเก็งกำไร (Leverage) และทำการขายชอร์ต (Short Sell) ได้อย่างไม่จำกัด

การลงทุนของเฮดจ์ฟันด์เริ่มจาก ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ส่งคำสั่งซื้อขาย ไปยังนายหน้าที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นั้นๆ ตัวอย่างเช่น หากเฮดจ์ฟันด์ในสหรัฐฯ ต้องการซื้อ ขาย หุ้นของประเทศไทย ก็มักจะส่งคำสั่งผ่านนายหน้าค้าหุ้นในนิวยอร์กที่มีความสามารถในการซื้อขายหุ้นในเอเชียซึ่งมีเปิดบริการอยู่มากมาย นายหน้าเหล่านั้นจะมีสัญญาคู่ค้ากับนายหน้าในประเทศไทย เช่น บริษัท มอร์แกน สแตนเลย์ (Morgan Stanley) กับ บริษัทหลักทรัพย์ บัวหลวง หรือ บริษัทโกลด์แมน แซค (Goldman Sach) กับ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ เป็นต้นทำให้สถาบันการเงินต่างประเทศเหล่านั้นไม่จำเป็นต้องมาเปิดสาขาในประเทศไทยโดยตรง

เมื่อได้มีการซื้อหลักทรัพย์ในตลาดไทยแล้ว นายหน้าค้าหลักทรัพย์ไทยจะแจ้งผลการซื้อขายให้นายหน้าค้าหลักทรัพย์ในนิวยอร์ก และนายหน้าค้าหลักทรัพย์ในนิวยอร์กจะแจ้งผลการซื้อให้ผู้จัดการกองทุนทราบอีกทีหนึ่ง โดยการติดต่อทั้งหมดจะทำผ่านระบบโทรศัพท์และระบบคอมพิวเตอร์ออนไลน์

ในด้านการชำระราคาเฮดจ์ฟันด์จะส่งคำสั่งให้ผู้ดูแลทรัพย์สินทำการชำระราคาค่าหลักทรัพย์(เป็นเงินดอลลาร์มูลค่าเทียบเท่าเงินบาทของราคาหุ้นไทยที่ซื้อ)ให้นายหน้าค้า

หลักทรัพย์ในนิวยอร์ก และนายหน้าค้าหลักทรัพย์ในนิวยอร์กส่งคำสั่งให้นายหน้าค้าหลักทรัพย์ไทยส่งมอบหุ้นให้กับตัวแทนผู้ดูแลทรัพย์สิน (Sub-Custodian) ของเฮดจ์ฟันด์ที่อยู่ในประเทศไทย เป็นอันจบกระบวนการซื้อหลักทรัพย์ จากตัวอย่างดังกล่าวเราจะเห็นได้ว่าผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์จะทำหน้าที่เพียงสั่งซื้อขายหลักทรัพย์เท่านั้น ส่วนงานปฏิบัติการต่างๆ จะถูก Outsource ให้สถาบันการเงินทั้งในและต่างประเทศเป็นผู้ดูแลทั้งหมดโดยเสียค่าบริการเพียงเล็กน้อย

สถาบันการเงินที่ทำหน้าที่ให้บริการในการทำธุรกรรมของกองทุนเฮดจ์ฟันด์ประกอบด้วย

#### 4.3.1 นายหน้าค้าหุ้น (Equity Broker)\*

นายหน้าค้าหุ้น หมายถึง ตัวแทนเพื่อการซื้อขายหุ้นให้แก่ผู้ลงทุน โดยได้รับค่านายหน้า หรือค่าธรรมเนียม เป็นการตอบแทน ในแต่ละประเทศจะอนุญาตให้เฉพาะนายหน้าที่ได้รับอนุญาตจากทางการของประเทศนั้นสามารถเข้าทำรายการซื้อขายหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ โดยนายหน้าค้าหุ้นจะมีหน้าที่ ดังนี้

- รับผิดชอบซื้อหรือขายหลักทรัพย์ให้ได้ตามคำสั่ง หรือให้ได้ในราคาที่ดีที่สุด (Best Execution) โดยติดตามความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ หรือสภาวะการณ์ซื้อขายหลักทรัพย์ในขณะเวลาซื้อขายอย่างใกล้ชิด
- รับผิดชอบในการนำเงินค่าหลักทรัพย์มาชำระแก่ลูกค้าผู้ขาย และส่งมอบหลักทรัพย์แก่ลูกค้าผู้ซื้ออย่างถูกต้อง และตามกำหนดเวลา
- ให้คำแนะนำเกี่ยวกับกระบวนการ ขั้นตอน หลักเกณฑ์ เทคนิค และกลยุทธ์การลงทุนในหลักทรัพย์
- ให้คำปรึกษาและข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับสภาวะเศรษฐกิจ สภาวะอุตสาหกรรม สภาวะการเงิน ตลอดจนข้อมูล เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียน เช่น การประกอบธุรกิจ ฐานะการเงิน และผลประกอบการของบริษัท รวมถึงนำเสนอเอกสารหรือบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ต่างๆ ตลอดจนบทรายงานและวิเคราะห์ภาวะตลาดหลักทรัพย์ฯ

\* ดูเพิ่มเติมในภาคผนวก 2 ประเภทของตราสารทุน

- ให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนเข้าใหม่ต่อประชาชน ในกรณีของเฮดจ์ฟันด์ นายหน้าค้าหุ้นอาจมีหน้าที่เพิ่มเติมในการเป็นตัวแทนซื้อขายหุ้นที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้วยก็ได้ นอกจากนี้ ยังอาจทำหน้าที่เป็นผู้ค้นหาหุ้นที่เฮดจ์ฟันด์มีความต้องการลงทุน

เฮดจ์ฟันด์ที่มีการลงทุนทั่วโลกอาจจำเป็นต้องใช้นายหน้าค้าหุ้นหลายแห่งเพื่อที่จะเข้าไปถึงตลาดหุ้นของแต่ละประเทศ แต่การเข้าถึงตลาดหลายๆ ตลาด สร้างความยุ่งยากและเพิ่มต้นทุนในการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ ดังนั้น ธนาคารเพื่อการลงทุนขนาดใหญ่ และธนาคารพาณิชย์บางแห่งจึงให้บริการแบบ One stop services ที่นักลงทุนที่เป็นลูกค้าสามารถเข้าถึงตลาดหุ้นที่สำคัญทั่วโลกได้โดยสะดวกด้วยการติดต่อกับเพียงธนาคารเพียงแห่งเดียว

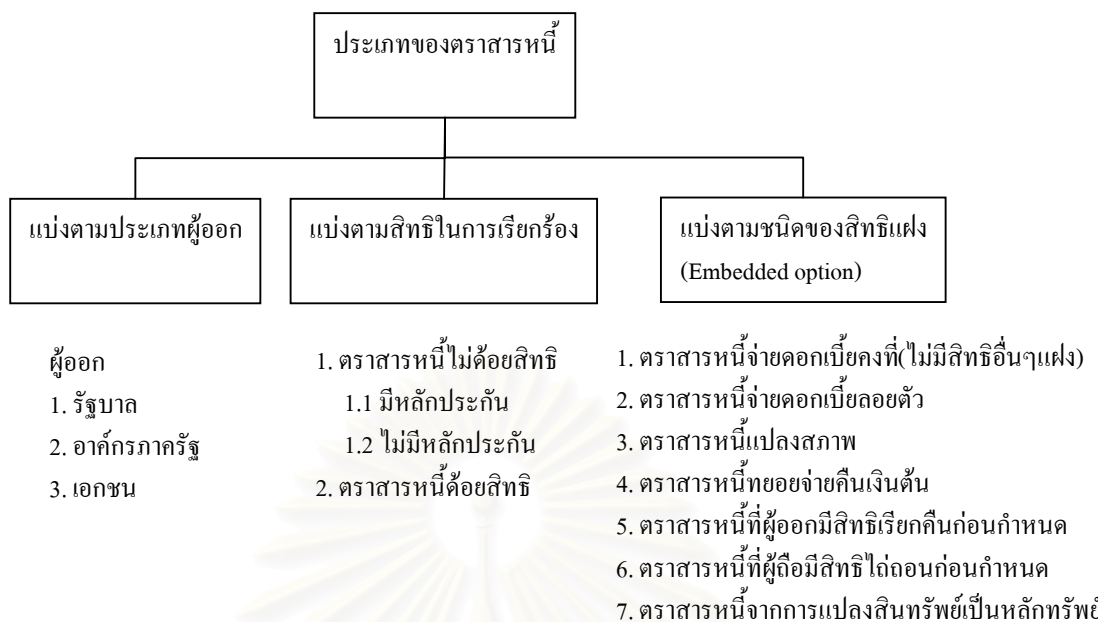
#### 4.3.2 นายหน้าค้าตราสารหนี้ (Fixed Income Dealer)\*

นายหน้าค้าตราสารหนี้จะมีความแตกต่างกับนายหน้าค้าหุ้น เนื่องจาก การซื้อขายตราสารหนี้ส่วนใหญ่ในตลาดทั่วโลกจะเป็นตลาดแบบ OTC (Over the Counter Market) แตกต่างจากหุ้นซึ่งจะซื้อขายในตลาดที่เรียกว่า “Exchange” ผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์ จับคู่ซื้อขายอัตโนมัติ (Auto Matching) ดังนั้น ในตลาดตราสารหนี้รายการซื้อและขายจะทำการจับคู่โดยมีนายหน้าค้าตราสารหนี้ทำการจับคู่ให้ การซื้อขายจึงสามารถต่อรองได้ตลอดเวลา ทำให้นายหน้าค้าตราสารหนี้จะต้องเป็นผู้ที่มีไหวพริบและมีทักษะสูง

สำหรับธุรกิจนายหน้าค้าตราสารหนี้จะมีทั้ง บริษัทหลักทรัพย์ ธนาคารเพื่อการพาณิชย์ (Commercial Bank) หรือ ธนาคารเพื่อการลงทุน (Investment Bank) เข้ามาเป็นผู้ให้บริการ การค้าตราสารหนี้ระหว่างนายหน้ากับเฮดจ์ฟันด์นั้น นายหน้าอาจทำหน้าที่เป็นคนกลางระหว่างผู้ซื้อกับผู้ขาย หรือ อาจทำหน้าที่เป็นคู่ค้าคือ รับซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของลูกค้ากับพอร์ตการลงทุนของตนเองได้ ต่างกับนายหน้าค้าหุ้น ที่จะทำหน้าที่เป็นคนกลางเพียงอย่างเดียวเท่านั้น

---

\* ดูเพิ่มเติมในภาคผนวก 3 ประเภทของตราสารหนี้



แผนภูมิที่ 4.2 แสดงการจำแนกประเภทของตราสารหนี้<sup>3</sup>

#### 4.3.3 การให้เงินกู้แก่เสด็จพันธ์ (Leverage) โดยสถาบันการเงิน

การกู้ยืมเพื่อการลงทุนหรือที่เรียกว่าการใช้ “Leverage” ในเสด็จพันธ์เป็นสิ่งที่ได้รับการกล่าวถึงอย่างมากว่าเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้การบริหารกองทุนเสด็จพันธ์สามารถสร้างผลกำไรสูง และเป็นกลยุทธ์หลักที่ทำให้เสด็จพันธ์มีอิทธิพลต่อตลาด (Market Power) อย่างมาก ดังนั้น เพื่อให้เข้าใจธุรกิจของเสด็จพันธ์ดีขึ้น เราจึงควรทำความเข้าใจถึงเรื่องดังกล่าวให้แจ่มชัด

Leverage ในความหมายของเสด็จพันธ์ คือ สัดส่วนของภาระหนี้สินที่จะเกิดขึ้น ต่อมูลค่าเงินกองทุนเริ่มต้น (เทียบวัดหน่วยเป็นจำนวนเท่า) ความแตกต่างอย่างหนึ่งที่สำคัญของเสด็จพันธ์ กับบริษัททั่วไป คือ เสด็จพันธ์สามารถสร้าง Leverage ให้สูงหลายเท่าตัวได้ โดยที่สถานการณ์การลงทุนยังไม่ประสบปัญหาทางการเงิน ในทางตรงกันข้าม การที่มี Leverage สูงยังจะช่วยเพิ่มผลตอบแทนของกองทุนให้สูงยิ่งขึ้นคล้ายกับการใช้แว่นขยายส่องสิ่งของที่มีขนาดเล็กให้ใหญ่โตขึ้น (Magnify) เสด็จพันธ์ใช้ Leverage นี้ขยายกำไรในตลาดที่มีอยู่ในระดับปกติให้สูงขึ้นหลายเท่าตัว (และขยายความเสี่ยงเพิ่มขึ้นหลายเท่าตัวด้วยเช่นกัน) ความสามารถในการ

<sup>3</sup> Investor Guide [Online], สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, แหล่งที่มา:

เพิ่มผลตอบแทนโดยการไว้ Leverage นี้เป็นส่วนสำคัญที่ทำให้เฮดจ์ฟันด์เป็นกองทุนที่น่าสนใจต่อนักลงทุน

สาเหตุที่เฮดจ์ฟันด์สามารถกู้ยืมเงินสูงหลายเท่าของมูลค่าเงินกองทุน โดยที่สถาบันการเงินต่างๆก็ยินยอมให้เงินกู้ให้กับเฮดจ์ฟันด์นั้น เนื่องมาจากเฮดจ์ฟันด์จะนำหลักทรัพย์ที่ลงทุนอยู่ไปค้ำประกันกับสถาบันการเงิน เพื่อกู้เงินออกมา และนำเงินกู้ออกไปลงทุนในหลักทรัพย์อีกครั้งและเมื่อได้หลักทรัพย์มากก็จะนำหลักทรัพย์ที่ได้ใหม่นี้ไปค้ำประกันกับสถาบันการเงิน เพื่อกู้เงินออกมาอีก และจะทำเช่นนี้วนเวียนไปเรื่อยๆ จึงทำให้วงเงินกู้รวมของเฮดจ์ฟันด์สูงหลายเท่าตัวของเงินกองทุนเริ่มต้น อย่างไรก็ตามเนื่องจากกองทุนเฮดจ์ฟันด์มีกลยุทธ์การลงทุนอยู่หลายประเภทที่แตกต่างกัน ปริมาณการใช้ Leverage จึงอยู่ในระดับที่ไม่เท่ากัน โดยจะมีหลักการสำคัญอยู่ที่ความเสี่ยงของกลยุทธ์การลงทุน กลยุทธ์ที่เสี่ยงสูงจะใช้ Leverage ต่ำ ส่วนกลยุทธ์ที่มีความเสี่ยงต่ำจะใช้ Leverage สูง นอกจากนี้ยังขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆ อีกด้วย เช่น ความสามารถในการจัดการของผู้จัดการกองทุน, ความสามารถในการยอมรับความเสี่ยงของนักลงทุน (Risk Tolerance Level) และโอกาสในการเข้าทำกำไร

การสร้าง Leverage ของเฮดจ์ฟันด์ มีรูปแบบหลัก 2 แบบ คือ

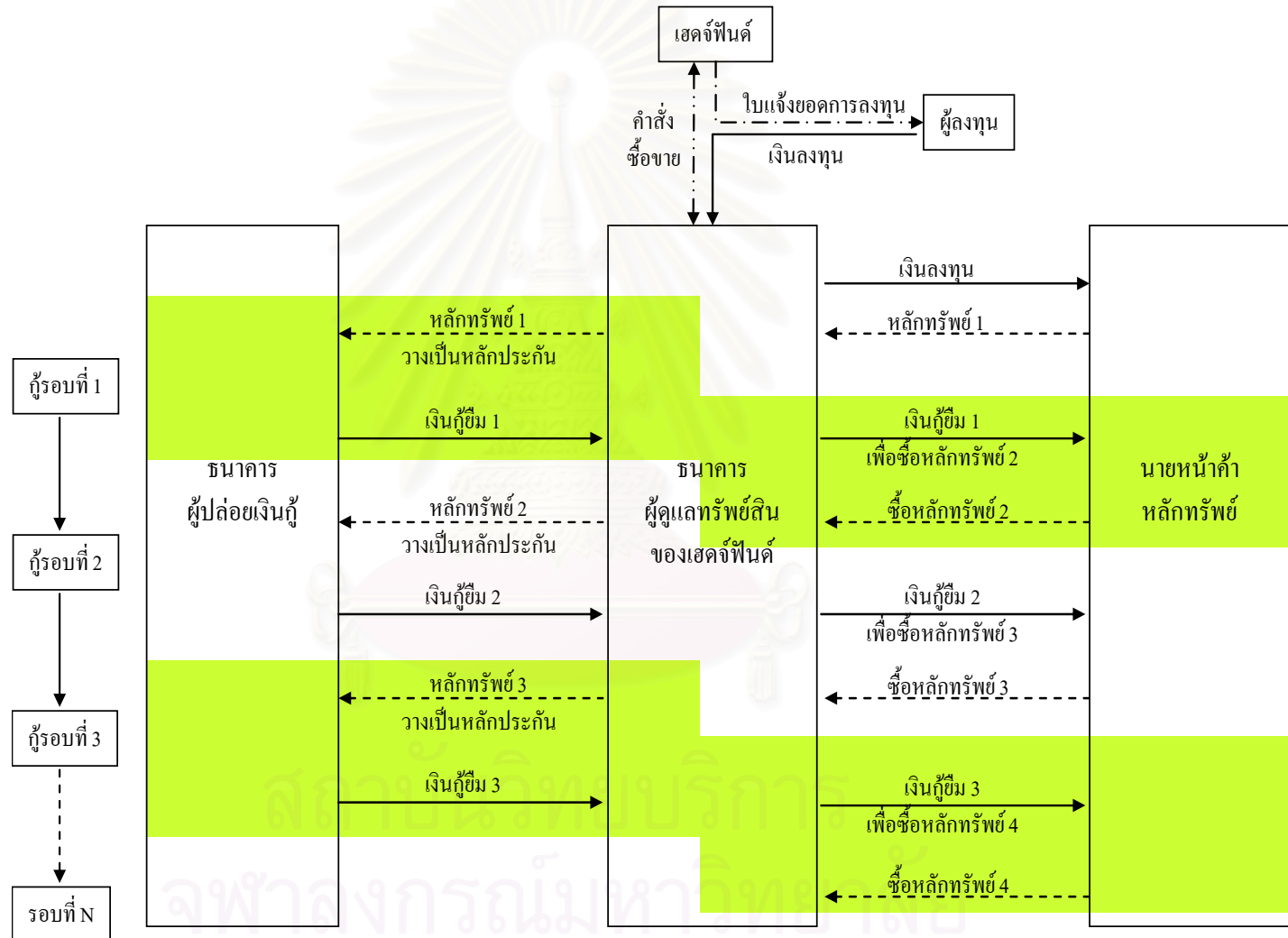
#### 4.3.3.1 การกู้เงินโดยวางหลักทรัพย์เพื่อค้ำประกัน

การกู้เงินโดยวางหลักทรัพย์เพื่อค้ำประกัน จัดเป็นการทำ Leverage รูปแบบหนึ่งที่เฮดจ์ฟันด์ใช้เป็นเครื่องมือที่สำคัญในการสร้างผลกำไรให้กับกองทุน หลักการทำ Leverage จัดแสดงเป็นแผนภูมิภาพดังนี้

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



แผนภูมิที่ 4.3 แสดงกลไกการทำ Leverage ของเฮดจ์ฟันด์  
 คำอธิบายแผนภูมิ



ขั้นตอนที่ 1 หลักทรัพย์ (1) ที่มีอยู่ในพอร์ตการลงทุนไปเป็น  
หลักประกันให้กับสถาบันการเงิน และกู้เงิน

ขั้นตอนที่ 2 นำเงินกู้ยืม (1) ไปซื้อหลักทรัพย์ (2)

ขั้นตอนที่ 3 นำหลักทรัพย์ (2) วางเป็นหลักประกันกับสถาบัน  
การเงินและกู้เงิน (2)

ขั้นตอนที่ 4 นำเงินกู้ยืม (2) ไปซื้อหลักทรัพย์ (3)

ขั้นตอนที่ 5 ทำการกู้ยืมครั้งใหม่โดยใช้หลักประกันจากเงินกู้  
ครั้งก่อนหน้านี้ไปเรื่อยๆ

ขั้นตอนที่ 6 ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่วางค้ำประกันกับ  
สถาบันการเงินยังคงเป็นของเฮดจ์ฟันด์ ดังนั้น ด้วยเงินต้นเพียงจำนวนหนึ่งจึงสามารถสร้างรายได้  
เพิ่มขึ้นได้อย่างไม่จำกัด

อย่างไรก็ตามสถาบันการเงินจะคิดส่วนลดจากมูลค่าหลักทรัพย์  
ที่นำมาวางเป็นหลักประกัน (Haircut) ไว้ เช่น ร้อยละ 5 ของมูลค่าหลักทรัพย์ โดยเฮดจ์ฟันด์  
สามารถเบิกเงินกู้ได้ร้อยละ 95 เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการลดลงของมูลค่าหลักทรัพย์ที่เฮดจ์  
ฟันด์นำมาวางเป็นหลักประกัน ดังตัวอย่าง

เงินลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ เริ่มต้น 100 ล้านบาท

Haircut ร้อยละ 5

หน่วย : ล้านบาท

จำนวนรอบที่ ขอกู้ยืม	มูลค่า หลักประกันที่วาง	เงินกู้ที่ได้จาก สถาบันการเงิน	สถานะการลงทุน ของเฮดจ์ฟันด์	จำนวนเท่าของการ Leverage
1	100.00	95.00	195.00	1 : 1.9
2	95.00	90.25	285.25	1 : 2.8
3	90.25	85.74	370.99	1 : 3.7

4	85.74	81.45	452.44	1 : 4.5
5	81.45	77.38	529.82	1 : 5.2
6	77.38	73.51	603.33	1 : 6.0
7	73.51	69.83	673.16	1 : 6.7
8	69.83	66.34	739.50	1 : 7.3
9	66.34	63.02	802.53	1 : 8.0
10	63.02	59.87	862.40	1 : 8.6
11	59.87	56.88	919.28	1 : 9.1
12	56.88	54.04	973.32	1 : 9.7
13	54.04	51.33	1,024.65	1 : 10.2
14	51.33	48.77	1,073.42	1 : 10.7
15	48.77	46.33	1,119.75	1 : 11.9

ตารางที่ 4.2 แสดงการคำนวณเพื่อทำ Leverage ของเฮดจ์ฟันด์

จากตัวอย่างตามตารางแสดงให้เห็นว่า จากเงินลงทุนตั้งต้นเพียง 100 ล้านบาท เฮดจ์ฟันด์สามารถสร้างสถานะของการลงทุนได้สูงถึง 1,119.75 ล้านบาท หรือ คิดเป็นการ Leverage กว่า 11 เท่าตัว โดยเฮดจ์ฟันด์จะต้องขอกู้เงินจากสถาบันการเงินและนำหลักทรัพย์มาวางค้ำประกันถึง 15 รอบ ซึ่งหากเฮดจ์ฟันด์เพิ่มจำนวนรอบของการกู้มากขึ้นก็จะเพิ่มปริมาณ Leverage ได้อีกมาก ซึ่งจะทำให้มูลค่าเงินลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นอีกหลายเท่าตัว

#### 4.3.3.2 การใช้ตราสารอนุพันธ์เพื่อ Leverage

การใช้อนุพันธ์ในการลงทุนจัดว่าเป็นการใช้ Leverage ในอีกทางหนึ่ง เนื่องจากการลงทุนในอนุพันธ์บนหลักทรัพย์ จะทำให้เฮดจ์ฟันด์สร้างสถานะการลงทุน (Position) ของหลักทรัพย์นั้นๆ โดยที่ใช้เงินเพียงเล็กน้อย เนื่องจากตราสารอนุพันธ์ เช่น ตราสารซื้อ

ขายหลักทรัพย์ล่วงหน้า (Futures) มีลักษณะเหมือนการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ตกลงราคาซื้อขายในวันนี้แต่จะจ่ายเงินกันในวันสิ้นสุดสัญญา จึงลงเงินมัดจำ ณ ปัจจุบันเพียงเล็กน้อย ประมาณ 5 - 10% ในการวางเป็นหลักประกัน

ตัวอย่างเช่น ในการซื้อฟิวเจอร์บนกลุ่มดัชนี SET50 มีเงื่อนไขที่จะต้องวางมาร์จิ้นจำนวนร้อยละ 5 ของมูลค่าเงินลงทุน หากเฮดจ์ฟันด์มีเงินลงทุนจำนวน 100 ล้านบาท จะสามารถสร้างสถานะของการลงทุนในดัชนี SET50 ได้มากถึง 2,000 ล้านบาท หรือ 20 เท่าตัวของมูลค่าเงินตั้งต้น เนื่องจากการลงทุนใน Futures ที่มูลค่าเทียบเท่าลงทุนให้หุ้น 100 ล้านบาท จะใช้เงินเพียง 5 ล้านบาท ดังนั้นเงินเริ่มต้น 100 ล้านบาทจึงสามารถขยายตัวได้ถึง 20 เท่า

ตารางแสดงการวางมาร์จิ้นที่แตกต่างกันกับสถานะการลงทุนที่ได้จากการลงทุนในฟิวเจอร์ของดัชนี SET 50

กำหนดให้เฮดจ์ฟันด์มีเงินลงทุนในฟิวเจอร์ 100 ล้านบาท

จำนวนมาร์จิ้นที่วางไว้กับสถาบันการเงิน (ร้อยละ)	สถานะการลงทุนเทียบเท่าการลงทุนในดัชนี SET 50 (ล้านบาท)	จำนวนเท่าของการ Leverage
5	2,000	1 : 20
10	1,000	1 : 10
15	666	1 : 6.6
20	500	1 : 5

ตารางที่ 4.3 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างร้อยละของมาร์จิ้นที่วางกับจำนวนเท่าของ Leverage ที่ได้

ความสัมพันธ์ระหว่างเฮดจ์ฟันด์ กับ สถาบันการเงิน รวมไปถึงอันดับเครดิต ความน่าเชื่อถือของกองทุนเฮดจ์ฟันด์ และ กลยุทธ์ที่เฮดจ์ฟันด์ลงทุน จะเป็นตัวกำหนดมาร์จิ้น ที่สถาบันการเงินจะเรียกจากเฮดจ์ฟันด์ ดังนั้น หากเฮดจ์ฟันด์จำเป็นต้องวาง

มาร์จิ้นสูง ก็จะได้สถานะลงทุนในหลักทรัพย์นั้นน้อยลง และในทางกลับกัน ถ้าสถาบันการเงิน กำหนดเงื่อนไขการวางเงินมาร์จิ้นไว้ต่ำ ก็จะทำให้ได้สถานะลงทุนในหลักทรัพย์ที่สูงขึ้น

Global Hedge Funds – การใช้ Leverage (ธันวาคม 2004)				
กลยุทธ์การลงทุน	ไม่ใช้ Leverage	ใช้ Leverage		
		ระดับต่ำ ( $< 2.0 : 1$ )	ระดับสูง ( $= > 2.0 : 1$ )	รวมกองทุนที่ ใช้ Leverage
Aggressive Growth	20%	60%	20%	80%
Emerging Markets	20%	50%	30%	80%
Equity Market Neutral	15%	50%	35%	85%
Event Driven	15%	60%	25%	85%
Income	35%	30%	35%	65%
Macro	10%	30%	60%	90%
Market Neutral - Arbitrage	10%	25%	65%	90%
Market Timing	55%	35%	10%	45%
Multi-Strategy	10%	50%	40%	90%
Opportunistic	10%	50%	40%	90%
Short Selling	30%	40%	30%	70%
Value	20%	60%	20%	80%



Total sample	20%	50%	30%	80%
--------------	-----	-----	-----	-----

ตารางที่ 4.4 แสดงถึงการสำรวจการใช้ Leverage ของกลยุทธ์ของเฮดจ์ฟันด์ในปี 2004<sup>4</sup>

จากตารางแสดงการสำรวจการใช้ Leverage ของเฮดจ์ฟันด์แต่ละประเภท ซึ่งจะเห็นได้ว่าโดยส่วนใหญ่ของผลสำรวจแล้วนั้นเฮดจ์ฟันด์จะใช้ Leverage เป็นตัวช่วยในการเพิ่มระดับผลตอบแทนให้การลงทุน แต่เฮดจ์ฟันด์ส่วนมากจะใช้ Leverage อยู่ในระดับไม่เกิน 2 เท่าของมูลค่าสินทรัพย์ เนื่องจากผู้จัดการกองทุนส่วนใหญ่ระมัดระวังในการลงทุนและตระหนักถึงความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการใช้ Leverage ยกเว้นบางกลยุทธ์การลงทุน เช่น กลยุทธ์ Macro และ Market Neutral ซึ่งมีปริมาณการใช้ Leverage ที่สูงเกินกว่า 2 เท่าในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นกว่าผลการสำรวจครั้งที่ผ่านมาในอดีต (ปี 2002)

#### 4.3.4 นายหน้าค้าเงิน

นายหน้าค้าเงินหมายถึง ผู้ที่ทำหน้าที่รับซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินตราจากสกุลหนึ่งไปอีกสกุลหนึ่งให้กับกองทุนเฮดจ์ฟันด์ตามความต้องการจากผู้จัดการกองทุน

วัตถุประสงค์ของการทำธุรกรรมแลกเปลี่ยนเงินตรา สามารถทำได้ทั้งในตลาดที่เรียกว่า “Spot Market” เพื่อทำการแลกเปลี่ยนข้ามสกุลเงิน ณ ปัจจุบันแล้วนั้น ผู้จัดการกองทุนยังสามารถแลกเปลี่ยนเงินตราล่วงหน้าได้โดยซื้อขายอนุพันธ์ทางการเงิน เพื่อวัตถุประสงค์ในการป้องกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยน และเพื่อการเก็งกำไร

อย่างไรก็ตามการแลกเปลี่ยนเงินตราข้ามสกุลเงินในแต่ละประเทศมีกฎเกณฑ์ที่แตกต่างกัน เช่นกรณีของไทยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยควบคุมการไหลเข้าออกของเงิน และป้องกันการเก็งกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน<sup>5</sup> ดังนั้น นายหน้าค้าเงินจึงมีหน้าที่เพิ่มเติมใน

<sup>4</sup> Hedge Fund Demand and Capacity 2005-2015: Is Worldwide Hedge Fund

Demand Outstripping capacity [PDF Format]. Tennessee: Van Hedge Fund Advisors International, 2005. p.12 แหล่งที่มา: [http://www.vanhedge.com/pdf/articles/HF\\_Demand,\\_Capacity\\_2005-2015.pdf](http://www.vanhedge.com/pdf/articles/HF_Demand,_Capacity_2005-2015.pdf)

<sup>5</sup> มาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาท [Online]. ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2549.

แหล่งที่มา:

[http://www.bot.or.th/Bothomepage/General/Notification/Financial%20Market/myweb/main\\_policy\\_ex-control.htm](http://www.bot.or.th/Bothomepage/General/Notification/Financial%20Market/myweb/main_policy_ex-control.htm) [พฤษภาคม, 2550]

การให้ข้อมูลเกี่ยวกับกฎกติกาและข้อแนะนำที่จำเป็นต่อลูกค้าก่อนที่จะดำเนินการทำธุรกรรมใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับอัตราแลกเปลี่ยนให้กับผู้จัดการกองทุน

#### 4.3.4.1 บริการของนายหน้าค้าเงิน

- ธุรกรรมแลกเปลี่ยนเงินตราทันที (Currency Spot transaction) เป็นธุรกรรมที่นายหน้าค้าเงินจะดำเนินการแลกเปลี่ยนเงินตราจากสกุลหนึ่งไปอีกสกุลหนึ่งตามความต้องการของผู้จัดการกองทุน ที่ราคาตลาด ณ เวลาที่ทำธุรกรรม
- สัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Currency Forward transaction) คือธุรกรรมที่นายหน้าค้าเงินและกองทุนตกลงร่วมกันที่จะกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราจากสกุลหนึ่งไปอีกสกุลหนึ่ง ตามจำนวนเงิน และระยะเวลา เพื่อแลกเปลี่ยนเงินตราในอนาคต
- สัญญาแลกเปลี่ยนกระแสเงินสดล่วงหน้า (Currency Swaps transaction) คือ ธุรกรรมที่กำหนดการแลกเปลี่ยนกระแสเงินสด กระแสรายรับ หรือกระแสรายจ่ายที่จะเกิดขึ้นในอนาคตจากสกุลเงินหนึ่งไปอีกสกุลเงินหนึ่งในอัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงกันล่วงหน้า โดยที่กระแสเงินที่แลกเปลี่ยนจะผูกพันกันตามสัญญามากกว่า 1 ครั้งขึ้นไป
- สิทธิในการซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศในอนาคต (Currency Options transaction) คือ สัญญาที่นายหน้าค้าเงินให้สิทธิแก่ผู้ลงทุนในการที่จะเลือกที่จะใช้สิทธิตามสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราหรือไม่ก็ได้ โดยในสัญญาจะระบุถึง กำหนดระยะเวลาที่จะใช้สิทธิ อัตราแลกเปลี่ยน และจำนวนเงินที่จะแลกเปลี่ยนไว้ล่วงหน้า

#### 4.3.4.2 การโจมตีค่าเงินบาทของเฮดจ์ฟันด์ผ่านนายหน้าค้าเงินเมื่อปี

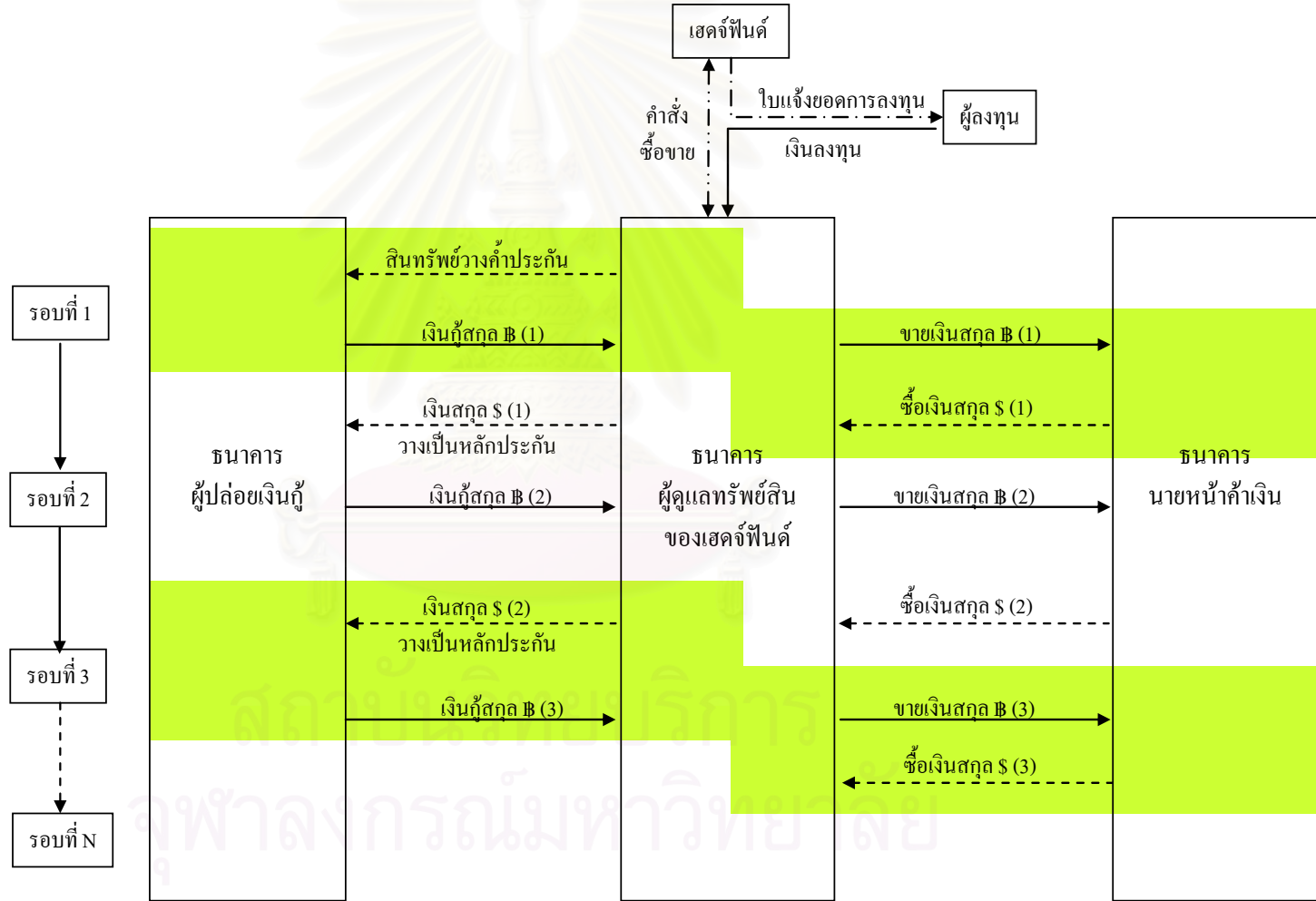
การแก้งำไรค่าเงินของเฮดจ์ฟันด์ผ่านนายหน้าค่าเงินเมื่อปี 1997 จนทำให้ประเทศไทยเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่ค่าเงินบาทของประเทศไทยต้องลดค่าลง (Devalue) นั้น เกิดจากการที่นักแก้งำไรสร้างสถานะการขายเงินบาทในปริมาณสูงอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น การกระทำดังกล่าวจะต้องอาศัยผู้ถือครองเงินบาทเป็นจำนวนมากซึ่งก็คือธนาคารพาณิชย์ทั้งในและนอกประเทศร่วมอยู่ด้วย โดยทำงานสอดประสานกันระหว่างนายหน้าค่าเงินจากธนาคารต่างๆ รวมกับเฮดจ์ฟันด์ เพื่อการสร้างสถานะ Leverage ที่สูงเกินกำลังของธนาคารแห่งประเทศไทยจะต้านทานได้

กลไกการทำงานในการโจมตีค่าเงินบาทของเฮดจ์ฟันด์ดังนี้



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภูมิที่ 4.4 แสดงการใช้ Leverage ของ เฮดจ์ฟันด์ เพื่อโจมตีค่าเงินบาทของประเทศไทยในปี 1997



ขั้นตอนการโจมตีค่าเงินบาท เมื่อปี 1997

ขั้นตอนที่ (1) กองทุนเฮดจ์ฟันด์นำสินทรัพย์ของกองทุน (สกุลเงินใดก็ได้) วางเป็นหลักประกันเพื่อขอกู้เงินบาทจากธนาคารผู้ปล่อยกู้เงิน

ขั้นตอนที่ (2) นำเงินบาทที่ได้จากการกู้เงิน ขายให้กับธนาคารที่เป็น นายหน้าค้าเงิน และซื้อเงินเหรียญสหรัฐ

ขั้นตอนที่ (3) นำเงินเหรียญสหรัฐ ที่ได้มาวางเป็นหลักประกัน เพื่อขอกู้เงินบาทอีกครั้ง

ขั้นตอนที่ (4) เมื่อเฮดจ์ฟันด์ทำซ้ำดังเช่นในข้อ 2-3 จะทำให้ เงินดอลลาร์ เป็นที่ต้องการมากขึ้นเรื่อยๆ และทำให้เงินบาทมีมูลค่าลดลง

ขั้นตอนที่ (5) เมื่อความต้องการเงินเหรียญสหรัฐ เพิ่มมากขึ้น และ ค่าเงินบาทอ่อนค่าลง ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงเข้าแทรกแซงโดยการนำเงินจากทุนสำรองอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นเงินเหรียญสหรัฐ ออกมาขาย เพื่อควบคุมค่าอัตราแลกเปลี่ยนในคงที่

ขั้นตอนที่ (6) เฮดจ์ฟันด์ขยายการโจมตีค่าเงินบาทด้วยการทำ Leverage ที่สูงขึ้นอีก และเนื่องจากเงินเหรียญสหรัฐ ที่วางค้ำประกันไว้มีมูลค่ามากขึ้นเมื่อเทียบกับมูลค่าเงินบาทที่กู้มา จึงทำให้เฮดจ์ฟันด์สามารถกู้เงินได้มากขึ้นเป็นทวีคูณ ส่งผลให้เฮดจ์ฟันด์มีเงินหน้าตักสูงกว่าปริมาณเงินสำรองของธนาคารแห่งประเทศไทย

ขั้นตอนที่ (7) เงินทุนสำรองของประเทศลดลงอย่างรวดเร็วจนปริมาณเงินสำรองของประเทศอยู่ในระดับวิกฤติ ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยยอมจำนน และเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากคงที่ (Fixed Exchange Rate Regime) เป็นอัตราแบบลอยตัว (Managed Float Exchange Rate Regime)

#### 4.4 ผู้ดูแลทรัพย์สิน (Custodian)

ผู้รับฝากหลักทรัพย์ ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมการลงทุน ทั้งหมดระหว่างกองทุนเฮดจ์ฟันด์ กับ องค์กรต่างๆภายนอก เริ่มตั้งแต่การเก็บรักษาเงินลงทุน การเก็บรักษาหลักทรัพย์ จนกระทั่งถึง งานด้านปฏิบัติการ (Back Office) ทั้งหมดของกองทุนเฮดจ์ฟันด์ โดยที่ กองทุนเฮดจ์ฟันด์ จะเป็นผู้ส่งคำสั่งมาให้กับผู้รับฝากหลักทรัพย์ เพื่อทำหน้าที่ต่างๆ โดยหน้าที่หลักๆมีอยู่ 5 ประการ คือ



#### 4.4.1 งานส่งมอบและชำระราคาหลักทรัพย์

ผู้รับฝากหลักทรัพย์จะทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการรับ-จ่ายเงิน หรือหลักทรัพย์ ตามคำสั่งที่ได้รับจากผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ โดยเงินที่ทำการรับและจ่ายนั้น จะมาจากทั้ง การซื้อขายหลักทรัพย์ เงินจากการค้าเงินตราสกุลเงินต่างๆ การกู้ยืมเพื่อการลงทุน และการกู้ยืมเพื่อการวางมาร์จิ้นในหลักประกัน ผู้รับฝากหลักทรัพย์จะวางมาตรการป้องกันความเสี่ยงเพื่อประกันความเสียหายที่อาจเกิดจากการผิดนัดการชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์ ระหว่างคู่ค้า เช่น การใช้ระบบการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ที่กระทำในเวลาเดียวกัน (Delivery versus Payment หรือ DvP) ซึ่งเป็นระบบที่ตรวจสอบและยืนยันการแลกเปลี่ยนเงินกับหลักทรัพย์ให้เกิดขึ้นในเวลาพร้อมกัน

#### 4.4.2 งานรับฝากหลักทรัพย์

ผู้รับฝากหลักทรัพย์จะทำหน้าที่เป็นผู้ถือหลักทรัพย์แทนกองทุน โดยที่กองทุนเฮดจ์ฟันด์ รวมไปถึงกองทุนรวมทุกประเภทเมื่อทำการลงทุนแล้วนั้น หลักทรัพย์ที่ลงทุนจะไม่ได้ถูกนำส่งมาที่บริษัทที่บริหารจัดการกองทุน แต่กองทุนต่างๆจะเปิดบัญชีไว้กับผู้เก็บรักษาหลักทรัพย์ และให้คู่ค้าที่ทำธุรกิจด้วยทำการส่งมอบหลักทรัพย์เข้าบัญชีของกองทุนนั้นไป

ในปัจจุบันระบบทะเบียนและการเก็บรักษาหลักทรัพย์ทั่วโลกส่วนมากจะเป็นระบบไร้ใบหลักทรัพย์ (Scripless) โดยเก็บรักษาหลักทรัพย์ในระบบอิเล็กทรอนิกส์ที่มีความปลอดภัยสูง ระบบดังกล่าวช่วยอำนวยความสะดวกให้กองทุนเฮดจ์ฟันด์สามารถที่จะซื้อขายเปลี่ยนมือหลักทรัพย์ได้โดยสะดวกและรวดเร็ว

#### 4.4.3 งานนายทะเบียนกองทุน

นายทะเบียนกองทุน จะทำหน้าที่เป็นผู้บันทึกรายชื่อผู้ลงทุน จำนวนเงิน หรือ จำนวนหน่วยลงทุน ในกองทุนเฮดจ์ฟันด์ และทำหน้าที่คำนวณผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการลงทุนให้กับผู้ถือหน่วยแต่ละรายรับทราบ รวมไปถึงมีหน้าที่จ่ายเงินออกจากกองทุนเมื่อมีการจ่ายเงินปันผล ไถ่ถอนเงินลงทุน จัดการคำนวณหักภาษี (ถ้ามี) ให้กับผู้ลงทุน และจัดส่งเอกสารแจ้งยอดเงินลงทุนให้กับผู้ลงทุนรับทราบเป็นระยะๆ นายทะเบียนกองทุนช่วยลดภาระของบริษัทจัดการกองทุนทำให้ไม่ต้องยุ่งยากกับงานด้านเอกสารเกี่ยวกับการรายงานผลการดำเนินงานให้กับผู้ลงทุน และทำให้บริษัทจัดการกองทุนสามารถเพิ่มจำนวนกองทุนในรูปแบบต่างๆได้โดยง่ายโดยที่ไม่จำเป็นต้องเป็นกังวลใจในงานด้านดังกล่าว

ระบบงานที่ช่วยสนับสนุนงานนายทะเบียนกองทุนคือ

ก. ระบบสนับสนุนการขาย (Sales Agent System) เป็นระบบที่ใช้จัดการในการเปิดบัญชี รับซื้อ และขายคือหน่วยลงทุน ที่ผู้ลงทุน หรือ นายหน้าขายกองทุนส่งคำสั่งมา

ข. ระบบบริการหลังการขาย (Marketing Administrative System) เป็นระบบที่ให้บริการสอบถามข้อมูล รายงานความเคลื่อนไหวของหน่วยลงทุนให้กับผู้ถือหน่วยลงทุน และคำนวณค่าธรรมเนียมสำหรับการเป็นนายหน้าขายกองทุน รวมถึงจัดทำรายงานการจัดสรรหน่วยลงทุน คำสั่งโอนเงิน รายการปิดสมุดทะเบียนและรายงานการจ่ายเงินปันผล

ค. ระบบนายทะเบียน (Registrar System) เป็นระบบที่ให้บริการจัดทำและปรับปรุงทะเบียนผู้ถือหน่วยลงทุนให้เป็นปัจจุบัน การจัดสรรหน่วยลงทุน การปิดสมุดทะเบียนเพื่อจ่ายเงินปันผล การจัดพิมพ์ และจัดส่งเอกสารต่างๆ เช่นหนังสือรับรองการซื้อขายหน่วยลงทุน เป็นต้น

#### 4.4.4 งานปฏิบัติการกองทุน

งานปฏิบัติการกองทุนจะให้บริการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ในการสนับสนุนการทำธุรกรรมการลงทุนต่างๆที่เป็นงานเบื้องหลังทั้งหมดที่เกิดขึ้นหลังจากที่ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์มาให้กับผู้รับฝากหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว งานต่างๆที่เกี่ยวข้องประกอบด้วย

ก. ให้บริการเกี่ยวกับการออกใบยืนยันรายการซื้อขาย รายการยอดคงเหลือหลักทรัพย์ให้กับกองทุนเฮดจ์ฟันด์

ข. จัดทำรายงานสถานะของการลงทุนให้กับกองทุนเฮดจ์ฟันด์

ค. จัดทำบัญชีรายชื่อผู้ลงทุนในกองทุน ส่งให้กับเฮดจ์ฟันด์

ง. จัดทำรายงานต่างๆที่ทางการในท้องถิ่นที่เฮดจ์ฟันด์ไปจดทะเบียนร้อง

ขอ

จ. จัดทำรายงานหลักประกันระหว่างวัน เพื่อให้บริการเรียกหลักประกันในกรณีที่มีการกู้ยืมเงิน หรือกู้ยืมหลักทรัพย์

#### 4.4.5 งานจัดการยืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์

งานการจัดการยืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์ จะมีขอบเขตการให้บริการ คือ

- ก. เป็นตัวแทนในการติดต่อผู้ยืม หรือ ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์
- ข. เป็นผู้ดูแลรักษาหลักประกัน และเรียกหลักประกันเพิ่มหากมูลค่าหลักประกันลดลง
- ค. ให้บริการระบบติดตามดอกเบี้ย หรือ เงินปันผลของหลักทรัพย์ที่ถูกยืมส่งคืนกับผู้ให้ยืม
- ง. ให้บริการดูแลหลักทรัพย์นั้นหากมีการเปลี่ยนแปลงข้อกำหนดสิทธิ หรือ จัดเรียกประชุม

#### 4.5 ธุรกิจ Prime Brokerage

จากความพยายามของธนาคารต่างๆ ในการพัฒนาขยายขอบเขตการให้บริการให้ครอบคลุมตามความต้องการของเฮดจ์ฟันด์อย่างครบถ้วนทำให้เกิดธุรกิจ Prime Broker ขึ้น ซึ่งธุรกิจนี้จะให้บริการกับเฮดจ์ฟันด์แบบครบวงจรหรือ One Stop Service ตั้งแต่งานด้านการจัดตั้งบริษัทตลอดจนงานด้านการลงทุน ดังนั้น ธุรกิจนี้จึงเติบโตคู่ขนานไปกับเฮดจ์ฟันด์ และจัดว่าเป็นธุรกิจที่มีส่วนสำคัญในการทำให้ การดำเนินธุรกิจของเฮดจ์ฟันด์สามารถก่อร่างสร้างตัว และดำเนินงานไปได้ได้อย่างสะดวก เฮดจ์ฟันด์จึงมีเพียงผู้จัดการลงทุนที่มีความสามารถในการบริหารกองทุนคนเดียวก็เพียงพอ ส่วนงานด้านอื่นๆ นั้น มี Prime Broker รับภาระหน้าที่ในการให้บริการจัดการ

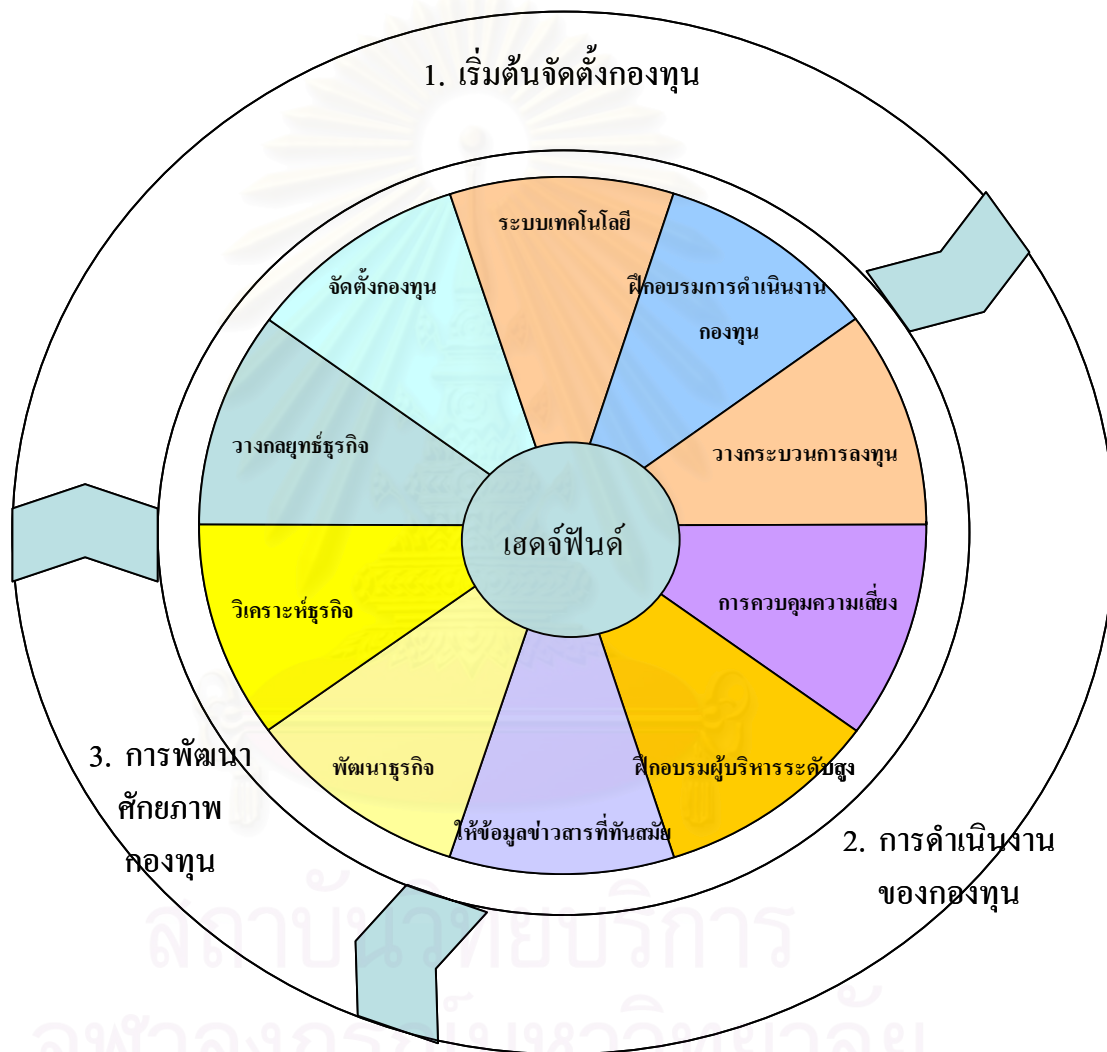
Prime Broker จึงเป็นเหมือนตัวช่วยในการดำเนินธุรกิจของเฮดจ์ฟันด์ โดยช่วยลดระยะเวลาและความยุ่งยากในการจัดตั้งธุรกิจซึ่งเป็นสิ่งที่ผู้จัดการกองทุนไม่มีความเชี่ยวชาญทำให้เกิดการจัดตั้งเฮดจ์ฟันด์จำนวนมากขึ้นเป็นทวีคูณในปัจจุบัน และการให้บริการแบบครบวงจร One Stop Service ดังกล่าว ได้ช่วยลดต้นทุนการบริหารงานของเฮดจ์ฟันด์เป็นอย่างมาก โดย ณ จุดนี้จะขยายความเฉพาะงานบางส่วนที่สำคัญเพิ่มเติม เนื่องจากได้มีการกล่าวถึงแล้วในข้างต้นเท่านั้น

Prime Brokerage จะนำเสนอบริการแบบครบวงจร one stop services โดยบริการหลักๆ จากธุรกิจ มีดังต่อไปนี้



ก. งานที่ปรึกษากองทุน

ขั้นตอนการจัดตั้งกองทุนเฮดจ์ฟันด์มีความยุ่งยากและค่อนข้างใช้เวลา Prime Broker จึงรับดำเนินการในเรื่องดังกล่าว ทำให้ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์สามารถทุ่มทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดในการแต่เฉพาะงานด้านการลงทุนได้เต็มที่ นอกจากนี้ Prime Broker ยังช่วยดูแลการบริหารธุรกิจให้เกิดความเจริญเติบโต ดังที่แสดงในแผนภูมิ



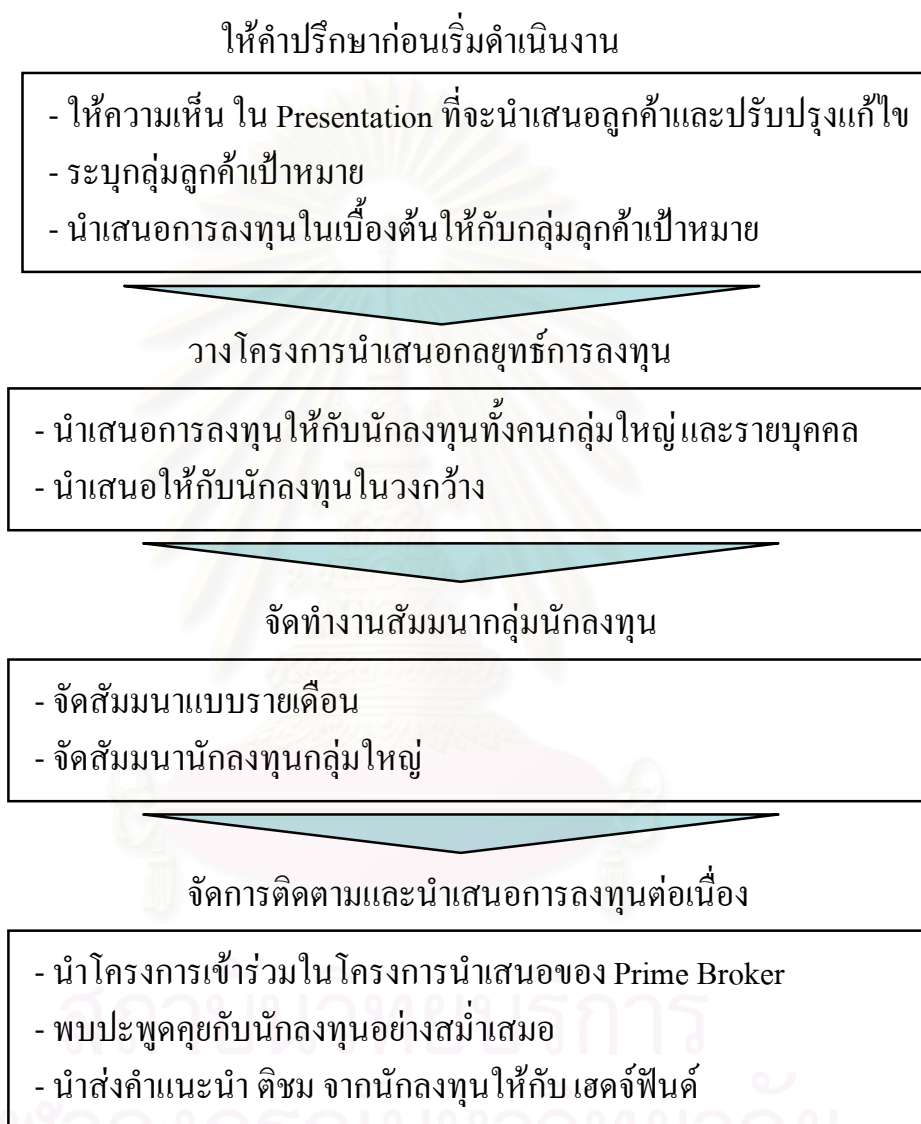
แผนภูมิที่ 4.6 แสดงถึงขั้นตอนในการจัดตั้งกองทุนเฮดจ์ฟันด์

ข. งานจัดหาแหล่งเงินลงทุน

Prime Broker จะให้ความช่วยเหลือแก่เฮดจ์ฟันด์ในการจัดหาแหล่งเงินลงทุน จากกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย รวมไปถึงให้ความช่วยเหลือในการจัดทำ Presentation เพื่อนำเสนอให้นักลงทุน ซึ่งโดยปรกติ Prime Broker จะทำธุรกิจมานานจึงสามารถเข้าถึงนักลงทุน



ที่ตรงกับความต้องการของเฮดจ์ฟันด์ได้ง่าย ต่างจากเฮดจ์ฟันด์ที่เพิ่งจะตั้งขึ้นมาใหม่ไม่เป็นที่รู้จัก หรือเชื่อถือต่อนักลงทุนจึงยังไม่มีฐานลูกค้าเป็นของตัวเอง Prime Broker จึงเป็นเสมือนใบเบิกทางที่มีส่วนสำคัญในการให้ความช่วยเหลือเฮดจ์ฟันด์ในการเข้าถึงลูกค้า ขั้นตอนงานบริการของ Prime Broker ในการวางแผนงานเพื่อพบปะกับนักลงทุนเป็นไปดังรูปด้านล่างนี้

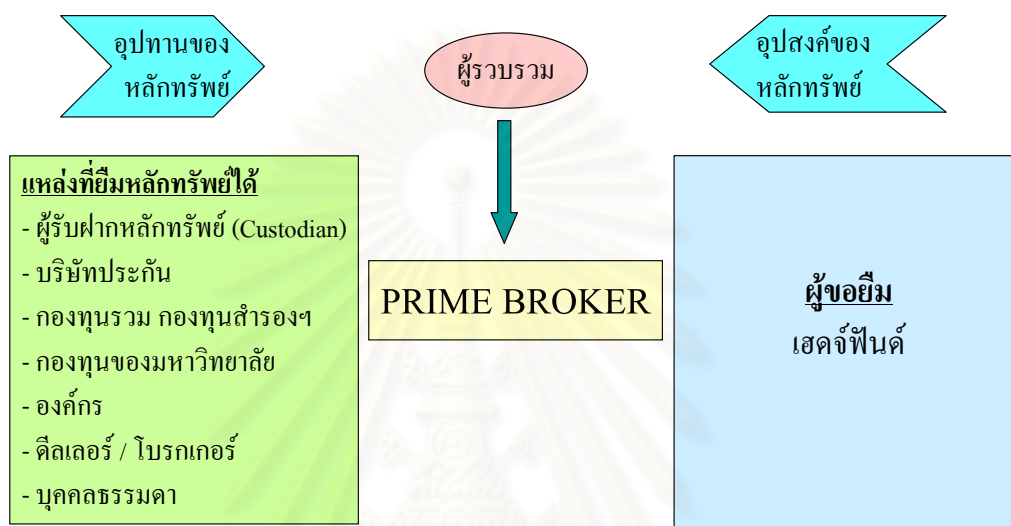


แผนภูมิที่ 4.7 แสดงการทำหน้าที่ของ Prime Broker ในฐานะผู้จัดหาแหล่งเงินทุน

#### ค. การให้ยืมหลักทรัพย์

Prime Broker ส่วนใหญ่จะเป็นธนาคารเพื่อการลงทุนขนาดใหญ่ เช่น Goldman Sachs ซึ่งมีความน่าเชื่อถือที่ดีและมีสายสัมพันธ์กับผู้เก็บรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) หรือ นักลงทุนสถาบัน เช่น บริษัทประกัน กองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ฯลฯ

เป็นอย่างดี จึงทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งให้ยืมหลักทรัพย์ได้โดยง่าย การจัดหาหลักทรัพย์ให้เฮดจ์ฟันด์ยิ่งจัดเป็นธุรกิจที่สำคัญของ Prime Broker และเป็นธุรกรรมที่เฮดจ์ฟันด์จะขาดเสียมิได้ เนื่องจากในการดำเนินการลงทุนตามกลยุทธ์ที่วางไว้ส่วนมากจะต้องมีการพึ่งพาการทำ Short Sell ในหลักทรัพย์เพื่อให้ได้มาซึ่งผลตอบแทน ดังนั้น จึงมีความจำเป็นที่จะต้องยืมหลักทรัพย์เพื่อมาส่งมอบจากการทำ Short Sell นั้น



แผนภูมิที่ 4.8 แสดงการทำหน้าที่ของ Prime Broker ในฐานะผู้จัดหาแหล่งให้ยืมหลักทรัพย์

#### ง. การจัดหาเงินกู้มาร์จิ้น

เนื่องจากการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์มักจะมีการกู้ยืมเงินโดยการนำหลักทรัพย์มาวางเป็นหลักประกัน และนำเงินกู้ที่ได้ไปลงทุนซื้อหลักทรัพย์อีกต่อหนึ่ง แล้วนำหลักทรัพย์ที่ได้ใหม่นี้กลับมาวางเป็นหลักประกันเพื่อขอกู้เงินไปลงทุนอีกครั้งวนเวียนดังกล่าวได้หลายๆ รอบ ซึ่งเรียกกันว่า การทำ Leverage (ดังได้กล่าวมาแล้วข้างต้นในเรื่อง Leverage) และหลักประกันนี้ จะได้รับการกำกับดูแลเมื่อหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าเปลี่ยนแปลงไปตามความผันผวนของภาวะตลาด ตัวอย่างเช่น ในกรณีที่ราคาหลักทรัพย์ที่วางเป็นหลักประกันมีมูลค่าลดลง เฮดจ์ฟันด์จะต้องทำการวางหลักประกันเพิ่มเติม หรือวางเงินสดที่เรียกว่าวางมาร์จิ้นเพิ่มก็ได้ ซึ่ง Prime Broker จะเข้ามาให้บริการในการปล่อยเงินกู้มาร์จิ้นนี้เพื่อให้เฮดจ์ฟันด์ นำไปวางเป็นหลักประกัน

ถึงแม้จะดูเป็นธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูง แต่สาเหตุที่ Prime Broker ให้บริการด้านนี้ได้เป็นอย่างดี เนื่องจาก Prime Broker มักทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลหลักทรัพย์ (Custodian) ให้กับเฮดจ์ฟันด์อยู่เอง จึงทราบสถานะและความเสี่ยงของกองทุน ทำให้มีความมั่นใจในการให้กู้ยืมเงิน อีกทั้ง

การวางมาร์จิ้นจะมีการตีมูลค่าของหลักทรัพย์เป็นประจำทุกวัน นอกจากนี้ Prime Broker ที่ดียังมี ส่วนสำคัญที่ช่วยดูแลกองทุนเฮดจ์ฟันด์ไม่ให้ใช้ Leverage มากเกินไปจนอาจก่อให้เกิดความเสี่ยง ที่ทำให้กองทุนล้มละลายได้

#### จ. งานด้านการชำระราคาหลักทรัพย์

การชำระราคาหลักทรัพย์ หรือคือการทำ Settlement เพื่อชำระเงินหรือส่งมอบ หลักทรัพย์ให้กับคู่ค้าของเฮดจ์ฟันด์ ส่วนมาก เฮดจ์ฟันด์ หรือแม้แต่กองทุนรวมทั่วไปที่มีขนาดเล็ก มักจะจ้างบริษัทภายนอก (Outsource) เพื่อทำการชำระราคาให้ ซึ่ง Prime Broker จะรับหน้าที่การ ดูแลเรื่องการชำระเงิน หรือส่งมอบหลักทรัพย์ที่ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์สั่งซื้อหรือขาย

#### ฉ. งานผู้เก็บรักษาหลักทรัพย์ (Custodian)

Prime Broker จะทำหน้าที่เปรียบเสมือนคลังเก็บสินค้าให้กับเฮดจ์ฟันด์ ใน ความเป็นจริงแล้ว งานผู้เก็บรักษาหลักทรัพย์ จะมีบริษัทที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านเป็นผู้ ให้บริการ แต่ในกรณีของเฮดจ์ฟันด์ อาจเหมาะสมกว่าที่จะเลือกใช้บริการของ Prime Broker เพื่อ ความสะดวกในการดูแลหลักทรัพย์ เป็นเสมือน one-stop-services ที่ Prime Broker สามารถที่ จะจัดให้กับเฮดจ์ฟันด์

#### ช. ระบบควบคุมความเสี่ยง

Prime Broker ขนาดใหญ่ เช่น บริษัท Goldman Sachs เป็นทั้งสถาบัน การเงินชั้นนำ และเป็น Broker ขนาดใหญ่ จะมีระบบการควบคุมความเสี่ยง การวิเคราะห์ความ เสี่ยง และมีเครื่องมือช่วยคำนวณความเสี่ยงที่ทันสมัย ซึ่งจะสอดคล้องกับความต้องการของเฮดจ์ ฟันด์ที่มีการลงทุนทั้ง Long และ Short ในหลักทรัพย์ และอนุพันธ์ มีการวางมาร์จิ้น และ ใช้ Leverage ทำให้สถานะของเงินลงทุนมีความซับซ้อนมาก และเนื่องจากผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ โดยส่วนใหญ่มักให้ความสำคัญต่อผลตอบแทนเป็นหลักจึงมักละเลยต่อความเสี่ยงที่เกิดขึ้นใน กองทุน ดังนั้น Prime Broker จึงเป็นตัวช่วยที่สำคัญในการบริหารความเสี่ยงของเฮดจ์ฟันด์ให้มี ประสิทธิภาพ

#### ซ. การรับเป็นตัวแทนของกองทุนในการติดต่อประสานงานด้านต่างๆ

Prime Broker ให้บริการเป็น “Single Contact Point” หรือคือ การให้บริการ เป็นตัวแทนของกองทุนเฮดจ์ฟันด์ในการจัดการงานด้านต่างๆ ที่ในบางครั้ง เฮดจ์ฟันด์อาจต้องการ สรรหาผู้ให้บริการรายอื่นๆเป็นผู้ดำเนินการ และจะให้ Prime Broker ทำหน้าที่เป็นตัวแทนติดต่อ

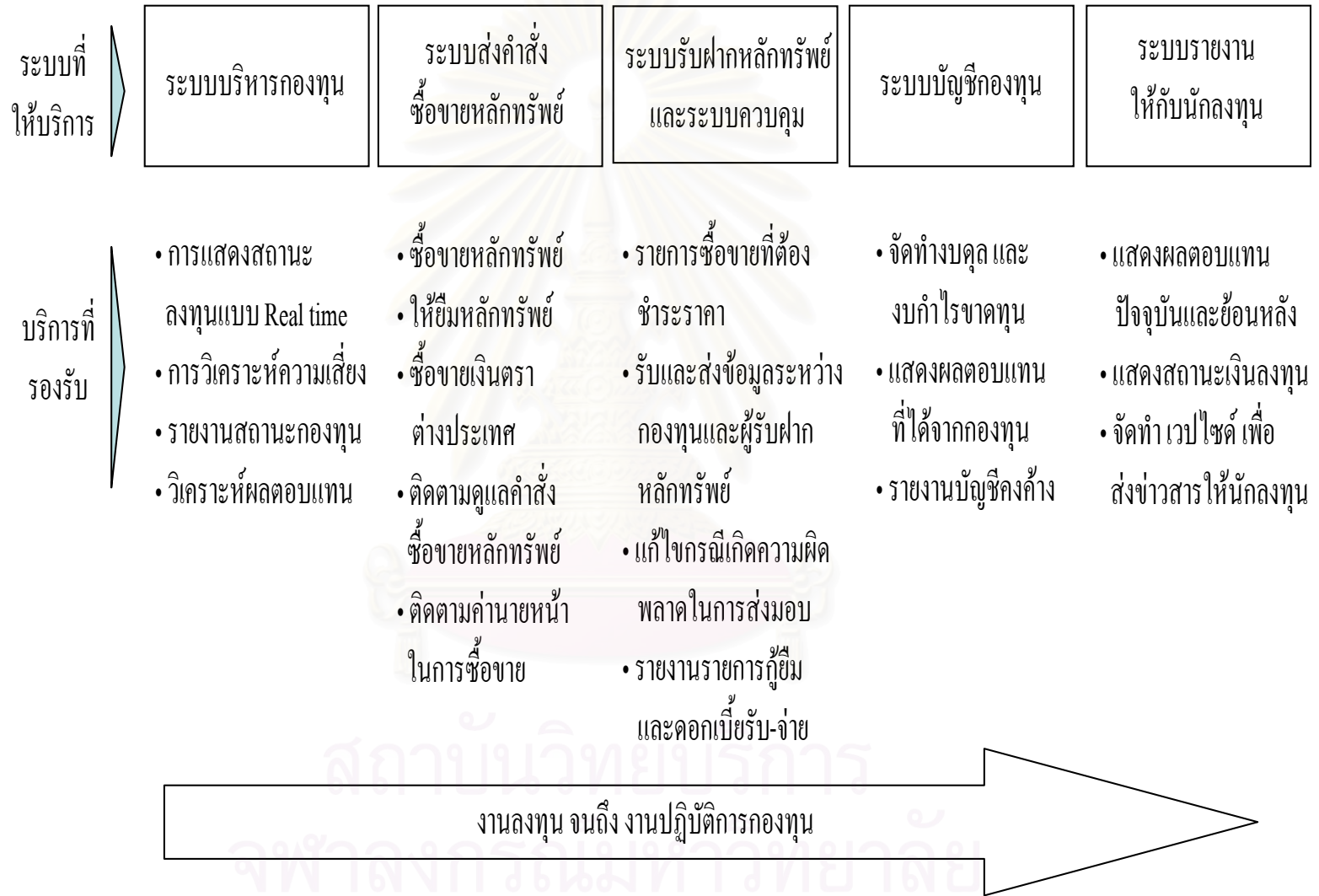
เจรจา กับองค์กรเหล่านั้นแทนผู้จัดการกองทุน หรือ อาจเป็นงานที่เฮดจ์ฟันด์มอบหมายให้ Prime Broker ทำหน้าที่เป็นผู้แทนรับมอบอำนาจไปดำเนินการ ตัวอย่างเช่น Prime Broker เป็นตัวแทน จัดหาระบบงานการชำระราคาที่เหมาะสมกับการดำเนินงานของเฮดจ์ฟันด์ โดยที่เฮดจ์ฟันด์อาจไม่ เลือกลงใช้ระบบงานของ Prime Broker ที่มีอยู่ หรือ Prime Broker รับมอบอำนาจจากผู้จัดการ กองทุน เพื่อร่วมเข้าประชุมการประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทที่เฮดจ์ฟันด์ลงทุนและทำหน้าที่ลงคะแนน เสียงแทนผู้จัดการกองทุน

#### ณ. ระบบเทคโนโลยี

Prime Broker เป็นผู้ที่อยู่ในตลาดเงินและทุนมาเป็นเวลานาน จึงมีความรู้ ความเข้าใจในระบบงานและการลงทุนเป็นอย่างดี รวมถึงเทคโนโลยีต่างๆที่ใช้ในการบริหารจัดการ เพื่อให้เกิดความคุ้มค่าในการลงทุน และลดความเสี่ยงของการลงทุนในเทคโนโลยีที่ไม่เหมาะสม Prime Broker สามารถให้บริการโดยการให้คำปรึกษาในการเลือกระบบเทคโนโลยี หรืออาจจะให้ เช่าใช้ระบบเทคโนโลยีของตนเอง รวมไปถึงอาจจะเสนอขายระบบเทคโนโลยีที่ Prime Broker เป็น ผู้พัฒนาขึ้นมาเอง โดยทั่วไปแล้วระบบเทคโนโลยีที่ Prime Broker นำเสนอจะเป็นระบบที่ ครอบคลุมทั้งงานด้านการลงทุนจนกระทั่งถึงระบบปฏิบัติการกองทุน ดังที่แสดงในแผนภูมิ

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภูมิที่ 4.9 แสดงระบบเทคโนโลยีที่ Prime Broker ให้บริการ





## ญ. ระบบงานธุรการและงานปฏิบัติการกองทุน

ระบบงานธุรการและงานปฏิบัติการกองทุนที่ Prime Broker เสนอให้กับเฮดจ์ฟันด์ ครอบคลุมถึงงานด้านหลักๆ 3 ประการคือ

### - การทำบัญชีกองทุน

ได้แก่ บัญชีกองทุนหลายสกุลเงิน, การเก็บบันทึกข้อมูลด้านการบำรุงรักษาระบบต่างๆ และ การคำนวณหามูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset Value)

### - งานบริการนักลงทุน

ได้แก่ ให้การยืนยันการซื้อขายกองทุนกับนักลงทุน, จัดส่งรายงานสถานะเงินกองทุน และจัดส่งรายงานผลประกอบการ และผลตอบแทนของกองทุน

### - งานที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์

ได้แก่ นัดประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทจัดการฯ กับผู้บริหารระดับสูงของกองทุน จัดทำรายงานการเสียภาษี และจัดทำงานธุรการด้านเลขานุการอื่นๆ

## ฎ. Synthetic Prime Brokerage

งาน Synthetic Prime Brokerage คือ งานบริการที่เพิ่มขยายออกไปนอกกรอบของธุรกิจนายหน้าทั่วไป ซึ่งจะพบได้ใน Prime Broker ขนาดใหญ่หลายแห่งด้วยกัน งานเสริมที่จัดว่าเป็น Synthetic Prime Brokerage ประกอบด้วย การให้คำปรึกษาเพื่อลดการจ่ายภาษี, การให้คำปรึกษาเพื่อเพิ่มผลตอบแทนของการลงทุน, การให้คำปรึกษาการลงทุนข้ามประเภทสินทรัพย์ เช่น การป้องกันความเสี่ยงสินทรัพย์ระหว่างอนุพันธ์กับหลักทรัพย์ปกติ, การให้คำปรึกษาด้านการเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารการวางมาร์จิ้น, การให้คำปรึกษาด้านการเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารระบบปฏิบัติการกองทุน และการเป็นคู่ค้า หรือนำเสนอขายผลิตภัณฑ์ทางการเงินให้กับเฮดจ์ฟันด์ เช่น การเป็นคู่ค้าทำอนุพันธ์ ประเภทต่างๆ (Swap) เป็นต้น

## 4.6 สรุปท้ายบท

จากกลไกการทำงานของเฮดจ์ฟันด์ที่ได้นำเสนอในรายละเอียดไปแล้วข้างต้น เราจะเห็นได้ว่า สถาบันการเงินประเภทต่างๆมีส่วนสำคัญในขบวนการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ทุกประเภท และยังช่วยรับภาระการดำเนินการทางด้านงานปฏิบัติการกองทุน เช่น การจัดตั้งบริษัท

และการจัดตั้งกองทุน รวมถึงการเป็นนายหน้าในการหาลูกค้าเป้าหมาย การที่สถาบันการเงินได้มีพัฒนาการในการให้บริการอย่างครบวงจรเช่นนี้ ช่วยให้เฮดจ์ฟันด์สามารถทุ่มเวลาและทรัพยากรทั้งหมดในการสร้างผลตอบแทนได้อย่างเต็มที่ ทั้งยังสามารถลดค่าใช้จ่ายที่จะต้องลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานเพื่อรองรับงานด้านปฏิบัติการต่างๆ ภายในเอง ซึ่งเอื้อต่อการก่อตั้งและการขยายการดำเนินงานของเฮดจ์ฟันด์ ดังนั้น สถาบันการเงินจึงเป็นองค์ประกอบที่จำเป็นอย่างยิ่งต่อการเจริญเติบโตในอนาคต

จากการเข้ามามีปฏิสัมพันธ์ของธนาคารประเภทต่างๆ ในการให้บริการแก่เฮดจ์ฟันด์นี้เอง มีผลให้เส้นแบ่งระหว่างธุรกิจการเงินอื่นๆ และเฮดจ์ฟันด์เริ่มมีความไม่ชัดเจน เนื่องจากในปัจจุบัน ธนาคารพาณิชย์ และธนาคารเพื่อการลงทุนได้รุกเข้าไปทำธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เอง\* โดยการเข้ามาสู่ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ของสถาบันการเงินเหล่านี้เกิดจากสายสัมพันธ์ที่มีอยู่เดิมในการให้บริการต่อเฮดจ์ฟันด์ ทำให้สถาบันเหล่านี้ประจักษ์ว่าแนวโน้มในอนาคตของการเจริญเติบโตของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ยังสามารถขยายตัวได้อีกมาก รวมถึงอัตราการทำกำไรที่มีอยู่สูง จึงเป็นแรงจูงใจให้ธนาคารต่างๆ ก้าวเข้าสู่ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์อย่างต่อเนื่อง ถึงแม้ว่าที่ผ่านมาธุรกิจเฮดจ์ฟันด์จำนวนมากไม่น้อยต้องปิดตัวลง เนื่องจากต้องใช้กลยุทธ์การลงทุนที่มีค่าความเสี่ยงในระดับสูง แต่ก็มิได้หยุดยั้งการเข้ามาในธุรกิจนี้ของธนาคารต่างๆ เนื่องจากสถาบันการเงินเหล่านี้โดยเฉพาะธนาคารเพื่อการลงทุนจะมีความคุ้นเคยกับธุรกรรมต่างๆ ที่เฮดจ์ฟันด์ลงทุนอยู่ รวมถึงการมีระบบจัดการความเสี่ยงที่มีมาตรฐานสูง จึงทำให้ผู้บริหารธนาคารมีความมั่นใจว่าเฮดจ์ฟันด์ของตนจะไม่ประสบปัญหาเช่นกองทุนเฮดจ์ฟันด์ในอดีต

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

---

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 7 ข้อ 7.7.5 เรื่อง การเข้ามาทำธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ของธนาคารและสถาบันการเงิน

## บทที่ 5

### วิกฤติของเฮดจ์ฟันด์: กรณีการล่มสลายของกองทุน LTCM

การล่มสลายของกองทุน Long Term Capital Management, L.P. (LTCM) ซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญทางด้าน Fixed-Income Arbitrage ในปี 1998 ได้ส่งผลกระทบต่อตลาดเงินเป็นวงกว้างโดยเฉพาะตลาดสหรัฐฯ ทำให้หน่วยงานของรัฐบาลสหรัฐฯอย่าง Federal Reserve และสถาบันการเงินเอกชน 14 แห่งต้องเข้ามาดำเนินการช่วยเหลือกองทุนดังกล่าวเป็นการเร่งด่วน ก่อนที่จะลุกลามไปสู่ระบบการเงินทั้งระบบ วิกฤตการณ์ดังกล่าวได้ก่อให้เกิดประเด็นคำถามและความวิตกกังวลตามมาอีกมากมายเกี่ยวกับระบบป้องกันภัยทางเศรษฐกิจและโครงสร้างของระบบการเงินที่เป็นอยู่ โดยประเด็นสำคัญมุ่งเน้นไปที่ความเสี่ยงของการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อนักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน และสถาบันการเงินเป็นวงกว้าง ประเด็นดังกล่าวจึงมีความน่าสนใจที่จะทำการวิเคราะห์ในแง่ลึก เพื่อให้เกิดความกระจ่างชัดถึงที่มาของปัญหาและผลกระทบที่จะเกิดขึ้น

เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลของ เฮดจ์ฟันด์ นั้นอยู่ในระดับจำกัด จึงมักถูกตั้งข้อสงสัยและบ่อยครั้งที่เฮดจ์ฟันด์ได้ตกเป็นแพะรับบาปสำหรับปัญหาใหญ่ๆที่เกิดขึ้น ถึงแม้ว่าในบางกรณีปัญหาเหล่านั้นจะไม่ได้มีส่วนหนึ่งส่วนใดที่เกี่ยวข้องกับ เฮดจ์ฟันด์ เลยก็ตาม จากการศึกษาวิจัยเกี่ยวกับ เฮดจ์ฟันด์ มาตั้งแต่ ปี 1997 ประกอบกับประสบการณ์ในธุรกิจบริหารกองทุนที่ยาวนานพอสมควร จึงหวังว่าเอกสารนี้จะสามารถไขข้อข้องใจเกี่ยวกับ เฮดจ์ฟันด์ ที่มีอยู่ให้กระจ่างขึ้นได้

#### 5.1 ความเป็นมา

LTCM ก่อตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1993 โดย John Meriwether อดีตผู้บริหารระดับสูงของ Salomon Brothers ในรูปแบบของห้างหุ้นส่วน จำกัด ในมลรัฐ เดลเลแวร์ เงินส่วนใหญ่ที่นำมาลงทุนจะมาจาก หมู่เกาะเคย์แมน โดยบุคคลที่มีชื่อเสียงในตลาด Wall Street เข้ามามีส่วนร่วมในการก่อตั้งและเป็นผู้ร่วมลงทุน<sup>1</sup> ซึ่งรวมถึง Robert Merton และ Dr. Myron Scholes (ทั้ง

---

<sup>1</sup> Tomas Garbaravicius and Frank Dierick, "Hedge funds and their implications for financial stability," *ECB Occasional Paper* 34, (August, 2005): p.29

สองท่านนี้ได้รับรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ ในปี 1997) และ David Mullen (อดีต Vice-chairman ของ Federal Reserve)



John Meriwether



Robert Merton



Myron Scholes

ในช่วงเริ่มต้น Meriwether เน้นกลยุทธ์การทำกำไรตามแบบดั้งเดิมของโจนส์ (คือการหักล้าง Market Risk ด้วยกลยุทธ์การลงทุนที่เป็น Long/Short)\* ดังที่กล่าวไว้แล้วในบทที่ 2 และ 3 อย่างไรก็ตาม กลยุทธ์ของ โจนส์ ที่นำมาใช้ถึงแม้จะได้ผลแต่ก็ไม่สามารถทำกำไรเป็นกอบเป็นกำได้เหมือนเฮดจ์ฟันด์รุ่นใหญ่ของจอร์จ โซรอส เนื่องจากตลาดมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเข้าสู่สภาวะสมดุล ทีมจัดการลงทุนจึงต้องมองหาโอกาสการลงทุนอื่นเพิ่มเติม และได้ขยายการลงทุนไปในตลาด Interest-rate Swap และตลาด Futures LTCM ใช้กลยุทธ์เพื่อหาผลกำไรจากแนวคิดและข้อสมมุติฐานว่า (ก) สภาพคล่องในการลงทุน (Liquidity) (ข) ส่วนต่างของผลตอบแทนของหุ้นกู้กับพันธบัตรรัฐบาล (Credit Spreads) และ (ค) ส่วนต่างของความผันผวน (Volatility Spreads) จะมีค่าคงที่ค่าหนึ่ง ดังนั้น เมื่อส่วนต่างนี้กว้างออก ในระยะยาวก็จะกลับแคบลงเมื่อเปรียบเทียบกับข้อมูลในอดีตที่เคยเป็น โดยกลยุทธ์เหล่านี้จะยึดถือ และใช้หลักการคำนวณโดยใช้ Model ทางคณิตศาสตร์ (Quantitative Models) และความเชื่อในความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ ในตลาดการเงิน (Correlations) ซึ่งโดยปกติแล้วกลยุทธ์เหล่านี้จะมีความถูกต้องนับจากอดีตเป็นต้นมา เนื่องจากเป็นช่วงเวลาที่ยังขาดเศรษฐกิจได้แก่ อัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยทั่วโลกอยู่ในสภาวะขาลง รวมทั้งสหภาพยุโรปต่างก็ลดดอกเบี้ยลงอย่างต่อเนื่อง จึงทำให้ส่วนต่างของค่าความเสี่ยง (Risk spread) ปรับลดลงตามที่คาดการณ์<sup>2</sup> ดังนั้น Meriwether จึงได้

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 3 ข้อ 3.2 เรื่องเฮดจ์ฟันด์แรกของโลกกับกลยุทธ์การทำกำไร

<sup>2</sup> Tomas Garbaravicius and Frank Dierick, "Hedge funds and their implications for financial stability," p. 29

กู้ยืมเพื่อการลงทุนมากขึ้น (Leverage)\* เพื่อเพิ่มผลตอบแทนจากการลงทุน โดยในช่วง 2 ปีแรกนั้นก็ดูได้ผลดี LTCM สร้างผลตอบแทนได้ถึง 43% และ 41% ต่อปีโดยลำดับ และมีเงินทุนจากผู้ลงทุนสูงถึง 7 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ

อย่างไรก็ตาม ความจริงที่ว่า Market Risk ไม่เพิ่มขึ้น (ตามกลยุทธ์ของโจนส์) ต้องอยู่บนสมมติฐาน 2 ข้อ คือ เงินลงทุนอยู่ในหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่อง และขนาดของกองทุนต้องไม่ใหญ่เกินไปเมื่อเทียบกับขนาดของตลาด เฮดจ์ฟันด์ขนาดใหญ่หลายกองทุนที่ประสบกับปัญหา ก็เพราะว่าขนาดกองทุนใหญ่เกินไป จึงได้มีการลดขนาดกองทุนโดยคืนเงินให้กับผู้ลงทุน และเมื่อ LTCM ทำการลดขนาดกองทุน และคืนเงินให้กับผู้ลงทุนจำนวน 2.7 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ก็เป็นที่เข้าใจกันโดยทั่วไปว่า LTCM กระทำไปเพื่อหลีกเลี่ยงการเกิดปัญหาดังกล่าว แต่สิ่งที่เกิดขึ้นกลับเป็นสิ่งที่ไม่มีใครคาดคิด นั่นคือ เงินกู้ของกองทุนไม่ได้ลดลงไปด้วยในสัดส่วนเท่ากับทุนที่ลดลง ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของกองทุนสูงขึ้น นั่นหมายความว่า LTCM ใช้ leverage มากขึ้นนั่นเอง

เนื่องจากทีมงานของ LTCM เป็นที่ยอมรับและมีชื่อเสียงโด่งดังในวงการธุรกิจ ทำให้สามารถกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินชั้นนำได้สูงถึง 100% ของมูลค่าหลักทรัพย์ที่นำไปค้ำประกัน กลยุทธ์ของ LTCM คือนำหลักทรัพย์คุณภาพดีที่ลงทุนไปค้ำประกันเงินกู้ เมื่อได้เงินกู้ก็นำเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์ใหม่ และนำหลักทรัพย์ใหม่นั้นไปค้ำประกันเงินกู้เพื่อนำเงินมาลงทุนต่อ การกระทำเช่นนี้นั้นในทางทฤษฎีอาจกล่าวได้ว่า LTCM สามารถกู้ยืมได้อย่างต่อเนื่องโดยไม่มีที่สิ้นสุด

## 5.2 การวิเคราะห์ธุรกรรมของ LTCM กับสถาบันการเงิน

ผลประกอบการของกองทุนในช่วงแรกประสบความสำเร็จเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งปี 1996 ถือว่าเป็นปีแห่งความสำเร็จที่ยิ่งใหญ่ที่สุดของ LTCM สถาบันการเงินหลายแห่งจึงให้ความสนใจที่จะนำเงินมาลงทุนใน LTCM ซึ่งในขณะนั้นกองทุนมิได้ต้องการเงินทุนใหม่ เนื่องจากกองทุนอยู่ในช่วงที่ได้ผลตอบแทนดี แต่เพื่อเป็นการรักษาสัมพันธ์ภาพกับสถาบันการเงินต่างๆ ที่สนใจลงทุนใน LTCM และเพื่อเปิดโอกาสให้หุ้นส่วนของ LTCM ลงทุนเพิ่มในกองทุน ในช่วงกลางปี 1997 Dr. Myron Scholes จึงได้คิดค้นโครงสร้างทางการเงินใหม่ขึ้นมาขายให้สถาบันการเงิน

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 4 เรื่อง Leverage



ธนาคาร UBS เป็นหนึ่งในสถาบันการเงินที่สนใจลงทุนใน LTCM และเป็นผู้ลงทุนภายใต้เงื่อนไขโครงสร้างทางการเงินตามที่ Scholes กำหนด เงื่อนไขการลงทุนระหว่าง ธนาคาร UBS และ LTCM สรุปได้ดังนี้<sup>3</sup>

ธนาคาร UBS ได้รับอนุญาตให้ซื้อหน่วยลงทุนของ LTCM ประมาณ 1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ

ธนาคาร UBS ต้องกันหน่วยลงทุนจำนวน 800 ล้านเหรียญสหรัฐฯ ที่ซื้อมา เก็บไว้เพื่อรองรับการออกสิทธิในการซื้อหน่วยลงทุนอายุ 7 ปี (Write Call Options on LTCM Unit-trusts) มาขายให้กับหุ้นส่วนของ LTCM โดย Call Option ที่ขาย มีราคา 266 ล้านเหรียญสหรัฐฯ Call Option ดังกล่าวให้สิทธิแก่หุ้นส่วนของ LTCM ในการซื้อหน่วยลงทุนจำนวน 800 ล้านเหรียญสหรัฐฯ จากธนาคาร UBS ในอีก 7 ปีข้างหน้า ตามราคาที่กำหนดไว้ล่วงหน้า (Exercise Price) ซึ่งไม่มีการเปิดเผยราคาดังกล่าว<sup>4</sup>

อาจมีผู้สงสัยว่า การที่ธนาคารจะเข้ามาลงทุนใน LTCM นั้น ไม่น่าจะเป็นเรื่องยุ่งยากหรือซับซ้อนแต่อย่างใด แต่ทำไม Scholes จึงต้องจัดโครงสร้างการลงทุนที่มีความซับซ้อนเช่นนี้ ผู้บริหารของ LTCM และธนาคารมีวัตถุประสงค์ซ่อนเร้นอยู่หรือไม่ เมื่อผู้วิจัยได้วิเคราะห์การจัดโครงสร้างดังกล่าว จึงได้ข้อสรุปว่าวัตถุประสงค์ของการจัดโครงสร้างการลงทุนที่ซับซ้อนนี้ แท้จริงแล้วคือ การให้สิทธิแก่ธนาคารในการซื้อหน่วยลงทุนของ LTCM แต่การที่ธนาคารได้สิทธิดังกล่าว นั้น ต้องแลกกับการที่ธนาคารต้องให้เงินกู้ยืมแก่หุ้นส่วนของ LTCM นั่นเอง ทั้งนี้ ผู้วิจัยสันนิษฐานว่าโครงสร้างทางการเงินดังกล่าวอาจเป็นช่องทางในการหลีกเลี่ยงภาษี และกฎกติกาบางอย่าง

ถึงแม้ว่า ธนาคาร UBS จะได้รับอนุญาตให้ซื้อหน่วยลงทุนของ LTCM ประมาณ 1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ แต่การที่ธนาคารต้องขาย Call Option ให้แก่หุ้นส่วนของ LTCM ด้วย นั้น จึงควรที่จะแยกการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ส่วนเพื่อให้เห็นภาพธุรกรรม 2 ส่วนนี้ได้อย่างชัดเจน

<sup>3</sup> Dr. Dimitris N. Chorafas, *Managing Risk in the New Economy*, 1st edition, (New Jersey: Prentice Hall Press, 2001), pp. 162-163

<sup>4</sup> Michael Siconolfi, Anita Raghavan and Mitchell Pacelle. How Salesmanship and Brainpower Failed to Save Long-Term Capital [Online], *The Wall Street Journal*: George Washington University, November 16, 1998. แหล่งที่มา: <http://home.gwu.edu/~alexabt/lctm111698.htm> [May 6, 2007]

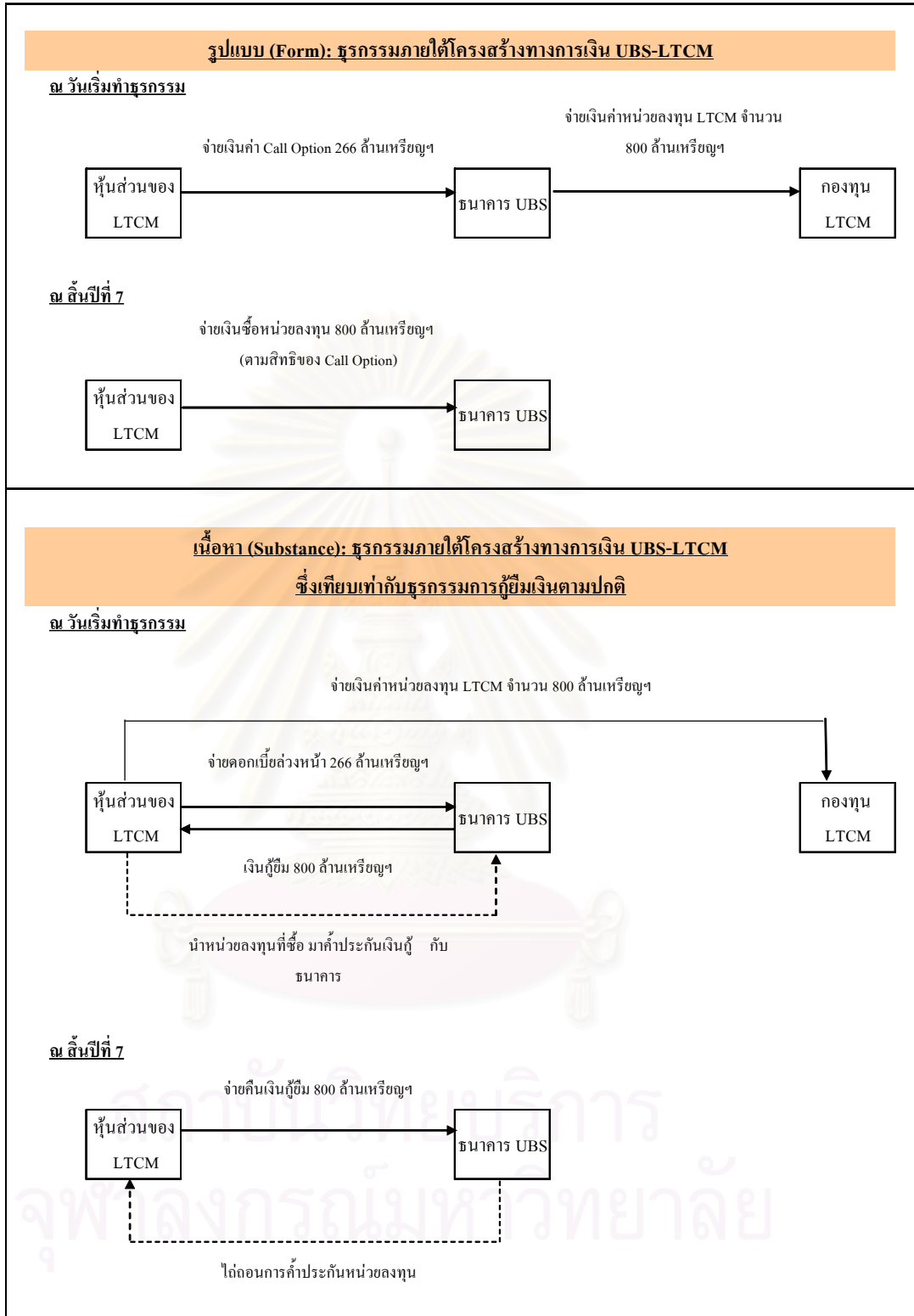
มากขึ้น คือ (1) หน่วยลงทุนจำนวน 800 ล้านเหรียญสหรัฐฯ ที่ธนาคารต้องกันไว้สำหรับรองรับการใช้สิทธิภายใต้ Call Option ซึ่งการทำธุรกรรมสำหรับหน่วยลงทุนส่วนนี้ถือเป็นการให้กู้ยืมเงินกันทางอ้อม และ (2) หน่วยลงทุนจำนวน 200 ล้านเหรียญสหรัฐฯ ที่เหลือ ซึ่งเป็นการลงทุนโดยตรงของธนาคารเอง

หน่วยลงทุนจำนวน 800 ล้านเหรียญสหรัฐฯ ที่ธนาคารต้องกันไว้สำหรับรองรับการใช้สิทธิภายใต้ Call Option

(หมายเหตุ: เนื่องจากไม่มีการเปิดเผยราคาซื้อขายที่กำหนด (Exercise Price) ตาม Call Option ดังนั้น เพื่อความง่ายในการอธิบาย ผู้วิจัยขอตั้งสมมุติฐานว่า Exercise Price กำหนดไว้เป็น 800 ล้านเหรียญสหรัฐฯ เท่ากับมูลค่าหน่วยลงทุน ณ วันเริ่มทำธุรกรรม)

รูปแบบ (Form) การทำธุรกรรมในส่วนนี้ เป็นธุรกรรมของธนาคารในการลงทุนในหน่วยลงทุนผนวกกับการขาย Call Options แต่ถ้าพิจารณาจากเนื้อหา (Substance) ของธุรกรรมแท้จริงแล้ว ถือเป็นการทำธุรกรรมการให้กู้ยืมเงินผ่านโครงสร้างดังกล่าว วิเคราะห์โดยพิจารณากระแสเงินสดในการทำธุรกรรมภายใต้โครงสร้างทางการเงินดังกล่าว เปรียบเทียบกับการทำธุรกรรมการกู้ยืมเงินตามปกติ สรุปได้ดังนี้

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



แผนภูมิที่ 5.1 แสดงการทำธุรกรรมภายใต้โครงสร้างทางการเงินระหว่าง UBS กับ LTCM

ตารางแสดงกระแสเงินสดจากการทำธุรกรรม

ธุรกรรมภายใต้โครงสร้างทางการเงิน UBS-LTCM		ธุรกรรมการกู้ยืมเงินตามปกติ	
<b>ณ วันเริ่มทำธุรกรรม (หน่วย: ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)</b>			
<b>กองทุน LTCM</b>		<b>กองทุน LTCM</b>	
ขายหน่วยลงทุนให้ธนาคาร UBS	+ 800	ขายหน่วยลงทุนให้หุ้นส่วน LTCM	+ 800
<b>ธนาคาร UBS</b>		<b>ธนาคาร UBS</b>	
ซื้อหน่วยลงทุนจาก LTCM	- 800	ให้เงินกู้ยืมแก่หุ้นส่วนของ LTCM	- 800
รายได้จากการขาย Call Option	+ 266	ดอกเบี้ยรับล่วงหน้า	+ 266
เงินจ่ายสุทธิ	- 534	เงินจ่ายสุทธิ	- 534
<b>หุ้นส่วน LTCM</b>		<b>หุ้นส่วน LTCM</b>	
จ่ายค่า Call Option	- 266	จ่ายดอกเบี้ยล่วงหน้าให้แก่ธนาคาร UBS	- 266
<b>ณ สิ้นปีที่ 7 (หน่วย: ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)</b>			
<b>ธนาคาร UBS (ล้านเหรียญสหรัฐฯ)</b>		<b>ธนาคาร UBS (ล้านเหรียญสหรัฐฯ)</b>	
ขายหน่วยลงทุนให้หุ้นส่วน LTCM	+ 800	รับเงินกู้ยืมคืนจากหุ้นส่วน LTCM	+ 800
<b>หุ้นส่วน LTCM (ล้านเหรียญสหรัฐฯ)</b>		<b>หุ้นส่วน LTCM (ล้านเหรียญสหรัฐฯ)</b>	
ซื้อหน่วยลงทุน	- 800	จ่ายคืนเงินกู้ยืม	- 800

ตารางที่ 5.1 แสดงกระแสเงินสดจากการทำธุรกรรมระหว่าง UBS กับ LTCM

ในแง่รูปแบบหรือ Form จะเห็นว่า ณ วันเริ่มทำธุรกรรม ธนาคารต้องจ่ายเงินซื้อหน่วยลงทุน 800 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ พร้อมกับการขาย Call Option แต่ถ้าดูในแง่เนื้อหา (Substance) เงินจำนวนนี้ถือเป็นเงินที่ธนาคารให้กู้ยืมแก่หุ้นส่วนของ LTCM กู้ยืมเป็นระยะเวลา 7 ปี โดยวัตถุประสงค์ของการกู้ยืมนั้นเป็นการให้กู้แก่หุ้นส่วนของ LTCM เพื่อซื้อหน่วยลงทุนของ LTCM เอง เนื่องจากภายใต้ข้อกำหนดของ Call Option นั้น หุ้นส่วนของ LTCM มีสิทธิที่จะซื้อหน่วยลงทุนจากธนาคารในราคา 800 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (ตาม Exercise Price) ในอีก 7 ปีข้างหน้า โดยผลตอบแทนที่ธนาคารได้รับ มีเพียงรายได้จากการขาย Call Option จำนวน 266 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เท่านั้น ซึ่งโดยเนื้อหาเปรียบเสมือนเป็นดอกเบี้ยรับล่วงหน้าจากการให้เงินกู้ยืม

เมื่อครบกำหนด 7 ปี หากหุ้นส่วนของ LTCM ใช้สิทธิซื้อหน่วยลงทุนตาม Call Option จำนวนเงิน 800 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ขายให้กับธนาคารเพื่อซื้อหน่วยลงทุน จึงเปรียบเสมือนเป็นการจ่ายเงินคืนที่หุ้นส่วนของ LTCM กู้ยืมธนาคารมานั่นเอง

สำหรับหน่วยลงทุนจำนวน 200 ล้านเหรียญสหรัฐฯ ที่เหลือ ถือเป็นส่วนที่  
ธนาคารลงทุนเองโดยตรง

จากการวิเคราะห์ธุรกรรมระหว่างธนาคาร UBS และ หุ้นส่วนของ LTCM ผู้วิจัย  
มีข้อสังเกตว่า การทำธุรกรรมภายใต้โครงสร้างทางการเงินที่ Scholes ได้คิดค้นดังกล่าว นอกจาก  
จะเป็นช่องทางที่เหมือนกับการกู้ยืมเงินตามปกติแล้ว ยังมีจุดเด่นที่เหนือกว่า นั่นคือภายใต้  
โครงสร้างดังกล่าว ความเสี่ยงทางด้านราคา (Price Risk) ถูกผลักให้ธนาคารเป็นผู้แบกรับ ซึ่งจะ  
ต่างกับ ในกรณีการกู้ยืมตามปกติ กล่าวคือ เมื่อหุ้นส่วนของ LTCM ต้องนำหน่วยลงทุนมาค้า  
ประกันเงินกู้กับธนาคารแล้ว หาก ณ สิ้นปีที่ 7 ราคาหน่วยลงทุนเกิดตกต่ำกว่าราคาทุน (กรณีนี้คือ  
ต่ำกว่า 800 ล้านเหรียญสหรัฐฯ ) และหุ้นส่วนของ LTCM ไม่อยากรับผลขาดทุนที่เกิดขึ้น  
ทางเลือกเดียวที่พวกเขามี คือ การยอมผิดนัดชำระหนี้ และปล่อยให้ธนาคารยึดหน่วยลงทุนที่  
นำไปค้าประกันไว้ อย่างไรก็ตาม กรณีนี้หุ้นส่วนของ LTCM มีความเสี่ยงที่จะถูกธนาคารฟ้องร้อง  
ให้ชดเชยค่าเสียหาย ในทางตรงกันข้าม ภายใต้โครงสร้างทางการเงินที่คิดขึ้นโดย Scholes นั้น  
หุ้นส่วนของ LTCM สามารถเลือกที่จะไม่ซื้อหน่วยลงทุนได้ โดยปล่อยให้ Call Option หมดอายุไป  
ธนาคารจึงต้องถือหน่วยลงทุนต่อไป และเป็นผู้รับผลขาดทุนที่เกิดขึ้นไว้เองโดยไม่สามารถไป  
เรียกร้องจากหุ้นส่วน LTCM ได้เช่นกรณีการกู้ยืม

นอกจากนี้ หาก ณ สิ้นปีที่ 7 หน่วยลงทุนของ LTCM มีมูลค่าสูงขึ้น หุ้นส่วนของ  
LTCM สามารถใช้สิทธิซื้อหน่วยลงทุนจากธนาคารในราคาที่กำหนดไว้ล่วงหน้า (Exercise Price)  
และเป็นผู้รับผลกำไรที่เกิดขึ้นไป ทั้งนี้ เพื่อให้ง่ายต่อการอธิบาย ผู้วิจัยขอยกตัวอย่างโดยกำหนด  
สมมุติฐาน ดังนี้

สมมุติฐาน:

(1) ราคาซื้อขายหน่วยลงทุน (Exercise Price) ตามที่กำหนดใน Call Options  
เป็นราคา 800 ล้านเหรียญสหรัฐฯ

(2) ณ สิ้นปีที่ 7 หน่วยลงทุนใน LTCM สูงขึ้นเป็น 4 เท่าจากราคา ณ วันเริ่มทำ  
ธุรกรรม คือ จาก 800 ล้านเหรียญสหรัฐฯ เป็น 3.2 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ (หรือจากเงินลงทุน  
ทั้งหมด 1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ เป็น 4 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ )



ภายใต้โครงสร้างดังกล่าว หาก ณ สิ้นปีที่ 7 สถานการณ์เป็นไปตามสมมุติฐานที่กำหนด ผลตอบแทนที่ธนาคาร UBS และ หุ้นส่วนของ LTCM ได้รับเป็นดังนี้\*

#### ผลตอบแทนของธนาคาร UBS

(ล้านเหรียญสหรัฐฯ)	
<b>ยอดรวมเงินลงทุน</b>	
เงินลงทุนส่วนที่ธนาคารลงทุนเอง	- 200
เงินให้กู้ยืมแก่หุ้นส่วนของ LTCM	- 800
รวมเงินลงทุน	<u>- 1,000</u>
<b>ยอดรวมผลตอบแทน</b>	
กำไรจากมูลค่าเงินลงทุนที่สูงขึ้น (เงินลงทุน 200 ล้านเหรียญฯ มูลค่าสูงขึ้น 4 เท่าเป็น 800 ล้านเหรียญฯ)	+ 600
รายได้จากการขาย Call Options (ดอกเบี้ยจากเงินให้กู้ยืมแก่หุ้นส่วนของ LTCM)	+ 266
ยอดรวมผลตอบแทนที่ธนาคารได้รับ	<u>+ 866</u>
<b>ผลตอบแทนต่อปี</b>	<b>12%</b>

#### ผลตอบแทนของหุ้นส่วนของ LTCM

(ล้านเหรียญสหรัฐฯ)	
<b>ยอดรวมเงินลงทุน</b>	
เงินจ่ายซื้อ Call Option	- 266
เงินจ่ายซื้อหน่วยลงทุนตาม Exercise Price	- 800
รวมเงินลงทุน	<u>- 1,066</u>
<b>ยอดรวมผลตอบแทน</b>	
มูลค่าของส่วนที่กินไว้สำหรับ Call Option (ราคาหุ้น 800 ล้านเหรียญฯ มูลค่าสูงขึ้น 4 เท่า)	+ 3,200
หัก เงินลงทุน	<u>- 1,066</u>
กำไรจากเงินลงทุน	<u>+ 2,134</u>
<b>ผลตอบแทนต่อปี</b>	<b>29%</b>

ตารางที่ 5.2 แสดงผลตอบแทนของธนาคาร UBS และหุ้นส่วนของ LTCM

\* การคำนวณผลตอบแทนที่แสดงไว้นี้ มิได้คำนึงถึงมูลค่าของเงินตามเวลา (Time Value of Money)

จะเห็นว่า ในกรณีที่หน่วยลงทุนมีมูลค่าสูงขึ้น หุ้นส่วนของ LTCM จะได้รับผลตอบแทนสูงกว่าธนาคาร และนอกจากผลตอบแทนที่หุ้นส่วนของ LTCM ได้รับตามที่คำนวณไว้ข้างต้น โครงสร้างการลงทุนดังกล่าวยังช่วยให้หุ้นส่วนเหล่านี้ได้รับประโยชน์ทางด้านภาษี เนื่องจาก หากพวกเขากู้ยืมเงินธนาคารเพื่อมาซื้อหน่วยลงทุนโดยตรง พวกเขาจะต้องเสียภาษีในอัตรา 39.6% ของกำไรที่เกิดขึ้นจากมูลค่าหน่วยลงทุน แต่ภายใต้โครงสร้างนี้ พวกเขาจะเสียภาษีในอัตราเพียง 20% เท่านั้น<sup>5</sup>

โครงสร้างทางการเงินนี้ จึงถือได้ว่าเป็นโครงสร้างที่จัดขึ้นมาเพื่อผลประโยชน์ของทั้งสองฝ่าย (Win-win Solution) คือ ธนาคาร UBS และหุ้นส่วนของ LTCM แต่หากพิจารณาให้ดีแล้ว จะพบว่า หุ้นส่วนของ LTCM จะได้ประโยชน์มากกว่าธนาคารมาก เนื่องจากพวกเขามีสิทธิลงทุนในหน่วยลงทุนของ LTCM ได้โดยใช้เงินทุนเพียงเล็กน้อย (เงินจ่ายซื้อ Call Option จำนวน 266 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) โดยพวกเขามีสิทธิได้รับผลกำไรที่เกิดขึ้นในอนาคตอย่างไม่จำกัด (Unlimited Upside) และเป็นจำนวนที่สูงกว่าผลตอบแทนที่ธนาคารได้รับ แต่หากเกิดการขาดทุน สิ่งที่เขาสูญเสียมีเพียงอย่างเดียว (Limited Downside) คือ เงินค่า Call Option ดังกล่าว

นอกจากธนาคาร UBS แล้ว ยังมีสถาบันการเงินอื่นๆ ที่ได้ลงทุนใน LTCM ภายใต้โครงสร้างการลงทุนดังกล่าว เช่น Credit Suisse Financial Products ได้ลงทุนในหน่วยลงทุนจำนวน 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยให้เงินกู้ยืมแก่หุ้นส่วนของ LTCM จำนวน 33 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ส่วนข้อมูลจากสถาบันการเงินอื่นๆ ไม่ได้รับการเปิดเผย

นอกเหนือจากการลงทุนภายใต้โครงสร้างดังกล่าว ยังมีสถาบันการเงินของยุโรปหลายรายที่ได้พยายามติดต่อขอซื้อหน่วยลงทุนของ LTCM จากนักลงทุนหรือสถาบันการเงินรายอื่นที่ลงทุนอยู่แล้ว แต่ต้องการขายหรือต้องการเงินโดยยินยอมที่จะจ่ายในราคาแพงกว่ามูลค่าจริง (premium) สถานการณ์ที่ความต้องการลงทุนของนักลงทุนมากถึงขนาดนี้ เป็นตัวชี้วัดถึงความสำเร็จและความมีประสิทธิภาพในการทำการตลาดของ LTCM ได้เป็นอย่างดี

สถาบันการเงินรายใหญ่ในยุโรปที่มีส่วนเสริมสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนรายอื่น และได้ช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือให้กับ LTCM คือ Ufficio Italiano Cambi (UIC) ซึ่งเป็นหน่วยงานของธนาคารกลางอิตาลี (Bank of Italy) ที่ทำหน้าที่ออกกฎเกณฑ์ และนโยบายต่างๆ ใน

<sup>5</sup> Dr. Dimitris N. Chorafas, *Managing Risk in the New Economy*, p.163

การกำกับดูแลอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ โดย UIC นำเงินมาลงทุนถึง 250 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และกรณีของ UIC นั้นก็คล้ายกับสถาบันการเงินอื่นๆ คือ UIC เริ่มต้นจากการลงทุน 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐ จากนั้น UIC ได้ให้กองทุนกู้ยืมเงินอีก 150 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (มีการตั้งข้อสังเกตว่า การลงทุนของ UIC ดังกล่าวใน LTCM อาจเนื่องมาจาก UIC ต้องการที่จะจับผิดธนาคารบางแห่งในอิตาลี ที่เข้าไปมีส่วนร่วมในการเก็งกำไรค่าเงิน) แต่เมื่อผู้คุมกฎเข้าไปเล่นเกมเอง จึงทำให้ไม่มีการตรวจสอบธุรกรรมที่เกิดขึ้นอย่างแท้จริง<sup>6</sup>

ในช่วงเวลาแห่งความสำเร็จของ LTCM นั้น การได้มีโอกาสลงทุนใน LTCM ดูเหมือนจะสร้างความพอใจอย่างมากให้กับสถาบันการเงินต่างๆ จนถึงกับมีการเปรียบเทียบว่าการลงทุนใน LTCM เป็นการลงทุนที่ดีกว่าลงทุนในเหมืองทองคำเสียอีก<sup>7</sup>

### 5.3 ปัญหาที่เกิดขึ้นกับ LTCM<sup>8</sup>

ปัญหาของ LTCM เริ่มต้นขึ้นในเดือนกรกฎาคม ค.ศ. 1998 หลังจากประเทศรัสเซียประกาศหยุดพักชำระหนี้ และเกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจในทวีปเอเชีย ทำให้อัตราดอกเบี้ยของโลกเกิดความผิดปกติ นักลงทุนส่วนใหญ่นำเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีเครดิตดี (Flight to Quality) เช่น พันธบัตรรัฐบาลของประเทศสหรัฐฯ และกลุ่มประเทศ G-10 ส่งผลให้ส่วนต่างระหว่างหลักทรัพย์ที่มีเครดิตดีกับหลักทรัพย์ที่มีเครดิตต่ำเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว (Credit Spread Widen) นอกจากนี้วิกฤตการณ์ดังกล่าวยังทำให้ค่าสหสัมพันธ์ของหลักทรัพย์ต่างๆ ผิดไปจากที่ได้คาดการณ์ไว้ ในขณะที่เงินลงทุนส่วนใหญ่ของ LTCM เป็นตราสารที่มีโครงสร้างซับซ้อน (เนื่องจากมีอนุพันธ์หรือ Derivatives เป็นส่วนประกอบสำคัญ) และเป็นการลงทุนในตราสารที่มีความเสี่ยงทางด้านเครดิตที่สูงขึ้นหรือมีสภาพคล่องที่ต่ำ เหตุการณ์ดังกล่าวมีผลให้ ในวันที่ 21 สิงหาคม 1998 เพียงวันเดียว LTCM ต้องขาดทุนสูงถึง 550 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และเมื่อมูลค่าของตราสารเหล่านี้ลดลง สถาบันการเงินผู้ปล่อยกู้เริ่มเรียกให้ LTCM นำหลักประกันมาวางเพิ่มเติม อย่างไรก็ตาม Meriwether และทีมงานของเขายังคงเชื่อมั่นในกลยุทธ์และแนวความคิดการ

<sup>6</sup> Ibid., p.157

<sup>7</sup> Ibid., p.163

<sup>8</sup> David Shirreff. Lesson from the collapse of hedge fund, Long-Term Capital

ลงทุนของพวกเขา และเชื่อว่าสิ่งที่พวกเขาต้องการคือเงินทุนใหม่ เพื่อจะนำไปลงทุนเพิ่มเนื่องจากภาวะตลาดในช่วงนั้นเป็นภาวะที่ไม่ปกติ และควรรหาประโยชน์จากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น

หลายคนมองว่าสิ่งที่พวกเขาคิดอาจจะถูก แต่ก็มีปัจจัยหลายอย่างที่ไม่เอื้ออำนวยต่อ LTCM ณ ขณะนั้น ปัจจัยเหล่านั้นได้แก่

- ไม่มีใครสามารถบอกได้ว่าเมื่อใดสถานการณ์จะเข้าสู่สภาวะปกติ
- สถาบันการเงินเริ่มขาดความเชื่อมั่นต่อ ตลาด และโดยเฉพาะอย่างยิ่งต่อ LTCM
- สถาบันการเงินหลายแห่งติดอยู่ในสภาวะการณ์ด้านการลงทุนเหมือนกับ LTCM
- สถาบันการเงินบางแห่งมองเห็นโอกาสการทำกำไรจากการลงทุนใน Position ตรงข้ามกับ LTCM
- ผู้ลงทุนอาจรอให้มูลค่าของ LTCM ลดลงอีก จึงจะเข้ามาลงทุนเพิ่ม

ดังนั้น จึงไม่มีสถาบันการเงินใดให้ความช่วยเหลือทางการเงินเพิ่มเติมแก่ LTCM แต่กลับให้ LTCM นำหลักทรัพย์มาค้ำประกันเพิ่มเติม ในปลายเดือนสิงหาคม 1998 เงินทุนของ LTCM ลดลงจาก 4.8 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ เหลือเพียง 2.3 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ

เดือนกันยายน 1998 ปีเตอร์ ฟิชเชอร์ (Peter Fisher) ผู้บริหารระดับสูงของ New York Federal Reserve ได้ส่งทีมงานมาดูแล Portfolio ของ LTCM และต้องประหลาดใจเมื่อพบว่างบการเงินของ LTCM แสดงอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงถึง 30 เท่า และพวกเขาก็เกิดความกังวลมากขึ้นเมื่อพบข้อมูลเงินลงทุนที่อยู่นอกงบการเงิน (Off-balance Sheet Transaction) มีมูลค่าสูงถึง 1 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ นอกจากนี้ทีมงานของ New York Federal Reserve ยังพบว่าสถาบันการเงินที่เป็นคู่ค้าของ LTCM ได้มีการติดตามเครดิตและวงเงินระหว่าง LTCM กับสถาบันการเงินนั้นๆอย่างใกล้ชิด (Bilateral Position) แต่สิ่งที่ขาดไปก็คือการมองภาพรวมทางด้านเครดิตและวงเงินรวมที่ LTCM มีกับทุกสถาบันการเงิน

ทั้งที่สหรัฐฯเองเป็นผู้นำในการนำแนวปฏิบัติเรื่องตลาดเสรีมาใช้อย่างแข็งขัน โดยมีปรัชญาที่ปล่อยให้กลไกตลาดแก้ไขปัญหาด้วยตนเองโดยรัฐจะไม่ยุ่งเกี่ยว แต่ Federal Reserve เองกลับเป็นคนกลางในการติดต่อขอความช่วยเหลือทางการเงินจากธนาคารพาณิชย์ และนักลงทุนรายใหญ่หลายครั้ง จนกระทั่ง LTCM ได้รับเงินทุนใหม่จำนวน 3.625 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ

จาก 14 สถาบันการเงิน<sup>9</sup> ทำให้ LTCM ไม่ต้องนำหลักทรัพย์มาขายทอดตลาด แต่ LTCM ก็ยังคงขาดทุนอย่างต่อเนื่องเป็นจำนวนถึง 200 – 300 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงสองสัปดาห์หลังจากได้รับเงินทุนใหม่ ทาง LTCM จึงได้มีความพยายามติดต่อนักลงทุนรายใหญ่ เช่น วอเรน บัฟเฟตต์ ให้มาลงทุนเพิ่มแต่ก็ไม่ประสบความสำเร็จ

รายชื่อสถาบันการเงิน	จำนวนเงิน (ล้านเหรียญสหรัฐฯ)
Bankers Trust	300
Barclays	300
Chase	300
Deutsche Bank	300
Union Bank of Switzerland	300
Salomon Smith Barney	300
J.P. Morgan	300
Goldman Sachs	300
Merrill Lynch	300
Credit Suisse First Boston	300
Morgan Stanley	300
Dean Witter	300
Societe Generale	125

<sup>9</sup> Long-Term Capital Management [Online]. Wikipedia: The free encyclopedia, แหล่งที่มา: [http://en.wikipedia.org/wiki/Long-Term\\_Capital\\_Management](http://en.wikipedia.org/wiki/Long-Term_Capital_Management) [สิงหาคม, 2550]



Credit Agricole	100
Paribas	100
Lehman Brothers	100

ตารางที่ 5.3 แสดงจำนวนเงินทุนที่ LTCM ได้รับความช่วยเหลือจากสถาบันการเงิน<sup>10</sup>

อย่างไรก็ตาม ในช่วงกลางเดือนธันวาคม ค.ศ. 1998 LTCM ได้รายงานผลกำไรจำนวน 400 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และในกลางปี ค.ศ. 1999 LTCM สามารถคืนเงินจำนวน 1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ให้แก่ 14 สถาบันการเงิน และในที่สุด LTCM ก็สามารถผ่านพ้นวิกฤตการณ์มาได้

#### 5.4 การวิเคราะห์ปัญหาของ LTCM

ปัญหาข้อแรกที่เหมาะสมควรจะได้รับกล่าวถึงคือ วิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นกับ LTCM นั้นเป็นสาเหตุที่ก่อให้เกิดภาวะเสี่ยงในระบบการเงินทั่วโลก เกิดจากกลยุทธ์ในการลงทุนจริงๆ หรือไม่ คำตอบคือ ทั้งใช่ และไม่ใช่ เหตุผลก็คือ ปัญหาที่ใหญ่ที่สุดสำหรับ LTCM นั้น ไม่ใช่ที่กลยุทธ์ในการลงทุนของกองทุน แต่เกิดจากหนี้สินมหาศาลอันเกิดจากการกู้ยืมเงินเพื่อมาลงทุน ซึ่งผลจากการกู้ยืมนี้เอง ที่เป็นตัวผลักดันให้เกิดการบังคับขายหลักทรัพย์อย่างรุนแรง (Fire Sell) ก่อให้เกิดการเคลื่อนไหวที่ผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ในตลาด ผลลัพธ์ก็คือภาวะผันผวนในระบบและการสูญเสียความมั่นใจของนักลงทุนต่อตลาดและระบบการเงินการธนาคารตั้งที่นาย อลัน กรีนสแปนได้เคยกล่าวไว้<sup>11</sup>

อย่างไรก็ตาม LTCM คงจะไม่สามารถตกอยู่ในสภาวะเช่นนี้ได้ถ้าไม่ได้รับเงินจากธนาคารและแหล่งปล่อยกู้ต่างๆ ดังนั้น คำถามที่เราจะต้องตอบให้ได้คือ ธนาคารที่ปล่อยเงินกู้ให้แก่ LTCM นั้น ได้พิจารณาถึงความเสี่ยงของการปล่อยเงินให้แก่ LTCM อย่างถี่ถ้วนหรือไม่

<sup>10</sup> Ibid.

<sup>11</sup> Christopher Cox. Testimony Concerning the Regulation of Hedge Funds: before the US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs [Online]. U.S.A.: United States Securities and Exchange Commission, July, 2006. แหล่งที่มา: <http://www.sec.gov/news/stuies/hedgefunds2003.pdf> [January 12, 2007]

กรณีของธนาคาร UBS และ LTCM ถือว่าเป็นตัวอย่างที่ดีสำหรับการตอบคำถามนี้ ในปี 1993 Meriwether และทีมงานได้ขอให้ทางธนาคาร UBS ให้เงินกู้ยืมแก่ LTCM และขอให้กองทุนสามารถทำธุรกรรมทางการเงินกับธนาคาร UBS ได้ แต่ทางธนาคารได้ตอบปฏิเสธการร้องขอดังกล่าว โดยให้เหตุผลว่ายังไม่สามารถคาดการณ์ผลกระทบต่อผลประกอบการของ LTCM ได้ เนื่องจาก LTCM เป็นกองทุนใหม่ และ LTCM ได้ทำการกู้ยืมเงินจำนวนมากจากสถาบันการเงินอื่นอยู่แล้ว จึงเป็นความเสี่ยงเกินกว่าทางธนาคารจะรับได้<sup>12</sup> ซึ่งดูเหมือนว่าธนาคาร UBS ได้ตรวจสอบถึงความเสี่ยงของการปล่อยเงินกู้ให้แก่ LTCM อย่างถี่ถ้วน แต่หลังจากที่ผลประกอบการของ LTCM ในช่วงแรกประสบความสำเร็จเป็นอย่างมาก นอกจากธนาคาร UBS จะให้เงินกู้ยืมแก่กองทุนแล้ว ธนาคารยังเป็นผู้ขอเข้าลงทุนใน LTCM เสียเอง และถึงแม้ว่าการเข้าลงทุนจะต้องเป็นไปตามเงื่อนไขที่หุ้นส่วนของ LTCM กำหนด โดยธนาคารจะต้องให้เงินกู้ยืมแก่หุ้นส่วนของ LTCM และต้องยอมรับความเสี่ยงทางด้านราคาแทนหุ้นส่วนเหล่านั้น แต่ธนาคารก็ยินยอมและเต็มใจรับเงื่อนไขดังกล่าว เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นนี้ สะท้อนให้เห็นถึงความทะยานอยากและความโลภในการหารายได้ของสถาบันการเงิน จนทำให้ความสำคัญของการตรวจสอบความเสี่ยงถูกลดทอนลงไป

นอกจากนี้ ธนาคารต่างๆ ก็ได้ทำการกู้ยืมเพื่อการลงทุน (Leverage transactions) เองด้วย ดังที่เคยกล่าวไว้บทก่อนๆ นี้ เพราะฉะนั้นเราจึงไม่สามารถสรุปได้ว่าเฮดจ์ฟันด์เป็นการลงทุนที่ไม่น่าเข้าไปเสี่ยง เพราะว่าแม้แต่ตัวธนาคารก็ยังทำการ Leverage เองเป็นจำนวนมาก และสาเหตุที่ต้องกล่าวถึงการ Leverage ของธนาคารก็เนื่องจากว่า โดยปกติคนมักจะมองว่ามีแต่ เฮดจ์ฟันด์เท่านั้นที่ทำการ Leverage ซึ่งในความเป็นจริงแล้ว Portfolio การลงทุนของธนาคารต่างๆ ทั่วโลกนั้น ทำการซื้อขายและกู้ยืมเพื่อการลงทุนมากกว่าเฮดจ์ฟันด์หนึ่งๆ ด้วยซ้ำไป

ดังนั้น สำหรับประเด็นที่ว่า ธนาคารควรที่จะพิจารณาความเสี่ยงของคู่ค้า (Counter Party Risk) ที่มีการปล่อยกู้ให้รัดกุม ก็ถือว่าเป็นอีกประเด็นที่สำคัญ เนื่องจากมักเป็นสาเหตุที่สร้างความเสียหายต่อระบบธนาคารอยู่เนืองๆ แต่การศึกษาในเรื่องดังกล่าวอยู่นอกเหนือขอบเขตการศึกษาของเอกสารนี้ ผู้วิจัยจึงขอเสนอเรื่องนี้ไว้เป็นข้อสังเกตให้ผู้อ่านได้พิจารณาต่อไป

คำถามต่อไปก็คือ ถึงแม้ว่าหนี้สินอันเกิดจากการกู้ยืมของ LTCM นั้นจะเป็นเงินมูลค่าจำนวนมาก แต่เงินดังกล่าวมากเพียงพอที่จะสามารถล้มระบบการธนาคารของสหรัฐฯ ได้จริง

<sup>12</sup> Dr. Dimitris N. Chorafas, Managing Risk in the New Economy, p.161

หรือ ด้วยขนาดของเงินนี้อาจส่งผลกระทบต่อให้เกิดภาวะการถดถอยของกำไรของธนาคาร การสูญเสียเงินที่ปล่อยกู้ของธนาคารที่เกี่ยวข้อง การลดลงของสภาพคล่องในตลาด และความสามารถของธนาคารที่จะปล่อยกู้ในอนาคตคงน้อยลงเท่านั้น

หลายๆ คนอาจสงสัยว่าขนาดของเฮดจ์ฟันด์นั้นเติบโตขึ้นเรื่อยๆ จนอยู่ในระดับที่อาจสร้างปัญหาที่ทำให้เฮดจ์ฟันด์กลับกลายเป็นต้นตอของความเสียหายเอง แทนที่จะเป็นตัวช่วยลดความเสี่ยง แต่ข้อสงสัยอันนี้ก็เช่นกันต้องล้มเลิกไปด้วยเหตุผลที่ว่า:

- เฮดจ์ฟันด์ไม่เคยอ้างว่าเป็นตัวช่วยกำจัดความเสี่ยงของระบบการเงิน แต่การลงทุนของเฮดจ์ฟันด์มีผลพลอยได้ก็คือ ได้ช่วยทำให้ตลาดโลกทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นและช่วยตั้ง True Market Value ของสกุลเงินต่างประเทศ ดอกเบี้ย และตลาดหุ้น
- เมื่อนำจำนวนเงินลงทุนของ Global Hedge Funds (มูลค่าประมาณ 3 แสนล้าน เหรียญสหรัฐ ณ ปลายปี 1997) มาเทียบกับจำนวนเงินในระบบ (Global financial market) ที่มีอยู่ เงินลงทุนในเฮดจ์ฟันด์นั้นถือว่าไม่มากนัก นอกจากนี้ จากการศึกษาพบว่าเฮดจ์ฟันด์โดยทั่วไปมีจำนวนหนี้ไม่สูงมากนัก คือ<sup>13</sup> :
  - 20% ของ เฮดจ์ฟันด์ทั้งหมดนั้น ไม่มีการกู้ยืมเงิน
  - 50% ของ เฮดจ์ฟันด์ทั้งหมด กู้เงินน้อยกว่าอัตรา 2 : 1
  - 30% ของ เฮดจ์ฟันด์ทั้งหมด กู้เงินมากกว่าอัตรา 2 : 1

มีเฮดจ์ฟันด์อยู่เพียงไม่กี่แห่งที่ใช้สัดส่วนการกู้ยืมเงินมากกว่าอัตรา 10:1 และตามปกติแล้ว เฮดจ์ฟันด์ที่มีอัตราการกู้ยืมเงินสูงๆ มักจะใช้ Arbitrage Strategies ต่างๆ เนื่องจากอยู่ในกลุ่มกลยุทธ์ประเภท Non Directional Strategy ซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่มีความเสี่ยงต่ำ

---

<sup>13</sup> Hedge Fund Demand and Capacity 2005-2015: Is Worldwide Hedge Fund Demand Outstripping capacity [PDF Format]. Tennessee: Van Hedge Fund Advisors International, 2005. แหล่งที่มา: [http://www.vanhedge.com/pdf/articles/HF\\_Demand,\\_Capacity\\_2005-2015.pdf](http://www.vanhedge.com/pdf/articles/HF_Demand,_Capacity_2005-2015.pdf) [March 6, 2007]

อาจมีคำถามตามมาว่า LTCM นั้นมีขนาดใหญ่เกินไปจนเป็นเหตุแห่งความเสียหายหรือไม่ ในความเป็นจริงนั้น LTCM ไม่ได้มีขนาดใหญ่มากนักถ้าพิจารณาจากเงินทุนของผู้ถือหุ้นที่ LTCM ดูแลอยู่ มีกองทุนเฮดจ์ฟันด์จำนวนไม่น้อยที่มีขนาดใหญ่กว่า เช่น ควอนตัมฟันด์ของไซรอส แต่ในกรณีของ LTCM นั้นจุดที่เป็นปัญหานั้นจะมาจากการทำ Leverage มากเกินไปมากจนกระทั่งไม่สามารถที่จะควบคุม ดูแล และจัดการเกี่ยวกับความเสี่ยงที่มีอยู่ได้ ในขณะที่ตลาดเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว LTCM กลับพบว่าตัวเองติดอยู่ในสถานการณ์ที่ยุ่งยาก โปรแกรมการคำนวณที่ทำไว้กลับไม่ส่งผลลัพธ์ไปในทิศทางที่คาดการณ์ ซึ่งตามปกติแล้วเหตุการณ์อย่างนี้ถือว่าเป็นเรื่องปกติของผู้ลงทุน แต่สิ่งที่ไม่ปกติเกี่ยวกับกรณีของ LTCM ก็คือ มูลค่าของ Leverage ที่ทำไว้จำนวนมากมหาศาล ดังนั้นผลกระทบจากการดำเนินงานในทิศทางที่ผิดพลาด จึงก่อให้เกิดผลลัพธ์ที่เป็น ความเสียหายสุดที่จะประมาณได้

เป็นที่ทราบกันดีว่า ไม่มีโมเดลทางคณิตศาสตร์ใดๆ ที่จะสามารถประเมินความเสี่ยงในการลงทุนในโลกแห่งความเป็นจริงได้อย่างถูกต้อง 100% ปัจจัยต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นสถานการณ์ในแถบเอเชีย การลดค่าเงินของรัสเซีย ความกังวลเกี่ยวกับค่าเงินของกลุ่มประเทศอเมริกาใต้ การขยายของส่วนต่างในมูลค่าหนี้ของสหรัฐฯ กับประเทศต่างๆ ไปจนถึงหนี้ในภาคเอกชนของสหรัฐฯ ล้วนแต่มีส่วนที่ทำให้การคาดการณ์เกี่ยวกับตลาดนั้นยุ่งยากซับซ้อนขึ้นไปอีก ซึ่งถ้าเฮดจ์ฟันด์ประเมินสถานการณ์ของตลาดผิดพลาด และได้ทำการกู้ยืมหนี้สินเป็นจำนวนสูงหลายเท่าตัว ความเสียหายที่เกิดขึ้นนั้นอาจสร้างผลกระทบได้อย่างมากมาย ดังเช่นในกรณีของ LTCM เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม เราไม่ควรมองข้ามความจริงที่ว่า กองทุนรวมหรือการลงทุนใดๆก็ตามนั้น ล้วนแล้วแต่ก็เคยทำความเสียหายให้แก่นักลงทุนมาแล้วทั้งนั้น มิใช่มีเพียงแต่เฮดจ์ฟันด์ซึ่งในความเป็นจริงแล้ว จากการศึกษาทำให้พบว่า เฮดจ์ฟันด์นั้นสามารถบริหารเงินของผู้ลงทุนได้มีประสิทธิภาพมากกว่ากองทุนรวม และจากข้อมูลที่มีอยู่นั้น ยังแสดงให้เห็นว่าเฮดจ์ฟันด์สามารถที่จะปกป้องเงินของผู้ลงทุนได้ดีกว่ากองทุนชนิดอื่น โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดหุ้นซบเซา

## 5.5 ผลกระทบทางลบที่เกิดขึ้นจากเฮดจ์ฟันด์<sup>14</sup>

การล่มสลายของกองทุนเฮดจ์ฟันด์ขนาดใหญ่ช่วยเน้นย้ำว่าการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์สามารถสร้างความเสียหายต่อสถาบันการเงินและตลาดการเงินได้ เนื่องจากปฏิริยาเชิงลบที่สร้างผลกระทบเป็นลูกโซ่ที่เริ่มต้นจาก

- ความเสียหายในการลงทุนที่อาจเกิดจากสภาพตลาด หรือความผิดพลาดในการลงทุน
- เนื่องจากกองทุนเฮดจ์ฟันด์ใช้เงินกู้มาเพื่อลงทุน หลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันเงินกู้จะมีค่ามูลลดลงตามตลาด ในสถานการณ์ดังกล่าว สถาบันการเงินผู้ปล่อยกู้จะเรียกหลักทรัพย์ค้ำประกันเพิ่มเติม หรือเรียกเงินกู้คืนในระยะเวลานั้นสั้น ผนวกกับนักลงทุนพยายามไถ่ถอนเงินออกจากกองทุน มีผลให้เฮดจ์ฟันด์เกิดปัญหาสภาพคล่องทางการเงิน
- กองทุนจะพยายามขายหลักทรัพย์ที่ถือครองอยู่อย่างเร่งรีบ (Fire Sell) เพื่อคืนเงินกู้ ยิ่งเป็นการเพิ่มระดับความรุนแรงซ้ำเติมต่อปัญหาที่มีอยู่ เนื่องจากการขายหลักทรัพย์จำนวนมากในเวลาอันสั้นผนวกกับสภาพตลาดที่ย่ำแย่อยู่แล้ว และด้วยความเสี่ยงของสถานการณ์ที่เพิ่มขึ้น ทำให้ผู้ซื้อตราสารรับซื้อหลักทรัพย์ จึงสร้างผลขาดทุนต่อกองทุนเฮดจ์ฟันด์มากยิ่งขึ้น ส่งผลให้เกิดปัญหา 3 ข้อตามมา คือ 1) ในด้านสภาพคล่องของตลาดใดๆที่เฮดจ์ฟันด์ลงทุนอยู่ 2) ทำให้ส่วนต่างระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันและเงินกู้มีมูลค่าห่างกันมากขึ้น และ 3) ปัญหาความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อเฮดจ์ฟันด์ ซึ่งอาจขยายตัวไปสู่กองทุนเฮดจ์ฟันด์อื่นได้
- จากปัญหาสภาพคล่องของตนเอง ทำให้กองทุนเฮดจ์ฟันด์ไม่สามารถขายหลักทรัพย์เพื่อมาชำระหนี้คืนได้ตามจำนวนและเวลา จึงส่งผลต่อสถาบันการเงินผู้ให้เงินกู้ทันที คือ 1) ปัญหาความเชื่อมั่น

<sup>14</sup> Tomas Garbaravicius and Frank Dierick, "Hedge funds and their implications for financial stability," ECB Occasional Paper 34, (August, 2005): p.29



ต่อสถาบันการเงิน และ 2) ปัญหาสภาพคล่องของสถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องกับเฮดจ์ฟันด์

- จากปัญหาการไม่สามารถชำระหนี้ตามจำนวนและเวลาที่กำหนดของเฮดจ์ฟันด์ต่อสถาบันการเงินหนึ่งก็จะส่งผลกระทบต่อสถาบันการเงินอื่น(ที่อาจไม่เกี่ยวข้องกับเฮดจ์ฟันด์)เป็นทอดๆ เนื่องจากสถาบันการเงินในระบบจะมีธุรกรรมเกี่ยวเนื่องกัน ทำให้เกิดปัญหาสภาพคล่องในระบบสถาบันการเงิน ดังนั้น หากกองทุนเฮดจ์ฟันด์มีขนาดการลงทุนที่ใหญ่เมื่อเทียบกับขนาดของตลาดก็จะทำให้ปัญหาแผ่ขยายเป็นวงกว้างและสร้างความเสียหายรุนแรงเป็นอย่างยิ่ง
- หากเฮดจ์ฟันด์กู้เงินจากต่างประเทศมาลงทุน เช่น กู้เงินสกุลเยนของญี่ปุ่น หรือที่เรียกว่า Yen Carry Trade เมื่อกองทุนได้ถอนการลงทุนจะต้องขายเงินของประเทศที่ลงทุนอยู่แล้วเปลี่ยนเป็นเงินเยน หรือดอลลาร์สหรัฐฯเพื่อนำออกต่างประเทศ มีผลให้ 1) ค่าเงินเยนและดอลลาร์สหรัฐฯมีความผันผวนอย่างมาก และ 2) สภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจที่เคยลงทุนลดลงเนื่องจากเงินไหลออก

ที่กล่าวมาทั้งหมดนี้จะเห็นได้ว่า สิ่งที่เกิดขึ้นเป็นปฏิกิริยาลูกโซ่ที่ปัญหาของเฮดจ์ฟันด์หนึ่งๆสามารถขยายไปสู่ปัญหาของตลาด ปัญหาสถาบันการเงิน ปัญหาการเงิน ปัญหาสภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจ และสามารถลุกลามไปสู่ปัญหาความเชื่อมั่นต่อระบบการเงินโลกได้ จากเหตุการณ์ดังกล่าวที่เริ่มจากภาคการเงินจึงส่งผลกระทบต่อภาคการผลิต (Real Sector) ได้ในที่สุด โดยจะทวีความรุนแรงยิ่งขึ้นเนื่องจากขนาดของภาคการเงินโลกมีการขยายตัวจากการกำเนิดนวัตกรรมการเงินอย่างต่อเนื่อง จนในปัจจุบันภาคการเงินมีความใหญ่โตกว่าภาคการผลิตถึงกว่า 15 เท่า\* ดังนั้น ความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจแท้จริงจากวิกฤติในภาคการเงินจึงสุดที่จะประมาณได้ โดยแนวโน้มนี้ที่ไร้เสถียรภาพนี้จะดำรงอยู่ต่อไปจนกว่าการกำกับควบคุมกระแสทุนจะเกิดขึ้นในอนาคต

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 2 ข้อ 2.4 ปัญหาจากการเคลื่อนย้ายทุนเสรีและการวิเคราะห

## 5.6 เฮดจ์ฟันด์นำไปสู่วิกฤตินิยม (Capitalism Crisis) ได้หรือไม่

จากปฏิกริยาลูกโซ่แห่งการล่มสลายที่เกิดขึ้นนี้ ทำให้เกิดคำถามขึ้นว่าเฮดจ์ฟันด์นำไปสู่วิกฤตินิยม (Capitalism Crisis) ได้หรือไม่ จากการวิเคราะห์ปัญหาของ LTCM ปฏิกริยาลูกโซ่นี้สามารถทำให้ตลาดทรุดตัวลงอย่างรุนแรงได้หากกองทุนเฮดจ์ฟันด์และนักค้าเงินในสถาบันการเงินขนาดใหญ่หลายแห่งมีการลงทุนในลักษณะเดียวกัน ผลขาดทุนที่เกิดขึ้นจะทำให้ให้นักลงทุนเหล่านี้ถูกบังคับให้ขายหลักทรัพย์ออกไปจากตลาดพร้อมๆกัน ซึ่งจะสร้างผลเสียหายได้อย่างมหาดล จากปรากฏการณ์ที่เรียกว่า “Spiral Down from Contagion Effect”

กล่าวโดยสรุปถึงปัญหาดังกล่าว เราสามารถแยกแยะช่องทางที่เฮดจ์ฟันด์สามารถสร้างผลกระทบต่อเสถียรภาพในตลาดการเงินได้ดังนี้

หนึ่ง การล่มสลายของเฮดจ์ฟันด์เพียงกองทุนเดียวสามารถนำไปสู่ความปั่นป่วนต่อระบบธนาคารและตลาดการเงินได้ในวงกว้าง

สอง การบริหารความเสี่ยงที่ผิดพลาดของสถาบันการเงินและธนาคารในการปล่อยกู้ให้กับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์อาจนำไปสู่วิกฤติเศรษฐกิจจากปฏิกริยาลูกโซ่ที่เกิดขึ้นได้ และ

สาม การลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ในตลาดสามารถส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบเงินได้ โดยจุดเริ่มต้นแห่งความหายนะอาจเริ่มจากสาเหตุใดสาเหตุหนึ่งก็ได้ ซึ่งจะตามมาซึ่งความไร้เสถียรภาพของตลาดและขยายวงกว้างสร้างปัญหาอื่นให้ตามมาด้วยปฏิกริยาลูกโซ่ ดังนั้นจึงสามารถสร้างความเสียหายได้เป็นทวีคูณจนอาจนำไปสู่วิกฤติของระบบเศรษฐกิจและวิกฤตินิยม (Capitalism Crisis) ได้ในที่สุด

อย่างไรก็ตาม จากปฏิกริยาลูกโซ่แห่งการล่มสลายนี้ ทำให้เราตระหนักได้ว่าเฮดจ์ฟันด์จะไม่สามารถสร้างความเสียหายต่อสถาบันการเงินและตลาดการเงินจนอาจนำไปสู่วิกฤติของระบบเศรษฐกิจและระบบทุนนิยม (Capitalism Crisis) ได้โดยลำพังเลย หากปราศจากการเข้ามามีส่วนร่วมของสถาบันการเงินและธนาคารต่างๆ ดังเช่นปัญหาที่เกิดขึ้นกับ LTCM จะเห็นว่า ปัญหาที่ใหญ่ที่สุดสำหรับ LTCM ที่มีผลให้ต้องเผชิญกับวิกฤตการณ์นั้น โดยแท้จริงแล้วเกิดจากหนี้สินมหาศาลอันเกิดจากการกู้ยืมเงินเพื่อมาลงทุน ซึ่งผลจากการกู้ยืมนี้เอง ที่เป็นตัวผลักดันให้เกิดการบังคับขายหลักทรัพย์อย่างรุนแรง (Fire Sell) จนเข้าสู่ปฏิกริยาลูกโซ่ จึงอาจกล่าวได้ว่า LTCM คงจะไม่สามารถตกอยู่ในสถานะเช่นนี้ได้ถ้าไม่ได้รับเงินกู้จำนวนมหาศาลจากสถาบันการเงินต่างๆ

นอกจากนี้ กรณีวิกฤติค่าเงินบาทที่เกิดขึ้นในปี 1997\* เป็นอีกหนึ่งตัวอย่างที่ชี้ให้เห็นอย่างชัดเจนว่า นอกจากเฮดจ์ฟันด์ซึ่งเป็นผู้ถูกมองว่าเป็นต้นเหตุที่ทำให้เกิดวิกฤตินั้น สถาบันการเงินโดยเฉพาะอย่างยิ่งธนาคารพาณิชย์ก็ถือว่าเป็นตัวการสำคัญที่ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ดังกล่าวเช่นกัน เนื่องจากเงินบาทเป็นเงินสกุลเล็ก เฮดจ์ฟันด์จึงไม่มีโอกาสครอบครองได้ในปริมาณสูงพอที่จะสร้าง Momentum ให้การโจมตีค่าเงินบาทมีประสิทธิภาพได้ในทางตรงกันข้ามธนาคารพาณิชย์เป็นผู้ที่สามารถเข้าถึงเงินบาทง่ายกว่า ดังนั้นการเข้าร่วมโจมตีค่าเงินบาทของสถาบันการเงินเหล่านี้ จึงยิ่งทวีความรุนแรงของปัญหาจนนำไปสู่วิกฤติการณ์ในที่สุด นอกจากนี้กรณีวิกฤติการณ์ค่าเงินในประเทศแถบเอเชียอื่น ๆ ก็มีลักษณะทำนองเดียวกัน รายงานการศึกษาได้พบหลักฐานที่เกี่ยวข้องกับเฮดจ์ฟันด์ไม่มากนัก แต่ได้บ่งชี้ว่าพบนักลงทุนสถาบันอื่น เช่น ธนาคาร และสถาบันการเงินทั้งในและต่างประเทศเข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องอย่างมาก

โดยสรุปแล้ว เฮดจ์ฟันด์หนึ่งๆ ไม่สามารถก่อให้เกิดความเสียหายต่อตลาดการเงิน จนอาจนำไปสู่วิกฤติของระบบเศรษฐกิจและระบบทุนนิยม (Capitalism Crisis) ได้โดยลำพัง หากปราศจากการเข้ามามีส่วนร่วมของสถาบันการเงินต่างๆ ดังนั้น หากเราจะนำวิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นมาเป็นบทเรียนในการป้องกันหรือควบคุมมิให้วิกฤติทุนนิยม (Capitalism Crisis) เกิดขึ้นในอนาคตนั้น เราจึงมีอาจมุ่งเน้นไปในการหาแนวทางการกำกับดูแลธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เพียงอย่างเดียว แต่การควบคุมดังกล่าวจะต้องเชื่อมโยงไปถึงการกำกับดูแลสถาบันการเงินและธนาคารที่เข้ามาเกี่ยวข้องกับเฮดจ์ฟันด์อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 3 ข้อ 3.4 เฮดจ์ฟันด์กับวิกฤติค่าเงินบาท

## บทที่ 6

### เฮดจ์ฟันด์กับการเมืองสหรัฐฯ

จากเหตุการณ์การเข้ามาช่วยเหลือกองทุนเฮดจ์ฟันด์ LTCM ของ Federal Reserve Bank รวมถึงการที่ไม่สามารถกำกับเฮดจ์ฟันด์ในระดับนานาชาติและในสหรัฐฯ ทำให้เกิดคำถามขึ้นว่า เฮดจ์ฟันด์และการเมืองสหรัฐฯมีความสัมพันธ์หรือไม่ โดยผู้วิจัยมุ่งเน้นไปที่การให้เงินอุดหนุนการเลือกตั้งในสหรัฐฯ ซึ่งมักเป็นประเด็นที่ได้รับการวิพากษ์วิจารณ์เสมอมา โดยมีทั้งฝ่ายที่สนับสนุนและฝ่ายที่คัดค้าน ฝ่ายหลังมีความเห็นว่าการให้เงินอุดหนุนการรณรงค์การเลือกตั้ง อาจบ่งถึงความไม่เท่าเทียม และการคอร์รัปชัน<sup>1</sup> ที่ผ่านมาเฮดจ์ฟันด์ได้เข้ามามีบทบาทในสถานะบริษัทหนึ่งให้เงินอุดหนุนดังกล่าวเป็นจำนวนมาก ด้วยเหตุดังกล่าว การเข้าใจถึงลักษณะ และกฎเกณฑ์ในการให้เงินอุดหนุนทางการเมืองจึงเป็นสิ่งที่น่าสนใจ และช่วยให้เราเห็นภาพความสัมพันธ์ระหว่างการเมืองและเฮดจ์ฟันด์ชัดเจนขึ้น เพื่อประโยชน์ในการวิเคราะห์ต่อไป

#### 6.1 ประเภทของการให้เงินอุดหนุนการเลือกตั้งในสหรัฐฯ

เงินที่ใช้ในการอุดหนุนการเลือกตั้งในสหรัฐฯสามารถแบ่งตามระดับการนำไปใช้ในการสนับสนุนออกเป็น 2 ระดับ ได้แก่

##### 6.1.1 Hard Money<sup>2</sup>

คือ เงินอุดหนุนกิจกรรมการเลือกตั้งระดับชาติ อยู่ภายใต้กฎหมายของ FECA (Federal Election Commission Act) ซึ่งจะมีข้อจำกัดด้านจำนวนเงินและแหล่งที่มาของเงินอย่างเข้มงวด ทั้งนี้การจ่ายเงินสนับสนุนการรณรงค์การเลือกตั้งและผู้สมัครรับเลือกตั้ง ภายใต้พระราชบัญญัติ Bipartisan Campaign Reform Act of 2002 กำหนดให้บุคคลธรรมดาสามารถจ่ายเงินอุดหนุนให้แก่ผู้สมัครเฉพาะเจาะจงแต่ละรายในการรณรงค์แต่ละครั้งได้ไม่เกิน 2,000

---

<sup>1</sup> Campaign Finance [Online], แหล่งที่มา:

[http://en.wikipedia.org/wiki/Campaign\\_finance](http://en.wikipedia.org/wiki/Campaign_finance) [มีนาคม, 2550]

<sup>2</sup> Joseph E. Cantor. *Soft and Hard Money In Contemporary Election: What Federal*

*Law Does and Does Not Regulate* [Online], Congressional Research Service: National Council for Science and the Environment, May, 2007. แหล่งที่มา:

<http://www.ncseonline.org/NLE/CRSreports/government/gov-35.cfm> [March 8, 2007]

เหรียญสหรัฐ ต่อปี และจ่ายผ่านคณะกรรมการอำนาจการเลือกตั้ง (PAC: Political Action Committee) ได้ 10,000 เหรียญสหรัฐ ต่อปี ในขณะที่จำนวนเงินที่บริจาคให้พรรคการเมืองสูงสุดต้องไม่เกิน 25,000 เหรียญสหรัฐ ต่อปี โดยยอดรวมการบริจาคจะต้องไม่เกิน 95,000 เหรียญสหรัฐ ในรอบ 2 ปีของการเลือกตั้ง ภายใต้กฎหมายฉบับนี้ นิติบุคคลไม่สามารถบริจาคเงินโดยตรงให้แก่ผู้สมัครได้ แต่สามารถสนับสนุนค่าใช้จ่ายในการรณรงค์ให้กับคณะกรรมการอำนาจการเลือกตั้งได้ รวมทั้งสามารถสนับสนุนให้พนักงานหรือ ผู้ถือหุ้นของบริษัทบริจาคเงินให้กับพรรคการเมืองหรือผู้สมัครได้

### 6.1.2 Soft Money<sup>3</sup>

หมายถึง เงินสนับสนุนสำหรับกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับการเลือกตั้งระดับท้องถิ่นและระดับรัฐ จึงอยู่ภายใต้กฎหมายของรัฐและไม่สามารถนำมาใช้ในการเลือกตั้งระดับชาติได้ ดังนั้น ข้อจำกัดในเรื่องของแหล่งที่มาและจำนวนเงินจึงยืดหยุ่นกว่า Hard Money โดยบริษัทและสหภาพ สามารถบริจาคเงินประเภท Soft Money ให้พรรคการเมืองได้ นอกจากนี้ บุคคลธรรมดาที่บริจาคเงินเต็มเปดานของ Hard Money แล้วยังสามารถบริจาค Soft Money ได้อีกอย่างไม่จำกัด ด้วยเหตุนี้เอง จึงเป็นเหตุให้เกิดเสียงวิพากษ์วิจารณ์อย่างมากว่า Soft Money กลายเป็นช่องทางที่เอกชนสามารถเข้ามามีอิทธิพลครอบงำการเมืองสหรัฐฯได้ และแม้ว่ากฎหมายกำหนด Soft Money ให้ใช้เพื่อการอุดหนุนการเลือกตั้งระดับท้องถิ่นก็ตาม แต่เงินดังกล่าวอาจถูกนำไปใช้ในลักษณะที่ส่งผลกระทบต่อทางอ้อมต่อการเลือกตั้งระดับชาติได้<sup>4</sup>

ไมเคิล ฟอริไซท์ (Micheal Forsythe) ได้ติดตามการบริจาคเงินสนับสนุนพรรคการเมืองของผู้บริหาร เฮดจ์ฟันด์ในสหรัฐฯ และพบว่ามีการบริจาคเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในช่วงการเลือกตั้งปี 2003-2005 ยอดเงินบริจาคจากเฮดจ์ฟันด์มีอัตราเพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดถึง

<sup>3</sup> Richard Briffault. Soft Money, Issue Advocacy and The US Campaign Finance Law [Online]. Columbia Law School: Elections Canada, May, 2002. แหล่งที่มา: [http://www.elections.ca/eca/eim/article\\_search/article.asp?id=75&lang=e&frmPageSize=&textonly=false](http://www.elections.ca/eca/eim/article_search/article.asp?id=75&lang=e&frmPageSize=&textonly=false) [March 7, 2007]

<sup>4</sup> L. Paige Whitaker. Campaign Finance: Constitutional and Legal Issues of Soft Money [PDF Format]. American Law Division: Congressional Research Service, February, 2004. แหล่งที่มา: <http://fpc.state.gov/documents/organization/29688.pdf> [March 9, 2007]



44% ในขณะที่เงินบริจาคจากแหล่งอื่นนั้นมียอดการเพิ่มอยู่ที่ 20%<sup>5</sup> ในช่วงระยะเวลาเดียวกัน สิ่งนี้ได้แสดงให้เห็นถึงปฏิสัมพันธ์ที่เพิ่มมากขึ้นของเฮดจ์ฟันด์ต่อการเมืองสหรัฐฯ

อย่างไรก็ตาม ตัวเลขการบริจาคที่เปิดเผยในรูปของ Hard Money ซึ่งมีกฎหมายจำกัดปริมาณเงินบริจาคต่อคน อาจไม่สะท้อนภาพที่แท้จริงทั้งหมดของการรุกคืบเข้ามา มีอิทธิพลทางการเมืองของเฮดจ์ฟันด์ เนื่องจากเฮดจ์ฟันด์สามารถทุ่มเงินจำนวนมหาศาลผ่าน Soft Money โดยผ่านสิ่งที่เรียกว่า “Campaign Finance Reform Advocacy Groups” หรือ “527 Committees” ซึ่งองค์กรเหล่านี้จะมีลักษณะองค์กรที่แสดงต่อสาธารณชนว่าเป็นองค์กรเพื่อการพัฒนาระบบประชาธิปไตย โดยมีรูปแบบการรณรงค์ที่แตกต่างกัน เช่น การทำวิจัยเพื่อพัฒนากลไกของกระบวนการประชาธิปไตยในสหรัฐฯ การให้ความรู้ต่อสาธารณชนในเรื่องของผลกระทบของระบบทุนต่อการเมืองสหรัฐฯ หรือ การลดการคอร์รัปชันในระบบการเมือง<sup>6</sup> เป็นต้น ดังนั้น แม้บริษัทต่างๆ กลุ่มสหภาพและกลุ่มผลประโยชน์ จะไม่สามารถบริจาค Hard Money ได้โดยตรง ก็สามารถบริจาคเงินผ่านช่องทาง Soft Money ได้อย่างไม่จำกัดจำนวน ซึ่งยากต่อการตรวจสอบ<sup>7</sup> Soft Money จึงเป็นช่องทางในการสร้างปฏิสัมพันธ์เชิงอำนาจของเฮดจ์ฟันด์กับกลุ่มการเมืองที่สำคัญอย่างยิ่ง

ตัวอย่างของ “Campaign Finance Reform Advocacy Groups” ที่นายจอร์จ โซรอส บริจาคเงินในช่วงฤดูการเลือกตั้ง 2003 - 2004 ได้แก่

ชื่อกลุ่ม	จำนวนเงิน(เหรียญสหรัฐฯ )
Center For Responsive Politics	75,000 <sup>8</sup>

<sup>5</sup> Micheal Forsythe, “Elliott, Soros Drive 44% Jump in Hedge-Fund Political Giving,” Bloomberg News, (March 10, 2006)

<sup>6</sup> OSI Statement on U.S. Campaign Finance Reform and Independent Organization [Online], Open Society Institute & Soros Foundations Network, แหล่งที่มา: [http://www.soros.org/newsroom/news/campaignfinance\\_20031125](http://www.soros.org/newsroom/news/campaignfinance_20031125) [June 6, 2007]

<sup>7</sup> 527 committee [Online], Sourcewatch, 2006. แหล่งที่มา: [http://www.sourcewatch.org/index.php?title=527\\_committee](http://www.sourcewatch.org/index.php?title=527_committee) [March 6, 2007]

<sup>8</sup> Byron York, “Democrats Throw The Spirit Of Reform Out The Window,” The Hill, (May 11, 2003)

Democracy 21	125,000 <sup>9</sup>
Alliance For Better Campaigns	650,000 <sup>10</sup>
Common Cause	625,000 <sup>11</sup>
Center For Public Integrity	1,700,000 <sup>12</sup>
Brennan Center For Justice	2,500,000 <sup>13</sup>
Public Campaign	4,100,000 <sup>14</sup>

ตารางที่ 6.1 แสดงตัวอย่างของ “Campaign Finance Reform Advocacy Groups” ที่นายจอร์จ โซรอส บริจาคเงินในช่วงฤดูการเลือกตั้ง 2003 - 2004

## 6.2 สาเหตุที่สำคัญในการเข้ามามีบทบาททางการเมืองของเฮดจ์ฟันด์

การที่เฮดจ์ฟันด์รุกคืบเข้ามามีบทบาททางการเมืองเพิ่มยิ่งขึ้น โดยผ่านช่องทางของ Soft Money นั้น น่าจะมาจากสาเหตุดังต่อไปนี้

<sup>9</sup> George Soros Backgrounder [Online]. Discover the Network, October, 2004.

แหล่งที่มา:

<http://www.discoverthenetworks.org/Articles/SOROS,%20GEORGE%20BACKGROUND1.htm>  
[March 6, 2007]

<sup>10</sup> Byron York, “Democrats Throw The Spirit Of Reform Out The Window,” The Hill

<sup>11</sup> Ibid.

<sup>12</sup> Ibid.

<sup>13</sup> Ibid.

<sup>14</sup> Michelle Cottle, “Where Are The Good Guys When We Need Them?” Washington

Monthly 9/97.

### 6.2.1 เพื่อเข้าถึงข้อมูลของร่างกฎหมายใหม่ที่จะเข้าสู่สภาเพื่อประโยชน์ต่อการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์

ดังที่ นายชาร์ล เกเบรียล (Charles Gabriel) นักวิเคราะห์การเมืองอาวุโสของบริษัท Prudential Equity Group ได้กล่าวเอาไว้ว่า "เพราะมันเกี่ยวข้องกับเงินจำนวนมาก มหาศาล วอชิงตันจึงเป็นเป้าหมายสำคัญที่คุณจะได้แต่มีต่อ" "กองทุนต่างๆ ล้วนพยายามที่จะได้รู้จักกับสมาชิกสภา รวมถึงเจ้าหน้าที่ทางการเพื่อที่จะมองเห็นภาพและหาข้อสรุปที่ดีที่สุด"<sup>15</sup>

### 6.2.2 เพื่อก่อให้เกิดการผ่านกฎหมายหรือล้งกฎหมายที่มีผลกระทบต่อเฮดจ์ฟันด์หนึ่ง ๆ หรือต่ออุตสาหกรรมเฮดจ์ฟันด์โดยรวม

USA Today ฉบับวันที่ 19 มกราคม 2007 ได้รายงานการบริจาคเงินของผู้บริหาร Cerberus Capital Management Inc. ให้แก่สมาชิกสภาผู้แทนราษฎรเจอร์รี เลวิส (Jerry Lewis) สังกัดพรรครีพับลิกัน ในเดือนกรกฎาคม ค.ศ. 2003 โดยมีเงื่อนไขว่า ส.ส.ผู้นั้นต้องช่วยผ่านกฎหมายที่สนับสนุนโครงการระบบเครือข่ายคอมพิวเตอร์ของกองทัพเรือและนาวิกโยธิน มูลค่า 8.8 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ซึ่งโครงการดังกล่าวมีบริษัท เอ็มซีไอ (MCI Inc.) เป็นผู้รับสัมปทาน และ Cerberus ได้ลงทุนในบริษัทดังกล่าวทั้งหุ้นและหุ้นกู้เป็นจำนวนเงินมากกว่า 140 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ดังนั้น หลังจากที่นายเลวิสได้ชนะการเลือกตั้งเป็นประธานของ The House Appropriation Committee เขาจึงสนับสนุนในการผ่านร่างกฎหมายดังกล่าว<sup>16</sup> ซึ่งเรื่องนี้ได้ถูกติดตามโดยกลุ่ม "The Campaign for a Cleaner Congress" ได้ยื่นหนังสือถึงกระทรวงยุติธรรมเพื่อสอบสวนกรณีดังกล่าวว่าเข้าข่ายการติดสินบนหรือไม่ โดยนายเลวิสได้ออกมาปฏิเสธว่าไม่เคยกล่าวถึงโครงการของกองทัพเรือต่อผู้บริหารของ Cerberus เลย<sup>17</sup>

อีกกรณีหนึ่ง ได้แก่ กรณีที่ New York Times ฉบับวันที่ 13 มีนาคม 2007 ได้รายงานถึงการที่เฮดจ์ฟันด์จ่ายเงินล็อบบี้สมาชิกสภาผู้แทนราษฎรจำนวน 7.7 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงระหว่างปี ค.ศ.1998 ถึง 2006 เพื่อให้รอดพ้นจากการควบคุมของคณะกรรมการ

<sup>15</sup> Micheal Forsythe, "Elliott, Soros Drive 44% Jump in Hedge-Fund Political Giving," Bloomberg News , (March 10, 2006)

<sup>16</sup> Dan Hart, "Cerberus Donated Money to Key Congressman, USA Today Reports," Bloomberg News, (January 19, 2007)

<sup>17</sup> Kim Chipman, "Group Seeks Criminal Investigation of Lawmaker, USA Today Says," Bloomberg News, (January 20, 2006)

กำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (US SEC)<sup>18</sup> จากการที่กระแสเรียกร้องให้มีการกำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์ ภายหลังจากการล่มลงของเฮดจ์ฟันด์ขนาดใหญ่ที่มีชื่อว่า LTCM ด้วยความพยายามของเฮดจ์ฟันด์ดังกล่าวข้างต้น ทำให้ความตั้งใจของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (US SEC) ตลอด 3 ปีที่ผ่านมาที่จะกำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์ต้องประสบความล้มเหลวจากคำพิพากษาของศาลอุทธรณ์สหรัฐฯ มีมติว่าข้อเสนองของ US SEC ในประเด็นดังกล่าวลงเมื่อวันที่ 23 มิถุนายน ค.ศ. 2006 ที่ผ่านมา\*

### 6.2.3 เพื่อสามารถล้มหรือสนับสนุนผู้ลงสมัครรับเลือกตั้ง

กรณีนี้ นาย จอร์จ โซรอส (George Soros) ได้ทุ่มเงินจำนวนสูงถึง 27 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี ค.ศ. 2005 เนื่องจากไม่ต้องการให้ จอร์จ ดับเบิลยู บุช (George W. Bush) ได้รับเลือกตั้งเป็นประธานาธิบดีของสหรัฐฯ จากความแตกต่างด้านแนวคิดและอุดมการณ์ในเรื่องเศรษฐกิจทุนนิยม ดังนั้น เงินบริจาคของนายโซรอสทั้งหมดจึงทุ่มให้กับพรรคเดโมแครต<sup>19</sup> นอกจากนี้ นาย โซรอส ได้ประกาศสนับสนุน บารัค โอบามา (Barak Obama) แห่งพรรคเดโมแครตในการลงสมัครรับเลือกตั้งเพื่อชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในสมัยหน้า โดยนายโซรอสได้ให้การสนับสนุนแก่ นาย โอบามา ตั้งแต่ปี 2004 ในการลงสมัครรับเลือกตั้งวุฒิสมาชิกแห่งรัฐ อิลลินอย<sup>20</sup>

ไมเคิล ฟอร์ไซท์ ได้รายงานยอดการบริจาคเงิน (Hard Money) ที่สนับสนุนนักการเมืองในช่วงตั้งแต่ มกราคม 2005 จนถึง มิถุนายน 2006 ซึ่งรวบรวมโดยสำนักข่าว Bloomberg จากฐานข้อมูลของคณะกรรมการการเลือกตั้งกลาง Federal Election Commission พบว่าเฮดจ์ฟันด์ได้บริจาคเงินให้กับนักการเมืองเป็นจำนวนมาก โดยบริจาคในนามของพนักงาน

<sup>18</sup> Ryan Flinn, "Hedge Funds Pay Little for Lobbying, Stay Unregulated, NYT Says," Bloomberg News, (March 13, 2007)

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 8 เรื่องการกำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์

<sup>19</sup> Micheal Forsythe, "Elliott, Soros Drive 44% Jump in Hedge-Fund Political Giving," Bloomberg News.

<sup>20</sup> Christopher Glynn, "Soros Backing Obama Over Hillary," Bloomberg News, (March 12, 2007)

และญาติสนิท<sup>21</sup> ทั้งนี้ รายชื่อเฮดจ์ฟันด์ที่บริจาคเงิน (Hard Money) เรียงลำดับจากกองทุนที่ใหญ่ที่สุด 10 ลำดับแรกโดยนิตยสาร Institutional Investor ดังต่อไปนี้

ชื่อกองทุนเฮดจ์ฟันด์	จำนวนเงิน	พรรค
Elliott Associates LP	503,050 เหรียญสหรัฐ	รีพับลิกัน
Renaissance Technologies Corp.	338,436 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต
Soros Fund Management LLC	309,432 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต
Tudor Investment Corp.	298,317 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต
Citadel Investment Group LLC	279,033 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต/รีพับลิกัน
Avenue Capital Group	208,900 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต
D.E. Shaw & Co LP	207,800 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต
Perry Capital LLC	161,906 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต
Farallon Capital Management LLC	130,590 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต
Ivy Asset Management Corp.	125,975 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต

ตารางที่ 6.2 แสดงรายชื่อเฮดจ์ฟันด์ที่บริจาคเงิน (Hard Money) เรียงลำดับจากกองทุนที่ใหญ่ที่สุด 10 ลำดับแรกโดยนิตยสาร Institutional Investor

ส่วนรายชื่อ นักการเมือง และ คณะกรรมการอำนวยการเลือกตั้ง ของทั้ง 2 พรรค ที่รับบริจาค Hard Money จากเฮดจ์ฟันด์ 10 ลำดับแรกมีดังต่อไปนี้<sup>22</sup>

<sup>21</sup> Micheal Forsythe, "Hedge-Fund Political Donations, Jan 2005 – June 2006," Bloomberg News, (August 13, 2006)

<sup>22</sup> Michael Forsythe, "Hedge-Fund Political Donations, Jan 2005 – June 2006," Bloomberg News, (August 13, 2006)



ชื่อนักการเมือง	จำนวนเงิน	พรรค
Democratic Senatorial Campaign Committee	1,142,516 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต
Democratic Congressional Campaign Committee	714,866 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต
National Republican Senatorial Committee	275,050 เหรียญสหรัฐ	รีพับลิกัน
Republican National Committee	175,853 เหรียญสหรัฐ	รีพับลิกัน
Democratic National Committee	162,101 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต
วุฒิสมาชิก ฮิลลารี คลินตัน	144,460 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต
นายรูคอฟ จิวไลนี	103,900 เหรียญสหรัฐ	รีพับลิกัน
วุฒิสมาชิก บิล ฟริส	86,000 เหรียญสหรัฐ	รีพับลิกัน
วุฒิสมาชิก อีแวน เบร์	82,050 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต
วุฒิสมาชิก โจเซฟ ลิเบอร์แมน	53,000 เหรียญสหรัฐ	เดโมแครต

ตารางที่ 6.3 แสดงรายชื่อนักการเมือง และ คณะกรรมการอำนวยความสะดวกของทั้ง 2 พรรค ที่  
รับบริจาคจากเฮดจ์ฟัน 10 ลำดับแรก

ในฤดูกาลเลือกตั้ง 2006 ที่ผ่านมานี้ผู้บริหารของเฮดจ์ฟันที่ใหญ่ที่สุด 30  
แห่งบริจาคเงิน (Hard Money) ให้แก่นักการเมืองและพรรคการเมืองเป็นจำนวนทั้งสิ้น 2.8 ล้าน  
เหรียญสหรัฐ เพิ่มขึ้นสองเท่าจากปี 2000<sup>23</sup> โดยพรรคเดโมแครตอยู่ในสถานะที่ได้เปรียบพรรครี

<sup>23</sup> London Thomus Jr., "Hedge Fund Chiefs, With Cash, Join Political Fray," *The New York Time*, (Jan 25, 2007)

พับริกันเนื่องจากบริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในแมนฮัตตัน นิวยอร์ก ซึ่งเป็นถิ่นที่พรรคเดโมแครตได้รับการสนับสนุน จะเห็นได้จากการเลือกตั้งในปี 2004 ที่ผ่านมา เงินบริจาคจำนวน 62%ของเฮดจ์ฟันด์ขนาดใหญ่ 50 อันดับแรก ให้การสนับสนุนแก่พรรคเดโมแครต<sup>24</sup>

นอกจากการที่เฮดจ์ฟันด์ให้เงินสนับสนุนเองแล้ว ยังมีกองทุนบางแห่งที่ผู้บริหารและบุคคลใกล้ชิดทำหน้าที่ผู้ระดมเงินทุนของพรรค (Fund-Raiser) อีกด้วย เช่น ภรรยาของนาย ริชาร์ด ซี เพอร์รี่ (Richard C. Perry) เจ้าของบริษัท เพอร์รี่ แคปปิตอล (Perry Capital) เฮดจ์ฟันด์ขนาด 12.34 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ เป็นผู้ระดมเงินทุนของพรรคเดโมแครต และของนางฮิลลารี คลินตัน<sup>25</sup> ส่วนนาย พอล อี ซิงเกอร์ (Paul E. Singer) ผู้บริหารของ Elliott Associates กองทุนเฮดจ์ฟันด์ขนาด 7 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ เป็นผู้ระดมเงินทุนของพรรครีพับลิกันและของนายรูดอล์ฟ จิวไลนี (Rudolph Giuliani) ผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีปี 2008<sup>26</sup> นอกเหนือจากช่องทางกำรสนับสนุนโดยตรงต่อพรรคการเมืองด้วยเงินบริจาค ดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น เฮดจ์ฟันด์ยังสามารถสนับสนุนทางอ้อมอีกด้วย เช่น

ก. กรณีหนังสือพิมพ์ New York Time ฉบับวันที่ 25 มกราคม 2007 ได้รายงานถึง นายมาร์ค ลาสรี่ (Marc Lasry) ผู้สนับสนุนการเงินรายใหญ่ของนาง ฮิลลารี คลินตัน (Hillary Clinton) ซึ่งเป็นเจ้าของ Avenue Capital เฮดจ์ฟันด์ขนาด 12 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ว่าได้ว่าจ้างเชลซี คลินตันนักศึกษาจบใหม่ผู้เป็นลูกสาวของนางฮิลลารี<sup>27</sup>

ข. กรณีของนาย จอห์น เอ็ดเวิร์ด (John Edward) ผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีของพรรคเดโมแครต ซึ่งได้ถูกว่าจ้างให้เป็นที่ปรึกษาอาวุโสให้กับ Fortress Investment เฮดจ์ฟันด์ขนาด 29.7 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ นานถึง 14 เดือน โดยได้ลาออกจากตำแหน่งนี้เพียงหนึ่งเดือนก่อนการลงสมัครชิงตำแหน่งตัวแทนพรรคเดโมแครตในการเลือกตั้ง

<sup>24</sup> Micheal Forsythe, "Singer, Republicans' Soros, May Top Hedge-Fund Campaign Givers," Bloomberg News, (Nov 16, 2006)

<sup>25</sup> London Thonus Jr., "Hedge Fund Chiefs, With Cash, Join Political Fray," The New York Time, (Jan 25, 2007)

<sup>26</sup> Andrew Ross Sorkin, "Hedge Fund Moguls Back Giuliani's Presidential Fund," The New York Time, (Feb 1, 2007)

<sup>27</sup> Amy Thomson, "Hedge Fund Money Used to Back Political Candidates," NYT Reports, Bloomberg News, (Jan 25, 2007)

ประธานาธิบดี และผู้บริหาร Fortress Investment เองก็เป็นผู้สนับสนุนผู้สนับสนุนการเงินรายใหญ่ของ นาย จอห์น เอ็ดเวิร์ด ในการลงชิงชัยครั้งนี้ด้วย โดย New York Time ยังได้กล่าวว่ นาย จอห์น เอ็ดเวิร์ด (John Edward) มิได้เป็นผู้มีประสบการณ์ด้านการเงินมาก่อนเลยในอันที่จะได้รับการ ว่าจ้างตำแหน่งที่ปรึกษาอาวุโสแก่เฮดจ์ฟันด์รายดังกล่าว<sup>28</sup>

ค. กรณีสบริษัท ดีอี ชอว์ (DE Shaw) ผู้บริหารกองทุนเฮดจ์ฟันด์ขนาด 26.3 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ได้ว่าจ้างนายแลร์รี ซัมเมอร์ส (Larry Summers) ผู้เคยดำรงตำแหน่ง Secretary of Treasury ของอดีตประธานาธิบดี บิล คลินตัน (Bill Clinton) เป็นลูกจ้างชั่วคราว นอกจากนี้ ดร. ชอว์ (Dr. Shaw) ผู้เป็นเจ้าของกิจการก็เคยดำรงตำแหน่งที่ปรึกษาของ ประธานาธิบดี คลินตัน ในคณะที่ปรึกษาด้านวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี (Council of Advisors on Science and Technology)<sup>29</sup> อีกด้วย

ตัวอย่างข้างต้นนับเป็นบทพิสูจน์ว่าแนวโน้มปฏิสัมพันธ์ระหว่างเฮดจ์ฟันด์ และการเมืองที่ได้เพิ่มพูนยิ่งขึ้นโดยมีทุนเป็นตัวเชื่อมโยง มีการพัฒนารูปแบบความสัมพันธ์ที่ ใกล้ชิดและมีความเป็นส่วนตัวมากขึ้น จึงกล่าวได้ว่า ทุนการเงินสหรัฐฯ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเฮดจ์ ฟันด์มีลักษณะเป็นทุนนิยมแบบเล่นพรรคเล่นพวก หรือ Crony Capitalism<sup>30</sup> ดังนั้น การเข้ามา มีบทบาทในการชี้นำทิศทางการเมืองของสหรัฐฯ โดยเฮดจ์ฟันด์จึงเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง รวมถึง การมีอิทธิพลในการริเริ่มหรือยับยั้งกฎหมายด้วยวิธีผ่านการให้เงินอุดหนุนนักการเมืองที่ตน สนับสนุนให้เข้ามาใช้อำนาจ โดยกฎหมายดังกล่าวได้ช่วยเปิดช่องให้เฮดจ์ฟันด์สามารถแสวงหา ผลประโยชน์ได้มากยิ่งขึ้นโดยสะดวก หรือได้ช่วยขจัดอุปสรรคต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้น มีผลให้เฮดจ์ฟันด์ สามารถสร้างผลกำไรเพื่อมาอุดหนุนนักการเมืองอย่างต่อเนื่องต่อไป จึงน่าจะกล่าวได้ว่า นักการเมือง และเฮดจ์ฟันด์เป็นพันธมิตรที่เข้าสู่วงจรที่เอื้อประโยชน์และพึ่งพาซึ่งกันและกัน และ ด้วยเหตุนี้เฮดจ์ฟันด์จึงสามารถเข้ามาเป็นผู้เล่นหลักและสามารถรักษาสถานะเชิงอำนาจของตน ในโลกทุนนิยมโลกาภิวัตน์ได้โดยปราศจากอุปสรรคใดๆ

<sup>28</sup> London Thomus Jr., "Hedge Fund Chiefs, With Cash, Join Political Fray," The New York Time, (Jan 25, 2007)

<sup>29</sup> "Hedge Funds," Financial Time, Special Report, (April 27, 2007)

<sup>30</sup> Crony Capitalism [Online]. Wikipedia: The free encyclopedia, แหล่งที่มา: [http://en.wikipedia.org/wiki/Crony\\_capitalism](http://en.wikipedia.org/wiki/Crony_capitalism) [สิงหาคม, 2550]

## บทที่ 7

### ทิศทางของเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต

#### 7.1 การเจริญเติบโตของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์

##### 7.1.1 จากสหรัฐฯ สู่อเอเชีย

หลังจากที่ได้มีการตั้งกองทุนเฮดจ์ฟันด์ขึ้นในประเทศสหรัฐฯกว่า 50 ปีที่ผ่านมา เฮดจ์ฟันด์ได้ขยายฐานนักลงทุนออกไปทั่วโลก จากสหรัฐฯสู่ประเทศในยุโรป ออสเตรเลีย และเอเชียในที่สุด ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ ขยายตัวอย่างมากในทศวรรษที่ 1990 ต่อเนื่องสู่ทศวรรษที่ 2000 ซึ่งในช่วงเวลาดังกล่าวเป็นช่วงที่มีการขยายตัวของการใช้เครื่องมือทางการเงิน และตราสารที่เรียกว่าอนุพันธ์เช่น Future, Forward, Swap และ Options รวมทั้งมีการพัฒนาแนวความคิดด้านกลยุทธ์การลงทุนใหม่ๆสำหรับกองทุนประเภทต่างๆ อีกทั้งยังมีการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้จัดการกองทุน โดยผูกรายได้ของผู้จัดการกองทุนเข้ากับผลงานที่ทำได้ ทำให้เกิดผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์หน้าใหม่ที่มาจากนักค้าเงินในธนาคารพาณิชย์และจากกองทุนรวม (Mutual Fund) โดยมีการตั้งกองทุนเฮดจ์ฟันด์เกิดขึ้นมากมาย ทำให้ในปัจจุบันธุรกิจเฮดจ์ฟันด์จึงมีการเจริญเติบโตแบบก้าวกระโดด โดยอัตราการขยายตัวของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ประมาณกันว่าขยายตัวได้ถึงระดับ 20% ต่อปีในอีก 4-5 ปีข้างหน้า จากมูลค่าสินทรัพย์ในปี 2003 ที่ประมาณ 820,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 8,100 กองทุน สู่อันดับ 1,700,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 11,500 กองทุนในปี 2008<sup>1</sup>

จากข้อมูลในช่วงปี 1999 – 2002 ที่ผ่านมารัฐกิจเฮดจ์ฟันด์ส่วนใหญ่ มีฐานลูกค้าตั้งอยู่ในประเทศสหรัฐฯ<sup>2</sup> ข้อมูลนี้แสดงให้เห็นว่า ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ยังคงมีศักยภาพที่จะขยายตัวต่อไปได้ในตลาดโลกได้อีกมาก จำนวนของเฮดจ์ฟันด์ที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคตนั้นคาดการณ์กันว่าเฮดจ์ฟันด์จะเข้าเจาะตลาดลูกค้านักลงทุนใหม่ๆ โดยเฉพาะประเทศแถบเอเชียโดยมีจุดศูนย์กลางอยู่ที่ประเทศสิงคโปร์และฮ่องกง เนื่องจากนักลงทุนแถบเอเชียยังอยู่ในจุดที่เริ่มต้นตัวในการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์

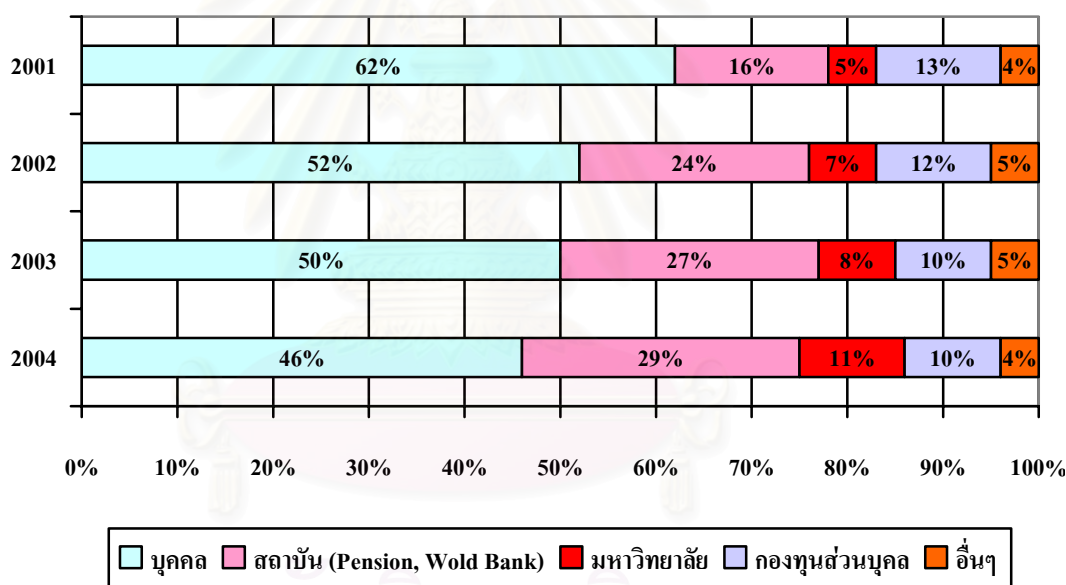
---

<sup>1</sup> Hedge Fund Essentials [Online]. Van Hedge Fund Advisor, 2004. แหล่งที่มา: <http://www.hedgefund.com/aboutfs/attributes/diststrategy/diststrategy.htm> [December 6, 2004]

<sup>2</sup> Ibid.

### 7.1.2 จากการลงทุนส่วนบุคคล สู่ นักลงทุนสถาบัน

ในอดีตเฮดจ์ฟันด์ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อบริหารเงินลงทุนให้กับมหาเศรษฐีผู้มั่งคั่งทางการเงินเพียงอย่างเดียว โดยจัดตั้งเป็นกองทุนส่วนบุคคล (Private Fund) ซึ่งคนรวยกลุ่มนี้ชอบการลงทุนที่ได้ผลตอบแทนสูง แต่เมื่อระยะเวลาผ่านไป ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เป็นที่รู้จักกันมากขึ้น ด้วยผลตอบแทนที่ดีและมีค่าสหสัมพันธ์ต่ำเทียบกับการลงทุนปกติ ทำให้กลุ่มนักลงทุนสถาบันให้ความสนใจที่จะเข้าลงทุน โดยจัดประเภทการลงทุนนี้ว่าเป็นการลงทุนทางเลือก (Alternative Investment) เนื่องจากผลตอบแทนจากการลงทุนนี้ มีความสัมพันธ์ กับผลตอบแทนจากการลงทุนแบบดั้งเดิมน้อยมาก จึงใช้เป็นเครื่องมือในการกระจายความเสี่ยงได้ดี และความต้องการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์นี้เริ่มแผ่ขยายออกไป กลุ่มบุคคลรายย่อยเองก็ให้ความสนใจในเฮดจ์ฟันด์มากยิ่งขึ้น ทำให้ขนาดของเฮดจ์ฟันด์เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ มาโดยตลอด



แผนภูมิที่ 7.1 แสดงสัดส่วนของผู้ลงทุนจำแนกตามประเภทของผู้ลงทุน<sup>3</sup>

บุคคลที่ร่ำรวยยังคงเป็นสัดส่วนหลักของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด ประมาณว่าในปี 2003 ที่ผ่านมาสัดส่วนของบุคคลและกองทุนส่วนบุคคลมีประมาณ 60% ส่วนที่เหลือเป็น

<sup>3</sup> Sudhir Rajkumar, "Pension Fund Management at the World Bank," Paper



นักลงทุนสถาบัน กลุ่มลูกค้าบุคคลและกองทุนส่วนบุคคลส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนจากประเทศสหรัฐอเมริกา รองลงมาคือ ญี่ปุ่น อย่างไรก็ตาม คาดการณ์ว่าในอนาคต นักลงทุนสถาบันมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นและจะเพิ่มสูงกว่าสัดส่วนของเงินทุนส่วนบุคคล โดยนักลงทุนสถาบันที่สำคัญได้แก่ กลุ่มกองทุนบำเหน็จบำนาญซึ่งจะกระจายการลงทุนสู่เฮดจ์ฟันด์ประมาณ 5-6% ของเงินกองทุน ส่วนกลุ่มเงินกองทุนของมหาวิทยาลัยเป็นกลุ่มที่จัดสรรสัดส่วนการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์มากที่สุด โดย Amanda Cantrell<sup>4</sup> ได้ให้ข้อมูลว่า “เกือบ 60% ของเงินมหาวิทยาลัยในสหรัฐฯ ถูกนำมาหาดอกผลใน เฮดจ์ฟันด์, เพิ่มขึ้นจากปีที่แล้วที่ 50%” ทั้งนี้เนื่องมาจากการตื่นตัวของผลตอบแทนที่สูงและประโยชน์ในการกระจายความเสี่ยงของกองทุนเฮดจ์ฟันด์

(หน่วย: พันล้านเหรียญ สหรัฐฯ)	ขนาดกองทุน	การลงทุนในเฮดจ์ฟันด์	
		%	ปริมาณเงิน
Yale University	10.70	26%	2.78
University of Virginia	1.70	60%	1.02
Harvard University	n.a.	25%	n.a.

ตารางที่ 7.1 แสดงสัดส่วนเงินกองทุนของมหาวิทยาลัยที่ลงทุนในเฮดจ์ฟันด์

ผลจากการสำรวจนั้นมีข้อสังเกตว่า ถึงแม้เฮดจ์ฟันด์จะเป็นทางเลือกที่น่าลงทุนสำหรับสถาบัน แต่สัดส่วนการลงทุนในทางเลือกนี้นั้นจึงยังเป็นสัดส่วนที่น้อยเนื่องจากกว่ายังเป็นช่วงเริ่มต้น นักลงทุนสถาบันส่วนใหญ่ยังไม่ได้ตัดสินใจเข้าลงทุนในเฮดจ์ฟันด์และยังคงยึดติดกับการลงทุนแบบดั้งเดิม ดังนั้น ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์จึงเป็นสิ่งที่น่าจับตามองเป็นอย่างมากถึงโอกาสในการขยายธุรกิจประเภทนี้ออกไปในอนาคตเมื่อนักลงทุนสถาบันส่วนใหญ่เริ่มยอมรับการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์กันมากขึ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งในแถบเอเชีย

<sup>4</sup> แหล่งที่มา: <http://www.hedgefunds.ca> [May 6, 2004]

<sup>5</sup> แหล่งที่มา <http://www.bloomberg.com> (November 5, 2003)

	ปี 2544	ปี 2546 (ประมาณการ)
กลุ่มประเทศอเมริกาเหนือ	6.0%	6.7%
กลุ่มประเทศในยุโรป	1.7%	3.4%
ประเทศญี่ปุ่น	4.5%	6.7%

ตารางที่ 7.2 แสดงผลการสำรวจสัดส่วนของสินทรัพย์ของกองทุนที่จัดสรรไปลงทุนใน เฮดจ์ฟันด์ จำแนกตามกลุ่มประเทศ\*

### 7.1.3 อุปสรรคของการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ของนักลงทุนสถาบัน

ก. ผลตอบแทนและความเสี่ยงไม่ตรงกับเป้าหมายของการลงทุนของกองทุน กองทุนบางแห่งมีนโยบายการลงทุนที่จะลงทุนเฉพาะตราสารหนี้ หรือตราสารทุนเท่านั้น ซึ่งเฮดจ์ฟันด์ไม่จัดเข้าอยู่ในประเภทของตราสารดังกล่าว หรือในบางกรณี นโยบายของกองทุน กำหนดให้มี Benchmark การลงทุนสัมพันธ์กับดัชนีตลาดหุ้น หรือตลาดตราสารหนี้เท่านั้น ไม่ได้กำหนดให้ Benchmark สัมพันธ์กับดัชนีเฮดจ์ฟันด์ใดๆเลย

ข. การห้ามลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ในระดับกฎหมาย ในบางประเทศอาจยังไม่อนุญาตให้ลงทุนในต่างประเทศ หรือบางครั้งกำหนดขอบเขตการลงทุนที่จำกัดอยู่ในตราสารประเภทหลักๆเท่านั้น บางครั้งเฮดจ์ฟันด์จะถูกจัดเป็นประเภทสุดท้ายที่จะถูกจัดกลุ่มที่ได้รับอนุญาตให้ลงทุน ตัวอย่างเช่นประเทศไทย ในปัจจุบัน ธนาคารแห่งประเทศไทยอนุญาตให้นักลงทุนสถาบันลงทุนในต่างประเทศได้ แต่จำกัดการลงทุนเฉพาะตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาล หรือรัฐวิสาหกิจเท่านั้น และยังไม่ขยายคำอนุญาตให้ลงทุนไปในตราสารประเภทอื่น

ค. เฮดจ์ฟันด์ขาดความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูล การขาดความโปร่งใส เป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนบางประเภทไม่สามารถลงทุนได้ การเปิดเผยข้อมูลของเฮดจ์ฟันด์ ส่วนมากจะกระทำในระดับที่จำกัด นักลงทุนรู้แต่เพียงว่าได้ผลตอบแทนเท่าไร มีความเสี่ยงเท่าไร และมีการใช้ Leverage เท่าไร เพียงเท่านั้น ผู้จัดการกองทุนจะเก็บการลงทุนของกองทุนไว้

\* การทำสำรวจของบริษัท Goldman, Sachs & Co และ Frank Russell Company เกี่ยวกับนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนของสินทรัพย์ของกองทุนที่จัดสรรไปลงทุนในเฮดจ์ฟันด์

เป็นความลับ ทั้งนี้เหตุผลคือเพื่อให้การเก็งกำไรของผู้จัดการกองทุนยังคงเป็นไปได้อีก การเปิดเผยข้อมูลนั้นออกมา อาจทำให้การเก็งกำไรนั้นไม่ประสบผลสำเร็จ

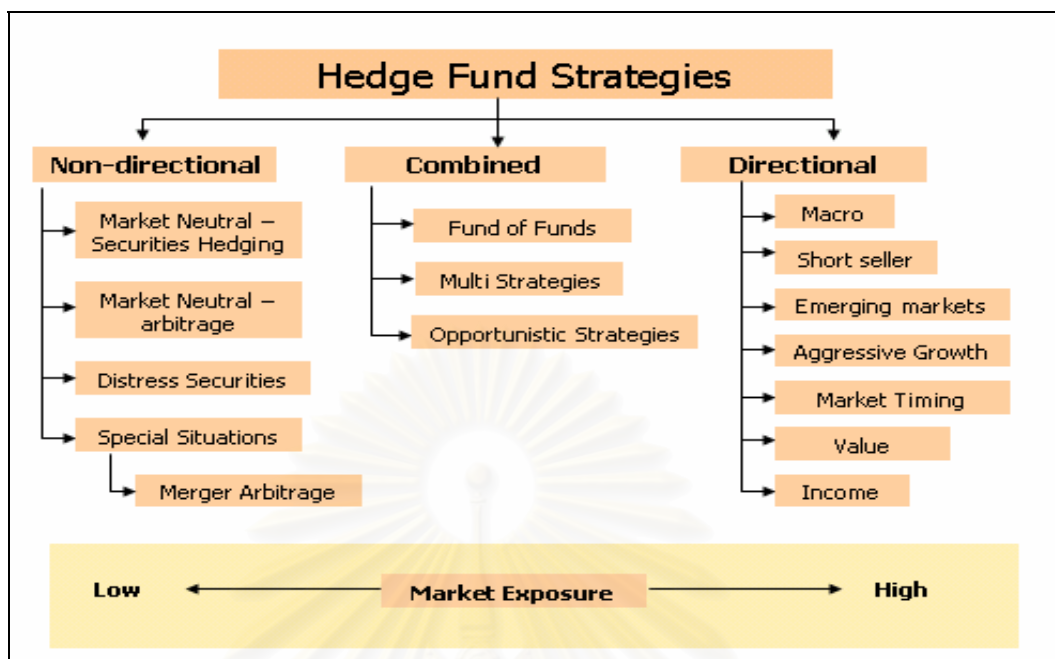
ง. การขาดความเข้าใจในเฮดจ์ฟันด์ของผู้บริหารระดับสูง ทำให้ตัดสินใจไม่ลงทุน กลยุทธ์การลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ และการบริหารกองทุนเป็นเรื่องที่เข้าใจได้ยาก อีกทั้งเฮดจ์ฟันด์ไม่สามารถที่จะโฆษณากองทุนได้มากนัก ทำให้ผู้บริหารระดับสูงของสถาบันมองไม่เห็น และไม่เข้าใจถึงความสำคัญและประโยชน์จากการลงทุน จึงจัดเฮดจ์ฟันด์ไว้อยู่ในหมวดของการลงทุนที่มีความเสี่ยง และตัดสินใจไม่ลงทุนในที่สุด

## 7.2 ประเภทของกองทุนในปัจจุบันและอนาคต

กองทุนเฮดจ์ฟันด์ในยุคแรกจะลงทุนในหุ้นเป็นหลัก แต่เนื่องจากการวิวัฒนาการที่ยาวนานมากกว่า 50 ปีของเฮดจ์ฟันด์ ทำให้ยุทธวิธีการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์มีวิวัฒนาการที่ความหลากหลายกว่าเดิมมากตามสภาพการเปลี่ยนแปลงของระบบเศรษฐกิจและพลวัตรทางการเงินของโลก จนทำให้คำว่า เฮดจ์ฟันด์ หรือ กองทุนป้องกันความเสี่ยง ดูจะมีได้มีความหมายตรงไปตรงมาอย่างมีมีมาแต่กำเนิด เนื่องจากคำว่า Hedge นี้ดูจะมีความหมายที่แคบเกินไปกว่าสิ่งที่เฮดจ์ฟันด์กระทำอยู่ เนื่องจากปัจจุบันมีกองทุนจำนวนมากทำการลงทุนโดยมิได้เน้นการทำ Hedging หรือการป้องกันความเสี่ยง เช่น กองทุนประเภท Global Macro Fund (ซึ่งมีชื่อเสียงจากการโจมตีค่าเงินทั่วโลก) มักจะทำกำไรจากกลยุทธ์ที่มีลักษณะ Directional Trading เป็นหลัก นอกจากนี้ยังทำการกู้ยืมเงินในปริมาณหลายเท่าตัวของขนาดกองทุนเพื่อขยายผลการลงทุนให้ได้ผลตอบแทนที่สูงแต่ก็ทำให้ความเสี่ยงการลงทุนอยู่ในระดับสูงไปด้วย

การแยกแยะประเภทของเฮดจ์ฟันด์ ในปัจจุบันนั้นเป็นสิ่งที่ทำได้ไม่ถนัด เนื่องจากเฮดจ์ฟันด์หนึ่งๆในยุคปัจจุบัน จะใช้กลยุทธ์ผสมผสานมากกว่าหนึ่งกลยุทธ์ในการทำกำไร เหตุด้วยสภาพแวดล้อมของตลาดที่ซับซ้อนขึ้นรวมถึงภาวะการแข่งขันที่สูงขึ้นของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เอง ผู้จัดการกองทุนจึงต้องการความหลากหลายของกลยุทธ์ในการเข้าทำการลงทุน เราสามารถแยกเฮดจ์ฟันด์ออกเป็น 3 กลุ่มใหญ่ ตามความสัมพันธ์ของกลยุทธ์การทำกำไรกับทิศทางของตลาด ดังภาพแสดงด้านล่าง ส่วนการแบ่งแยกประเภทของเฮดจ์ฟันด์นั้น ผู้วิจัยจะยึดตามกลยุทธ์หลักที่เฮดจ์ฟันด์แต่ละประเภทใช้ในการลงทุน ซึ่งการจัดในลักษณะนี้จะมีความแตกต่างจากเอกสารอื่นๆ เท่าที่เคยมีการจำแนกชนิดของเฮดจ์ฟันด์กันมา ทั้งนี้โดยมีจุดประสงค์เพื่อให้ง่ายต่อความเข้าใจของผู้อ่าน

โดยสามารถแบ่งประเภทของเฮดจ์ฟันด์ได้เป็น 3 กลุ่มดังนี้\*



แผนภูมิที่ 7.2 แสดงประเภทกลยุทธ์ของเฮดจ์ฟันด์

### 7.2.1 กลุ่ม Non Directional Strategy

การลงทุนของกองทุนในกลุ่มนี้ ผลตอบแทนของกองทุนจะมีความสัมพันธ์น้อยมากกับทิศทางของตลาด จัดเป็นกองทุนกลุ่มที่มีความเสี่ยงต่ำถึง ปานกลาง โดยสามารถแบ่งเป็น 2 กลุ่มย่อย คือ

- กลุ่ม Market Neutral กลยุทธ์หลักคือ การป้องกันความเสี่ยงของ การลงทุนจาก Market Risk ซึ่งเป็นที่มาของคำว่าเฮดจ์ฟันด์ ดังนั้น ผลตอบแทนของการลงทุนจะมาจากความสามารถของผู้จัดการกองทุนในการวิเคราะห์หลักทรัพย์เป็นสำคัญ กองทุนยุคแรกก็จัดอยู่ในประเภทนี้
  - Securities Hedging Fund
  - Arbitrage Fund
- กลุ่ม Event Driven กลยุทธ์หลักคือ การมองหาการลงทุนที่มีโอกาสเฉพาะ เช่น การเข้าลงทุนในหลักทรัพย์ที่จะมีการควบรวมกิจการโดย

\* ดูเพิ่มเติมในภาคผนวก ค.

คาดหวังผลตอบแทนจากการเคลื่อนไหวของราคาจากเหตุการณ์ดังกล่าว หรือเข้าซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทที่กำลังปรับโครงสร้างทางการเงินโดยคาดหวังการปรับตัวขึ้นของราคาหลักทรัพย์หลังการปรับโครงสร้างเสร็จสิ้น ได้แก่

- Special Situation Fund
- Distressed Fund

### 7.2.2 กลุ่ม Combined Strategy

การลงทุนของกองทุนในกลุ่มนี้ จะใช้กลยุทธ์ผสมผสานกันระหว่าง Non Directional และ Directional Strategy เพื่อการลดความเสี่ยงของความผันผวนของผลตอบแทนจากการลงทุนและจัดเป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำ กองทุนประเภทนี้ได้แก่

- Fund of Hedge Fund
- Multi Strategies Fund
- Opportunistic Strategies Fund

### 7.2.3 กลุ่ม Directional Strategy

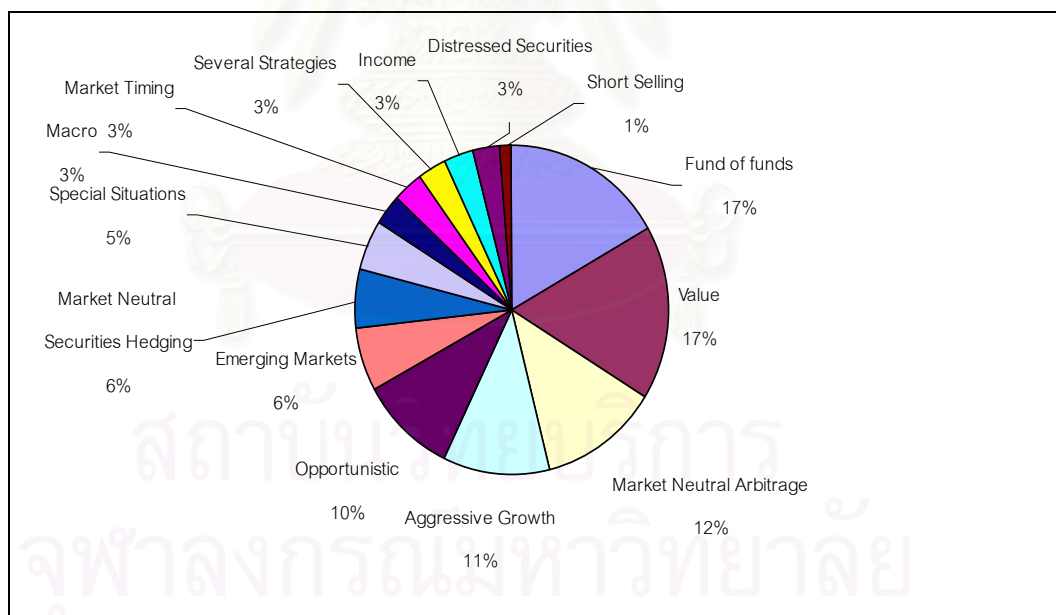
การลงทุนของกองทุนในกลุ่มนี้ ผลตอบแทนการลงทุนจะมีความสัมพันธ์กับทิศทางของการเคลื่อนไหวของตลาดอย่างมาก สถานะการลงทุน (Position) ของกองทุนเหล่านี้ จะเป็น Long Bias หรือไม่มีก็ Short Bias ใดๆอย่างหนึ่ง แล้วแต่ประเภทและจังหวะของการลงทุน (Market Timing) จะไม่มีสถานะเป็น Market Neutral อย่างเช่นประเภทแรก ดังนั้นกองทุนในลักษณะนี้จึงมีนักการเงินบางคนเรียกว่า Long/Short Strategy (คำนี้จึงกินความหมายที่กว้างทำให้เกิดความสับสนได้ง่าย) โดยผู้จัดการกองทุนจะทำกำไรจากการคาดการณ์ทิศทางของตลาด กองทุนประเภทนี้มักจะขยายผลตอบแทนการลงทุนโดยการกู้ยืม (Leverage) เป็นปริมาณหลายเท่าตัวของเงินกองทุน และจัดเป็นกองทุนกลุ่มที่มีความเสี่ยงปานกลางถึงสูง กองทุนที่จัดอยู่ในประเภทนี้ คือ

- Global Macro Fund
- Short Sellers Fund
- Emerging Market Fund



- Aggressive Growth Fund
- Market Timing Fund
- Value Fund
- Income Fund

ในปัจจุบันกลยุทธ์ Fund of Fund เป็นกลยุทธ์ที่นักลงทุนให้ความสนใจมากที่สุด เนื่องจากเป็นกลยุทธ์ที่กระจายความเสี่ยงจากการลงทุนออกไปในหลายกลยุทธ์และยังเหมาะที่จะเป็นจุดเริ่มต้นของนักลงทุนในการเข้าลงทุนในเฮดจ์ฟันด์เนื่องจากมีความเสี่ยงต่ำ จากข้อมูลปี 2002 กลยุทธ์การลงทุนประเภท Fund of Fund และ Value มีสัดส่วนของมูลค่าสินทรัพย์มากที่สุด คิดเป็นกองทุนละ 17% ของ มูลค่าสินทรัพย์ และ Market Neutral มีสัดส่วนมูลค่าสินทรัพย์รองลงมาคิดเป็น 12% ส่วน Macro Fund (ซึ่งมักหากำไรจากการโจมตีค่าเงิน) มีสัดส่วนมูลค่าสินทรัพย์เพียงประมาณ 3% ของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด จากข้อมูลนี้อาจตรงข้ามกับความเข้าใจของคนทั่วไปที่ว่าเฮดจ์ฟันด์ คือ กองทุนที่โจมตีค่าเงินไปเสียทั้งหมด ในความเป็นจริง Macro Fund กลับมีมูลค่าสินทรัพย์เพียงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับธุรกิจนี้ทั้งหมด



แผนภูมิที่ 7.3 แสดงธุรกิจเฮดจ์ฟันด์แบ่งแยกตามกลยุทธ์การลงทุน ในปี 2002<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Hedge Fund Essentials [Online]. Van Hedge Fund Advisor, 2004. แหล่งที่มา: <http://www.hedgefund.com/about/attributes/diststrategy/diststrategy.htm> [December 6, 2004]

ดังนั้น สำหรับแนวโน้มในอนาคตจึงเป็นไปได้ว่านักลงทุนสถาบัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในแถบเอเชียที่จะลงทุนในกองทุนเฮดจ์ฟันด์ช่วงเริ่มแรกนั้นจะเริ่มจากการลงทุนใน Fund of Hedge Fund เป็นอันดับแรก เนื่องจากคุณสมบัติเหมาะสม เพราะมีความเสี่ยงที่ต่ำและมีผลตอบแทนที่สม่ำเสมอมากกว่ากองทุนประเภทอื่น

Fund of Hedge Fund คือกองทุนประเภทที่ระดมเงินลงทุนจากนักลงทุนไปลงทุนในเฮดจ์ฟันด์กลยุทธ์ต่างๆที่หลากหลาย การลงทุนในลักษณะนี้ ให้ประโยชน์คือ

ก. ช่วยให้ผู้มีเงินลงทุนน้อยสามารถกระจายความเสี่ยงในการลงทุนเฮดจ์ฟันด์ได้หลายผู้จัดการกองทุนและหลายกลยุทธ์พร้อมๆกัน จึงทำให้มีความเสี่ยงในการลงทุนลดลง

ข. ผู้บริหาร Fund of Hedge Fund จะทำการศึกษาประวัติของผู้จัดการกองทุนและคัดเลือกกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่จะเข้าไปลงทุนอย่างละเอียด ในขณะที่นักลงทุนทั่วไปทำได้ยาก

ค. Fund of Hedge Fund มีพนักงานประจำที่ติดตามผลประกอบการของกองทุนย่อยแต่ละแห่งตลอดเวลาทำให้สามารถปรับเปลี่ยนการลงทุนจากกองทุนหนึ่งไปยังอีกกองทุนได้รวดเร็วทันต่อสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป

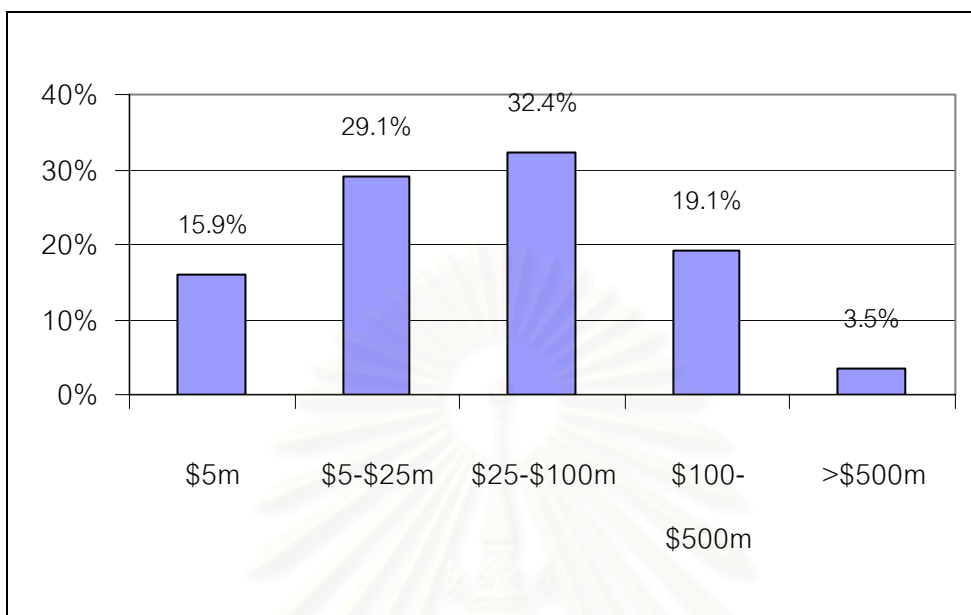
แต่กองทุน Fund of Hedge Fund มีข้อเสียตรงที่ ค่าใช้จ่ายในการบริหารกองทุนสูงมากกว่าการลงทุนในกลยุทธ์เฮดจ์ฟันด์ประเภทอื่น เนื่องจากต้องเสียค่าใช้จ่าย 2 ต่อให้กับผู้บริหารกองทุน Fund of Hedge Fund และ ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่ Fund of Hedge Fund นั้นไปลงทุน

#### 7.4 ขนาดของเฮดจ์ฟันด์

ขนาดของเฮดจ์ฟันด์จะสะท้อนให้เห็นถึงความสำเร็จของผู้จัดการกองทุน โดยทั่วไปกองทุนเฮดจ์ฟันด์ส่วนใหญ่จะมีขนาดค่อนข้างเล็กต่อกองทุนที่บริหารอยู่ช่วงประมาณ \$25 – \$100 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ แต่ก็ในช่วงปริมาณเงินที่ทำให้เกิดความคล่องตัวในการลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 32.4% ของจำนวนกองทุนทั้งหมด และมีสัดส่วนกองทุนขนาดใหญ่อยู่เพียง 3.5% ของจำนวนกองทุนทั้งหมดเท่านั้น กองทุนขนาดใหญ่ทั้งหมดเป็นกองทุนประเภท Global Macro Fund

ในความเป็นจริงนั้นขนาดของการลงทุนของกองทุนเฮดจ์ฟันด์สามารถขยายได้หลายเท่าตัว เนื่องจากเงินทุนของเฮดจ์ฟันด์ไม่ได้มาจากการระดมเงินจากนักลงทุนเท่านั้น แต่ส่วน

หนึ่งมาจากการกู้ยืมเงินที่เรียกว่า Leverage โดยเฮดจ์ฟันด์สามารถกู้ยืมเงินได้เป็นจำนวนหลายเท่าของขนาดเงินกองทุน



แผนภูมิที่ 7.4 แสดงขนาดของเฮดจ์ฟันด์ต่อกองทุนในปี 2002<sup>7</sup>

#### ข้อมูลเชิงสถิติของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์

จากการเก็บข้อมูลเชิงสถิติของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ทั้งหมดที่มีอยู่ในโลก โดยศึกษาถึงค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และค่าฐานนิยม (Mode) ของข้อมูลเฮดจ์ฟันด์ ประเภทขนาดของกองทุน อายุของกองทุน มูลค่าเงินลงทุนขั้นต่ำ จำนวนวันในรอบปีที่เปิดให้นักลงทุนซื้อขายหน่วยลงทุนได้ จำนวนวันในรอบปีที่เปิดให้นักลงทุนขายหน่วยลงทุนได้ ค่าธรรมเนียมจัดการกองทุน และ ส่วนแบ่งกำไร มีข้อสรุปดังนี้

ขนาดของกองทุนเฮดจ์ฟันด์ส่วนมากมีขนาดไม่ใหญ่มากนัก ทั้งนี้เพื่อความสะดวกตัวในการลงทุน อายุของกองทุนนั้นส่วนใหญ่มีอายุเฉลี่ยไม่มากนัก คือประมาณ 6.3 ปี โดยมีข้อสังเกตว่าในช่วง เฮดจ์ฟันด์ส่วนมากเพิ่งจะมีอายุได้เพียง 3 ปี จึงยังถือว่าธุรกิจนี้อยู่ในช่วงเริ่มต้นและมีโอกาสที่จะพัฒนาได้อีกมาก มูลค่าเงินลงทุนขั้นต่ำแสดงให้เห็นถึงกลุ่มนักลงทุนที่จะเข้าลงทุน ส่วนมากจะเป็นกลุ่มนักลงทุนที่ร่ำรวยและมีเงินมากกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ กองทุนเฮดจ์ฟันด์ส่วนใหญ่แทบจะเรียกว่าเป็นกองทุนปิด เนื่องจากเปิดโอกาสให้เข้าทำการซื้อขายกองทุน

<sup>7</sup> Hedge Fund Essentials [Online]. : Van Hedge Fund Advisor, 2004. แหล่งที่มา: <http://www.hedgefund.com/aboutfs/attributes/distsize/distsize.htm> [December 6, 2004]

ได้ไม่บ่อยครั้งนัก ส่วนมากจะเปิดโอกาสให้ทำรายการฝาก-ถอนกองทุนได้ปีละ 4 ครั้ง หรือประมาณ ไตรมาสละ 1 ครั้ง ทั้งนี้เนื่องจากการบริหารกองทุนเฮดจ์ฟันด์ต้องการใช้เงินเพื่อการเก็งกำไรในระยะเวลาหนึ่ง ค่าการบริหารกองทุนอยู่ในระดับต่ำประมาณ 1% แต่แรงจูงใจของผู้จัดการกองทุนมาจากผลตอบแทนจากส่วนแบ่งกำไรจากการบริหารกองทุนที่ทำได้ โดยผู้จัดการได้รับส่วนแบ่งสูงถึง 20%

	ค่าเฉลี่ย	มัธยฐาน	ฐานนิยม
ขนาดของกองทุน (ล้านเหรียญสหรัฐฯ)	\$120	\$33	\$3
อายุของกองทุน	6.3 ปี	5.5 ปี	3.0 ปี
มูลค่าเงินลงทุนขั้นต่ำ (เหรียญสหรัฐฯ)	\$630,414	\$500,000	\$1,000,000
จำนวนวันในรอบปีที่เปิดให้นักลงทุนซื้อหน่วยลงทุนได้	27	12	12
จำนวนวันในรอบปีที่เปิดให้นักลงทุนขายหน่วยลงทุนได้	22	4	4
ค่าธรรมเนียมจัดการกองทุน	1.3%	1.0%	1.0%
ส่วนแบ่งกำไร	16.8%	20.0%	20.0%

ตารางที่ 7.3 แสดงข้อมูลเชิงสถิติของธุรกิจกองทุนในปี 2003<sup>8</sup>

## 7.5 บทสัมภาษณ์พิเศษ เรื่องแนวโน้มธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ในเอเชีย

ผู้ให้สัมภาษณ์: Mr. Peter Hu, Director, Barclays Capital, Barclays Bank PLC.

<sup>8</sup> Hedge Fund Essentials [Online]. Van Hedge Fund Advisor, 2004. แหล่งที่มา: <http://www.hedgefund.com/about/attributes/Characteristics/characteristics.htm> [December 6, 2004]

ประวัติผู้ให้สัมภาษณ์ : ปัจจุบันดำรงตำแหน่งผู้อำนวยการ ของบริษัท บาร์เคลย์ แคนปีตอล เป็นผู้เชี่ยวชาญด้านการออกและเสนอขายผลิตภัณฑ์ทางการเงินต่างๆที่เกี่ยวข้องกับเฮดจ์ฟันด์ เช่น หน่วยลงทุนของกองทุน Fund of Hedge Fund หรือ ตราสารหนี้ประเภท Structured Product ที่มีเฮดจ์ฟันด์เป็นส่วนประกอบ

สถานที่ให้สัมภาษณ์ : ณ อาคารอับดุลราฮิม

วันและเวลาที่สัมภาษณ์ : 9.30 – 10.30 น. วันที่ 23 มีนาคม 2547

ถาม : เหตุใดธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ขยายตัวเพิ่มมากขึ้นในประเทศ สิงคโปร์?

ตอบ : ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ขยายตัวมากขึ้นไม่เฉพาะในประเทศสิงคโปร์ แต่ขยายตัวเพิ่มมากขึ้นในทวีปเอเชียทั้งหมด แต่ใช้ประเทศสิงคโปร์ และฮ่องกง เป็นศูนย์กลาง สำนักงาน และเป็นจุดเริ่มต้นในการเข้าเจาะกลุ่มลูกค้า และนักลงทุนเป้าหมายในประเทศแถบเอเชีย เนื่องจากมองว่าตลาดเอเชียยังมีแนวโน้มที่สดใสและยังมีกลุ่มฐานลูกค้าที่ให้ความสนใจลงทุนในเฮดจ์ฟันด์มากขึ้น

ถาม : การสนับสนุนจากภาครัฐของประเทศสิงคโปร์เป็นอย่างไร?

ตอบ : ประเทศสิงคโปร์ และฮ่องกง แข่งขันกันพัฒนาประเทศให้เป็นศูนย์กลางทางการเงินของภูมิภาคเอเชีย จึงทำให้ภาครัฐให้การสนับสนุนธุรกิจการเงินทุกประเภท เฮดจ์ฟันด์เป็นส่วนหนึ่งของการพัฒนาตลาดการเงิน ประเทศสิงคโปร์ให้การสนับสนุนธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ด้วยการให้การยกเว้นภาษีประเภทต่างๆ เช่น ภาษีเงินได้ การผ่อนคลายกฎการอนุญาตให้ทำ Short sell หรือการสร้างแรงจูงใจอื่นๆ ที่ช่วยให้ธุรกิจนี้เติบโต

ถาม : ใครคือนักลงทุนในประเทศสิงคโปร์?

ตอบ : นักลงทุนรายใหญ่ที่ลงทุนในธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ในประเทศสิงคโปร์ คือ The Government of Singapore Investment Corporation (GIC) และ Temasek ซึ่งทั้ง 2 แห่งเป็นกองทุนที่ตั้งโดยภาครัฐเพื่อช่วยจัดการบริหารเงินสำรอง และ เงินลงทุนของรัฐบาลประเทศสิงคโปร์ ตามลำดับ รองลงมาจะเป็นนักลงทุนจากกองทุนส่วนบุคคล ซึ่งเป็นกองทุนที่บริหารเงินลงทุนของบุคคลที่ร่ำรวย ในปัจจุบันประมาณกันว่าสัดส่วนการลงทุนของ GIC และ Temasek ในเฮดจ์ฟันด์อยู่ที่ต่ำกว่า 5% ของมูลค่าสินทรัพย์ของกองทุน

ถาม : แนวโน้มของเฮดจ์ฟันด์ของเอเชียเป็นอย่างไร?



ตอบ : กองทุนเฮดจ์ฟันด์จะขยายตัวมากขึ้นในประเทศแถบเอเชีย ทั้งนี้เป็นเพราะกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่ลงทุนในแถบประเทศยุโรปและสหรัฐฯ เริ่มมองหาช่องทางลงทุนใหม่ที่จะช่วยเพิ่มผลตอบแทนให้กับการลงทุน เนื่องจากแนวโน้มในอนาคตผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ของประเทศแถบยุโรป และสหรัฐฯเริ่มที่จะให้ผลตอบแทนลดลง ประกอบกับ ความผันผวนของมูลค่าสินทรัพย์ของประเทศแถบเอเชียยังคงสูงกว่า ทำให้มีช่องทางในการเข้าลงทุนถึงกำไรมากกว่า

ถาม : การลงทุนของนักลงทุนเอเชียในเฮดจ์ฟันด์ช่วงนี้เป็นอย่างไร?

ตอบ : การลงทุนประเภท Fund of Hedge Fund มีแนวโน้มได้รับความนิยมมากที่สุด เนื่องจากลักษณะของ Fund of Hedge Fund เป็นการนำเงินไปลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ประเภทต่างๆ หลายๆประเภทรวมกัน ซึ่งจะเหมาะกับ นักลงทุนที่เพิ่งจะเริ่มเข้าลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ เนื่องจากเป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์โดยตรง

Fund of Hedge Fund ส่วนมากจะลงทุนในเฮดจ์ฟันด์กลยุทธ์ที่แตกต่างกัน 6 -7 ประเภท จึงเป็นการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุน จุดอ่อนข้อหนึ่งของกองทุนแบบ Fund of Hedge Fund คือ มีค่าใช้จ่ายสูง เนื่องจากจะต้องเสียค่าใช้จ่าย 2 ต่อ ซึ่งคือ ค่าการบริหารกองทุน Fund of Hedge Fund และ ค่าการบริหารกองทุนเฮดจ์ฟันด์แต่ละกองทุน ทำให้ Fund of Hedge Fund มีค่าใช้จ่ายสูงที่สุดเทียบกับกลยุทธ์เฮดจ์ฟันด์อื่นๆ

กองทุน GIC ของประเทศสิงคโปร์ ใช้วิธีกระจายการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์หลายๆ กองทุนและหลายๆ กลยุทธ์ด้วยตนเองโดยไม่ผ่าน Fund of Hedge Fund ตัวกองทุน GIC เองนั้น จึงเปรียบเสมือนเป็นผู้จัดการกองทุนของ Fund of Hedge Fund ด้วยเช่นกัน ซึ่งจะช่วยประหยัดค่าบริหารกองทุนลงไปได้มาก และเป็นไปได้ว่าในอนาคตกองทุนขนาดใหญ่ๆ เช่น กองทุนบำนาญ บำนาญประเทศต่างๆ ในเอเชียอาจเลือกลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ด้วยตนเอง โดยทำการกระจายความเสี่ยงไปในกองทุนเฮดจ์ฟันด์หลายๆประเภทเช่นเดียวกับตัวอย่างในประเทศสิงคโปร์

ถาม : กองทุนเฮดจ์ฟันด์มักไม่ค่อยเปิดเผยข้อมูล จึงทำให้มีประเด็นเรื่องความโปร่งใสและการตรวจสอบการลงทุน ซึ่งกองทุนบางแห่งอาจติดปัญหานี้ทำให้ลงทุนไม่ได้ ไม่ทราบว่าเรื่องนี้ มีทางแก้ไขอย่างไร?

ตอบ : กองทุนเฮดจ์ฟันด์เป็นกองทุนที่ลงทุนเพื่อเก็งกำไร ตัวอย่างเช่น กลยุทธ์ Long / Short Equity จะทำการเก็งกำไร ซื้อหุ้นที่คาดว่าจะมีราคาเพิ่มสูงขึ้นมากและขายหุ้นที่คาดว่าจะกำลังจะมีราคาลดลง การเปิดเผยข้อมูลเหล่านี้ออกไป ถึงแม้จะให้กับผู้ที่ถือหน่วยลงทุนที่ลงทุน

ในกองทุนนั่นเอง ก็อาจจะทำให้เกิดความเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่กำลังจะถึงกำไรได้และอาจทำให้ผลตอบแทนไม่เป็นไปตามที่คาดไว้

ประเด็นความโปร่งใสของการลงทุนจึงเป็นจุดอ่อนที่สำคัญของเฮดจ์ฟันด์ อย่างไรก็ตาม อยากให้นักลงทุนมองว่าการไม่เปิดเผยสถานะของการลงทุนนั้นจะให้ผลดีกับนักลงทุนมากกว่า แต่สิ่งที่นักลงทุนควรสนใจและควรกำกับดูแลน่าจะเป็นเรื่องของความสุจริตของตัวผู้จัดการกองทุนว่า มีประวัติความเป็นมาอย่างไร และมีวิธีการบริหารกองทุนอย่างไรมากกว่า การลงทุนในกองทุนบางประเภท เช่นการลงทุนใน Fund of Hedge Fund ผู้จัดการกองทุนของ Fund of Hedge Fund จะมีหน้าที่ตรวจสอบความเป็นมาและประวัติของผู้จัดการกองทุน รวมถึงผลงานในอดีต รวมทั้งติดตามการย้ายเข้าออกจากงานของผู้จัดการกองทุนที่อาจจะมีผลกระทบต่อการบริหารกองทุนได้

ถาม : การควบคุมความเสี่ยงของเฮดจ์ฟันด์ เช่นความเสี่ยงในการทำ Leverage จะทำได้อย่างไร?

ตอบ : กองทุนเฮดจ์ฟันด์นั้นมักจะไปจดทะเบียนตั้งกองทุนในประเทศที่เป็น Tax Heaven Country เช่น หมู่เกาะเคย์แมน หรือ เกาะ เบอร์มิวด้า โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะหลีกเลี่ยงการควบคุมของภาครัฐที่มีผลกระทบต่อการใช้งานของกองทุน ซึ่งแน่นอนว่าการที่รัฐหรือหน่วยงานกำกับดูแลไม่สามารถควบคุมการใช้งานของเฮดจ์ฟันด์ได้นั้น อาจทำให้เกิดความเสี่ยงในการบริหารเฮดจ์ฟันด์มากกว่าการกองทุนเพื่อการลงทุนทั่วไป โดยเฉพาะประเด็นที่กล่าวกันมากคือ การไม่สามารถควบคุมการใช้ Leverage ของเฮดจ์ฟันด์ได้ ซึ่งบางกองทุนอาจทำการกู้ยืมเงินสูงถึง 50 เท่าของขนาดกองทุน เช่นกรณีของ Long Term Capital Management ซึ่งทำให้เกิดความเสียหายตามมา

แต่โดยความเป็นจริงแล้วถึงแม้ภาครัฐจะไม่สามารถควบคุมการใช้ Leverage ของเฮดจ์ฟันด์ได้โดยตรง แต่โดยทางอ้อมรัฐก็สามารถควบคุมการใช้ Leverage ของเฮดจ์ฟันด์ ผ่านทางการควบคุมธนาคารพาณิชย์ซึ่งเป็นผู้ให้กู้ยืมแก่เฮดจ์ฟันด์ได้ โดยการตั้งเงื่อนไข หรือข้อจำกัดมากขึ้นในการให้กู้ยืมแก่เฮดจ์ฟันด์ เพื่อลดความเสี่ยงของกองทุนเฮดจ์ฟันด์ลงได้ อย่างไรก็ตาม การควบคุมดังกล่าวนี้ปัจจุบันยังไม่มี

ถาม : ผลกระทบของการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ที่มีต่อตลาดการเงิน เป็นอย่างไร?

ตอบ : เฮดจ์ฟันด์เข้าลงทุนโดยมีเป้าหมายทำกำไรในทุกสภาพตลาด ยิ่งตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ (Inefficiency) จะมีส่วนต่างของราคาซื้อขายที่ห่างจากมูลค่าที่แท้จริงอยู่มาก

และมีความผันผวนของราคาสูง ยิ่งจะเป็นช่องทางและโอกาสที่ให้เฮดจ์ฟันด์เข้ามาทำกำไรได้มากยิ่งขึ้น มองในอีกมุมหนึ่งการเข้าลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ โดยเฉพาะในตลาดที่มีเอเชีย กลับเป็นสิ่งช่วยเพิ่มสภาพคล่องการซื้อขายให้กับตลาด และเสริมสร้างการพัฒนาตลาดไปด้วยเช่นกัน ส่วนประเด็นที่ว่า การเข้ามาของเฮดจ์ฟันด์ จะยิ่งทำให้ราคาตลาดผันผวนมากยิ่งขึ้นนั้น ไม่จำเป็นต้องเป็นเช่นนั้นเสมอไป เพราะในตลาดทั่วไปนั้น นอกจากเฮดจ์ฟันด์แล้ว ยังมีนักเก็งกำไร หรือ เทรดเดอร์ (Trader) ของสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เก็งกำไรในยามที่ตลาดมีความผันผวนอยู่แล้ว เฮดจ์ฟันด์ไม่ได้เข้ามาช่วยเพิ่มเติมความผันผวนเช่นนั้นเลย แต่จะเข้ามาลงทุนเก็งกำไรตามแต่มุมมองการลงทุนของผู้จัดการกองทุนเท่านั้น

ถาม : กองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่เคยเข้ามาเก็งกำไรค่าเงินบาทเมื่อปี 1997 มีบทบาทอย่างไร เนื่องจากในมุมมองของคนในประเทศไทยมองว่าเฮดจ์ฟันด์ เหมือนเป็นผู้ร้ายที่เข้ามาซ้ำเติมในยามที่เศรษฐกิจของประเทศไทยแย่?

ตอบ : เฮดจ์ฟันด์ที่เข้ามาเก็งกำไรค่าเงินบาทคือเฮดจ์ฟันด์ที่ใช้กลยุทธ์ Macro Fund ซึ่งกองทุนนี้จะเสาะหาประเทศที่มีการเปลี่ยนแปลงในปัจจัยพื้นฐานของประเทศ และเข้าทำการเก็งกำไร ซึ่งเฮดจ์ฟันด์กลยุทธ์อื่นไม่ได้มีส่วนเกี่ยวข้องกับการโจมตีค่าเงินนี้เลย ในมุมมองทางการเงิน และเศรษฐศาสตร์นั้น เมื่อประเทศประสบกับภาวะขาดดุลการชำระเงิน และดุลการค้าเป็นจำนวนมาก ผลที่เกิดขึ้นคือ ประเทศนั้นจะต้องปรับลดค่าเงินของตัวเองลงเพื่อให้ประเทศได้ประโยชน์จากการค้าและการลงทุน ซึ่งจะช่วยปรับดุลการชำระเงินและดุลการค้าให้กลับเข้าสู่จุดสมดุลตามเดิม ซึ่ง Macro Fund คือกองทุนผู้เห็นโอกาสของการลดค่าเงินบาทของประเทศไทยจึงเข้าทำการเก็งกำไรว่าประเทศจะต้องลดค่าเงินลง ในยามที่ประเทศประสบปัญหาขาดดุลการชำระเงินและดุลการค้า การถ่วงเวลาไม่ยอมปรับลดค่าเงินของประเทศไทย และทำการพยุงค่าเงินด้วยเงินทุนสำรองของประเทศ เป็นผลให้เงินทุนสำรองของประเทศไหลออกอย่างรวดเร็ว และเกิดเป็นปัญหาด้านความเชื่อมั่นตามมา นั่นต่างหากที่เป็นผลทำให้เศรษฐกิจของประเทศไทยถดถอย หาใช่ฝีมือของ Macro Fund แต่อย่างใด Macro Fund นั้นจึงเปรียบเสมือนผู้คอยตรวจสอบให้ประเทศดำเนินนโยบายการเงินการคลังที่ถูกต้องมากขึ้น

ถาม : นักลงทุนสถาบันจะเข้ามามีบทบาทในการลงทุนเฮดจ์ฟันด์อย่างไร?

ตอบ : นักลงทุนสถาบัน เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ หรือ กองทุนประกันสังคม ของประเทศต่างๆ เริ่มให้ความสนใจการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์มากขึ้น ในฐานะที่เป็นอีกทางเลือกหนึ่งของการลงทุน ซึ่งในอนาคตจะเห็น นักลงทุนสถาบันต่างๆ เหล่านี้ จัดสรรเงินลงทุน

เข้ามาลงทุนในกองทุนเฮดจ์ฟันด์มากขึ้น ประมาณว่า สัดส่วนที่นักลงทุนสถาบันเหล่านั้นน่าจะลงทุนคือประมาณ 5% ของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดที่บริหาร

## 7.6 บทสัมภาษณ์พิเศษ ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์

ผู้ให้สัมภาษณ์ : Mr. Ashwin Kumar จากบริษัท Old Lane (UK), LLP

ประวัติผู้ให้สัมภาษณ์ : ปัจจุบันดำรงตำแหน่งผู้จัดการกองทุน ของบริษัท Old Lane (UK), LLP, Portman Square, London, England เป็นผู้เชี่ยวชาญด้านการจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์

สถานที่ให้สัมภาษณ์ : ณ อาคารอับดุลราฮิม ถนน พระรามสี่ กรุงเทพฯ

วันและเวลาที่สัมภาษณ์ : 15.30 – 16.30 น. 25 พฤษภาคม 2550

ถาม : บริษัท Old Lane คือใคร และ โครงสร้างของบริษัทจัดการกองทุน Old Lane ในปัจจุบันเป็นอย่างไร

ตอบ : Old Lane คือบริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ ก่อตั้งมาแล้วกว่า 15 ปี ตั้งแต่ช่วงทศวรรษที่ 1990 ปัจจุบันกลุ่มธนาคารซิตี้ (CITI Bank) เพิ่งจะเข้าซื้อกิจการของ บริษัท Old Lane และกำลังอยู่ในระหว่างขั้นตอนการเปลี่ยนแปลงผู้ถือหุ้นของบริษัทกับทางการของประเทศอังกฤษ จึงกล่าวได้ว่า บริษัท Old Lane เป็นเครือข่ายทางธุรกิจหนึ่งของธนาคารซิตี้

ถาม : บริษัท Old Lane จัดทะเบียนจัดตั้งในประเทศอังกฤษ แล้วกองทุนเฮดจ์ฟันด์ของ Old Lane จัดตั้งขึ้นที่ใด

ตอบ: กองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่จัดตั้งขึ้นมีทั้งที่จดทะเบียนกองทุนในประเทศอังกฤษ สหรัฐฯ และ หมู่เกาะเคย์แมน เพื่อให้บริการกับกลุ่มนักลงทุนที่แตกต่างกันตามแต่จุดประสงค์ คือนักลงทุนในประเทศอังกฤษ และสหรัฐฯ ก็จะลงทุนในกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่จดทะเบียนจัดตั้งขึ้นในประเทศนั้นๆ ส่วนกองทุนที่จดทะเบียนในหมู่เกาะเคย์แมน จะให้บริการกับนักลงทุนอื่นๆ ทั่วโลก ซึ่งแน่นอน กองทุนที่จดทะเบียนที่หมู่เกาะเคย์แมนมีความได้เปรียบกว่าในด้านการไม่เสียภาษี และไม่มีกฎเกณฑ์มาบังคับมากนัก

ถาม : หากจดทะเบียนจัดตั้งกองทุนในประเทศอังกฤษ และสหรัฐฯ จะมีปัญหาในการบริหารกองทุนหรือไม่ เนื่องจากประเทศเหล่านั้นมีกฎระเบียบในการลงทุนที่เข้มงวดที่ใช้บังคับกับกองทุนทุกประเภทที่จดทะเบียนในประเทศ

ตอบ : กองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่จดทะเบียนในประเทศสหรัฐฯและอังกฤษอาจมีผลกระทบบ้างจากกฎเกณฑ์ที่ทางการควบคุม แต่เนื่องจากทั้ง 2 ประเทศเป็นตลาดที่มีศักยภาพสูง ผู้ลงทุนมีความเข้าใจเฮดจ์ฟันด์เป็นอย่างดี และมีฐานลูกค้าใหญ่ แนนอนตลาดนี้จึงยังเป็นตลาดที่สำคัญของเรา ส่วนเรื่องของการควบคุมนั้น กองทุนไม่จำเป็นต้องเปิดเผยตัวเลขการลงทุนทั้งหมด ตัวอย่างเช่นการลงทุนในหุ้น หากสัดส่วนการลงทุนในหุ้นไม่เกิน 5% ของจำนวนหุ้นของบริษัท ก็จะไม่เปิดเผยเพียงว่ากองทุนได้ลงทุนในบริษัทดังกล่าว และไม่จำเป็นต้องระบุจำนวนที่แน่นอน

ถาม : ขนาดของกองทุนของบริษัทที่บริหารมีจำนวนเท่าใด

ตอบ : กองทุนทั้งหมดที่บริษัทบริหารมีจำนวน 4.4 พันล้านเหรียญ แบ่งเป็น การลงทุนในเฮดจ์ฟันด์จำนวน 3.9 พันล้านเหรียญ และ ลงทุนในหุ้นนอกตลาด (Private Equity) จำนวน 500 ล้านเหรียญ

ถาม : กลยุทธ์การลงทุนที่ Old Lane มีความถนัดคือกลยุทธ์อะไร

ตอบ : บริษัทใช้ กลยุทธ์ Multiple Strategy คือ ในกองทุนหนึ่งๆ จะมีกลยุทธ์หลายๆอย่าง เช่น Long Short Credit, Macro Strategy, Event Driven เป็นต้น อยู่ในกองทุนเดียวกัน และคอยสลับผลัดเปลี่ยนกลยุทธ์ที่เห็นว่าสามารถทำกำไรจากการลงทุนได้ ซึ่งหมายถึงผู้จัดการกองทุนจะทำการกำหนดสัดส่วนการลงทุนในแต่ละกลยุทธ์แตกต่างกันตามจังหวะและโอกาส โดยไม่ยึดติดอยู่กับกลยุทธ์ใดกลยุทธ์หนึ่งเพียงอย่างเดียวซึ่งทำให้โอกาสการทำกำไรในการลงทุนแคบกว่า การลงทุนแบบนี้จะตอบสนองต่อความต้องการของนักลงทุนมากกว่า เนื่องจากเป้าหมายของนักลงทุนคือการหาผลกำไรในทุกโอกาส

ถาม : กลยุทธ์ที่บริษัทให้บริการกับลูกค้ามีอะไรบ้าง

ตอบ : กลยุทธ์ที่บริษัท ให้บริการกับลูกค้าในปัจจุบันมี

- Long Short Credit / Fixed Income Arbitrage
- Convertible Arbitrage
- Macro Fund
- Value, Event Driven
- Emerging Market Equity
- Commodities Trading



- Special Situation

ถาม : ปัจจุบันกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่ผู้บริหารอยู่ใช้ Leverage ประมาณ เท่าใดบ้าง

ตอบ : แต่ละกองทุนมีกรอบควบคุมการใช้ Leverage ไม่เท่ากัน ขึ้นอยู่กับกลยุทธ์ที่ใช้ แต่โดยทั่วไปแล้วนั้น กองทุนจะใช้ Leverage ประมาณ 4 – 5 เท่า กองทุนที่ใช้ Leverage สูงที่สุดจะใช้ Leverage ประมาณ 15 – 20 เท่า แล้วแต่สถานการณ์ของตลาด และโอกาสในการทำกำไร โดยมีหลักการว่า กองทุนที่ใช้กลยุทธ์ที่มีความเสี่ยงต่ำเช่น Fixed Income Arbitrage จะใช้ Leverage สูง ส่วนกองทุนที่ใช้กลยุทธ์ที่มีความเสี่ยงสูงจะใช้ Leverage ต่ำกว่า ทั้งนี้เพื่อควบคุมระดับความเสี่ยงของทั้งกองทุนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม

ถาม : กองทุนเฮดจ์ฟันด์ของบริษัท Old Lane มีการควบคุมความเสี่ยงด้านตลาดในการบริหารอย่างไร

ตอบ : กองทุนของบริษัทฯ ใช้ระบบ VaR เป็นตัวควบคุมระดับความเสี่ยงของการลงทุน ซึ่งถึงแม้ว่ากองทุนของบริษัทฯ จะเป็นเฮดจ์ฟันด์ เรายังตั้งกรอบควบคุมความเสี่ยงการลงทุนที่ค่อนข้าง Conservative กล่าวคือ กองทุนฯ ตั้งกรอบความเสี่ยงให้ขาดทุน ได้ไม่เกิน 35 – 40 ล้านเหรียญภายใน 1 วัน (แล้วแต่กลยุทธ์) และกำหนดอัตราผลตอบแทนสะสมสูงสุดไม่เกิน 2.5% แต่ตัวเลขดังกล่าวก็ต้องแล้วแต่วัตถุประสงค์ของการลงทุนและความต้องการของลูกค้าเป็นสำคัญ ซึ่งบริษัทฯ จะคอยให้คำปรึกษากับนักลงทุนเพื่อสร้างความเชื่อมั่นในการควบคุมความเสี่ยงของกองทุน

ถาม : Prime Broker ที่บริษัทฯ ใช้คือใครบ้าง

ตอบ : บริษัทฯ ใช้บริการของ Prime Broker คือ Credit Suisse และ Morgan Stanley สาเหตุที่ใช้ Prime Broker ทั้ง 2 แห่งเพื่อกระจายความเสี่ยง เนื่องจาก Prime Broker เป็นแหล่งเงินกู้ และแหล่งการยืมหลักทรัพย์เพื่อ Short Sell ที่สำคัญ ดังนั้นการพึ่งพิงเพียงที่ใดที่หนึ่งจึงเป็นเรื่องที่เสี่ยง นอกจากนี้การกระจายธุรกรรมที่ทำไปยัง Prime Broker หลายแห่งจะทำให้ Prime Broker ไม่ทราบการสัดส่วนการลงทุนที่แท้จริงของกองทุน จึงเป็นกลยุทธ์ที่ช่วยรักษาความลับในการทำกำไรของเฮดจ์ฟันด์ได้

ถาม : เหตุใดกองทุนประเภท Global Macro จึงลดความนิยมลงไปหลังจากปี ค.ศ. 2000 และปัจจุบันกลยุทธ์ใดได้รับความนิยมจากนักลงทุนมากที่สุด

ตอบ : กลยุทธ์แบบ Global Macro เป็นที่นิยมกันมากในช่วงปี 1990 – 2000 เนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าวมีเหตุการณ์ที่เป็นวิกฤตการณ์ในหลายประเทศ อาทิเช่น วิกฤตการณ์ค่าเงินของประเทศ อังกฤษ อิตาลี เม็กซิโก และแน่นอน ประเทศไทย รวมไปถึงวิกฤตการณ์ด้านสถาบันการเงิน และเงินเฟ้อในประเทศกลุ่มลาตินอเมริกา ทำให้มีโอกาสมากที่จะทำกำไรในค่าเงินจากเหตุการณ์ต่างๆเหล่านั้น แต่ในช่วงระยะเวลาหลังปี ค.ศ. 2000 หลายประเทศโดยเฉพาะในประเทศที่พัฒนาแล้ว จะมีความระมัดระวังในการดูแลเศรษฐกิจ และการเงินของประเทศมากขึ้น รวมถึงประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่ได้เปลี่ยนไปใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ทำให้ Global Macro Fund หาโอกาสที่จะทำกำไรจากค่าเงินได้น้อยลง

ส่วนกลยุทธ์ที่ได้รับความนิยมจากนักลงทุนแทนที่ Global Macro Fund ในช่วงหลังปี ค.ศ. 2000 คือ กลยุทธ์ Equity Long / Short เนื่องจากตลาดหุ้นทั่วโลกอยู่ในสภาวะที่แวดล้อมที่มีความเสี่ยงมากขึ้นโดยมีเหตุการณ์สำคัญที่มีผลกระทบต่อการลงทุน ได้แก่ เหตุการณ์ตึก World Trade ถล่ม เหตุการณ์การล่วงลงอย่างรุนแรงของหุ้นกลุ่มเทคโนโลยี สิ่งเหล่านี้ทำให้นักลงทุนมองหาการลงทุนที่สามารถสร้างผลกำไรในสถานการณ์เช่นนี้ได้ คือ กลยุทธ์ Equity Long / Short สามารถทำกำไรได้ทั้งในตลาดขาขึ้นและขาลง อีกทั้งการกลยุทธ์นี้เป็นกลยุทธ์ที่นักลงทุนเข้าใจได้ง่ายนักลงทุนมีความสบายใจที่จะลงทุนจึงสามารถจับตลาดในกลุ่มคนที่กว้างขึ้น

ถาม : กลยุทธ์การลงทุนอื่นใดอีกบ้างที่เป็นที่นิยม

ตอบ : ในช่วงเวลานี้ นักลงทุนให้ความสนใจในกลยุทธ์ที่เกี่ยวกับด้านเครดิต เช่น กลยุทธ์ Long / Short credit, Convertible arbitrage หรือกลยุทธ์ที่ลงทุนในกลุ่มประเทศ Emerging Market เช่น Emerging Market Equity เป็นต้น

ถาม : ฐานลูกค้าของบริษัทมีโครงสร้างเป็นอย่างไร

ตอบ : ลูกค้าหลักของบริษัท Old Lane ยังคงเป็นกลุ่มนักลงทุนสถาบัน กระจายออกเป็นกลุ่มประเทศแถบยุโรป อเมริกา และเอเชีย บริษัทฯได้รับความไว้วางใจให้เป็นผู้บริหารกองทุนเฮดจ์ฟันด์ให้กับองค์กรขนาดใหญ่แห่งหนึ่งในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (ผู้วิจัยเชื่อว่าคือ Government of Singapore Investment Corporation (GIC)) และในสหรัฐฯ ลูกค้าหลักของบริษัทคือกองทุน Endowment ของมหาวิทยาลัยต่างๆ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และกองทุนบำเหน็จบำนาญ ส่วนนักลงทุนที่เป็นบุคคลธรรมดา นั้น บริษัทฯ มีลูกค้าอยู่ประมาณ 10%

ถาม : เงินลงทุนจากลูกค้ากลุ่มประเทศแถบตะวันออกกลางที่มีรายได้มาจากน้ำมัน หรือที่เรียกกันว่า Petro Dollar ได้มีการเข้ามาลงทุนในเฮดจ์ฟันด์บ้างหรือไม่

ตอบ : ครับ นักลงทุนจากตะวันออกกลางมีเงินทุนจำนวนมากมหาศาลจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น ดังนั้นจึงมีเงินจาก Petro Dollar เข้ามาลงทุนในเฮดจ์ฟันด์อย่างแน่นอน นั่นคือเท่าที่ผมได้ยินมา แต่เนื่องจากลูกค้าในกลุ่มนี้มีเงื่อนไขในการลงทุนที่แตกต่างจากลูกค้ากลุ่มอื่นด้วยเหตุผลทางด้านศาสนาซึ่งเราไม่คุ้นเคย ทำให้ Old Lane ยังไม่ได้เข้าไปทำตลาดในภูมิภาคนี้ ซึ่งตัวเลขเงินลงทุนที่มาจากเงิน Petro Dollar จึงยังไม่เป็นที่ทราบแน่นอนว่ามีมูลค่าสูงเท่าใด

ถาม : สัดส่วนเงินลงทุนจากนักลงทุนสถาบันต่างๆที่เป็นลูกค้าของบริษัท เข้ามาลงทุนในเฮดจ์ฟันด์เป็นสัดส่วนเท่าใด

ตอบ : สัดส่วนการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ของสถาบันคิดเป็นประมาณ 5% – 10% ของเงินลงทุน ผมเชื่อว่าจะมีการจัดสรรเงินลงทุนในเฮดจ์ฟันด์เพิ่มขึ้นอีกในอนาคตโดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของกองทุนบำเหน็จบำนาญ (Pension Fund) อย่างการเดินทางมาเอเชียครั้งนี้ ผมเพิ่งมาหาข้อมูลเกี่ยวกับโอกาสการลงทุนไม่ได้มาทำตลาด แต่กลับพบนักลงทุนสถาบันจำนวนมากที่สนใจเป็นลูกค้าของเรา เอเชียจึงเป็นเป้าหมายสำคัญในการเจริญเติบโตของเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต

ถาม : บริษัทมี Lock up period หรือช่วงเวลาที่ยังไถ่ถอนเงินลงทุนคืนไม่ได้นานเท่าใด

ตอบ : ช่วงเวลาที่บริษัทกำหนดไว้ไม่ให้ไถ่ถอนเงินลงทุนคืน คือมีระยะเวลา 3 ปี แต่ปัจจุบัน หลังจากที่ธนาคารชาติเข้าซื้อกิจการของบริษัทฯ จึงกำลังจะพิจารณาเปลี่ยนแปลงนโยบายโดยจะกำหนดให้ช่วงเวลาที่ไถ่ถอนเงินลงทุนคืนไม่ได้ลดลงเหลือ 1 ปี เพื่อขยายฐานนักลงทุนให้มากขึ้น

ถาม : การลดช่วงเวลา Lock up period จะมีผลกับกลยุทธ์ที่ลงทุนหรือไม่

ตอบ : ไม่มีผล เนื่องจากบริษัทมีการควบคุมความเสี่ยง และระมัดระวังในเรื่องของความพอเพียงของสภาพคล่องของตราสารที่ลงทุน และผลประกอบการของกองทุนที่ดีมาโดยตลอดจะช่วยสร้างแรงดึงดูดใจให้กับนักลงทุนให้ยังคงลงทุนอยู่ต่อไป

ถาม : การเลือกลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ควรที่จะเลือกลงทุนในกองทุนโดยตรงหรือลงทุนผ่าน Fund of Hedge Fund

ตอบ : สำหรับบริษัท Old Lane นั้น กองทุนมีลักษณะเป็น Multi strategies ดังที่ได้กล่าวไปแล้ว ทำให้บริษัทมีความคล่องตัวในการเลือกใช้กลยุทธ์ต่างๆเข้ามารวมเพื่อหาหนทางเพิ่มผลตอบแทน โดยไม่ติดขัดกับกลยุทธ์ใดกลยุทธ์หนึ่งเป็นอย่างเดียว ดังนั้นหากเลือกใช้บริการ

กับบริษัทก็จะไม่มีความจำเป็นที่จะต้องใช้ Fund of Hedge Fund อีก อีกทั้ง การลงทุนในกองทุนของบริษัทจะมีความคล่องตัวมากกว่า เนื่องจากบริษัทสามารถเปลี่ยนกลยุทธ์ได้ทันทีภายในกองทุน ต่างกับ Fund of Hedge Fund ที่จะต้องรอให้ผ่านช่วง Lock up period จึงจะทำการไถ่ถอนเงินกองทุนเพื่อไปลงทุนในกลยุทธ์อื่นๆอีกได้

ถาม : เป็นไปได้หรือไม่ว่า ผลตอบแทนในการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ในอนาคตจะมีแนวโน้มที่ลดลง เนื่องจากมีเฮดจ์ฟันด์ใหม่ๆเกิดขึ้นเป็นจำนวนมาก จึงมีเงินจำนวนมากมองหาโอกาสในการทำกำไรที่มีอยู่เพียงน้อยนิด

ตอบ : ดังที่ผมกล่าวไปแล้ว กลยุทธ์ของเฮดจ์ฟันด์ที่เป็นที่นิยมได้มีการผันเปลี่ยนไปตามเศรษฐกิจสังคมที่เปลี่ยนแปลงไปจากกลยุทธ์หนึ่งไปสู่อีกกลยุทธ์หนึ่ง ในปัจจุบันคือกลยุทธ์แบบ Equity Long / Short ที่หาผลกำไรจากความผันผวนของตลาดหุ้นมีส่วนแบ่งตลาดมากที่สุด ซึ่งในอนาคตจะเป็นกลยุทธ์ใดก็แล้วแต่สภาวะตลาดและโอกาสที่ผู้จัดการกองทุนจะแสวงหาได้ ซึ่งผมเชื่อมั่นว่าไม่ว่าสภาวะตลาดจะอยู่ในรูปแบบใดเฮดจ์ฟันด์ก็ยังสามารถปรับกลยุทธ์การลงทุนให้เข้ากับสถานการณ์ ซึ่งตลาดก็ยังคงมีช่องทางให้แสวงหาผลตอบแทนได้เช่นเดิม

ถาม : คุณมีความเห็นเกี่ยวกับแนวโน้มการเจริญเติบโตของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์อย่างไรบ้าง

ตอบ : เฮดจ์ฟันด์เป็นธุรกิจที่มีแนวโน้มเจริญเติบโตอีกมากอย่างแน่นอน สิ่งหนึ่งที่ผมบอกได้ คือ สิ่งที่คุณเห็นอยู่ในปัจจุบันยังเป็นเพียงจุดเริ่มต้นเท่านั้น ยังคงมีตลาด และมีความต้องการจากนักลงทุนที่จะเข้ามาในธุรกิจนี้อีกมหาศาล สามารถพิสูจน์ได้จากในปัจจุบันคือธนาคารพาณิชย์และธนาคารเพื่อการลงทุนต่างเข้ามาในธุรกิจนี้ อย่างธนาคารซีทีธนาคารที่ใหญ่ที่สุดแห่งหนึ่งของโลกเพิ่งจะเข้ามาซื้อกิจการของบริษัทฯ แสดงให้เห็นว่าแม้แต่องค์กรขนาดใหญ่ของโลกเริ่มเล็งเห็นความสำคัญและต้องการมีส่วนร่วมในตลาดในธุรกิจเฮดจ์ฟันด์นี้

ส่วนในด้านของขนาดของเฮดจ์ฟันด์นั้นมีการคาดการณ์ว่าอัตราการเจริญเติบโตจะเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะลูกค้าจากกลุ่มประเทศในเอเชีย เช่น ประเทศจีน หรือเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ เข้ามาสู่การลงทุนเฮดจ์ฟันด์ที่เพิ่มมากขึ้นเรื่อยๆ ผมคิดว่าเมื่อนักลงทุนทั้งหลายมีความเข้าใจในธุรกิจนี้มากขึ้น ก็จะมีความมั่นใจและจัดสรรเงินลงทุนเข้าสู่การลงทุนเฮดจ์ฟันด์มากขึ้นต่อไป

## 7.7 ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออนาคตของเฮดจ์ฟันด์

เหตุการณ์การล่มสลายของกองทุนขนาดใหญ่ไม่ว่าจะเป็นการ LTCM หรือไทเกอร์ฟันด์ที่ประสบผลขาดทุนอย่างมากในปี 1998 ถึง 1999 รวมถึงข่าวการฉ้อฉลในธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ที่เกิดขึ้น ทำให้หลายคนคิดว่าช่วงเวลาดังกล่าวอาจเป็นจุดสิ้นสุดของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ แต่ความจริงที่เกิดขึ้นนั้นผลกลับเป็นตรงกันข้าม คือ หลังจากเหตุการณ์ดังกล่าว เฮดจ์ฟันด์กลับมีการขยายตัวอย่างก้าวกระโดด ทั้งในแง่ของขนาดและจำนวนกองทุน\* และฐานของนักลงทุนก็ได้ขยายไปทั่วโลก หลายคนอาจสงสัยว่าเพราะเหตุใดจึงเป็นเช่นนั้น ผู้วิจัยขอสรุปสาเหตุหลักๆ ที่ทำให้ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ยังคงอยู่และมีแนวโน้มที่จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง ดังนี้

### 7.7.1 การทับซ้อนของระบบสถาบันภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์

ตามทฤษฎีเศรษฐศาสตร์สถาบันนั้น โลกเราอยู่ภายใต้โครงสร้างของสถาบัน ซึ่งสถาบันในที่นี้หมายถึงระบบความสัมพันธ์ด้านต่างๆ ระหว่างมนุษย์ด้วยกันทั้งที่เป็นรูปธรรมและนามธรรม ได้แก่ การแบ่งสรรรายได้ และระบบการแลกเปลี่ยน ฯลฯ นอกจากนี้สถาบันยังหมายถึงลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างเศรษฐกิจกับการเมือง สังคม จิตวิทยา และด้านอื่นๆ ในสังคมมนุษย์อีกด้วย<sup>9</sup> ดังนั้นสถาบันจึงเป็นตัวกำหนดบทบาททางสังคม ความอยู่รอดหรือการเจริญเติบโต รวมถึงกำหนดโอกาสในการหาผลประโยชน์จากระบบเศรษฐกิจ<sup>10</sup>

เนื่องจากขบวนการโลกาภิวัตน์ทางการเงินที่ผนวกแต่ละพื้นที่ของโลกที่มีโครงสร้างสถาบันที่แตกต่างกันเข้าด้วยกัน ทำให้เกิดการทับซ้อนของระบบสถาบันของแต่ละประเทศโดยเฉพาะอย่างยิ่งในโลกทางการเงิน จากอดีตหากเราต้องการเข้าไปลงทุนในประเทศหนึ่งๆ เราก็จะต้องเข้าไปอยู่ภายใต้กรอบและกฎเกณฑ์ของประเทศนั้นๆ ในทุกๆ ด้านจึงสามารถดำเนินธุรกิจได้ แต่ในยุคโลกาภิวัตน์นี้ทำให้การทำธุรกรรมข้ามประเทศกลายเป็นเรื่องที่สะดวกมากขึ้น โดยผู้ที่มีถิ่นฐานอยู่ในประเทศหนึ่งสามารถเข้าไปทำธุรกรรมในประเทศอื่นๆ ได้โดยเพียงปฏิบัติตามกรอบของสถาบันของประเทศนั้นๆ เพียงบางส่วนเท่านั้น

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 1 หัวข้อความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

<sup>9</sup> ปรีชา เปี่ยมพงศ์สานต์, ทฤษฎีและการศึกษาเศรษฐศาสตร์แนวสถาบันและประวัติศาสตร์ในทศวรรษที่ 1980 คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

<sup>10</sup> Douglas C. North, "Institutions and Economic Performance," Institution: Institutional Change and Economic Performance (1990)

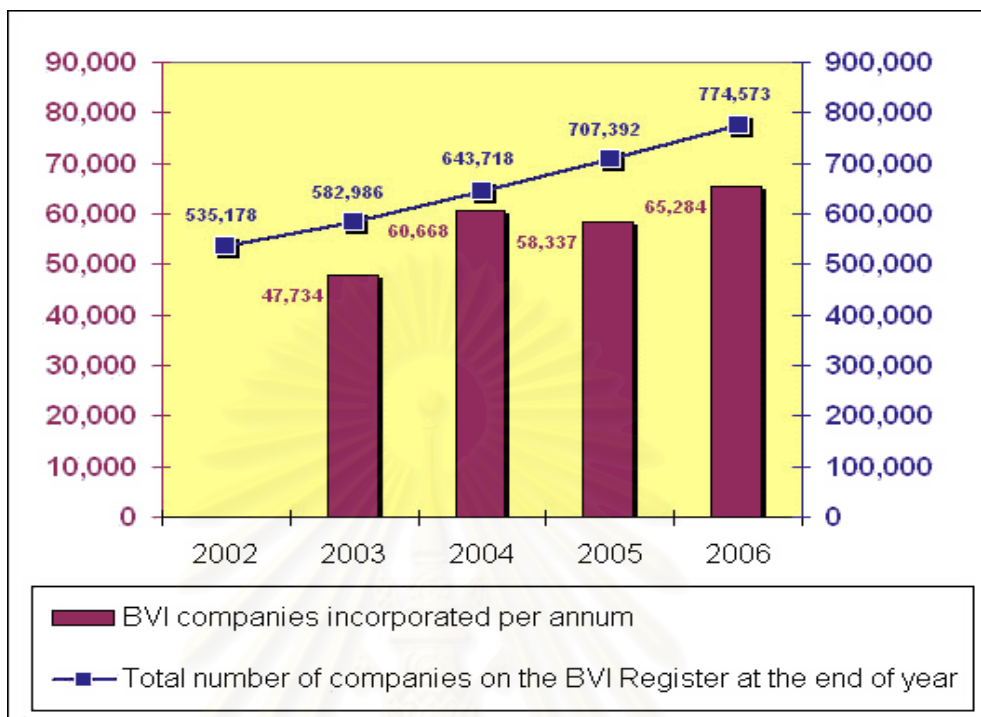


การทับซ้อนของระบบสถาบันที่เกิดขึ้นนี้เองที่ทำให้เกิดความแตกต่างในด้านของโอกาสในการได้รับผลประโยชน์ระหว่างผู้ที่อยู่ภายใต้สถาบันที่แตกต่างกัน เฮดจ์ฟันด์เป็นผู้ที่เข้าใจและเห็นถึงโอกาสการทำกำไรที่เกิดขึ้นจากความแตกต่างของกฎเกณฑ์ในแต่ละประเทศ และการทับซ้อนที่เกิดขึ้นดังกล่าว จึงพยายามหาประโยชน์ด้วยการเลือกที่จะอยู่ภายใต้กรอบสถาบันที่เอื้อประโยชน์ต่อตนเองมากที่สุด ดังที่ผู้วิจัยได้กล่าวไว้ในบทต้นๆว่า เฮดจ์ฟันด์มักจะอยู่ในรูปของกองทุนที่จดทะเบียนในประเทศปลอดภาษี หรือประเทศที่มีการควบคุมที่ค่อนข้างต่ำ เช่น Bermuda, Cayman Islands, British Virgin Islands โดยการกระทำดังกล่าวมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อลดต้นทุนในการทำธุรกรรม (Transaction Cost)<sup>11</sup> และเพื่อให้รอดพ้นจากกฎระเบียบต่างๆ ของระบบสถาบันที่เข้มงวดกว่าที่นอกจากจะทำให้เกิดค่าใช้จ่ายที่สูงแล้วยังเป็นเหมือนเครื่องพันธนาการผู้ลงทุนทั่วไป หมู่เกาะเหล่านี้จึงเป็นเสมือนอ่าวจอดเรือที่ปลอดภัย (Safe Harbor) ของเหล่าโจรสลัดทางการเงิน (Monetary Pirate) ให้รอดพ้นจากอำนาจการตรวจสอบใดๆ ของทางการ ทำให้เฮดจ์ฟันด์มีความได้เปรียบนักลงทุนทั่วไปจากการมีต้นทุนที่ต่ำกว่า มีโอกาสในการหาประโยชน์และมีความคล่องตัวสูงกว่าในการปรับใช้กลยุทธ์การลงทุน ตัวอย่างเช่น ผู้ลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดหุ้นไทยไม่สามารถทำกำไรในตลาดขาลงได้เนื่องจากไม่สามารถขายหุ้นที่ตนเองไม่ได้ถืออยู่ได้ (short sell) ในขณะที่เฮดจ์ฟันด์สามารถลงทุนได้เหมือนนักลงทุนสถาบันอื่น แต่สิ่งที่เฮดจ์ฟันด์ทำได้นอกเหนือจากนั้น คือการทำ short sell ทำให้เฮดจ์ฟันด์มีโอกาสสร้างผลกำไรในตลาดขาลงมากกว่านักลงทุนสถาบันทั่วไป

การที่เฮดจ์ฟันด์เข้าไปจดทะเบียนในประเทศที่เอื้อประโยชน์ต่อการทำกำไรจึงถือเป็นความชาญฉลาดในการสร้างโอกาสจากความแตกต่างของโครงสร้างสถาบันซึ่งจะดำรงอยู่ต่อไปในยุคโลกาภิวัตน์ และมีใช่เพียงเฮดจ์ฟันด์เท่านั้นที่มองหาโอกาสในการสร้างผลประโยชน์และความได้เปรียบเช่นนี้ ยังมีบริษัทและสถาบันการเงินอีกมากมายที่เข้าไปจดทะเบียนในประเทศเหล่านี้เช่นกัน ดังจะเห็นได้จากจำนวนบริษัทและสถาบันการเงินที่จดทะเบียนในประเทศปลอดภาษีหรือมีการควบคุมต่ำ ตัวอย่างเช่น ในปี 2002 British Virgin Islands มีจำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งสิ้น 535,178 แห่ง แต่ในช่วงที่ผ่านมาจำนวนบริษัทจดทะเบียนได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในปี 2006 บริษัทจดทะเบียนมีจำนวนสูงถึง 774,573 บริษัท<sup>12</sup>

<sup>11</sup> Ibid.

<sup>12</sup> Brian Obvi, Former Attorney General of the BVI Appointed to the Senior Position in the BVI FSC British Virgin Islands Business News [Online], แหล่งที่มา: <http://bvioffshoreibc.blogspot.com/search/label/Statistics>, [July 13, 2007]



แผนภูมิที่ 7.5 ปริมาณบริษัทที่จดทะเบียนที่ British Virgin Islands (BVI) ตั้งแต่ปี 2002-2006

ดังนั้น หากขบวนการโลกาภิวัตน์ไม่สามารถบูรณาการหนี้ให้โครงสร้างสถาบันของแต่ละพื้นที่ในโลกโดยเฉพาะในด้านการกำกับดูแลการทำธุรกรรมการเงินระหว่างประเทศมีความเท่าเทียมกันได้ เฮดจ์ฟันด์ก็จะดำรงความได้เปรียบต่อนักลงทุนทั่วไปต่อไป

### 7.7.2 วัฏจักรของกลยุทธ์การลงทุนของเฮดจ์ฟันด์

ดังได้กล่าวไว้แล้วว่าเฮดจ์ฟันด์ได้เข้าไปแทรกอยู่ในช่องว่างของความไม่มีประสิทธิภาพของทุกตลาดและการที่ขบวนการโลกาภิวัตน์ทางการเงินได้ผนวกตลาดในแต่ละประเทศที่มีโครงสร้างสถาบันที่แตกต่างกัน จึงเป็นการสร้างโอกาสให้เฮดจ์ฟันด์เข้าหาผลประโยชน์จากช่องว่างดังกล่าว จึงอาจกล่าวได้ว่าเฮดจ์ฟันด์มีส่วนช่วยผลักดันให้ภาคการเงินเข้าสู่ความเป็นโลกาภิวัตน์ที่สมบูรณ์ขึ้น โดยผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์จะหาช่องว่างและคิดค้นกลยุทธ์เพื่อแสวงหากำไรตามกระแสโลกาภิวัตน์ทางการเงินที่เปลี่ยนแปลงไป ดังจะเห็นได้จากจำนวนและความหลากหลายของกลยุทธ์ที่เฮดจ์ฟันด์ใช้ ทำให้ผู้ลงทุนมีทางเลือกและสามารถย้ายเงินทุนจากกลยุทธ์หนึ่งไปยังกลยุทธ์อื่นได้ตามกระแสโลกาภิวัตน์ วัฏจักรของกลยุทธ์การลงทุนของเฮดจ์ฟันด์จึงเกิดขึ้นตามลำดับ ดังนี้

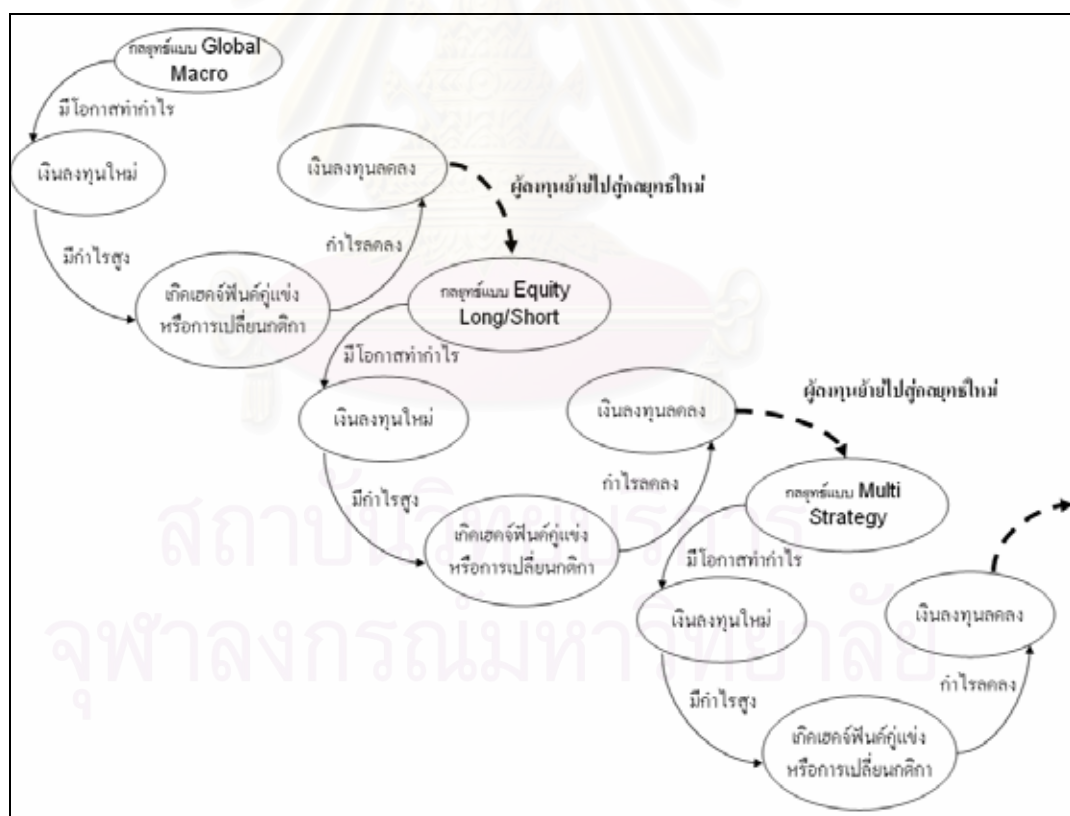
หนึ่ง เฮดจ์ฟันด์หนึ่งมองเห็นช่องว่างของความไม่มีประสิทธิภาพในตลาดและเริ่มวางกลยุทธ์เข้าทำกำไรได้

สอง เมื่อผู้ลงทุนเห็นว่าเฮดจ์ฟันด์นี้มีความสามารถในการทำกำไร ผู้ลงทุนก็จะนำเงินมาลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ดังกล่าว

สาม เฮดจ์ฟันด์ทำกำไรได้สูง ทำให้เฮดจ์ฟันด์ดังกล่าวได้รับความนิยมจากผู้ลงทุน จึงมีเงินไหลเข้ากองทุนมากขึ้น

สี่ เฮดจ์ฟันด์อื่นเข้ามาใช้กลยุทธ์เดียวกันในการแสวงหากำไรบ้าง การเข้ามาลงทุนของเฮดจ์ฟันด์อาจผลักดันให้มีการเปลี่ยนแปลงกฎกติกา มีผลให้โอกาสในการทำกำไรลดลง ดังเช่น การเปลี่ยนนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนของไทยในปี 1997

ห้า ผู้ลงทุนย้ายเงินทุนออกจากเฮดจ์ฟันด์ที่มีอัตราการทำกำไรต่ำ ไปสู่เฮดจ์ฟันด์กลยุทธ์อื่นที่มีโอกาสทำกำไรมากกว่า



แผนภูมิที่ 7.6 แสดงวัฏจักรของเฮดจ์ฟันด์จากกลยุทธ์หนึ่งไปสู่อีกกลยุทธ์หนึ่ง

ตัวอย่างเช่น ในช่วงปี 1990 ถึงปี 2000 เฮดจ์ฟันด์ที่ได้รับความนิยมมากที่สุดเป็นเฮดจ์ฟันด์ที่ใช้กลยุทธ์ Global Macro เนื่องจากช่วงเวลาดังกล่าวเป็นช่วงที่ตลาดการเงิน

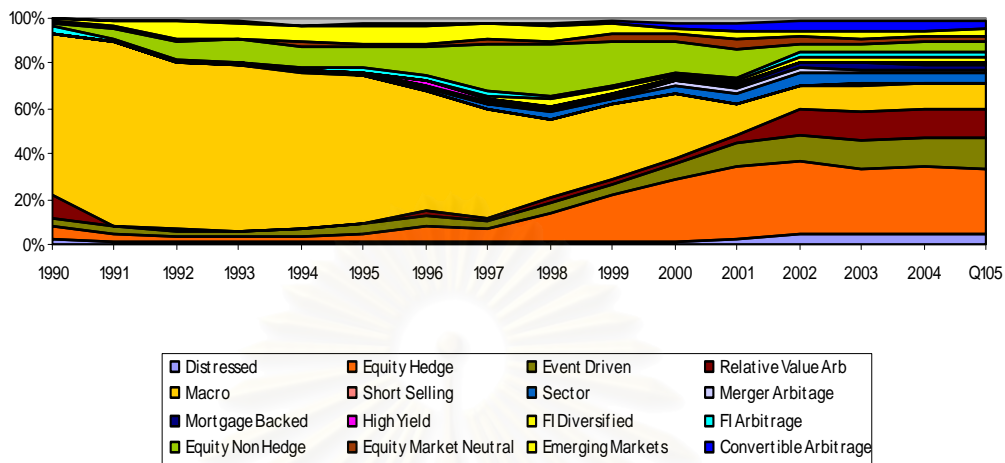
ทั่วโลกเริ่มถูกผนวกเข้าด้วยกัน ด้วยแรงผลักดันตามฉันทมติแห่งวอชิงตัน แต่เนื่องจากนโยบายการเงินการคลังของประเทศเหล่านั้นยังไม่สอดคล้องกับสภาวะการณ์ที่เกิดขึ้น ซึ่งในขณะนั้นหลายประเทศใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ (Fixed Exchange Rate) จึงเกิดช่องว่างให้เฮดจ์ฟันด์เข้ามาใช้กลยุทธ์ Global Macro ในการโจมตีค่าเงินและทำกำไรจากโอกาสที่มีอยู่ แต่เมื่อประเทศเหล่านั้นได้เปลี่ยนกฎกติกาไปใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัว (Floating Exchange Rate) และเพิ่มความระมัดระวังในการดูแลเศรษฐกิจและนโยบายการเงินการคลังมากขึ้น จึงส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรตามกลยุทธ์ Global Macro เมื่อกำไรน้อยลง ดังนั้นหากเฮดจ์ฟันด์ต้องการรักษาระดับกำไรที่สูงจึงต้องใช้ค่าความเสี่ยงมากขึ้นด้วยการทำ Leverage ในปริมาณที่สูงเพื่อขยายกำไรที่มีอยู่น้อยให้มากขึ้น\* แต่การ leverage มากขึ้นก็ทำให้ความเสี่ยงสูงขึ้นเป็นทวีคูณ ดังเช่นปัญหาที่เกิดกับกองทุน LTCM หลังจากเหตุการณ์ดังกล่าว เงินลงทุนที่ลงในกลยุทธ์ Global Macro จึงได้รับความนิยมจากนักลงทุนลดลง และมีการย้ายฐานเงินลงทุนไปยังเฮดจ์ฟันด์ที่ใช้กลยุทธ์ Equity Hedge (Equity Long / Short) ซึ่งถือเป็นเฮดจ์ฟันด์ที่มีโอกาสการทำกำไรมากกว่า ณ ขณะนั้น (ปี 2000 – 2002) เนื่องจากสภาพเศรษฐกิจโลกอยู่ในภาวะถดถอย เกิดเหตุการณ์ก่อการร้ายข้ามชาติ เช่น เหตุการณ์วินาศกรรมอาคาร World Trade Center ในประเทศสหรัฐฯ ในวันที่ 11 กันยายน 2001 และมีความไม่แน่นอนทางการเมืองในหลายประเทศทั่วโลก (Geopolitical Uncertainty) ทำให้มีการคาดการณ์ว่าแนวโน้มของตลาดในขณะนั้นเป็นภาวะขาลง จากการที่กลยุทธ์แบบ Equity Long/Short สามารถทำกำไรได้ทั้งภาวะตลาดขาขึ้นและขาลง จึงเป็นกลยุทธ์ที่เหมาะสมสำหรับช่วงเวลาแห่งความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจนี้ ทำให้เฮดจ์ฟันด์ที่ใช้กลยุทธ์ดังกล่าวได้รับเงินทุนใหม่จากนักลงทุนเพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมาก

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

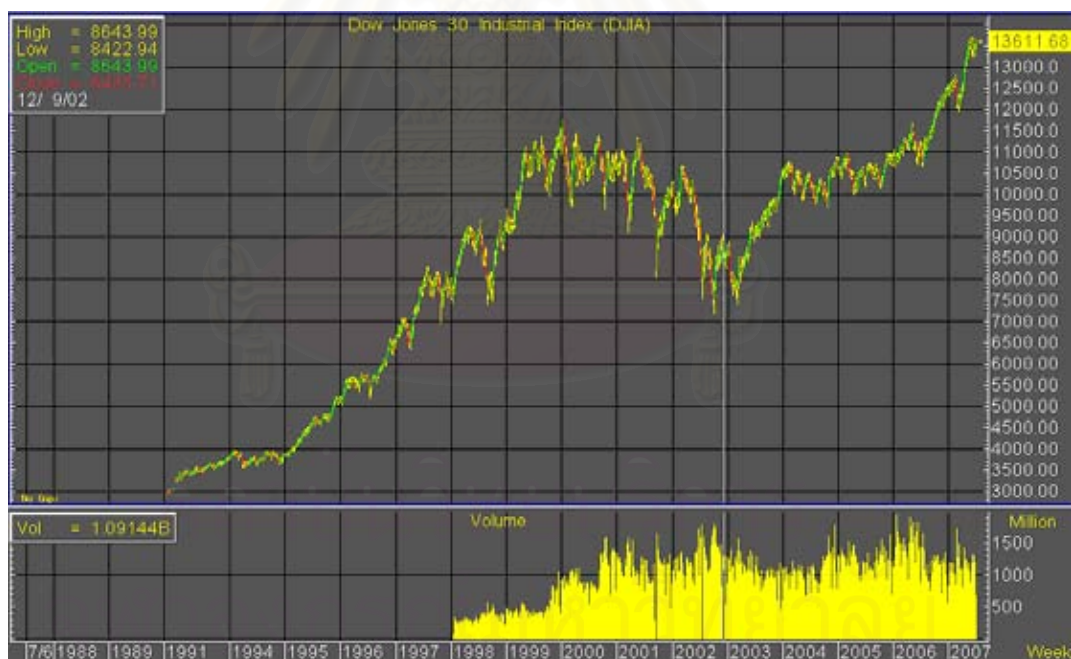
---

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 4 เรื่อง Leverage

### Strategy evolution



แผนภูมิที่ 7.7 แสดงกลยุทธ์ที่เฮดจ์ฟันด์ใช้ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ปี 1990- Q1, 2005<sup>13</sup>



แผนภูมิที่ 7.8 แสดงความเคลื่อนไหวของดัชนีดาวโจนส์<sup>14</sup>

<sup>13</sup> Hedge Fund Composition [Online]. Van Hedge Fund Advisor, 2004. แหล่งที่มา: [www.hedgefundresearch.com](http://www.hedgefundresearch.com) [March 20, 2005]



วัฏจักรของกลยุทธ์การลงทุนของเฮดจ์ฟันด์นี้จะดำเนินอยู่เป็นวงจรในลักษณะนี้เรื่อยไปจากกลยุทธ์หนึ่งสู่กลยุทธ์อื่น ๆ ที่มีโอกาสการทำกำไรมากกว่า และถึงแม้ว่าจะมีบางกลยุทธ์ที่ได้รับความนิยมจากผู้ลงทุนน้อยลง เนื่องจากอัตราการทำกำไรที่อาจลดลงได้ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างสถาบันในบางประเทศส่งผลให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนของนักลงทุนไปสู่กลยุทธ์ใหม่ นอกจากนี้ขบวนการโลกาภิวัตน์ได้ทำให้เกิดโอกาสในการทำกำไรตามสภาพการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ก็จะหาพยายามหาข้อบกพร่องของช่องว่างดังกล่าว และหากมีโอกาสเกิดขึ้นในตลาดใดเฮดจ์ฟันด์จะเป็นกลุ่มแรกๆ ที่ปรับกลยุทธ์และหาช่องว่างเข้าไปทำกำไรในตลาดต่างๆตามสภาพการณ์ที่ไม่หยุดนิ่งนี้ ถือได้ว่าธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เป็นธุรกิจที่มีการปรับตัวเพื่อสอดคล้องกับกระแสโลกาภิวัตน์ตลอดเวลา ดังนั้น จึงไม่น่าแปลกใจที่เราจะเห็นการขยายตัวอย่างก้าวกระโดดของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์จากอดีตจนถึงปัจจุบัน ไม่ว่าสถานการณ์โลกจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใดก็ตาม

### 7.7.3 การเกิดนวัตกรรมการลงทุนชนิดใหม่ๆ

กระแสโลกาภิวัตน์ได้ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างต่อเนื่อง โดยในแต่ละภาคส่วนจะมีการปรับตัวเพื่อให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงสิ่งที่เกิดขึ้น โดยเฉพาะด้านการค้าที่มุ่งส่งเสริมให้เกิดกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ต้นทุนต่ำ รวดเร็ว และมีอัตราการขยายตัวสูง จึงเกิดนวัตกรรมในการแปลงทรัพย์สินที่ซื้อขายกันได้อย่างยากในอดีตให้อยู่ในรูปตราสารทางการเงิน โดยในปัจจุบันได้เกิดนวัตกรรมทางการเงินใหม่ๆ เช่น ตราสารซื้อน้ำมันล่วงหน้า หน่วยลงทุนอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust หรือ REIT) เป็นต้น จึงเสมือนการเปิดพื้นที่ให้เฮดจ์ฟันด์สามารถลงทุนได้กว้างขวางขึ้นกว่าในอดีต และเป็นการสร้างโอกาสในการแสวงหาผลกำไรจากความด้อยประสิทธิภาพของกลไกราคาที่มีอยู่เดิมในอุตสาหกรรมนั้นๆ ในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา เฮดจ์ฟันด์ได้เริ่มเข้าไปลงทุนในตลาดที่หลากหลายมากขึ้นผ่านตราสารดังกล่าว ได้แก่ อุตสาหกรรมพลังงาน อสังหาริมทรัพย์ ตลาดกู้ยืมโดยมีสินทรัพย์ค้ำประกัน (Asset-Backed Financing) และธุรกิจใหม่ล่าสุดที่เฮดจ์ฟันด์รุกเข้าไปคือ ธุรกิจประกันภัยต่อ (Reinsurance)

### 7.7.3.1 อุตสาหกรรมพลังงาน<sup>15</sup>

จากการเปลี่ยนแปลงสถาบันในธุรกิจพลังงานที่เกิดจากปัจจัยต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น ก) ความกังวลเรื่องภัยก่อการร้ายและปัญหาด้านความไม่สงบในตะวันออกกลาง ข) กระแสต่อต้านการครอบครองแหล่งน้ำมันของต่างชาติในประเทศในจีเรียและทวีปอเมริกาใต้ ค) การควบคุมปริมาณการผลิตของประเทศผู้ผลิตน้ำมัน เช่น ซาอุดีอาระเบีย รัสเซีย เวเนซุเอล่า และ ง) การเพิ่มขึ้นของอุปสงค์พลังงาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากประเทศจีนและอินเดีย ที่มีอัตราการเติบโตสูงทำให้มีความต้องการบริโภคพลังงานมากขึ้น

ปัจจัยเหล่านี้ส่งผลให้ราคาของพลังงานได้ปรับเพิ่มสูงขึ้นจากปี 2000 เป็นต้นมา จากเหตุผลดังกล่าวส่งผลกระทบต่อโครงสร้างสถาบันในธุรกิจพลังงาน ซึ่งเป็นการเปิดโอกาสให้เฮดจ์ฟันด์เข้ามาแสวงหากำไรในธุรกิจพลังงานจาก กลไกการกำหนดราคาของตลาดพลังงานยังไม่มีประสิทธิภาพ ตลาดมีความผันผวนสูงขึ้นทำให้เฮดจ์ฟันด์มีโอกาสทำ Arbitrage มากขึ้น

เนื่องจากหลายปัจจัยที่กล่าวมานี้เป็นข้อบกพร่องที่ต้องใช้เวลาที่จะได้รับการแก้ไขหรือปรับให้เข้าสู่ภาวะสมดุล และด้วยขนาดของตัวอุตสาหกรรมพลังงานที่ใหญ่มาก (เฉพาะตลาดซื้อขายน้ำมันเพียงอย่างเดียว ก็มีมูลค่าสูงถึง 2 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ) ดังนั้น อุตสาหกรรมพลังงานจึงเป็นตลาดที่สร้างโอกาสในการแสวงหากำไรของเฮดจ์ฟันด์ได้ต่อไป โดยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา จำนวนของเฮดจ์ฟันด์ที่เข้าไปลงทุนในอุตสาหกรรมด้านพลังงานเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยปัจจุบันเฮดจ์ฟันด์ประเภทนี้มีรวมกันมากกว่า 300 กองทุน ซึ่งกลยุทธ์การลงทุนที่ใช้ก็มีความหลากหลายตามจังหวะและโอกาสที่มีอยู่ เช่น

- การซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้าของน้ำมัน (Oil Futures)
- การลงทุนในตลาดตราสารอนุพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับน้ำมัน เช่น ออปชั่น สวอปส์

<sup>15</sup> Hedge Fund Demand and Capacity 2005-2015: Is Worldwide Hedge Fund Demand Outstripping capacity [PDF Format]. Tennessee: Van Hedge Fund Advisors International, 2005. แหล่งที่มา: [http://www.vanhedge.com/pdf/articles/HF\\_Demand,\\_Capacity\\_2005-2015.pdf](http://www.vanhedge.com/pdf/articles/HF_Demand,_Capacity_2005-2015.pdf) [March 6, 2007]

- การลงทุนโดยตรงในโรงกลั่นน้ำมันหรืออุตสาหกรรมท่อส่งน้ำมัน เป็นต้น

### 7.7.3.2 ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

ก่อนปี 1990 มีเฮดจ์ฟันด์จำนวนไม่มากที่เข้ามาลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ปัจจุบันปริมาณการทำธุรกรรมของเฮดจ์ฟันด์ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยส่วนใหญ่เฮดจ์ฟันด์จะเลือกลงทุนเฉพาะในอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่มีสภาพคล่องสูง เช่น การลงทุนใน หน่วยลงทุนอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust หรือ REIT) เป็นต้น แต่ในปัจจุบัน เฮดจ์ฟันด์ได้เพิ่มการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์โดยตรง เช่น ที่ดิน อาคาร หรือโรงงาน

นอกจากนี้ในช่วงที่ผ่านมา บริษัทและนักธุรกิจที่อยู่ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เอง ก็ได้เริ่มก่อตั้งเฮดจ์ฟันด์จำนวนมาก อาทิเช่น โดนัลด์ ทรัมป์ (Donald Trump) ผู้ที่มีชื่อเสียงในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของสหรัฐฯ ก็ได้มีส่วนร่วมในการจัดตั้งเฮดจ์ฟันด์หลายแห่ง เช่น Blackacre Institutional Capital Management (บริษัทลูกของ Cerberus Capital Management, L.P.) และ Grove Capital (บริษัทร่วมทุนในเครือของจอร์จ โซรอส) เป็นต้น จากการศึกษาการลงทุนในหน่วยลงทุนอสังหาริมทรัพย์ (REIT) มีสภาพคล่องที่สูงกว่าการลงทุนทางตรงจึงทำให้ตลาด REIT เติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยขนาดของตลาดสูงถึง 290 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ในปัจจุบัน และปริมาณการทำธุรกรรมในตลาดคิดเป็นสัดส่วนถึง 25 % ของปริมาณธุรกรรมในตลาดอสังหาริมทรัพย์ทั้งหมดของสหรัฐฯ ดังนั้น ตลาด REIT จึงถือเป็นช่องทางหลักในการเข้าถึงลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์<sup>16</sup>

ตลาดอสังหาริมทรัพย์ในภูมิภาคเอเชียเอง ก็ถือเป็นอีกตลาดที่น่าจะเป็นโอกาสให้เฮดจ์ฟันด์เข้ามาแสวงหากำไร เนื่องจากมีตลาดอสังหาริมทรัพย์ในภูมิภาคนี้ให้ผลตอบแทนดี มีการขยายตัวอย่างก้าวกระโดด โดยเฉพาะอย่างยิ่งกองทุนอสังหาริมทรัพย์และกองทุนไพรเวตอีควิตีที่เน้นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ทั้งนี้ ปัจจัยหนึ่งที่ทำให้นักลงทุนเข้ามาในภูมิภาคนี้ คือต้องการระบายเงินที่โยกออกจากยุโรปโดยเฉพาะจากอังกฤษและสหรัฐฯ ซึ่งตลาดอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่ซบเซาลงมาก

<sup>16</sup> Ibid., pp.32-33

บริษัทลาซาลล์ อินเวสเมนต์ แมเนจเมนต์ (Lasalle Investment Management) ตัวแทนการค้าอสังหาริมทรัพย์อันดับ 2 ของโลกได้เปิดเผยว่ากองทุนอสังหาริมทรัพย์ในเอเชียของบริษัทให้ผลตอบแทนผลตอบแทนสูงถึง 18-20% ในช่วงที่ผ่านมาและดีกว่ากองทุนในภูมิภาคอื่นๆ บริษัทจึงมีแผนเพิ่มเงินลงทุนในเอเชียจาก 7 พันล้านเหรียญสหรัฐเป็น 20 พันล้านเหรียญสหรัฐภายใน 3-4 ปีข้างหน้า โดยพื้นที่ที่เป็นเป้าหมายการลงทุนได้แก่ ญี่ปุ่น จีน ฮองกง ไต้หวัน เกาหลีใต้ สิงคโปร์ ไทย ออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์ เป็นต้น โดยกองทุนอสังหาริมทรัพย์ยักษ์ใหญ่ที่ได้ประกาศลงทุนในตลาดอสังหาริมทรัพย์เอเชีย ได้แก่ กองทุน RREEF ซึ่งเป็นกลไกการลงทุนในตลาดอสังหาริมทรัพย์ของธนาคารครอยซ์ แบงก์ของเยอรมนี ซึ่งปัจจุบันมีสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการกว่า 7.273 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐ โดยมีเป้าหมายการลงทุนในตลาดจีน อินเดีย และญี่ปุ่น<sup>17</sup>

#### 7.7.4 ฐานลูกค้าใหม่

ถึงแม้ว่าเฮดจ์ฟันด์ได้ขยายฐานนักลงทุนออกไปมากแล้วก็ตาม แต่ยังมีประเทศกำลังพัฒนา (Developing Countries) และประเทศพัฒนาแล้ว (Developed Countries) อีกไม่น้อยที่การลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ยังมีปริมาณอยู่ในระดับต่ำ ดังนั้น เฮดจ์ฟันด์จึงมีโอกาสที่จะขยายฐานลูกค้าได้อีกมาก สำหรับประเทศที่กำลังพัฒนานั้น ถือได้ว่าเป็นตลาดที่ใหญ่มากสำหรับการขยายตัวของเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต โดยเฉพาะอย่างยิ่งกลุ่มประเทศที่ได้รับการขนานนามว่า The BRICs คือ บราซิล รัสเซีย อินเดีย และจีน เนื่องจากยังมีการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ไม่มาก ในขณะที่กลุ่มประเทศเหล่านี้มีการเติบโตทางเศรษฐกิจในอัตราสูง มีการคาดการณ์ว่าในอีก 20 ปีข้างหน้าผลผลิตมวลรวม (Gross Domestic Product) ของกลุ่มนี้จะเป็นครึ่งหนึ่งของกลุ่มประเทศ G6 และจะขยายตัวจนอยู่ในระดับที่สูงกว่าในอีก 40 ปีข้างหน้า<sup>18</sup>

ทั้งนี้การเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศเหล่านี้จะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของเงินออม แต่จากการที่นักลงทุนจะต้องเผชิญกับตลาดหุ้นในประเทศที่มีผันผวนมาก และตลาดตราสารหนี้ที่ไม่พัฒนา ทำให้นักลงทุนในประเทศเหล่านี้ต้องหาช่องทางการลงทุนใหม่ๆ เพื่อ

<sup>17</sup> ประชาชาติธุรกิจ (9 – 11 กรกฎาคม 2550): หน้า 21

<sup>18</sup> Hedge Fund Demand and Capacity 2005-2015: Is Worldwide Hedge Fund Demand Outstripping capacity [PDF Format]. Tennessee: Van Hedge Fund Advisors International, 2005. แหล่งที่มา: [http://www.vanhedge.com/pdf/articles/HF\\_Demand,\\_Capacity\\_2005-2015.pdf](http://www.vanhedge.com/pdf/articles/HF_Demand,_Capacity_2005-2015.pdf) [March 6, 2007] p.36

กระจายความเสี่ยง โดยเฮดจ์ฟันด์ถือเป็นหนึ่งในทางเลือกที่น่าสนใจสำหรับนักลงทุนในประเทศเหล่านี้ นอกจากนี้ ในปัจจุบันกฎหมายของบางประเทศ เช่น ประเทศไทย เกาหลีใต้ และมาเลเซีย ยังห้ามนักลงทุนเข้าไปลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ อย่างไรก็ตามผู้วิจัยเชื่อว่าข้อห้ามดังกล่าวอาจต้องถูกยกเลิกไปในอนาคตตามกระแสโลกาภิวัตน์ทางการเงิน ประเทศเหล่านี้จึงอาจเป็นตลาดใหม่สำหรับเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต

ส่วนในประเทศที่พัฒนาแล้ว โอกาสของเฮดจ์ฟันด์ในการขยายฐานลูกค้าจะเป็นประเทศที่ยังมีการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ไม่มากนัก เช่น ประเทศแคนาดา และบางประเทศในแถบยุโรป เป็นต้น ได้มีการคาดการณ์ว่าความต้องการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ของนักลงทุนจะขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะมีผลให้ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์มีการขยายตัวเป็นดังนี้

ปี	ขนาดกองทุน (ล้านเหรียญสหรัฐฯ)
2009	2,000,000
2013	4,000,000
2015	6,000,000

ตารางที่ 7.4 แสดงการคาดการณ์ขนาดการเจริญเติบโตของกองทุน<sup>19</sup>

หลายคนอาจคิดว่า การคาดการณ์ดังกล่าวเป็นสิ่งที่สูงเกินจริง แต่จากข้อมูลที่เป็นสถิติของกองทุนรวมในสหรัฐฯ พบว่า เมื่อธุรกิจกองทุนรวมจะมีขนาดกองทุนสูงถึง 1 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ในปี 1990 ยังสามารถขยายตัวอย่างก้าวกระโดดมากกว่า 4 เท่าตัวในอีก 7 ปีต่อมา แต่ที่น่าสังเกตก็คือ กว่กองทุนรวมจะมีขนาดถึง 1 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ได้นั้นต้องใช้เวลานานถึง 66 ปี ขณะที่เฮดจ์ฟันด์ใช้เวลาในการขยายขนาดกองทุนให้เป็น 1 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ เพียง 10 ปี<sup>20</sup> เท่านั้น

<sup>19</sup> Ibid., p.40

<sup>20</sup> Ibid.



### 7.7.5 การเข้ามาในธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ของธนาคารและสถาบันการเงิน

โฉมหน้าของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์กำลังจะเปลี่ยนแปลงไป ดังที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 4 ที่ธนาคารพาณิชย์และธนาคารเพื่อการลงทุนได้เข้ามามีปฏิสัมพันธ์ในการให้บริการแก่เฮดจ์ฟันด์อย่างต่อเนื่อง รวมไปถึงได้รุกเข้าไปทำธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เอง โดยมีสาเหตุดังนี้

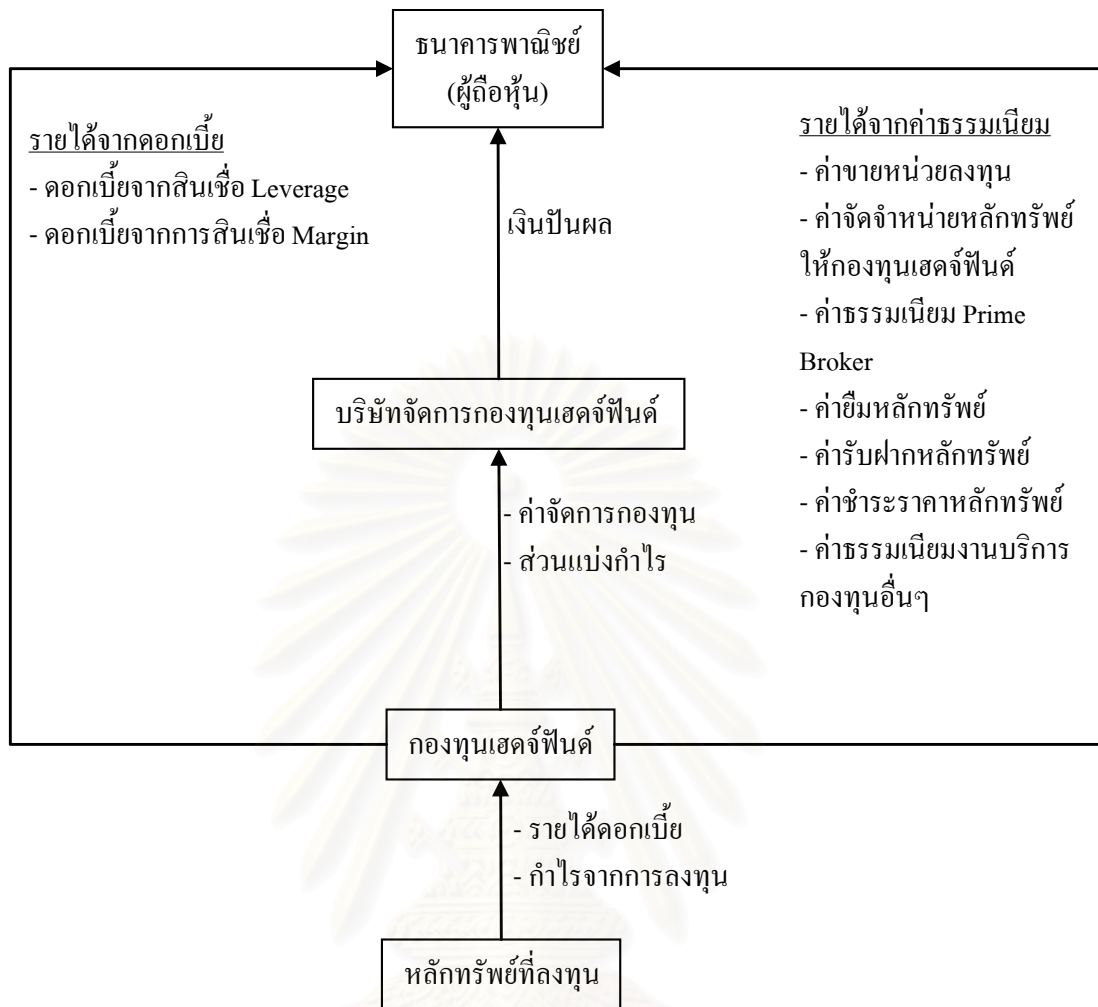
#### 7.7.5.1 เกิด Synergy ระหว่างธุรกิจธนาคารและธุรกิจเฮดจ์ฟันด์

เนื่องจาก ธุรกิจของธนาคารเป็นธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์และการระดมเงินทุนอยู่แล้ว ดังนั้นธนาคารจึงมีความสามารถเพิ่มบริการในธุรกิจการลงทุนแบบเฮดจ์ฟันด์ให้แก่ลูกค้าที่มีอยู่ได้ไม่ยากนัก โดยศักยภาพของธนาคารในธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เกิดจาก

- การใช้ฐานลูกค้าเงินฝากของธนาคารเป็นกลุ่มลูกค้าเป้าหมายสำหรับการลงทุนเฮดจ์ฟันด์เป็นการเพิ่มบริการให้แก่ลูกค้าและเพิ่มรายได้ให้แก่ธนาคาร
- ความมีชื่อเสียงของธนาคารขนาดใหญ่ที่เป็นที่น่าเชื่อถือช่วยจัดข้อกังวลใจของลูกค้าที่มีต่อเฮดจ์ฟันด์ ทำให้สามารถเข้าถึงลูกค้าสถาบันและรายย่อยได้โดยง่าย
- การให้บริการด้านสินเชื่อเพื่อการลงทุนแก่เฮดจ์ฟันด์เพื่อการ Leverage
- การให้บริการด้านอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ เช่น การรับฝากหลักทรัพย์ การชำระราคา หรือระบบสนับสนุนเทคโนโลยีซึ่งล้วนเพิ่มรายได้ที่มีขีดดอกเบี้ยแก่ธนาคาร

#### 7.7.5.2 เป็นการเพิ่มรายได้ให้กับธนาคาร ในยุคของการแข่งขันทางการเงินที่เป็นโลกาภิวัตน์ ธนาคารจึงต้องหาหนทางที่จะขยายขอบเขตของธุรกิจให้กว้างขวางมากขึ้น

รวมไปถึงพยายามใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ให้เกิดรายได้มากที่สุด ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์จึงเป็นกลยุทธ์ทางธุรกิจประการหนึ่งที่ใช้ในการเจาะตลาดฐานลูกค้าเพื่อเพิ่มรายได้ ดังที่ได้กล่าวมาแล้วว่าธุรกิจของธนาคารและธุรกิจของเฮดจ์ฟันด์มี Synergy ระหว่างกัน แสดงให้เห็นว่า ธนาคารจะมีต้นทุนเพิ่มไม่มากจากการเข้าสู่ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ แต่สามารถได้ประโยชน์จากเครือข่ายธุรกิจที่ดำเนินการอยู่สนับสนุนงานของเฮดจ์ฟันด์ได้เป็นอย่างดีและเพิ่มรายได้ให้กับธนาคารได้เป็นอย่างมากทั้งรายได้ดอกเบี้ยและไม่ใช่ออกเบี้ย ดังที่แสดงในรูปถึงโครงสร้างของรายได้ของธนาคารที่ได้จากเฮดจ์ฟันด์



แผนภูมิที่ 7.9 แสดงโครงสร้างรายได้และค่าธรรมเนียมระหว่างเฮดจ์ฟันด์กับธนาคาร

ความเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นนี้ มีผลให้เส้นแบ่งระหว่างธุรกิจการเงินและเฮดจ์ฟันด์เริ่มมีความไม่ชัดเจน ธนาคารขนาดใหญ่ของโลกหลายแห่งต่างให้ความสนใจในธุรกิจเฮดจ์ฟันด์นี้เป็นอย่างมาก ข้อมูลจาก Bankers Almanac<sup>21</sup> ได้ทำการจัดลำดับธนาคารขนาดใหญ่ที่สุดของโลกตามลำดับของสินทรัพย์เป็นสกุลเงินเหรียญสหรัฐ และผู้วิจัยพบว่า ธนาคารขนาดใหญ่ 19 แห่ง จากจำนวน 20 ลำดับแรกของโลก เข้ามาสู่ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์แล้วโดยสามารถแบ่งวิธีการออกเป็น 3 รูปแบบ ดังนี้

<sup>21</sup> Top 50 Banks in the World [Online]. : Bankers Almanac, 2007. แหล่งที่มา:

[http://www.instrategy.com/press\\_ind.htm](http://www.instrategy.com/press_ind.htm) [สิงหาคม, 2007]

1. การจัดตั้งกองทุนเฮดจ์ฟันด์ในบริษัทจัดการกองทุนที่ธนาคารมีอยู่เดิม หรือการจัดตั้งบริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ขึ้นมาใหม่

2. เข้าซื้อกิจการบริษัทเฮดจ์ฟันด์ที่ดำเนินการอยู่แล้ว ทั้งนี้เพื่ออำนวยความสะดวกในการเรียนรู้ธุรกิจ เพราะสามารถดำเนินการต่อยอดธุรกิจได้ทันที

3. สร้างหน่วยงานขึ้นภายในธนาคารจัดทำเป็นรูปแบบให้คำปรึกษาการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ และรับบริหารเงินให้กับลูกค้าผู้ลงทุนรายย่อย

ตารางแสดงลำดับธนาคารขนาดใหญ่ของโลก และธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ของธนาคาร

ลำดับธนาคาร	สัญชาติ	ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ของธนาคาร
1. UBS AG	สวิตเซอร์แลนด์	- Alternative and Quantitative Investments - Dillon Read Capital Management
2. Barclays PLC,	สหราชอาณาจักร	- Barclays Global Investors
3. The Royal Bank of Scotland Group PLC	สหราชอาณาจักร	- RBS Greenwich Capital
4. Deutsche Bank AG	เยอรมัน	- DEAM Worldwide
5. BNP Paribas	ฝรั่งเศส	- BNP Paribas Asset Management
6. The Bank of Tokyo-Mitsubishi	ญี่ปุ่น	- Mitsubishi UFJ Asset Management Ltd.
7. ABN AMRO	เนเธอร์แลนด์	- ABN Amro Asset Management
8. Société Générale , Paris La Défense	ฝรั่งเศส	- Société Générale Asset Management

9. Crédit Agricole SA	ฝรั่งเศส	- Crédit Agricole-Alternative Investment Products Group - Crédit Agricole Structured Asset Management
10. Bank of America	สหรัฐอเมริกา	- Bank of America Securities
11. JPMorgan Chase Bank	สหรัฐอเมริกา	- JP Morgan Asset Management
12. Banco Santander Central Hispano SA	สเปน	- Santander Asset Management
13. UniCredito Italiano SpA	อิตาลี	- Pioneer Alternative Investment
14. Credit Suisse Group	สวิตเซอร์แลนด์	- Credit Suisse Alternative Investment
15. Citibank NA	สหรัฐอเมริกา	- Citigroup Asset Management - Old lane Partners - Citigroup Alternative Investments - Citigroup Global Wealth Management
16. ING Bank NV	เนเธอร์แลนด์	- ING Alternative Asset Management
17. Bank of Scotland	สหราชอาณาจักร	n.a.
18. Fortis Bank NV/SA	เบลเยียม	- Fortis Merchant Banking
19. Sumitomo Mitsui Banking Corporation	ญี่ปุ่น	- Sumitomo Mitsui Asset Management Company, Limited

20. HSBC Bank plc	สหราชอาณาจักร	- HSBC
-------------------	---------------	--------

ตารางที่ 7.5 แสดงการจัดอันดับบริษัทกองทุนเฮดจ์ฟันด์ขนาดใหญ่ของโลก<sup>22</sup>

ทั้งนี้การเข้ามาสู่ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ของสถาบันการเงินเหล่านี้เกิดจากสายสัมพันธ์ที่มีอยู่เดิมในการให้บริการต่อเฮดจ์ฟันด์ ทำให้สถาบันเหล่านี้ประจักษ์ว่าแนวโน้มในอนาคตของการเจริญเติบโตของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ยังสามารถขยายตัวได้อีกมาก รวมถึงอัตราการทำกำไรที่มีอยู่สูง จึงเป็นแรงจูงใจให้ธนาคารต่างๆ ก้าวเข้าสู่ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์อย่างต่อเนื่อง ถึงแม้ว่าที่ผ่านมาธุรกิจเฮดจ์ฟันด์จำนวนไม่น้อยต้องปิดตัวลง เนื่องจากต้องใช้กลยุทธ์การลงทุนที่มีค่าความเสี่ยงในระดับสูง แต่ก็มิได้หยุดยั้งการเข้ามาในธุรกิจนี้ของธนาคารต่างๆ เนื่องจากสถาบันการเงินเหล่านี้โดยเฉพาะธนาคารเพื่อการลงทุนจะมีความคุ้นเคยกับธุรกรรมต่างๆ ที่เฮดจ์ฟันด์ลงทุนอยู่ รวมถึงการมีระบบจัดการความเสี่ยงที่มีมาตรฐานสูง จึงทำให้ผู้บริหารธนาคารมีความมั่นใจว่าเฮดจ์ฟันด์ของตนจะไม่ประสบปัญหาในอนาคต

ดังนั้น ถึงแม้ว่าธุรกิจเฮดจ์ฟันด์มีแนวโน้มที่จะขยายตัวอย่างต่อเนื่องอยู่แล้วก็ตาม แต่การเข้ามาสู่ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ของสถาบันการเงินรายใหญ่เหล่านี้จะเป็นส่วนที่เสริมศักยภาพให้อุตสาหกรรมเฮดจ์ฟันด์ได้รับการยอมรับจากผู้ลงทุนมากยิ่งขึ้นไปอีก เนื่องจาก (ก) สถาบันการเงินที่เข้ามาทำธุรกิจเฮดจ์ฟันด์มักเป็นสถาบันการเงินที่มีชื่อเสียงที่ได้รับการยอมรับทั่วโลกทั้งด้านมาตรฐานของระบบการบริหารและระบบจัดการความเสี่ยง และ (ข) สถาบันการเงินเหล่านี้มีฐานลูกค้าจำนวนมากอยู่ในเกือบทุกประเทศทั่วโลก

การที่ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินเหล่านี้เป็นที่ยอมรับของลูกค้าและนักลงทุนทั่วไปมากกว่าเฮดจ์ฟันด์ จึงเป็นส่วนช่วยให้ภาพลักษณ์ของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น ซึ่งอาจช่วยลดหรือขจัดความกังวลใจของผู้ลงทุนที่สนใจลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ให้ตัดสินใจลงทุนได้ง่ายขึ้น และจากการที่ธนาคารมีฐานลูกค้าจำนวนมากทำให้สถาบันการเงินสามารถใช้ความสัมพันธ์ที่มีอยู่ชักชวนให้ลูกค้าเข้ามาลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ของตนเองได้ง่ายกว่าเฮดจ์ฟันด์ทั่วไป ดังนั้น การก้าวเข้ามาในอุตสาหกรรมเฮดจ์ฟันด์ของธนาคารสถาบันการเงินจึงเป็นพัฒนาการที่สำคัญที่ช่วยผลักดันให้เกิดการขยายตัวของเฮดจ์ฟันด์สู่ฐานลูกค้าใหม่ที่เฮดจ์ฟันด์รุ่นแรกไม่สามารถเข้าถึงได้ ผู้วิจัยคาดว่าปรากฏการณ์นี้อาจนำมาซึ่งการเจริญเติบโตของเฮดจ์ฟันด์สู่ลูกค้ารายย่อยในที่สุด

<sup>22</sup> Ibid.



อย่างไรก็ตาม ปრაกฏการณ์ดังกล่าวเป็นย่างก้าวที่สำคัญของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ที่ทำให้เส้นแบ่งระหว่างเฮดจ์ฟันด์และธนาคารเริ่มจางลง นับเป็นการเปิดพื้นที่ใหม่ให้เฮดจ์ฟันด์รุกไปข้างหน้าอย่างไม่เคยปรากฏมาก่อน ทั้งยังทำให้เฮดจ์ฟันด์เข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายดาย จึงเป็นการสร้างเสริมศักยภาพของเฮดจ์ฟันด์ไปสู่จุดที่ยากจะประมาณการได้ถึงความสำเร็จหรือแม้แต่หายนะที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งหากเกิดวิกฤติขึ้นกับเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต ปัญญาก็คงจะถูกลามไปสู่ระบบเศรษฐกิจการเงินโลกอย่างง่ายดาย เช่นกรณีที่เฮดจ์ฟันด์ลงทุนตราสารหนี้ที่อิงกับเครดิตของสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่เป็นลูกหนี้คุณภาพต่ำ (Subprime Mortgage) ในสหรัฐที่ปรากฏเป็นปัญหาอยู่ในช่วงกลางปี 2007

### 7.7.6 การสนับสนุนจากภาครัฐในบางประเทศ

ในปัจจุบันธุรกิจเฮดจ์ฟันด์มีการเติบโตอย่างรวดเร็วในภูมิภาคเอเชีย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศฮ่องกงและสิงคโปร์ซึ่งได้กลายเป็นศูนย์กลางแห่งใหม่ของเฮดจ์ฟันด์จากทั่วทุกมุมโลก เฮดจ์ฟันด์ที่จดทะเบียนในฮ่องกงมีขนาดกองทุนประมาณ 33.5 พันล้านเหรียญสหรัฐ ในขณะที่สิงคโปร์มีขนาดประมาณ 10 พันล้านเหรียญสหรัฐ (ขนาดกองทุนนี้ไม่รวม Leverage) ถึงแม้ว่าอุตสาหกรรมเฮดจ์ฟันด์ในสิงคโปร์ยังคงมีขนาดเล็กกว่าฮ่องกง แต่หากนับรวมมูลค่ากองทุนของเฮดจ์ฟันด์ที่จดทะเบียนในประเทศอื่นๆ แต่มาซื้อขายกันในตลาดสิงคโปร์ด้วยแล้ว คาดว่ามูลค่าของสินทรัพย์ทั้งหมดนี้จะสูงถึง 25 พันล้านเหรียญสหรัฐและอาจเพิ่มขึ้นเป็น 100 พันล้านเหรียญสหรัฐ ในสามปีข้างหน้า<sup>23</sup>

สาเหตุหลักที่ทำให้ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ขยายตัวอย่างรวดเร็ว ก็คือการสนับสนุนของภาครัฐนั่นเอง ทั้งรัฐบาลฮ่องกงและสิงคโปร์ตระหนักดีว่าธุรกิจเฮดจ์ฟันด์มีอนาคตสดใสและจะเป็นส่วนช่วยผลักดันในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานในอุตสาหกรรมการเงินของประเทศในการเป็นศูนย์กลางทางการเงินที่ทันสมัยของภูมิภาคเอเชีย จึงให้การสนับสนุนอุตสาหกรรมเฮดจ์ฟันด์ในรูปแบบต่างๆ เช่น การผ่อนคลายกฎระเบียบ เป็นต้น

ขั้นตอนการลงทะเบียนและขอใบอนุญาตจัดตั้งกองทุนเฮดจ์ฟันด์จากหน่วยงานภาครัฐในประเทศฮ่องกงใช้เวลาเพียง 3-4 เดือน หากเปรียบเทียบกับประเทศไทยที่การขอจดทะเบียนจัดตั้งกองทุนรวมต้องใช้เวลาจนถึง 6-9 เดือนกว่าที่เริ่มดำเนินการได้และเฮดจ์

<sup>23</sup> Saeed Azhar, "Singapore's Chinatown new home for hedge fund," *Reuters*, [19 June 2007]

พันธะนั้นก็ยังไม่ได้รับอนุญาตให้จัดตั้งในประเทศไทยอีกด้วย<sup>24</sup> จึงถือได้ว่าการจดทะเบียนจัดตั้งกองทุนเฮดจ์ฟันด์ในฮ่องกงมีความคล่องตัวและใช้ระยะเวลาที่สั้นมาก ส่วนประเทศสิงคโปร์ต้องการเบียดคู่แข่งอย่างฮ่องกงให้ได้ จึงได้มีการแก้ไขกฎระเบียบต่างๆ เพื่อให้เกิดความสะดวกรวดเร็ว เพื่อลดต้นทุนในการดำเนินธุรกิจการเงิน ไม่ว่าจะเป็นการกำหนดกฎระเบียบที่ยืดหยุ่นกว่า และเรียกเก็บภาษีในระดับต่ำ ถ้าผู้จัดการกองทุนมีคุณสมบัติตรงกับข้อกำหนดก็จะได้รับการยกเว้นไม่ต้องขอใบอนุญาตจากหน่วยงานภาครัฐโดยกองทุนสามารถเปิดดำเนินธุรกิจได้ภายใน 2 สัปดาห์

อีกปัจจัยที่สำคัญก็คือ การที่รัฐบาลสิงคโปร์สนับสนุนให้กองทุนของภาครัฐขยายการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ สิงคโปร์มีกองทุนเพื่อการลงทุนของรัฐบาลขนาดใหญ่ 2 แห่งคือ เทมาเส็กโฮลดิ้งส์ (Temasek Holdings) และบริษัทเพื่อการลงทุนของรัฐบาลสิงคโปร์ (Government of Singapore Investment Corporation (GIC)) ซึ่งมีสินทรัพย์จำนวน 84 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ และ 100 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ตามลำดับ และมีการขยายสัดส่วนการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์อย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ GIC มีเงินลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ กองทุนภาคเอกชน อสังหาริมทรัพย์ และสินค้าโภคภัณฑ์รวมเป็นสัดส่วนประมาณ 20% ของเงินทุนทั้งหมดและยังมีแผนจะเพิ่มการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์และกองทุนภาคเอกชนเพิ่มขึ้นอีก ส่วนเทมาเส็กนั้น ก็มีการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ผ่านกิจการของตนเองที่ใช้ชื่อว่า ฟูลเลอร์ตัน ฟันด์ แมเนจเม้นต์ การสนับสนุนดังกล่าวจึงเป็นอีกสาเหตุที่ดึงดูดให้ผู้จัดการเฮดจ์ฟันด์จำนวนมากเดินทางเข้ามาในสิงคโปร์เพื่อแข่งขันกันให้ได้เป็นผู้บริหารเงินทุนให้กับกองทุนภาครัฐบาลทั้งสอง

ในปี 1996 เอเชียได้กลายเป็นแหล่งที่ตั้งสำนักงานของเฮดจ์ฟันด์ โดยฮ่องกงมีเฮดจ์ฟันด์เข้ามาตั้งสำนักงานแล้วกว่า 152 แห่ง ในขณะที่สิงคโปร์มีเฮดจ์ฟันด์จำนวน 102 แห่ง และส่วนโตเกียวอีก 80 แห่ง เทียบกับศูนย์กลางเฮดจ์ฟันด์ในยุโรปซึ่งก็คือ ลอนดอนประเทศอังกฤษอีกกว่า 250 แห่ง และในเดือนมกราคม ปี 1997 ที่ผ่านมา RMF Investment Group เฮดจ์ฟันด์รายใหญ่ในเครือของ Man Investments<sup>25</sup> ที่เชี่ยวชาญการลงทุนในตลาดยุโรป ที่มีมูลค่าสินทรัพย์ทั่วโลกประมาณ 23 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ก็ได้ย้ายสำนักงานใหญ่ในเอเชียจากกรุงโตเกียวมายังสิงคโปร์

<sup>24</sup> แหล่งที่มา: <http://www.sec.or.th>

<sup>25</sup> "About Man: Introduction," [Man group plc](http://www.mangroupplc.com). [Online] แหล่งที่มา:

เราจึงปฏิเสธไม่ได้ว่าการสนับสนุนจากภาครัฐจะเป็นตัวแปรสำคัญต่อความรุ่งเรืองของเฮดจ์ฟันด์ทั้งในปัจจุบันและอนาคต จากกระแสการแข่งขันในการส่งเสริมธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ที่เกิดขึ้นระหว่างในสิงคโปร์และฮ่องกงดังกล่าว จะเป็นแรงผลักดันให้ประเทศอื่นๆที่เป็นศูนย์กลางทางการเงินของภูมิภาคมาก่อน เช่น ญี่ปุ่น ต้องทบทวนกฎเกณฑ์และให้การสนับสนุนธุรกิจเฮดจ์ฟันด์มากขึ้นเพื่อรักษาสถานะภาพของตนในฐานะรัฐแกนนำของเอเชียต่อไป ดังนั้นอุตสาหกรรมเฮดจ์ฟันด์จึงมีศักยภาพที่จะเติบโตภายใต้บรรยากาศที่มีรัฐเป็นผู้สนับสนุนได้อย่างเข้มแข็งกว่าในอดีตที่ผ่านมา



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 8

### การกำกับดูแลธุรกิจเฮดจ์ฟันด์

กองทุนเฮดจ์ฟันด์ได้ขยายตัวขึ้นอย่างรวดเร็วทั้งในด้านขนาดและจำนวน มีการประมาณการว่าในช่วงกลางปี ค.ศ. 2002 สหรัฐฯมีจำนวนเฮดจ์ฟันด์ทั้งสิ้น 6,000 ถึง 7,000 กองทุน โดยมีขนาดรวมกันประมาณ 600 ถึง 650 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ และได้มีการขยายตัวเพิ่มเป็น 9,500 กองทุนในปัจจุบัน<sup>1</sup> โดยมีเงินลงทุนมากกว่า 1 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ทั้งนี้สืบเนื่องมาจากความสนใจลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ของทั้งนักลงทุนสถาบัน เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญ บริษัทประกันภัย และสถาบันการเงินต่างๆ ที่ต้องการกระจายการลงทุนมาสู่กองทุนที่เน้นกลยุทธ์การสร้างผลตอบแทนที่เป็นบวกเสมอ(Absolute Return) ไม่ผันผวนไปกับความไม่แน่นอนของตลาดหุ้น รวมถึงกระแสที่นักลงทุนรายย่อยนิยมลงทุนผ่าน Fund of Hedge Funds ได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

การเติบโตของเฮดจ์ฟันด์ ทำให้ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์มีบทบาทสำคัญเพิ่มขึ้นอย่างมากในตลาดการเงินสหรัฐฯและตลาดโลก แม้ว่าขนาดของเงินกองทุนของเฮดจ์ฟันด์จะมีเพียง 5% ของเงินกองทุนทั้งหมดในสหรัฐฯ แต่ปริมาณการซื้อขายหุ้นกลับสูงถึง 30% ของตลาด ส่งผลให้อิทธิพลของเฮดจ์ฟันด์ในธุรกิจหลักทรัพย์ของสหรัฐฯทวีคูณขึ้นอย่างต่อเนื่อง<sup>2</sup> นอกจากนี้เหตุการณ์การล่มสลายของกองทุนขนาดใหญ่ไม่ว่าจะเป็นกรณี LTCM หรือไทเกอร์ฟันด์ที่ประสบผลขาดทุนอย่างมากในปี 1998-1999 รวมถึงข่าวการฉ้อฉลในธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ได้ปลุกกระแสของความกังวลว่า หากเกิดวิกฤตการณ์กับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ดังเช่นเหตุการณ์ที่เคยเกิดขึ้นในอดีตนั้น ความเสียหายที่จะเกิดขึ้นกับผู้ลงทุนและระบบการเงินโลกอาจจะรุนแรงและขยายในวงกว้างขวางกว่าเดิมมาก ด้วยขนาดกองทุนที่ใหญ่โตขึ้นกว่าแต่ก่อน

---

<sup>1</sup> Hedge Funds, Financial Time, Special Report, (April 27, 2007)

<sup>2</sup> Robert G. Morvillo and Robert J. Anello, "Regulation and Prosecution of Hedge Funds," New York Law Journal 236 No. 21, (August 21, 2006): pp. 1-3.

## 8.1 ความกังวลของทางการต่อธุรกิจเฮดจ์ฟันด์<sup>3</sup>

### 8.1.1 เฮดจ์ฟันด์ไม่อยู่ภายใต้การควบคุมดูแลของ US SEC

ก. ไม่สามารถตรวจจับการกระทำผิดที่เกิดขึ้นก่อนที่เหตุการณ์จะ  
ลุกลาม

การที่เฮดจ์ฟันด์ไม่อยู่ภายใต้การควบคุมของ US SEC นั้น ทำให้ US SEC ไม่สามารถทราบถึงการกระทำที่อาจก่อให้เกิดความเสียหายต่อผู้ลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ได้ทันการณ์ แต่จะทราบข้อเท็จจริงก็ต่อเมื่อเกิดความเสียหายต่อผู้ลงทุนแล้วเท่านั้น เนื่องจาก US SEC สามารถตรวจสอบการดำเนินงานของกองทุนเฮดจ์ฟันด์ได้เฉพาะกรณีที่มีผู้ลงทุนร้องขอเท่านั้นซึ่งกว่าจะมีผู้ร้องขอ เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นมักสร้างความเสียหายไปแล้วเป็นจำนวนมากซึ่งมีความแตกต่างจากการกำกับดูแลผู้จัดการกองทุนรวมที่ขึ้นทะเบียนไว้กับ US SEC เนื่องจากผู้จัดการกองทุนกลุ่มนี้จะถูกตรวจสอบอย่างสม่ำเสมอ จึงสามารถป้องกันความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นล่วงหน้าได้

ข. การขาดข้อมูลเกี่ยวกับกองทุนและผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์

เนื่องจากธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ไม่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของทางการ ทำให้ US SEC ขาดข้อมูลเกี่ยวกับ จำนวนที่แท้จริงเฮดจ์ฟันด์ที่มีอยู่ในประเทศสหรัฐฯ มูลค่าสินทรัพย์ที่บริหาร และแม้กระทั่งบุคคลที่เป็นผู้จัดการกองทุน ข้อมูลที่ US SEC มีจะมาจากบริษัทเอกชนที่เก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อการพาณิชย์ ทำให้เกิดปัญหาในเรื่องความถูกต้องของข้อมูล ในขณะที่ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วและต่อเนื่อง หากเหตุการณ์ยังเป็นเช่นนี้อยู่ อาจก่อให้เกิดความเสียหายต่อผู้ลงทุนทั่วไปในวงกว้างได้

### 8.1.2 การวัดมูลค่าเงินลงทุนของเฮดจ์ฟันด์

ความโปร่งใสในการวัดมูลค่าเงินลงทุนของเฮดจ์ฟันด์เป็นประเด็นหลักที่น่าเป็นห่วงอย่างยิ่ง เนื่องจากปัจจุบันยังไม่มีกรอบการตรวจสอบการวัดมูลค่าเงินลงทุนหรือกำหนดหลักเกณฑ์ในการวัดมูลค่าเงินลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ โดยผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์จะวัดมูลค่าเงิน

<sup>3</sup> William H. Donaldson. *Implication of the Growth of Hedge Funds* [PDF Format]

U.S.A.: United States Securities and Exchange Commission, September, 2003. แหล่งที่มา:

<http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds2003.pdf> [January 12, 2007]



ลงทุนตามวิธีการของตนเองโดยเปิดเผยให้ผู้ลงทุนในกองทุนทราบเท่านั้น ซึ่งการวัดมูลค่าทรัพย์สินดังกล่าวขาดคนกลางที่มีความอิสระมาทำการประเมิน และการตรวจสอบ ทำให้เกิดคำถามมากมายเกี่ยวกับคุณภาพและความยุติธรรมในการประเมินราคา

นอกจากนั้นหลักทรัพย์ที่เฮดจ์ฟันด์ลงทุนมักจะเป็นตราสารที่มีความซับซ้อนสูง และมักมีสภาพคล่องการซื้อขายน้อยไม่มีราคาตลาดที่ชัดเจน ยิ่งทำให้การประเมินราคาอาจไม่เป็นไปตามที่ควรจะเป็น จึงอาจเป็นช่องทางให้ผู้จัดการกองทุนบิดเบือนมูลค่าหลักทรัพย์เพื่อผลประโยชน์ของตนเอง เช่น การประเมินให้มีราคาสูงขึ้นเกินจริงทำให้ผลประโยชน์ที่รายงานต่อผู้ลงทุนอยู่ในระดับสูงเพื่อที่จะได้รับส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้น ซึ่งยิ่งช่วยดึงดูดให้นักลงทุนเพิ่มเงินลงทุนเข้ามาในเฮดจ์ฟันด์มากขึ้นไปด้วย และถึงแม้ว่าผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์บางรายจะว่าจ้างผู้ประเมินราคาจากภายนอก แต่ผู้จัดการกองทุนก็ยังคงสามารถเปลี่ยนแปลงแก้ไขราคาประเมินนั้นได้เช่นกันเนื่องจากขาดทางการในการทำหน้าที่กำกับดูแล

### 8.1.3 การเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน

เนื่องจากเฮดจ์ฟันด์ไม่อยู่ภายใต้การควบคุมของ US SEC จึงไม่มีข้อกำหนดใดๆเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลของเฮดจ์ฟันด์ต่อผู้ลงทุน ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลด้านเงินลงทุน หรือ ผู้จัดการกองทุน ดังนั้น ถึงแม้ว่าผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์จะจัดส่งรายงานการลงทุนให้กับผู้ลงทุน แต่ US SEC เห็นว่า รายงานดังกล่าวอาจเปิดเผยข้อมูลการลงทุนที่จำกัดและอาจขาดข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงการลงทุนที่สำคัญในรายงานนั้น ทำให้ผู้ลงทุนอาจไม่มีข้อมูลเพียงพอต่อการตัดสินใจ และสามารถติดตามการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นกับเฮดจ์ฟันด์ที่ตนเองลงทุนอยู่ได้อย่างพอเพียง

### 8.1.4 การเข้าถึงกลุ่มผู้ลงทุนรายย่อยของเฮดจ์ฟันด์

จากข้อมูลในปัจจุบัน กลุ่มผู้ลงทุนรายย่อยที่ลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ได้เพิ่มปริมาณขึ้น ทำให้ US SEC รู้สึกเป็นกังวลอย่างมาก เนื่องจาก US SEC เชื่อว่ากลุ่มผู้ลงทุนรายย่อยยังมีความเข้าใจในการลงทุนเฮดจ์ฟันด์ไม่มากนัก ช่องทางที่เฮดจ์ฟันด์สามารถเข้าถึงกลุ่มผู้ลงทุนรายย่อยมีดังต่อไปนี้

ก. การลงทุนในเฮดจ์ฟันด์โดยตรงของผู้ลงทุนรายย่อย

เนื่องจากทาง US SEC ตั้งเกณฑ์การลงทุนของสำหรับนักลงทุนประเภทบุคคลที่สามารถลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ได้จะต้องมีทรัพย์สินเกิน 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ\* แต่เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อและการเพิ่มขึ้นของความมั่งคั่งส่วนบุคคลในช่วงทศวรรษที่ 1990 ทำให้นักลงทุนจำนวนมากเริ่ม “ผ่านเกณฑ์” นักลงทุนที่สามารถลงทุน (Qualified Investor) ในเฮดจ์ฟันด์ได้ จนถึงปัจจุบัน US SEC พบหลักฐานว่าผู้ลงทุนบุคคลจำนวนมากเข้ามาลงทุนโดยตรงในกองทุนเฮดจ์ฟันด์ นอกจากนี้เฮดจ์ฟันด์เองก็ปรับลดเกณฑ์การลงทุนขั้นต่ำในกองทุนเพื่อดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามามากขึ้น ถึงแม้เฮดจ์ฟันด์มักจะยืนยันว่ากลุ่มผู้ลงทุนรายย่อยไม่ใช่กลุ่มเป้าหมาย เพราะเงินลงทุนจากผู้ลงทุนกลุ่มนี้ไม่คุ้มค่ากับการชักชวนก็ตาม

แต่หากจำนวนผู้ลงทุนประเภทบุคคลสามารถผ่านเกณฑ์ที่กำหนดโดย US SEC เพิ่มมากขึ้นก็จะเป็นกลุ่มเป้าหมายใหม่ของนายหน้าซื้อขายกองทุน และเฮดจ์ฟันด์เข้ามาเสนอขายกองทุน US SEC ได้หยิบยกประเด็นดังกล่าวขึ้นมาด้วยความกังวลว่ากลุ่มผู้ลงทุนที่ผ่านเกณฑ์เข้ามาลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ได้อาจมีความรู้ไม่เพียงพอที่จะเข้าใจการลงทุน หรืออาจไม่มีอำนาจในการต่อรองกับกองทุนมากพอที่จะขอให้กองทุนเปิดเผยข้อมูลการลงทุนให้ทราบ

ข. การลงทุนในกองทุนแบบ Fund of Hedge Fund\*\* ของผู้ลงทุนรายย่อย

US SEC มีข้อกังวลเกี่ยวกับกองทุนแบบ Fund of Hedge Fund เนื่องจากสามารถเจาะตลาดผู้ลงทุนรายย่อยได้ง่าย กองทุนชนิดนี้มีประเด็นสำคัญเกี่ยวกับความน่าเชื่อถือของการคำนวณมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset Value) เนื่องด้วยกองทุนชนิดนี้ ผู้ลงทุนจะทำการตรวจสอบการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ได้ยากเพราะอาจจะไม่สามารถเข้าถึงตัวกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่ Fund of Hedge Fund ไปลงทุนได้ อีกทั้งในบางกรณีผู้จัดการกองทุน

\* US SEC จำกัดผู้ลงทุนประเภทบุคคลที่จะลงทุนในเฮดจ์ฟันด์จะต้องมีสินทรัพย์ของตนเองและคู่สมรสรวมกันไม่น้อยกว่า 1 ล้านดอลลาร์ จึงจะจัดว่าเป็น ผู้ลงทุนตามเกณฑ์ที่ลงทุนได้ (Qualified Investor) ทั้งนี้ US SEC พิจารณาว่าบุคคลธรรมดาหากมีสินทรัพย์มากกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ น่าจะเป็นผู้มีความรู้ความเข้าใจในการลงทุนและสามารถปกป้องการลงทุนของตนเองได้ โดยผู้ลงทุนประเภทบุคคลหากมีสินทรัพย์น้อยกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะถูกจัดว่าเป็นผู้ลงทุนรายย่อย (Retailers) ซึ่งทางการไม่อนุญาตให้เฮดจ์ฟันด์ขายกองทุนให้

\*\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 7 เรื่อง Fund of Hedge Fund

Fund of Hedge Fund อาจใช้ข้อมูลที่เฮดจ์ฟันด์แต่ละกองทุนนำเสนอให้มาคำนวณมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ โดยไม่มีการตรวจสอบหรือไม่สามารถตรวจสอบข้อมูลนั้นได้

การขาดความโปร่งใสในการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ ส่งผลกระทบไปถึงการคำนวณหาค่าธรรมเนียม ค่าใช้จ่าย และความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นกับการลงทุน ถึงแม้ว่ากองทุน Fund of Hedge Fund จะเปิดเผย ค่าธรรมเนียม หรือค่าใช้จ่ายไว้ชัดเจนในงบดุลของกองทุน แต่ก็ไม่ได้บังคับให้เปิดเผยข้อมูลค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายของเฮดจ์ฟันด์ที่ Fund of Hedge Fund ไปลงทุน การขาดข้อมูลดังกล่าวนี้อาจทำให้ Fund of Hedge Fund ไม่สามารถกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ได้อย่างมั่นใจ และทำให้ในบางครั้งผู้จัดการลงทุนอาจเลือกลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ที่มีกลยุทธ์ประเภทเดียวกัน โดยที่ไม่ทราบเลยว่ากองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่ไปลงทุนจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์เดียวกันหรือไม่ และทำให้ความเสี่ยงโดยรวมของกองทุน Fund of Hedge Fund เพิ่มขึ้น

ค. การเข้ามาลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ของกองทุนเพื่อการเกษียณ และผู้ลงทุนสถาบันที่เกี่ยวข้องกับสาธารณะชน

จากแนวโน้มที่เกิดขึ้นในปัจจุบันคือ การขยายตัวของฐานผู้ลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ในกลุ่มกองทุนเพื่อการเกษียณ กองทุนของมหาวิทยาลัย มูลนิธิ และองค์กรการกุศล ซึ่งเป็นเงินของผู้ออม ผู้ลงทุน และผู้บริจาค ที่เป็นบุคคลรายย่อยจำนวนมาก ฐานของผู้ลงทุนกลุ่มนี้ขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็นอย่างรวดเร็วในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ทำให้ US SEC กังวลว่า การลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ของผู้ลงทุนสถาบันที่กล่าวมาข้างต้นจะไม่ถูกตรวจสอบอย่างถี่ถ้วน เนื่องจากนายจ้างหรือผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุน เข้าใจว่าการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์เป็นส่วนหนึ่งของการลงทุนที่ถูกต้อง\* (Prudent)

โดยความกังวลดังกล่าวเกิดจากการขาดผู้ควบคุมดูแลการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์อย่างจริงจัง ถึงแม้ว่าผู้ลงทุนเหล่านั้นจะจัดว่าเป็นผู้ลงทุนที่ผ่านเกณฑ์ของทางการที่สามารถลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ได้ แต่ผลขาดทุนที่เกิดขึ้นในอดีตจากการลงทุนได้ทำให้ผู้รับผลประโยชน์จากกองทุนเหล่านั้นซึ่งเป็นประชาชนได้รับความเสียหายเป็นเงินจำนวนมาก

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 7 เรื่อง การกระจายความเสี่ยงการลงทุน

### 8.1.5 ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflicts of Interests)

โดยจรรยาบรรณผู้จัดการกองทุนจะต้องปฏิบัติหน้าที่เพื่อรักษาผลประโยชน์ของลูกค้าผู้ลงทุนตามข้อผูกพันที่ได้รับ แต่สำหรับกองทุนเฮดจ์ฟันด์ US SEC มักพบว่าผู้จัดการกองทุนจำนวนไม่น้อยมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์กับลูกค้าในหลายระดับ โดยที่ความขัดแย้งทางผลประโยชน์อาจเกิดขึ้นระหว่างผู้ลงทุนในเฮดจ์ฟันด์กองเดียวกัน หรือเกิดขึ้นระหว่างผู้ลงทุนต่างกองทุนกันแต่มีผู้จัดการกองทุนคนเดียวกันบริหาร ซึ่ง US SEC จำแนกความขัดแย้งทางผลประโยชน์ออกได้ดังนี้

ก. ความขัดแย้งระหว่างผู้ลงทุนในต่างกองทุนกัน ภายใต้การบริหารของบริษัทจัดการเดียวกัน (Side by Side Management of client account)

ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้จัดการกองทุนกับลูกค้าเป็นเรื่องที่เกิดขึ้นอยู่เนืองๆ จนมีคำกล่าวที่ว่า “ความขัดแย้งจะเกิดขึ้นทุกครั้งที่ผู้จัดการกองทุนคนหนึ่งมีลูกค้าสองคนตั้งแต่นั้นไป”<sup>4</sup> สาเหตุแห่งความขัดแย้งนั้นมาจากความแตกต่างกันของอัตราค่าจ้างหรือค่าธรรมเนียมหรือส่วนแบ่งผลประโยชน์ที่ผู้จัดการกองทุนคิดกับลูกค้าแต่ละรายหรือแต่ละประเภท ตัวอย่างเช่น กรณีค่าธรรมเนียมในการบริหารกองทุนของเฮดจ์ฟันด์นอกจากจะกำหนดเป็นเปอร์เซ็นต์ คือ ประมาณ 1-2% ของทรัพย์สินที่บริหารเช่นเดียวกับกองทุนรวมแล้ว เฮดจ์ฟันด์ยังมีข้อตกลงกับลูกค้าที่จะขอส่วนแบ่ง 20% ของผลกำไรที่เฮดจ์ฟันด์ทำได้ให้กับตนเอง สิ่งนี้ย่อมจะเป็นแรงจูงใจให้ผู้จัดการกองทุนที่บริหารกองทุนหลายประเภทจัดสรรทรัพย์สินที่ดีให้แก่กองทุนที่ให้ค่าธรรมเนียมสูงกว่าจึงทำให้เกิดปัญหาด้านความเป็นธรรมต่อลูกค้าในกองทุนแต่ละกอง

ข. ความสัมพันธ์กับ Prime Broker<sup>\*</sup>

บริการที่ Prime Broker นำเสนอให้กับเฮดจ์ฟันด์จัดว่ามีความสำคัญต่อการดำเนินงานของกองทุนเฮดจ์ฟันด์เป็นอย่างยิ่ง US SEC พบว่าการเปิดเผยความสัมพันธ์หรือ

<sup>4</sup> William H. Donaldson. Implication of the Growth of Hedge Funds [PDF Format] U.S.A.: United States Securities and Exchange Commission, September, 2003. แหล่งที่มา: <http://www.sec.gov/news/stuies/hedgefunds2003.pdf> [January 12, 2007]

<sup>\*</sup> ดูเพิ่มเติมในบทที่ 4 เรื่อง Prime Broker

บริการที่ Prime Broker ให้กับเฮดจ์ฟันด์แต่ละกองทุนยังคงมีอยู่อย่างจำกัด และผู้จัดการกองทุนมักจะไม่ได้เปิดเผยเงินค่าตอบแทนที่จ่ายให้กับ Prime Broker

US SEC กังวลว่า การที่ไม่เปิดเผยเงินค่าตอบแทนที่ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์จ่ายให้กับ Prime Broker นั้น อาจเกี่ยวข้องกับบริการบางอย่างที่ทำให้ลูกค้าผู้ลงทุนอยู่ในกองทุนเสียประโยชน์ ตัวอย่างเช่น การใช้เงินดังกล่าวเพื่อการสนับสนุนการขายกองทุนให้กับนักลงทุนรายใหม่โดยมี Prime Broker เป็นผู้จัดหาลูกค้าให้ หรือกรณีของบริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์และ Prime Broker มีข้อตกลงการค้าต่างตอบแทน ตัวอย่างเช่น หาก Prime Broker นำเงินมาลงทุนในกองทุนในปริมาณที่ตกลงกัน เฮดจ์ฟันด์ก็จะใช้บริการกับ Prime Broker นี้รายเดียว ซึ่งผู้จัดการกองทุนก็ได้เปิดเผยข้อมูลดังกล่าวให้กับผู้ลงทุนรายอื่น ทำให้ผู้ลงทุนรายอื่นเสียเปรียบเนื่องจากผู้จัดการกองทุนไม่สามารถเลือกใช้บริการจาก Prime Broker รายอื่นที่คิดค่าบริการถูกกว่าหรือให้ผลประโยชน์แก่กองทุนที่ดีกว่า หรืออีกตัวอย่างเช่น ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ขอให้ Prime Broker บรรจุกองทุนของตนเองเข้าไปในรายชื่อกองทุนที่ Prime Broker แนะนำให้กับผู้ลงทุนโดยแลกเปลี่ยนกับการใช้บริการในการลงทุนต่างๆจาก Prime Broker ซึ่งเรื่องเหล่านี้ US SEC เห็นว่าเป็นประเด็นที่ทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของผู้จัดการกองทุนที่ทำให้ผู้ลงทุนรายอื่นที่ลงทุนในกองทุนเฮดจ์ฟันด์สูญเสียผลประโยชน์ได้

#### ค. ความกังวลเกี่ยวกับการโฆษณาชักชวนผู้ลงทุนในวงกว้าง

เนื่องจากในปัจจุบันการหาข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์สามารถทำได้ง่ายขึ้น ส่งเสริมให้อุตสาหกรรมของเฮดจ์ฟันด์เจริญเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็ว US SEC เชื่อว่าเฮดจ์ฟันด์บางแห่งอาจไม่ปฏิบัติตามกฎระเบียบที่วางไว้เกี่ยวกับการโฆษณาประชาสัมพันธ์การลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ได้ ซึ่ง US SEC อนุญาตให้เฮดจ์ฟันด์ทำโฆษณาประชาสัมพันธ์ได้เฉพาะกับลูกค้าที่ผ่านเกณฑ์ของทางสำนักงาน US SEC เป็นการเฉพาะเจาะจงเท่านั้น ดังนั้น เมื่อเฮดจ์ฟันด์จัดทำโฆษณาแฝงไว้ในบทความ จัดทำรายงานที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์และการเจริญเติบโตของกองทุนในหน้าหนังสือพิมพ์ วารสาร หรือสื่อสิ่งพิมพ์ต่างๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังจากที่มีการใช้อินเทอร์เน็ตอย่างแพร่หลาย ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์จึงใช้ช่องทางดังกล่าวในการนำเสนอข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจของเฮดจ์ฟันด์ผ่านอินเทอร์เน็ต ยิ่งทำให้ US SEC ไม่สามารถควบคุมการประชาสัมพันธ์กองทุน และไม่สามารถควบคุมผู้ที่เข้ามาเยี่ยมชมเว็บไซต์ให้เป็นไปตามเกณฑ์ที่ผู้ลงทุนได้ รวมถึงการควบคุมเนื้อหาของข้อมูลที่เฮดจ์ฟันด์ใช้ประชาสัมพันธ์ได้ยาก จึงไม่แน่ใจว่าผู้จัดการกองทุนได้ปฏิบัติตามระเบียบนั้นไว้หรือไม่



สิ่งต่างๆข้างต้นนี้ ทำให้หน่วยงานกำกับดูแลทั่วโลกตระหนักถึงประเด็นดังกล่าวเป็นอย่างดี และได้ให้ความสำคัญในการศึกษาข้อเท็จจริงเกี่ยวกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ โดยศึกษาหาแนวทางและความเป็นไปได้ที่ทางการจะเข้าไปควบคุมดูแลธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ เพื่อป้องกันความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นต่อผู้ลงทุนและระบบเศรษฐกิจการเงิน

## 8.2 แนวโน้มบทบาทการกำกับดูแลของทางการต่อธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต

US SEC จัดทำข้อเสนอเพื่อพิจารณาแนวทางในการกำกับดูแลกองทุนเฮดจ์ฟันด์ และลดความกังวลที่กล่าวมาข้างต้น และเชื่อมั่นว่า ข้อเสนอดังต่อไปนี้จะทำให้เกิดความเปลี่ยนแปลง และช่วยยกระดับพัฒนาการกำกับดูแลธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ให้ดียิ่งขึ้น โดยข้อเสนอมีดังนี้

### 8.2.1 การขึ้นทะเบียนกองทุนเฮดจ์ฟันด์<sup>5</sup>

การขึ้นทะเบียนกองทุนเฮดจ์ฟันด์เหมือนกับกองทุนเพื่อการลงทุนทั่วไป จะช่วยให้ US SEC สามารถตรวจสอบและควบคุมดูแลธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เพื่อให้เกิดความโปร่งใส และเป็นการคุ้มครองผู้ลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ ดังนี้

ก. สามารถกำหนดกฎเกณฑ์สำหรับการควบคุม (Compliance Practices) ให้เฮดจ์ฟันด์นำไปปฏิบัติ ตัวอย่างเช่น กำหนดให้ผู้จัดการกองทุนต้องรายงานข้อมูลที่กลต. เห็นว่าจำเป็นต่อ US SEC และผู้ลงทุน หรือจัดให้มีการดูแลรักษาหลักทรัพย์ของกองทุนตามเกณฑ์ที่ทางการกำหนด เป็นต้น

ข. สามารถรวบรวมข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของเฮดจ์ฟันด์เพื่อนำมาตรวจสอบได้ ทำให้สามารถตรวจพบรายการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ หรือไม่เป็นไปตามกฎข้อบังคับ หรือผิดกฎหมายได้โดยตรง ทั้งนี้ ปัจจุบัน US SEC ได้พยายามตรวจสอบรายการซื้อขายหลักทรัพย์ของเฮดจ์ฟันด์โดยใช้ข้อมูลของคู่ค้าของเฮดจ์ฟันด์ ซึ่งก็คือ นายหน้าค้าหลักทรัพย์ (Brokers) แต่เนื่องจากเฮดจ์ฟันด์มักจะหลีกเลี่ยงการตรวจสอบโดยการทำการซื้อขายกับคู่ค้าหลายราย จึงเป็นการยากที่จะตรวจสอบข้อมูลทั้งหมดเพื่อหาข้อมูลที่ผิดปกติ หากมีการขึ้นทะเบียนเฮดจ์ฟันด์ และกำหนดให้รายงานข้อมูลดังกล่าวจะช่วยให้ US SEC ตรวจสอบข้อมูลได้ง่ายขึ้น

<sup>5</sup> William H. Donaldson. *Implication of the Growth of Hedge Funds* [PDF Format] U.S.A.: United States Securities and Exchange Commission, September, 2003. แหล่งที่มา: <http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds2003.pdf> [January 12, 2007]

ค. เพื่อการป้องกันการทุจริตหรือการกระทำใดๆที่อาจก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ลงทุน เนื่องจากกองทุนที่ขึ้นทะเบียนจะถูกตรวจสอบเป็นระยะ ซึ่งจะทำให้ US SEC พบการกระทำที่ไม่เป็นธรรมต่อผู้ลงทุนได้ก่อนที่จะเกิดความเสียหายขึ้นจริงต่อผู้ลงทุน

### 8.2.2 การมีนโยบายการวัดมูลค่าเงินลงทุน (Valuation Procedures) เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติอย่างชัดเจน

US SEC เสนอให้บริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์จะต้องสร้างแนวปฏิบัติในการประเมินราคาหลักทรัพย์และวัดมูลค่าเงินลงทุนเพื่อให้เกิดความโปร่งใส บริษัทจะต้องหาราคาหลักทรัพย์บนหลักแห่งความซื่อสัตย์ (In good faith) ที่สำคัญหลักทรัพย์ส่วนหนึ่งที่ลงทุนเป็นหลักทรัพย์ที่ไม่มีตลาดซื้อขายคล่องรองรับ จึงอาจมีประเด็นด้านความโปร่งใสในการวัดมูลค่าเงินลงทุน ทั้งนี้ US SEC ต้องการกำหนดให้มีผู้บริหารจัดให้มีนโยบายการวัดมูลค่าเงินลงทุนเหล่านี้ไว้ล่วงหน้าชัดเจน โดยถือเป็นแนวทางปฏิบัติอย่างเคร่งครัด เพื่อป้องกันปัญหาการทุจริตหรือบิดเบือนมูลค่าของเงินลงทุนจนทำให้เกิดความเสียหายต่อผู้ลงทุนได้

ตัวอย่างแนวทางปฏิบัติสำหรับผู้บริหารเฮดจ์ฟันด์ อาจกำหนดนโยบายการวัดมูลค่าเงินลงทุน เช่น กรณีหลักทรัพย์ที่ไม่มีตลาดซื้อขายคล่องรองรับนั้น ผู้บริหารจะใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตคิดลด (Discounted Cash Flow) ด้วยอัตราที่เหมาะสมกับความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง โดยผู้บริหารจะใช้ความพยายามอย่างดีที่สุดในการประมาณมูลค่ายุติธรรมโดยสุจริต โดยคำนึงถึงข้อเท็จจริงและสถานการณ์ที่เป็นอยู่เพื่อให้มั่นใจว่ามูลค่าที่ประมาณขึ้นเป็นตัวแทนที่ดีที่สุดของมูลค่ายุติธรรม เป็นต้น

### 8.2.3 การเปิดเผยข้อมูลค่าธรรมเนียมทั้งหมดของ Fund of Hedge Fund

ดังที่กล่าวมาแล้วว่าผู้ลงทุนใน Fund of Hedge Fund ต้องเสียค่าธรรมเนียมซ้ำซ้อน (Double Fee) ให้กับทั้งผู้จัดการกองทุน Fund of Hedge Fund และผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่ Fund of Hedge Fund ไปลงทุน ดังนั้น US SEC จึงจำเป็นต้องกำหนดให้บริษัทจัดการกองทุนที่บริหารกองทุน Fund of Hedge Fund จะต้องจัดทำตารางการประมาณการเงินค่าธรรมเนียมการบริหารกองทุน Fund of Hedge Fund เงินส่วนแบ่งกำไรตามผลงาน รวมไปถึงค่าใช้จ่ายที่จ่ายให้กับกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่ไปลงทุน ให้กับนักลงทุนเข้าใจและรับทราบก่อนการตัดสินใจลงทุน เนื่องจากในปัจจุบันผู้ลงทุนจะได้ข้อมูลเฉพาะค่าธรรมเนียมที่ Fund of Hedge Fund เรียกเก็บเท่านั้น นอกจากนี้แล้วที่สำคัญคือ ถึงแม้ว่า Fund of Hedge Fund จะขาดทุนก็ตาม แต่ Fund of Hedge Fund ก็ยังต้องจ่ายส่วนแบ่งกำไรให้กับกองทุนเฮดจ์

พันธ์ที่ไปลงทุนอยู่ดีหากกองทุนที่ลงทุนบางกองมีกำไร ดังนั้นผู้ลงทุนควรจะได้รับทราบข้อมูลทั้งหมดก่อนการตัดสินใจลงทุน

#### 8.2.4 การตรวจสอบสถาบันการเงินผู้ทำหน้าที่เป็นนายหน้าของกองทุน เฮดจ์ฟันด์อย่างสม่ำเสมอ

US SEC เน้นย้ำให้มีการตรวจสอบสถาบันการเงินผู้ทำหน้าที่นายหน้าในการขายกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่อยู่ภายใต้การดูแลของทางการ ในระหว่างที่ยังไม่มีกฎระเบียบใดๆมาควบคุมเฮดจ์ฟันด์ เพื่อเป็นการป้องกันการกระทำผิดกฎระเบียบเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าสถาบันเหล่านี้จะต้องปฏิบัติหน้าที่อย่างเหมาะสมในการให้ข้อมูล รวมถึงการประเมินถึงความเหมาะสมในการเสนอขายเฮดจ์ฟันด์ และ Fund of Hedge Fund ต่อลูกค้า ซึ่งทางการเชื่อว่าการตรวจสอบดังกล่าวเป็นวิธีการที่มีประสิทธิภาพที่จะช่วยป้องกันการขายกองทุนเฮดจ์ฟันด์ในลักษณะที่ไม่ถูกต้อง

#### 8.2.5 การกำกับดูแลการแนะนำกองทุนเฮดจ์ฟันด์ของ Prime Broker ต่อ กลุ่มลูกค้า

Prime Broker จะให้บริการเฮดจ์ฟันด์ในการหาลูกค้าซื้อกองทุน โดย Prime Broker จะเป็นผู้นำเสนอรายชื่อเฮดจ์ฟันด์ให้กับผู้ลงทุน และมักจะมีการจัดงานสัมมนาประชาสัมพันธ์โดยเชิญกลุ่มลูกค้าเป้าหมายมาพบกับผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์เป็นครั้งแรก ซึ่ง US SEC พิจารณาว่า การพบปะกันระหว่างกองทุนเฮดจ์ฟันด์และผู้ลงทุนดังกล่าวที่จัดโดย Prime Broker ควรจะต้องมีการตรวจสอบว่า Prime Broker ได้ปฏิบัติตามกฎระเบียบที่ US SEC กำหนดไว้ในการนำเสนอกองทุนเฮดจ์ฟันด์หรือไม่

#### 8.2.6 ส่งเสริมให้เฮดจ์ฟันด์นำหลักการบริหารกองทุนอย่างดีที่สุด (Best Practices) มาใช้เพื่อเป็นการรักษาผลประโยชน์ของผู้ลงทุน

หลักการบริหารกองทุนอย่างดีที่สุด (Best Practices) ได้พัฒนาขึ้นหลังจากเหตุการณ์ LTCM ซึ่งหลักการดังกล่าวคือ การดูแลด้านการบริหารความเสี่ยง (Risk Management) การรักษาสีทธิประโยชน์ของผู้ลงทุน (Investor Protection) การควบคุมการกู้ยืมเพื่อเก็งกำไรให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม (Leverage) และการควบคุมความเสี่ยงด้านการปฏิบัติงาน (Operational Risk) เป็นต้น โดยหน่วยงานที่จัดทำหลักการบริหารกองทุนอย่างดีที่สุด (Best Practice) มีอยู่ 2 หน่วยงานคือ

ก. สมาคมการจัดการบริหารกองทุน (The Managed Fund Association) จัดทำแนวทางในการบริหารกองทุนที่ดีต้องเปิดเผยข้อมูล เช่น การเปิดเผยวัตถุประสงค์และกลยุทธ์ในการลงทุน, การนำเสนอผลตอบแทน, ขอบเขตหลักทรัพย์ที่จะลงทุน, นโยบายในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์, แผนดำเนินธุรกิจของกองทุน (Business continuity plan) และแผนการฟื้นฟูความเสียหาย (Disaster recovery plan)

ข. สมาคมการจัดการลงทุนทางเลือก (Alternative Investment Management Association) จัดทำคู่มือที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน ประกอบด้วย การบริหารธุรกิจเฮดจ์ฟันด์, การจัดโครงสร้างขององค์กรเฮดจ์ฟันด์, ระบบการลงทุนและการบริหารความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน, การควบคุมการดำเนินงานปฏิบัติการกองทุน, การจัดหาแหล่งเงินทุน, การประชาสัมพันธ์ที่ถูกต้อง และคู่มือการปฏิบัติเมื่อเกิดความขัดแย้งระหว่างผู้จัดการกองทุนและผู้ลงทุน

US SEC แสดงความคิดเห็นเพิ่มเติมว่า ถึงแม้จะมีการจัดทำคู่มือต่างๆไว้แล้วก็ตาม แต่บุคลากรที่อยู่ในธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ควรจะต้องตื่นตัวให้มีการแสดงความคิดเห็นใหม่ๆ ปรับปรุงแก้ไขคู่มือเหล่านั้นในมุมมองของผู้ที่อยู่ในธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เอง เพื่อที่จะยกระดับการบริหารกองทุนให้ดียิ่งขึ้นในอนาคต

## 8.2.7 ให้ความรู้ความเข้าใจแก่ผู้ลงทุนรายย่อยเกี่ยวกับการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์

เฮดจ์ฟันด์มีเป้าหมายที่จะสร้างผลตอบแทนที่เป็นบวกเสมอ (Absolute Return) หวังมุ่งเน้นการสร้างผลกำไรเป็นหลัก ซึ่งแตกต่างจากการวัดผลตอบแทนเปรียบเทียบกับตลาดใดตลาดหนึ่งเป็นหลัก (Relative Return) ของกองทุนเพื่อการลงทุนทั่วไป ดังนั้น เฮดจ์ฟันด์จึงอาจถือเป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการกระจายการลงทุนและความเสี่ยงสำหรับผู้ลงทุน ซึ่งรวมถึงผู้ลงทุนรายย่อยด้วย ดังนั้นจึงควรมีการให้ความรู้ความเข้าใจแก่ผู้ลงทุนเหล่านี้เกี่ยวกับการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ เนื่องจากกลยุทธ์การลงทุนที่เน้น Absolute Return ต้องการความคล่องตัวในการลงทุนเพื่อให้สามารถทำกำไรได้ในทุกสภาวะตลาด จึงมีความแตกต่างกันอย่างมากกับกลยุทธ์การลงทุนที่เน้น Relative Return ของกองทุนทั่วไป

### 8.3 ความพยายามของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐฯ (US SEC)

ประเด็นสำคัญของปัญหาเกิดจาก หนึ่ง ความเสี่ยงของระบบตลาดที่เกิดจากการทำธุรกรรมของเฮดจ์ฟันด์และ สอง การคุ้มครองผู้ลงทุนรายย่อย ซึ่งเริ่มเข้ามาสนใจในการลงทุนเฮดจ์ฟันด์มากขึ้น เป็นเวลามากกว่า 8 ปีที่ LTCM ได้ล่มสลายลงโดยสร้างผลขาดทุนเป็นเงินมากถึง 4 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ภายในระยะเวลาเพียง 5 สัปดาห์ นายอลัน กรีนสแปน (Alan Greenspan) ประธานของ Federal Reserve Bank ในขณะนั้นได้พยายามประคับประคองสถานการณ์ด้วยการให้ Federal Reserve Bank ของรัฐนิวยอร์กร่วมกับสถาบันการเงินอีก 14 แห่งเข้าอกบงกัสถานการณ์โดยอัดฉีดเงินเป็นจำนวน 3.6 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ซึ่งนายอลัน กรีนสแปนได้กล่าวในภายหลังว่า “หากทางการและธนาคารต่าง ๆ ไม่ได้เข้ามาสู่สถานการณ์ มีความเป็นไปได้อย่างมากว่าสิ่งที่เกิดขึ้นจะมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจของหลายประเทศ รวมถึงเศรษฐกิจของเรา(สหรัฐฯ)เองด้วย”<sup>6</sup> โดยการแก้ไขสถานการณ์ครั้งนี้ต้องใช้เวลาถึงเกือบ 2 ปีในการชำระบัญชีและขายทรัพย์สินต่าง ๆ ของ LTCM

ดังนั้น เราจึงเห็นได้ว่าไม่เพียงแต่นักลงทุนเท่านั้นที่ได้รับความเสียหาย แต่กรณีดังกล่าวยังได้สร้างประเด็นปัญหาถึงความคุกคามต่อตลาดทุนโดยรวมที่เกิดจากการใช้กลยุทธ์ของเฮดจ์ฟันด์ที่มีความเสี่ยงสูง ผนวกกับการกู้เงินจำนวนมหาศาลเพื่อใช้ในการนั้น หลังจากเหตุการณ์ดังกล่าวเพียงไม่กี่เดือน ประธานาธิบดี บิล คลินตัน (Bill Clinton) ได้ตั้งคณะทำงาน President Working Group on Financial Markets โดยมี US SEC เป็นหนึ่งในสมาชิกเพื่อที่จะประสานความร่วมมือในการกำกับดูแลในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับเฮดจ์ฟันด์และเรื่องอื่น ๆ ที่มีผลกระทบต่อตลาดทุนของสหรัฐฯ ตั้งแต่นั้นมาคณะทำงานนี้ได้ติดตามความเคลื่อนไหวของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ซึ่งได้สร้างความกังวลใจต่อคณะทำงานโดยเฉพาะ US SEC เป็นอย่างยิ่ง

สิ่งที่ US SEC ได้พบ คือ ในขณะที่กองทุนเฮดจ์ฟันด์ได้รับความนิยมสูงขึ้นแต่ก็มีจำนวนคดีที่ฟ้องร้องมากขึ้นด้วยเช่นกัน รวมถึงการได้เห็นการเข้ามาสู่ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ของบุคคลากรที่ไม่มีคุณภาพ และการปราศจากการควบคุมที่พอเพียงในการดำเนินธุรกิจของผู้จัดการ

---

<sup>6</sup> Christopher Cox. Testimony Concerning the Regulation of Hedge Funds: before the US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs [Online]. U.S.A.: United States Securities and Exchange Commission, July, 2006. แหล่งที่มา: <http://www.sec.gov/news/stuies/hedgefunds2003.pdf> [January 12, 2007]



กองทุน การดำเนินคดีต่อการขโมยของผู้จัดการกองทุนที่พบนั้นไม่ต่างกับกรณีที่ปรึกษาการลงทุนอื่น ๆ การกระทำผิดกฎหมายไม่ว่าจะเป็นในเรื่อง การจัดการทรัพย์สินอย่างไม่เหมาะสม การรายงานข้อมูลต่อนักลงทุนที่ไม่ถูกต้องตามมาตรฐานหรือบิดเบือนจากความเป็นจริง<sup>7</sup> โดยได้เกิดความล้มเหลวของเฮดจ์ฟันด์และกองทุนในลักษณะดังกล่าวได้เกิดขึ้นเป็นจำนวนมากและมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งอาจจะนำมาซึ่งความคุกคามและการสูญเสียเสถียรภาพของตลาดเงินได้ในที่สุด<sup>8</sup>

ยิ่งไปกว่านั้น กองทุนเฮดจ์ฟันด์และผู้จัดการกองทุนยังขาดการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ ขาดมาตรฐานในการตีมูลค่าทรัพย์สินและมาตรฐานในการประกาศผลประกอบการ รวมถึงขาดการเปิดเผยความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของกองทุนกับบุคคลที่เกี่ยวข้อง และมีการใช้ค่าความเสี่ยงที่สูงกว่าปกติเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้น จึงทำให้การลงทุนดังกล่าวไม่เหมาะสมต่อรายย่อยผู้ซึ่งมีความรู้ความชำนาญเรื่องการลงทุนน้อย ถึงแม้ว่าการเข้ามาลงทุนของรายย่อยโดยตรงในเฮดจ์ฟันด์ยังมีไม่มากนักก็ตาม แต่เหตุการณ์ดังกล่าวก็หมายถึงจุดเริ่มต้นของสัญญาณเตือนต่อทางการ ทำให้ US SEC ตระหนักถึงความสำคัญในการที่องค์กรกำกับดูแลตลาดทั้งหลายโดยเฉพาะ US SEC เองสมควรที่จะมีมาตรการที่เข้มงวดเพิ่มขึ้นเพื่อที่จะจำกัดการแพร่ขยายผ่านการขายและการทำการตลาดของเฮดจ์ฟันด์ต่อนักลงทุนรายย่อยทั่วไป<sup>9</sup>

อย่างไรก็ตาม ด้วยลักษณะพิเศษเฉพาะของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ และตัวบทกฎหมายเก่าที่มีอยู่ไม่สอดคล้องกับลักษณะของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ มีผลให้กฎหมายจำนวนมากจึงไม่สามารถกำกับดูแลธุรกิจนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแล มีดังนี้

- Securities Act 1933<sup>10</sup> เป็นกฎหมายที่ควบคุมการขายและการกระจายหลักทรัพย์ให้กับประชาชนเป็นการทั่วไป (Public Offering)

<sup>7</sup> Robert G. Morvillo and Robert J. Anello, "Regulation and Prosecution of Hedge Funds," *New York Law Journal* 236 No. 21, pp. 1-3.

<sup>8</sup> Christopher Cox. *Testimony Concerning the Regulation of Hedge Funds: before the US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs* [Online]. U.S.A.: United States Securities and Exchange Commission, July, 2006. แหล่งที่มา:

<http://www.sec.gov/news/stuies/hedgefunds2003.pdf> [January 12, 2007]

<sup>9</sup> Ibid.

<sup>10</sup> Ibid.

แต่เนื่องจากเฮดจ์ฟันด์ทำการเสนอขายแบบเฉพาะเจาะจงให้กับลูกค้าบุคคลที่มีเงินลงทุนเกิน 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (High Net Worth) และผู้ลงทุนสถาบัน เฮดจ์ฟันด์จึงไม่อยู่ภายใต้เงื่อนไขตามกฎหมายนี้

- Securities Exchange Act 1934<sup>11</sup> เป็นกฎหมายที่ใช้ควบคุมบริษัทจดทะเบียนและผู้เป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ แต่เนื่องจากเฮดจ์ฟันด์มิได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือทำการเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ใดๆ กฎหมายนี้จึงบังคับใช้ไม่ได้
- Investment Company Act 1940<sup>12</sup> เป็นกฎหมายที่ควบคุมกองทุนรวมจึงไม่สามารถกำกับเฮดจ์ฟันด์ได้ เนื่องจากเฮดจ์ฟันด์มีลักษณะคล้ายกองทุนส่วนบุคคล
- Investment Advisors Act 1940<sup>13</sup> เป็นกฎหมายที่ควบคุมที่ปรึกษาการลงทุน โดยผู้ที่เข้าข่ายจะต้องทำการขึ้นทะเบียนกองทุน ผู้จัดการกองทุน ยื่นประวัติการอาชญากรรมกับทาง US SEC และ US SEC จะสามารถเข้าทำการตรวจสอบการลงทุน รวมถึงบัญชีทรัพย์สินได้ ซึ่งในที่นี้ US SEC มุ่งประเด็นไปที่ผู้ก่อตั้งเฮดจ์ฟันด์และผู้จัดการกองทุนในฐานะที่ปรึกษาของกองทุน โดยมีรายละเอียดของผู้ที่เข้าข่ายต้องขึ้นทะเบียนมีดังนี้
  - ที่ปรึกษาที่มีลูกค้าจำนวนมากกว่า 15 ราย หรือ
  - กองทุนที่รับค่าปรึกษาได้ขึ้นทะเบียนไว้กับทาง SEC หรือ
  - มีการเปิดเผยต่อสาธารณะว่าเป็นที่ปรึกษาการลงทุน

ซึ่งเฮดจ์ฟันด์เองก็ไม่อยู่ภายใต้ข้อกำหนดทั้งสามข้อ ด้วยเหตุที่ว่าคำจำกัดความในการนับจำนวน"ลูกค้า" โดยฝ่ายผู้จัดการกองทุนให้เหตุผลว่าเฮดจ์ฟันด์ 1 กองคือลูกค้า 1

---

<sup>11</sup> Robert G. Morvillo and Robert J. Anello, "Regulation and Prosecution of Hedge Funds," *New York Law Journal* 236 No. 21, (August 21, 2006): pp. 1-3.

<sup>12</sup> Ibid.

<sup>13</sup> Ibid.

ราย ดังนั้นบริษัทจัดการเฮดจ์ฟันด์ที่มีจำนวนกองทุนไม่เกิน 15 กองทุน จึงไม่เข้าข่าย นอกจากนี้ กองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่ขายก็ไม่ได้ขึ้นทะเบียนกับทางการใด ๆ และสุดท้ายผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์เองก็ไม่เคยประกาศต่อสาธารณชนว่าเป็นที่ปรึกษาการลงทุน ทำให้แม้แต่เฮดจ์ฟันด์ขนาดใหญ่ก็สามารถรอดพ้นจากการขึ้นทะเบียนและการตรวจสอบใดๆ

แต่จากเหตุการณ์การล่มสลายและกระทำที่ไม่เหมาะสมของเฮดจ์ฟันด์ที่เกิดขึ้นในอดีต และอาจจะเกิดขึ้นได้อีกในอนาคต ทำให้สังคมได้ตั้งคำถามและเกิดคำวิพากษ์ขึ้นอย่างมากต่อบทบาทของ US SEC ในการกำกับดูแลและป้องกันปัญหาดังกล่าว ส่งผลให้ US SEC เองได้สร้างกระบวนการปกป้องตนเองโดยการเพิ่มกฎกติกาไม่ว่าจะเป็นด้านการเปิดเผยข้อมูลหรือด้านกำกับดูแลและ US SEC ได้สร้างหน่วยงานเพื่อกำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์ขึ้นโดยตรง<sup>14</sup>

### 8.3.1 นโยบายเชิงรุกครั้งแรกของ US SEC

ในเดือนตุลาคม ปี 2004 US SEC ได้มีมาตรการตอบโต้ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ด้วยการขยายการตีความกฎหมาย Investment Advisors Act. 1940 เพื่อกำจัดข้อยกเว้นและให้กฎหมายครอบคลุมธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ด้วย โดยเฮดจ์ฟันด์ต้องขึ้นทะเบียนชื่อ สถานที่ ประวัติการทำงานและประวัติอาชญากรรมของผู้จัดการกองทุน และรายละเอียดในด้านกลยุทธ์การลงทุนโดยทาง US SEC มีอำนาจที่จะเข้าตรวจสอบพอร์ตการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ได้ ซึ่งจะมีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 กุมภาพันธ์ 2006<sup>15</sup>

การแก้ไขด้วยการตีความในกฎหมาย Investment Advisor Act นี้ US SEC ได้ใช้ชื่อใหม่ว่า Hedge Fund Rule โดยใช้หลักการ "Look Through"<sup>16</sup> คือการมองผ่านตัวกองทุนไปถึงผู้ที่ลงทุนอยู่ในกองทุนจริง มีผลให้คำว่า "ลูกค้า" ของที่ปรึกษาถูกขยายคำจำกัดความให้หมายรวมถึง "ลูกค้าของกองทุน ผู้ถือหุ้นในกองทุน สมาชิกหรือผู้รับผลประโยชน์จากกองทุนเฮดจ์ฟันด์" ด้วย ซึ่งการตีความดังกล่าวจะทำให้เฮดจ์ฟันด์ทั้งหมดเข้าข่ายการขึ้นทะเบียน ซึ่ง US

<sup>14</sup> Dale Oesterle and David Skeel, Should Hedge Fund be regulated? [Online].

Legal affairs, 2005. แหล่งที่มา:

[http://www.legalaffairs.org/webexclusive/debateclub\\_hedgefunds1105.msp](http://www.legalaffairs.org/webexclusive/debateclub_hedgefunds1105.msp)

<sup>15</sup> Robert G. Morvillo and Robert J. Anello, "Regulation and Prosecution of Hedge Funds," *New York Law Journal* 236 No. 21. : pp. 1-3.

<sup>16</sup> Nicole Tuman, "SEC lost one of hedge fund regulation battle," *Westchester County, Business Journal*, (September 25, 2006)

SEC เองคาดหมายเป็นอย่างยิ่งว่าจะใช้กฎหมายนี้ในการจัดระเบียบกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ได้ อย่างไรก็ตาม ความพยายามของ US SEC ก็มีได้ได้มาโดยง่าย เนื่องจากมีเสียงคัดค้านจำนวนมากทั้งภายใน US SEC เองและจากแรงกดดันจากภายนอก

มุมมองของ US SEC ต่อการขึ้นทะเบียนผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์<sup>17</sup>

- สามารถป้องกันการกระทำผิดต่อจรรยาบรรณของผู้จัดการกองทุน

US SEC เชื่อว่า การเข้าตรวจสอบกองทุนเฮดจ์ฟันด์อย่างสม่ำเสมอ จะช่วยลดความเสี่ยงที่ผู้จัดการกองทุนจะกระทำผิด ถึงแม้ว่าจะไม่สามารถรับประกันได้ว่าผู้จัดการกองทุนจะไม่กระทำผิดเลย แต่การเข้าตรวจสอบกองทุนของ US SEC จะช่วยลดโอกาสที่ผู้จัดการกองทุนจะเสี่ยงจะไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดตามจรรยาบรรณการบริหารกองทุน

- ช่วยยกระดับการกำกับดูแลกองทุนให้ดีขึ้น

ผู้จัดการกองทุนจะต้องมีความรับผิดชอบต่อการบริหารกองทุน ป้องกันการเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์กับผู้ลงทุน และควรที่จะปฏิบัติตาม “หลักการกำกับดูแล (Culture of Compliance)” ซึ่งหลักการดังกล่าว จะช่วยส่งเสริมในการนำการกำกับดูแลที่ดี ประกอบเข้าเป็นส่วนหนึ่งของแผนธุรกิจ US SEC มีแนวความคิดที่จะเสนอให้ผู้จัดการกองทุนที่ขึ้นทะเบียนแล้วต้องประกาศแนวทางกำกับดูแลการลงทุนให้เป็นลายลักษณ์อักษร และต้องทบทวนแนวการกำกับดูแลดังกล่าวอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง การขึ้นทะเบียนผู้จัดการกองทุนจะทำให้ผู้จัดการกองทุนจะต้องเปิดเผยประวัติการทำงานของผู้จัดการกองทุน รวมไปถึงความผิดที่ผู้จัดการกองทุนเคยกระทำ ซึ่งจะทำให้ US SEC และผู้ลงทุนสามารถตรวจสอบได้โดยง่าย

- ทำให้มีแหล่งรวบรวมข้อมูลของกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่เป็นระบบ

การขึ้นทะเบียนผู้จัดการกองทุนจะทำให้ US SEC สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลต่าง ๆ ได้แก่ ลักษณะกลยุทธ์ มูลค่าของกองทุน การซื้อขายหลักทรัพย์ และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการบริหารกองทุน ซึ่งจะเป็นข้อมูลสำคัญที่ใช้ประกอบการศึกษาภาพรวมของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ และเพื่อประโยชน์ในการตรวจสอบธุรกรรมต่างๆของกองทุนได้โดยตรง โดยไม่จำเป็นต้องอาศัยข้อมูลการทำธุรกรรมจากนายหน้าค้าหลักทรัพย์ ซึ่ง US SEC มีความยากลำบาก

<sup>17</sup> Implication of the Growth of Hedge Funds, United States Securities and

ในการรวบรวมข้อมูลมากกว่า จึงทำให้ US SEC เข้าใจถึงธุรกรรมและตรวจสอบการบริหารกองทุนของผู้จัดการกองทุนได้โดยง่าย

### 8.3.2 การตอบโต้ของเฮดจ์ฟันด์

เฮดจ์ฟันด์นำโดยนายฟิลิป โกลด์สไตน์ (Philips Goldstein) ผู้จัดการกองทุนบริษัท Opportunity Partners LP ได้ทำการยื่นอุทธรณ์ต่อศาล ณ กรุงวอชิงตัน ว่า US SEC ไม่มีอำนาจในทางกฎหมายใดๆ ในการกำกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ ศาลได้ทำการประทับรับฟ้องไว้และศาลโดยผู้พิพากษา เรมอนด์ แรนดอล์ฟ (Raymond Randolph) ได้ทำการตัดสินคดีนี้ในวันที่ 23 มิถุนายน ปี 2006 ว่า "คำว่าเฮดจ์ฟันด์มิได้เคยถูกบัญญัติไว้ในที่ใดแม้ใน Federal Securities Law และในคำว่าเฮดจ์ฟันด์เองก็กินความหมายกว้างครอบคลุมธุรกิจที่ดำเนินกิจกรรมทางการเงินที่มีความแตกต่างและหลากหลายอย่างมาก ดังนั้น การนำกฎหมายมาบังคับใช้จึงไม่ชัดเจน"

ส่วนการตีความคำว่า "ลูกค้ำ" ตามกฎหมาย Investment Advisor Act นั้น ศาลเห็นว่า "ลูกค้ำจะต้องเป็นบุคคลที่ได้รับคำแนะนำโดยตรงจากที่ปรึกษา"<sup>18</sup> ซึ่งก็จะหมายถึงกองทุนเฮดจ์ฟันด์เท่านั้น แต่จะไม่รวมถึงลูกค้ำของกองทุน ดังนั้น การตีความของศาลนี้จึงขัดกับการตีความของ US SEC ที่ตีความกว้างออกไปถึงลูกค้ำของกองทุน ผู้ถือหุ้นในกองทุน สมาชิกหรือผู้รับผลประโยชน์จากกองทุนเฮดจ์ฟันด์

เราจึงเห็นได้ว่าการตีความของศาลเป็นไปตามเฮดจ์ฟันด์ผู้ฟ้องร้องคดีนี้ กล่าวคือ ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษา ส่วนกองทุนเฮดจ์ฟันด์คือ ลูกค้ำที่รับคำปรึกษาโดยตรง ดังนั้น จากคำตัดสินดังกล่าวทำให้บริษัทจัดการเฮดจ์ฟันด์ที่มีจำนวนกองทุนไม่เกิน 15 กองทุนหลุดพ้นจากการกำกับดูแลตามกฎหมายฉบับนี้ ยิ่งกว่านั้น ศาลเห็นว่าการตีความดังกล่าวของ US SEC เป็นการใช้อำนาจเกินขอบเขตขององค์กร ศาลจึงมีคำสั่งให้ US SEC ถอนประกาศเรื่อง Hedge Fund Rule ออกไป

### 8.4 ปฏิสัมพันธ์เชิงอำนาจของเฮดจ์ฟันด์ต่อระบบสถาบันในสหรัฐฯ

การพ่ายแพ้ของ US SEC ต่อกรณีที่เฮดจ์ฟันด์นำโดยนายฟิลลิป โกลด์สไตน์ ได้ร้องต่อศาลถึงการใช้อำนาจเกินขอบเขตในการกำกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ ถือเป็นเหตุการณ์สำคัญที่แสดงให้เห็นถึงเครือข่ายความสัมพันธ์และปฏิสัมพันธ์เชิงอำนาจของเฮดจ์ฟันด์ต่อบุคคลใน

<sup>18</sup> Andrew Harris, "SEC Hedge Fund Registration Rule Struck Down by Court,"



โครงสร้างส่วนบนของสหรัฐฯ และได้ส่งผลกระทบต่อทำที่ของประธานของ US SEC นายคริสโตเฟอร์ ค็อกซ์ (Christopher Cox) ที่ลดความแข็งแกร่งราวลง เห็นได้จากคำแถลงการณ์ต่อ สภาของเกรส (Congress) ในการชี้แจงถึงเหตุที่เกิดขึ้น รวมถึงการนำเสนอแนวทางอื่นที่ทางการจะต้องดำเนินการในการกำกับกองทุนเฮดจ์ฟันด์ต่อไปในอนาคต โดยเน้นย้ำถึงการตระหนักถึงผลกระทบในการดำเนินธุรกิจว่า การกำกับดังกล่าวจะต้องไม่ขัดขวางการดำเนินการอันเป็นปกติของเฮดจ์ฟันด์ เช่น การทำ Short Sell และการกำกับที่ดีจะต้องรักษาความลับของกลยุทธ์การลงทุน<sup>19</sup>

ความพยายามที่ล้มเหลวดังกล่าว ทำให้ US SEC ตระหนักว่ากฎหมายที่มีอยู่มีความล้าหลังและไม่เพียงพอที่จะจัดการกับเฮดจ์ฟันด์ได้ ซึ่งหมายถึงการที่จะต้องนำเรื่องนี้เรื่องเข้าสู่กระบวนการแก้ไขกฎหมายหรือการออกกฎหมายใหม่ ซึ่งคงต้องใช้เวลายาวนาน โดยสิ่งที่น่ากังวลใจก็คือการที่เฮดจ์ฟันด์ได้สร้างอิทธิพลที่มากขึ้นต่อระบบการเงินและตลาดทุนโลก รวมถึงปริมาณการซื้อโง่งที่เพิ่มมากขึ้นเป็นเงาตามตัว จากปริมาณคดีที่ US SEC ร้องทุกข์กล่าวโทษต่อเฮดจ์ฟันด์ในปี 2001 มีทั้งสิ้น 4 คดี ได้เพิ่มขึ้นเป็น 90 คดีในกลางปี 2006 และที่ผ่านมานอกจากกรณีเฮดจ์ฟันด์ขนาดใหญ่อย่าง LTCM และ ไทเกอร์ ฟันด์ ที่ต้องล่มสลายแล้ว ยังมีเฮดจ์ฟันด์ขนาดรองลงมาอีกจำนวนมากที่ต้องปิดตัวลง ได้แก่ Bayou Group, Manhattan Investment Fund, Lancer Group, Philadelphia Alternative Asset และล่าสุด Amaranth Advisors LLP ซึ่งได้สร้างความเสียหายให้กับนักลงทุนเป็นอย่างมาก

แต่การดำเนินการในอนาคตไม่ว่าจะเป็นการผ่านร่างกฎหมายใหม่หรือการแก้ไขกฎหมายก็ตาม เป็นสิ่งที่ยากที่จะคาดเดาถึงผลลัพธ์ที่จะเกิดขึ้นเนื่องจากความไม่รู้และไม่เข้าใจของผู้กำหนดนโยบาย (Public Policy Maker) เช่น ในการประชุมของสมาชิกสภาของเกรส กรรมาธิการวุฒิสภาด้านการธนาคารในวันที่ 16 พฤษภาคมปี 2006 นาย จิม บันนิง (Jim Bunning) วุฒิสมาชิกพรรครีพับลิกันจากรัฐแคนดักก็ ได้กล่าวต่อสภาว่า "เงินและอนาคตผู้คนจำนวนมากเข้ามาเกี่ยวข้องกับในธุรกิจนี้ได้สร้างประเด็นคำถามและความกังวลใจขึ้นอย่างมาก" "สิ่งที่สำคัญที่สุดทำให้เรารู้สึกกังวลใจคือ เราไม่รู้อะไรมากนักเกี่ยวกับเฮดจ์ฟันด์"<sup>20</sup>

<sup>19</sup> Katherine Burton and Jenny Strasburg, *Bloomberg News* (Jul 28, 2006)

<sup>20</sup> Craig Torres and Katherine Burton, "Bernanke Says Market Is Best Regulator of Hedge Funds," *Bloomberg News* (May,16 2006)

### 8.4.1 เสี่ยงคัดค้านต่อ US SEC ในการกำกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์

การดำเนินการที่จะควบคุมและกำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์ของ US SEC เป็นสิ่งที่ดำเนินการได้ยากเนื่องจากเฮดจ์ฟันด์ได้สร้างปฏิสัมพันธ์เชิงอำนาจกับองค์กรต่างๆ ที่แวดล้อมเฮดจ์ฟันด์อยู่ เช่น พรรคการเมืองและนักการเมืองสหรัฐฯ ดังที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 5 รวมถึงเฮดจ์ฟันด์ได้พยายามครอบงำและชี้นำสถาบันที่เกี่ยวข้อง เช่น กรณีการออก Hedge Fund Rule เพื่อใช้กำกับเฮดจ์ฟันด์นั้น คณะกรรมการของ US SEC ต้องทำการโหวตและมติออกมาแบบไม่เอกฉันท์ มีเสียงสนับสนุนเพียง 3 ต่อ 2 เสียง โดยผู้สนับสนุนได้กล่าวถึงความจำเป็นที่จะต้องกำกับดังที่กล่าวมาแล้วข้างต้น

ในขณะที่ผู้คัดค้านกลับให้ข้อมูลตรงข้ามเช่น นายพอล แอตกินส์ (Paul Atkins) หนึ่งในคณะกรรมการของ US SEC ผู้โหวตคัดค้านการขึ้นทะเบียนเฮดจ์ฟันด์ได้ให้ความเห็นว่าปัจจุบันทางการได้มีกฎหมายที่พอเพียงในการที่จะดูแลผู้ลงทุนรวมถึงการดูแลความเสี่ยงของตลาด ดังนั้นจึงไม่มีความจำเป็นที่สภาจะต้องออกกฎหมายใด ๆ อีก ส่วนนางซินเทีย กลาสแมน (Cynthia Glassman) อีกหนึ่งในคณะกรรมการของ US SEC ผู้โหวตคัดค้านได้กล่าวยืนยันคำคัดค้านของเธอโดยให้ความเห็นว่ากฎนี้อาจนำมาซึ่งผลกระทบที่ไม่คาดคิด เพราะการขึ้นทะเบียนผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์อาจนำนักลงทุนเข้าใจว่าการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์เหล่านี้มีความปลอดภัยเนื่องจากอยู่ในกำกับของ US SEC จึงละเลยถึงความเสี่ยงที่มีอยู่<sup>21</sup>

ส่วนแรงกดดันจากภายนอก US SEC มีมาจากผู้ที่อยู่ในโครงสร้างส่วนบนจำนวนมาก เช่น นายแรนดอล ควอลส์ (Randal Quarles) Treasury Undersecretary for Domestic Finance ได้กล่าวปกป้องธุรกิจเฮดจ์ฟันด์อย่างชัดเจน “ในปัจจุบันเฮดจ์ฟันด์นั้นมีแนวโน้มที่จะสร้างความเสียหายต่อตลาดการเงินลดลงกว่าแต่ก่อนมาก เนื่องจากองค์กรต่างๆ ในวอลล์สตรีทได้เพิ่มความเข้มงวดในการทำธุรกิจกับเฮดจ์ฟันด์ รวมถึงเฮดจ์ฟันด์เองก็ได้มีการปรับปรุงระบบบริหารความเสี่ยงให้พร้อมรับต่อสภาพความผันผวนที่รุนแรงได้ดีขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งคู่ค้าอย่าง Prime Broker และผู้รับฝากหลักทรัพย์ซึ่งเป็นแหล่งเงินกู้ที่สำคัญของเฮดจ์ฟันด์ได้เข้ามาดูแลใกล้ชิดมากกว่าแต่ก่อน ดังนั้นการออกกฎหมายใหม่ของสภาองเกรส (Congress)

<sup>21</sup> Craig Torres and Scott Lanman, “Bernanke Adopts Greenspan’s Stance Toward Hedge Funds,” [Bloomberg News](#).

จึงเป็นสิ่งที่เร็วเกินไป” “รัฐบาลไม่มีความจำเป็นที่ต้องออกกฎหมายใหม่เพื่อกำกับดูแล (เฮดจ์ฟันด์)”<sup>22</sup>

ส่วนวุฒิสมาชิก เช่น นายจอห์น ซุนนูนู (John Sununu) จากพรรครีพับลิกัน ได้วิพากษ์ถึงความพยายามกำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์ของ US SEC ในเชิงลบที่รุนแรง “คงไม่มีใครแปลกใจที่ศาลได้ตัดสินใจให้ US SEC ได้พ่ายแพ้ เพราะกฎที่ US SEC พยายามจะเสนอนั้นเป็นการดำเนินการตามอำเภอใจโดยปราศจากเหตุผลและขาดความเป็นธรรม รวมถึงการเสนอกฎหมายยังขาดสาเหตุของปัญหาที่ชัดเจนและมีได้แสดงให้เห็นว่าจะทำให้ตลาดมีประสิทธิภาพขึ้นได้อย่างไร”<sup>23</sup>

เช่นเดียวกันกับนายอลัน กรีนสแปน อดีตประธาน Federal Reserve ซึ่งนับเป็นนักเศรษฐศาสตร์การเงินคนสำคัญที่ทรงอิทธิพลที่สุดของสหรัฐฯ ในยุคนี้ได้กล่าวต่อวุฒิสภาในปี 1998 ว่า “ในขณะที่ประสิทธิภาพการสื่อสารได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและเป็นไปทั่วโลก การซื้อขายหลักทรัพย์สามารถกระทำได้ทุกหนทุกแห่ง ซึ่งเฮดจ์ฟันด์เองก็สามารถใช้ประโยชน์จากสิ่งเหล่านี้ได้อย่างง่ายดาย ดังนั้น การกำกับควบคุมด้วยกฎหมายที่เข้มงวดจะส่งผลให้ความคล่องตัวในการทำธุรกิจของกองทุนเหล่านั้นลดลง จะมีผลให้เฮดจ์ฟันด์ที่อยู่ในสหรัฐฯ เหล่านี้อพยพย้ายไปสู่ตลาดอื่นซึ่งมีการควบคุมที่ยืดหยุ่นกว่า ดังนั้น ข้าพเจ้าเห็นว่าสิ่งที่ดีที่สุดที่เราสามารถทำได้ในขณะนี้คือการกำกับเฮดจ์ฟันด์ทางอ้อม”<sup>24</sup> และในเดือนสิงหาคม ปี 2004 นายกรีนสแปนได้ส่งจดหมายถึงสมาชิกวุฒิสภา นายไมเคิล เครปโป (Michael Crapo) ว่าการบังคับให้เฮดจ์ฟันด์ขึ้นทะเบียน กับ US SEC นั้น ข้อมูลที่ทางการได้มาจะมีประโยชน์น้อยมาก ยิ่งไปกว่านั้น นายเบอรรันเก้ ประธานของ Federal Reserve คนปัจจุบันผู้สานต่อเจตนารมณ์ของนาย กรีนสแปน ยังย้ำชัดในเรื่องนี้ว่า การพัฒนารฐานข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับสถานะการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ไม่น่าจะเป็นสิ่งที่ประโยชน์ต่อภาครัฐและยังอาจสร้างสำนึกที่ผิดต่อผู้กำกับดูแล ถึงแม้ว่าฐานข้อมูลดังกล่าวจะเปิดเผยสิ่งที่อยู่ในเฮดจ์ฟันด์ก็จริงแต่จะไม่ได้เป็นการช่วยบรรเทาความกังวลที่เป็นอยู่เกี่ยวกับเรื่องของความเสี่ยงในเรื่องสภาพคล่อง เนื่องจากผู้กำกับดูแลก็ไม่สามารถคาดเดา

<sup>22</sup> Joseph Hellrung, "Hedge Fund Regulation: Investors Are Knocking at the Door, But Can the SEC Clean House Before Everyone Rushes In?," North Carolina Banking Institute, (February, 2005)

<sup>23</sup> Jesse Westbrook and Alison Vekshin, Bloomberg News (Jul 26, 2006)

<sup>24</sup> Robert G. Morvillo and Robert J. Anello, "Regulation and Prosecution of Hedge Funds," New York Law Journal 236 No. 21. pp. 1-3.

ความเสี่ยงของระบบได้ การกระทำดังกล่าวอาจทำให้เกิดการขัดขวางต่อความคิดสร้างสรรค์ของเฮดจ์ฟันด์โดยไม่ได้แก้ปัญหาดังที่คาดไว้<sup>25</sup>

ยิ่งไปกว่านั้น นายเบอร์นันก์ เห็นว่า ตลาดที่มีวินัยจะเป็นการกำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์ที่ดีที่สุดมากกว่าการออกกฎหมายของรัฐบาล ซึ่งความเห็นดังกล่าวเป็นการแสดงให้เห็นถึงการนำแนวความคิดเรื่องตลาดเสรีของ นาย กรีนสแปนมาใช้ โดยได้กล่าวไว้ในสุนทรพจน์ในการประชุมของ Federal Reserve ที่แอตแลนต้าในเรื่องเฮดจ์ฟันด์ว่า “กลไกเบื้องต้นในการกำกับองค์กรที่มีความเสี่ยงสูงในระบบเศรษฐกิจคือการสร้างวินัยโดยองค์กรต่างๆ ที่เกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็นผู้ให้กู้ คู่ค้าหรือนักลงทุน”<sup>26</sup> ซึ่งนับเป็นครั้งแรกที่นายเบอร์นันก์ ได้กล่าวถึงเฮดจ์ฟันด์ตั้งแต่เข้ามารับตำแหน่งซึ่งได้สอดคล้องกับความคิดของ นาย อลัน กรีนสแปน ว่าการกำกับดูแลจากภาครัฐโดยตรงจะนำมาซึ่งความเสียหายมากกว่าจะเกิดประโยชน์ เนื่องจากเฮดจ์ฟันด์เป็นภาคธุรกิจซึ่งมีพัฒนาการอย่างรวดเร็วและมีความคิดสร้างสรรค์สูง โดยทั้งธนาคารพาณิชย์และนายหน้าค้าหลักทรัพย์ ต่างก็ขานรับว่ามีแนวความคิดตรงกันที่จะกระตุ้นให้มีการกำกับดูแลคู่ค้าและนายเบอร์นันก์เห็นว่าหนทางที่ดีที่สุดในการเข้าถึงข้อมูล คือ การกำหนดหน้าที่ให้กับผู้ร่วมตลาดเพื่อให้เกิดวินัยต่อระบบเป็นแนวทางที่สมเหตุสมผลที่สุด

ในแวดวงของกระทรวงยุติธรรมบางส่วนก็ออกมาขานรับถึงแนวคิดเหล่านี้โดยนาย อีเลียต สปีทเซอร์ อัยการสูงสุดรัฐนิวยอร์กซึ่งเป็นถิ่นที่ตั้งของบริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์จำนวนมาก ได้ให้ความเห็นว่า US SEC ไม่มีความจำเป็นที่จะต้องเน้นเรื่องการปกป้องนักลงทุนรายย่อยเนื่องจากเฮดจ์ฟันด์เป็นการลงทุนของนักลงทุนที่มีความรู้ ดังนั้นการกำกับเฮดจ์ฟันด์จึงไม่ใช่สิ่งจำเป็นเร่งด่วนในปัจจุบัน<sup>27</sup>

เหตุผลสำคัญส่วนหนึ่งที่อยู่เบื้องหลังเสียงคัดค้านเหล่านั้น คือ นอกจากกฎหมายของ US SEC อันใหม่ใหม่ที่คัดค้านเห็นว่าไม่ตอบโจทยในการแก้ปัญหา<sup>28</sup> แล้ว ที่สำคัญ

<sup>25</sup> Greg Quinn and Alexandre Deslongchamps, *Bloomberg News* (May, 16 2006)

<sup>26</sup> Ibid.

<sup>27</sup> Robert G. Morvillo and Robert J. Anello, “Regulation and Prosecution of Hedge Funds,” *New York Law Journal* 236 No. 21. pp. 1-3.

<sup>28</sup> Dale Oesterle and David Skeel. Should Hedge Fund be regulated? [Online]. Legal affairs, 2005. แหล่งที่มา:

[http://www.legalaffairs.org/webexclusive/debateclub\\_hedgefunds1105.msp](http://www.legalaffairs.org/webexclusive/debateclub_hedgefunds1105.msp)

เศรษฐกิจอเมริกันเองถูกผลักดันให้ขับเคลื่อนด้วยธุรกิจการเงินอย่างเฮดจ์ฟันด์ เนื่องจากกองทุนเหล่านี้เป็นตัวจักรสำคัญในการเคลื่อนย้ายเงินทุน (Capital Reallocation) ในยุคโลกาภิวัตน์ได้อย่างรวดเร็ว ซึ่งเป็นสิ่งที่ดีต่อระบบเศรษฐกิจและยังช่วยขึ้นรูปบริษัทอเมริกันให้เข้าที่เข้าทาง “มันจะเป็นสิ่งที่ผิดอย่างยิ่งหากห้ามไม่ให้เฮดจ์ฟันด์ลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยง หรือจำกัดชนิดและประเภทของหลักทรัพย์ที่จะลงทุน เพราะความเสี่ยงในการลงทุนนั้นเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้เศรษฐกิจอเมริกาเจริญเติบโต”<sup>29</sup> ตัวอย่างเช่น การทำ Short Sell เป็นสิ่งที่สำคัญอย่างยิ่งในการเพิ่มสภาพคล่องและประสิทธิภาพของตลาด นอกจากนี้ผู้ที่ทำ Short Sell ยังมีประโยชน์ในฐานะผู้ส่งสัญญาณเตือนหากมีสิ่งผิดปกติเกิดขึ้น เช่น กรณีของบริษัท Enron<sup>30</sup> ผู้ที่ทำ Short Sell นี้เองเป็นคนแรกที่ทำให้เห็นถึงปัญหาของบริษัทนี้ ดังนั้น การกำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์โดยการใช้กฎหมาย Investment Company Act. 1940 จะเป็นการจำกัดความสามารถในการทำธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เป็นอย่างมาก<sup>31</sup>

ในระยะเวลา 4 เดือนกว่าที่กฎหมายของ US SEC บังคับใช้ จากวันที่ 1 กุมภาพันธ์ 2006 ถึง วันที่ 23 มิถุนายน ปี 2006 มีเฮดจ์ฟันด์เพียง 2,500 กองทุนจากจำนวนทั้งหมด 8,800 กองทุน ที่เข้าจดทะเบียนกับทาง US SEC และจากเฮดจ์ฟันด์ที่จดทะเบียนดังกล่าวมีบริษัทจัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์มากถึง 88% ตั้งอยู่ในสหรัฐฯเอง และถึงแม้ว่าจากสถิติที่ว่าเฮดจ์ฟันด์จะมีสัดส่วนเพียง 5% ของทรัพย์สินที่บริหารในสหรัฐฯ แต่เฮดจ์ฟันด์ก็ทรงอิทธิพลอย่างมากต่อตลาดทุนเนื่องจากมีปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์สูงเป็นสัดส่วนถึง 30% ของตลาด New York Stock Exchange (NYSE)<sup>32</sup> ปัจจุบันเราได้เห็นถึงความเคลื่อนไหวของเฮดจ์ฟันด์ในตลาดต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นตลาดหุ้น ตลาดพันธบัตร ตลาดหุ้นกู้แปลงสภาพ ตลาดอนุพันธ์ และเมื่อไม่นานมานี้เรายังได้เห็นการเข้ามาครอบงำบริษัทและการเข้ามาสู่การซื้อขายน้ำมันดิบในตลาดล่วงหน้า ซึ่งเราคงปฏิเสธไม่ได้ถึงประโยชน์ที่เกิดจากเฮดจ์ฟันด์ที่มีอยู่ไม่น้อยต่อภาคการเงินของสหรัฐฯ ต่อนักลงทุนและต่อตลาด ไม่ว่าจะเป็นสภาพคล่องที่เกิดจากการซื้อขายของเฮดจ์ฟันด์ การ

<sup>29</sup> Ibid.

<sup>30</sup> Enron [Online], Wikipedia: The free encyclopedia, แหล่งที่มา: <http://en.wikipedia.org/wiki/Enron> [พฤษภาคม, 2550]

<sup>31</sup> Dale Oesterle and David Skeel. Should Hedge Fund be regulated?

<sup>32</sup> Christopher Cox. Testimony Concerning the Regulation of Hedge Funds: before the US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs [Online]. U.S.A.: United States Securities and Exchange Commission, July, 2006.



ทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับเข้าสู่ราคาพื้นฐานด้วยความรวดเร็วยิ่งขึ้นไม่ว่าจะเป็นการขายหลักทรัพย์ในขณะที่ราคาหลักทรัพย์ขึ้นสูงเกินจริงหรือการเข้าซื้อหลักทรัพย์ในขณะที่ราคาหลักทรัพย์ตกอย่างรุนแรงต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน ซึ่งการกระทำดังกล่าวเป็นกลไกสำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพให้กับตลาด รวมถึงเป็นการส่งสัญญาณผ่านตลาดให้กับนักลงทุนทั่วไป และที่สำคัญที่สุดสำหรับนักลงทุน คือ การเข้าไปลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ยังช่วยให้นักลงทุนสถาบันสามารถลดความเสี่ยงหากจัดสรรเงินลงทุนบางส่วนเข้าลงทุนในเฮดจ์ฟันด์เนื่องจากมีค่าสหสัมพันธ์ที่ต่ำกว่าการลงทุนแบบดั้งเดิม (Traditional Portfolio Investment) \* ดังนั้น เฮดจ์ฟันด์จึงมีประโยชน์ต่อสหรัฐฯ เป็นอย่างยิ่งทั้งในด้านเศรษฐกิจและการลงทุน

#### 8.4.2 แนวทางต่อไปของเฮดจ์ฟันด์

ขณะที่ US SEC ต้องยอมถอยหลังเพื่อกลับมาทบทวนแนวทางที่จะจัดการกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ แต่เฮดจ์ฟันด์กลับเดินกลยุทธรุกไปข้างหน้าเนื่องจากความได้เปรียบที่เกิดขึ้นจากสายสัมพันธ์กับการเมืองสหรัฐฯ นอกจากนี้ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เป็นธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับเงินมหาศาล ดังนั้น จึงทำให้เฮดจ์ฟันด์กลายเป็นลูกค้าชั้นดีของบริษัทกฎหมายต่าง ๆ ทั่วประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งใน นิวยอร์กและวอชิงตันดีซี ซึ่งเป็นฐานการเงินและฐานอำนาจทางการเมือง อย่างเช่น Rich & Intelisano LLP, Bryan Cave LLP, Willkie Farr & Gallagher, Kramer Levin Naftalis & Frankel, Clearly Gottlieb Steen & Hamilton<sup>33</sup> โดยบริษัทเหล่านี้บางบริษัท ได้จ้างอดีตเจ้าหน้าที่ระดับสูงของ US SEC เข้ามาทำงาน เช่น นายแบร์รี บาร์แบช (Barry Barbash) อดีตผู้อำนวยการสายงานกำกับจัดการลงทุนของ USSEC ปัจจุบันเป็นหุ้นส่วนของ Willkie Farr & Gallagher หรือ นาย เดวิด เบคเคอร์ (David Becker) อดีตที่ปรึกษาของ US SEC ปัจจุบันเป็นหุ้นส่วนของ Clearly Gottlieb Steen & Hamilton จึงทำให้เฮดจ์ฟันด์อยู่ในสถานะที่ได้เปรียบเนื่องจากมีทั้งเงินทุนและมีแนวร่วมที่รู้จักสำนักงาน US SEC เป็นอย่างดี

จากข้อมูลของ US SEC เดือนมิถุนายน 2006 ได้ประมาณการว่า เฮดจ์ฟันด์มีการขยายตัวอย่างต่อเนื่องโดยมีจำนวนทั้งสิ้นกว่า 8,800 แห่ง มีทรัพย์สินที่บริหารไม่น้อยกว่า 1.2 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ซึ่งก็หมายถึงการเจริญเติบโตของเฮดจ์ฟันด์ที่สูงถึง 3000% ภายในระยะเวลาเพียง 16 ปี การเจริญเติบโตในระยะหลังเกิดขึ้นจากการเพิ่มการลงทุนของลูกค้า

---

\* Traditional Portfolio Investment คือ การลงทุนในหลักทรัพย์ประเภท หุ้น และ ตราสารหนี้ ซึ่งเป็นที่คุ้นเคยของนักลงทุนทั่วไป

<sup>33</sup> Andrew Harris, Bloomberg News, (June 26 ,2006)

ประเภทสถาบันซึ่งมิได้หมายรวมถึงแค่บริษัทต่าง ๆ หรือธนาคารเพื่อการลงทุนเท่านั้น แต่ยังรวมถึงกองทุนสำรองเลี้ยงชีพของเอกชน กองทุนบำเหน็จบำนาญของราชการ เงินกองทุนของมหาวิทยาลัยและมูลนิธิต่างๆ เพียงปี 2005 เพียงปีเดียวทาง US SEC ประมาณการว่ามีเฮดจ์ฟันด์เกิดขึ้นใหม่อีกถึง 2,000 กองทุน<sup>34</sup>

เฮดจ์ฟันด์ได้สังเกตเห็นว่า นักลงทุนสถาบันเหล่านี้เป็นลูกค้าที่กำลังมีการเจริญเติบโตสูงและมีความต้องการเพิ่มขึ้นอย่างมากในการขยายขอบเขตการลงทุน เฮดจ์ฟันด์จึงทำการวิ่งเต้นในการแก้กฎหมายเรื่องการบริหารเงินของกองทุนสำรองเลี้ยงชีพและกองทุนบำเหน็จบำนาญ เพื่อให้เกิดการผ่อนคลายในเรื่องของปริมาณเงินที่เฮดจ์ฟันด์สามารถบริหารได้ โดยกฎหมายปัจจุบันได้จำกัดวงเงินไว้ที่ 25% ของเงินกองทุน โดยนับรวมเงินสำรองเลี้ยงชีพที่มาจากทั้งในและต่างประเทศ โดยการแก้กฎหมายนี้จะมีจุดประสงค์ไม่นับรวมเงินสำรองเลี้ยงชีพจากต่างประเทศจะทำให้เฮดจ์ฟันด์บริหารเงินกองทุนเพื่อการเกษียณเหล่านี้ได้มากขึ้น ซึ่งจะเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อการเจริญเติบโตของเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต เนื่องจากในปัจจุบันสถาบันต่างๆ มีความต้องการที่จะลงทุนในเฮดจ์ฟันด์โดยเฉพาะอย่างยิ่งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพและกองทุนบำเหน็จบำนาญจากทั่วโลก ในปี 2004 สถาบันในสหรัฐมีสัดส่วนการลงทุนอยู่ในเฮดจ์ฟันด์ประมาณ 8% ของทรัพย์สินทั้งหมดที่เฮดจ์ฟันด์บริหารอยู่ โดยมีการคาดการณ์ว่าในปี 2008 สถาบันต่างๆจะมีเงินลงทุนเป็นสัดส่วนลงทุนสูงถึง 22% \*

ประธานาธิบดีบุชได้ทำการลงนามเพื่อผ่านกฎหมายดังกล่าวเมื่อวันที่ 17 สิงหาคม 2006<sup>35</sup> ซึ่งได้สร้างความกังวลใจให้กับผู้ที่กำกับดูแลกองทุนเพื่อการเกษียณเป็นอย่างยิ่ง เนื่องจากนักลงทุนสถาบันเหล่านี้คือช่องทางในการออมและการลงทุนของรายย่อยจำนวนมาก ซึ่งถือเป็นทางผ่านที่สำคัญของผู้ออมรายย่อยไปสู่ความเสี่ยงของเฮดจ์ฟันด์ ดังนั้น การแก้ไขกฎหมายนี้จึงถือเป็นทลายแนวป้องกันสำคัญที่มีอยู่ โดยนาย เดมอน ซิลเวอร์ (Demon Silvers) Associate General Counsel of the Washington-based AFL-CIO ซึ่งเป็นสหภาพแรงงานที่ใหญ่ที่สุดของสหรัฐฯ ซึ่งมีเงินกองทุนบำเหน็จบำนาญขนาด 400,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ได้วิพากษ์วิจารณ์ถึง

<sup>34</sup> Christopher Cox. Testimony Concerning the Regulation of Hedge Funds: before the US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs [Online]. U.S.A.: United States Securities and Exchange Commission, July, 2006.

\* คาดการณ์โดยบริษัทที่ปรึกษา Casey, Quirk & Acito LLC

<sup>35</sup> Aaron Siegel, "Pension reform bill is law," InvestmentNews, (August 17, 2006)

การแก้ไขกฎหมายของประธานาธิบดีบุช เกี่ยวกับกองทุนบำเหน็จบำนาญเพื่อผ่อนคลายให้กองทุนบำเหน็จบำนาญสามารถลงทุนในกองทุนเฮดจ์ฟันด์ได้ง่ายขึ้นว่า “สิ่งที่เกิดขึ้นทำให้ผมรู้สึกว่าเป็นการตัดสินใจที่น่าเป็นห่วงอย่างยิ่งของรัฐบาล”<sup>36</sup>

นอกจากนี้ยังมีสถาบันประเภทอื่นที่มีองค์ประกอบของรายย่อย เช่น เงินกองทุนมหาวิทยาลัย มูลนิธิและองค์กรการกุศลต่าง ๆ รวมถึงการลงทุนใน Fund of Hedge Fund ที่มีการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์เพิ่มขึ้น แต่แนวโน้มที่เห็นได้ชัดเจนกว่าสถาบันอื่น คือ เงินกองทุนมหาวิทยาลัย มีมหาวิทยาลัยจำนวน 2 ใน 3 ในสหรัฐฯ ที่นำเงินกองทุนของมหาวิทยาลัยลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ โดยมหาวิทยาลัยดังกล่าวจะจัดสรรเงินลงทุนประมาณ 18% เพื่อลงทุนในเฮดจ์ฟันด์<sup>37</sup> ซึ่งเราคงปฏิเสธไม่ได้ว่าเงินลงทุนเหล่านี้มีผลกระทบต่อคนจำนวนมาก

เราจะเห็นได้ว่า เฮดจ์ฟันด์ได้สร้างเครือข่ายแนวร่วมต่างๆ โดยแผ่ขยายครอบคลุมโครงสร้างส่วนบนของสหรัฐฯ ไว้อย่างแนบแน่น โดยมีจุดประสงค์ทั้งในเชิงรุกและเชิงรับ คือ การปกป้องธุรกิจของตน พร้อมกับขยายตัวเข้าสู่ผู้ลงทุนในวงกว้าง

#### 8.4.3 แนวทางต่อไปของ US SEC

ถึงแม้เฮดจ์ฟันด์จะมีประโยชน์อยู่บ้าง แต่ US SEC เห็นว่าเฮดจ์ฟันด์นั้นไม่ต่างจากนักลงทุนอื่นในตลาดที่จะต้องปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวกับการลงทุน รวมถึงผู้จัดการกองทุนก็ต้องมีภาระหน้าที่ที่จะรับผิดชอบเช่นเดียวกับที่ปรึกษาการลงทุนอื่นๆ ดังนั้น ถึงแม้ว่าเฮดจ์ฟันด์จะรอดพ้นจาก Hedge Fund Rule ก็ตามแต่เฮดจ์ฟันด์ก็ยังอยู่ภายใต้กฎหมายของ Federal Securities Laws ในหมวดของ Anti Fraud Provisions ซึ่งรวมถึงกฎหมาย Exchange Act ข้อที่ 10b-5, กฎหมาย Securities Act มาตรา 17(a), กฎหมาย Advisers Act มาตรา 206 สำหรับในกฎหมายหลังนี้ ถึงแม้เฮดจ์ฟันด์จะได้รับการยกเว้นในเรื่องการขึ้นทะเบียนแต่ก็ไม่ถูกยกเว้นในหมวดของการข้อโกง โดยในมาตรา 206 ของกฎหมาย Advisers Act นี้ จะครอบคลุมถึงการกระทำใด ๆ ที่ผิดกฎหมายจากที่ปรึกษาการลงทุนทั้งทางตรงและทางอ้อม ซึ่งในมาตรา 206 นี้ เป็นกฎหมายที่มีความกว้างในการใช้งานซึ่งมิได้จำกัดความเพียงการซื้อขายหลักทรัพย์และไม่

<sup>36</sup> Jenny Strasburg, “Amaranth Hedge-Fund Losses Hit 3M Pension, Goldman,” [Bloomberg News](#) (Sep 21 2006)

<sup>37</sup> Christopher Cox. [Testimony Concerning the Regulation of Hedge Funds: before the US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs](#) [Online]. U.S.A.: United States Securities and Exchange Commission, July, 2006.

จำเป็นต้องพิสูจน์ทราบถึงการกระทำที่จงใจหรือไม่ก็ตาม ซึ่งการตีความให้ครอบคลุมดังกล่าวนี้ จะทำให้ US SEC มีอิสระและมีอำนาจเต็มที่ในการจัดการกับผู้จัดการกองทุนที่ประพฤติมิชอบ<sup>38</sup>

ในหลายปีที่ผ่านมาทางสำนักงาน US SEC ได้ดำเนินคดีกับผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์จำนวนมากในเรื่องของการขโมยและการไม่ปฏิบัติหน้าที่ความรับผิดชอบที่สมควร จำนวนของผู้จัดการกองทุนที่ถูกดำเนินคดีจาก 4 คดีในปี 2001 เพิ่มขึ้นเป็น 90 คดีในกลางปี 2006 โดยคดีต่างๆมีตั้งแต่ การจัดการไม่ถูกต้องกับทรัพย์สิน, การใช้ข้อมูลภายในในการซื้อขายหลักทรัพย์, การรายงานผลประกอบการที่บิดเบือนไปจากความเป็นจริง, การใช้ข้อมูลเท็จเกี่ยวกับประสิทธิภาพและผลงานการทำงาน และการให้ข้อมูลเท็จของผลตอบแทน นอกจากนี้ยังมีกรณีของการให้ข้อมูลที่ไม่ถูกต้องเกี่ยวกับกลยุทธ์การซื้อขาย, การไม่เปิดเผยข้อมูลในการเลือกปฏิบัติต่อลูกค้าทำให้ลูกค้าบางรายต้องเสียเปรียบในเรื่องของการรับภาระค่าใช้จ่ายจากลูกค้ารายอื่น, การปั่นราคาหลักทรัพย์ การทำ Short Sell ในลักษณะที่ผิดกฎหมาย และการตีมูลค่าหลักทรัพย์ในวิธีที่ไม่เหมาะสม โดยในบางกรณีทาง US SEC ได้ทำงานร่วมกับเจ้าหน้าที่ของรัฐที่ดูแลในด้านคดีอาญาในกรณีที่มีความผิดทางอาญาเกิดขึ้น

ตัวอย่างของคดีสำคัญของเฮดจ์ฟันด์ที่สำนักงานฯได้ดำเนินการไป

กรณีของ US SEC ต่อ CMG-Capital Management Group Holding Company, LLC and Keith G. Gilbert วันที่ 1 พฤษภาคม 2006 US SEC ได้ยื่นร้องต่อศาลในกรณีที่เฮดจ์ฟันด์และผู้จัดการกองทุนกองนี้ได้จัดการกับทรัพย์สินอย่างไม่เหมาะสม จำนวน 1.7 ล้านเหรียญ รวมถึงการบิดเบือนการให้ข้อมูลผลตอบแทนของกองทุน

กรณีของ US SEC ต่อ Nelson J. Obus, Peter F.Black, Thomas Bradley Strickland, Wynnefield Partners Small Cap Value L.P., Wynnefield Partners Small Cap Value L.P. I, Wynnefield Partners Small Cap Value Offshore Fund, Ltd. วันที่ 25 เมษายน 2006 US SEC ร้องต่อศาลในกรณีผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ได้ใช้ข้อมูลภายใน ในการซื้อขายหลักทรัพย์ก่อนที่จะมีการประกาศควมรวมกิจการต่อสาธารณะ นำมาซึ่งผลประโยชน์ผิดกฎหมายจำนวนมากกว่า 1.3 ล้านเหรียญสหรัฐฯ

---

<sup>38</sup> Robert G. Morvillo and Robert J. Anello, "Regulation and Prosecution of Hedge Funds," New York Law Journal 236 No. 21. pp. 1-3.

กรณีของ US SEC ต่อ Kirk S. Wright, et al. วันที่ 28 กุมภาพันธ์ 2006 US SEC ได้ขอให้ศาลออกคำสั่งชั่วคราวระงับการเสนอขายกองทุนเฮดจ์ฟันด์จำนวน 7 กองทุน โดยเฮดจ์ฟันด์ดังกล่าวได้เสนอขายกองทุนไปแล้วเป็นเงินมากถึง 185 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากลูกค้าจำนวนมากกว่า 500 ราย ด้วยแผนการลงทุนที่ซับซ้อน และการบิดเบือนข้อมูลเอกสารในเรื่องของเงินกองทุนและผลตอบแทนของกองทุนดังกล่าว

กรณีของ US SEC ต่อ Deephaven Capital Management, LLC and Bruce Lieverman วันที่ 2 พฤษภาคม 2006 US SEC ได้แจ้งข้อหากับกองทุนเฮดจ์ฟันด์และอดีตผู้จัดการกองทุนในข้อหาการใช้ข้อมูลภายในในการซื้อขายหลักทรัพย์ ในกรณีของบริษัท 19 PIPE ก่อนการประกาศแจ้งต่อสาธารณะ โดยกองทุนเฮดจ์ฟันด์ดังกล่าวจะจ่ายเงินกำไรที่ผิดกฎหมายจำนวน 2.7 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และจ่ายค่าปรับอื่นอีกจำนวนกว่า 3 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ส่วนผู้จัดการกองทุนจะต้องจ่ายค่าปรับจำนวน 1.1 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และถูกสั่งพักการเป็นผู้จัดการกองทุน 3 ปี<sup>39</sup>

กรณีของ US SEC ต่อ นายเจฟฟรีย์ ทอร์ป และกองทุนเฮดจ์ฟันด์อีก 3 กองทุน คือ Langley Partners LP, North Olmsted Partners LP, and Quantico Partners LP ในเดือนมีนาคม 2006 โดยนายเจฟฟรีย์ ทอร์ป และกองทุนเฮดจ์ฟันด์ทั้งหมดภายใต้การดูแลของเขาได้ประณอมยอมความต่อ US SEC โดยปราศจากการยอมรับหรือปฏิเสธ ในข้อหาการใช้ข้อมูลภายในในการซื้อขายหลักทรัพย์ (Insider Trading) การซื้อขายหลักทรัพย์ที่ไม่ได้จดทะเบียน และการทำ Short Sell ในลักษณะที่ผิดกฎหมาย โดยที่ปรึกษาขายนี้และกองทุนเฮดจ์ฟันด์ได้ยินยอมจ่ายเงินชดเชยจำนวน 15.8 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งนายเจฟฟรีย์ ทอร์ปนี้เองเป็นบุตรของนาย เอ็ดเวิร์ด ทอร์ป ผู้ก่อตั้งเฮดจ์ฟันด์ Princeton/Newport ที่มีชื่อเสียง ซึ่งในปี 1989 ทางกรได้ดำเนินคดีกับ Princeton/Newport ในข้อหาเดียวกันนี้ทำให้กองทุนนี้ต้องปิดลงในปีต่อมา<sup>40</sup>

นอกจากนี้เฮดจ์ฟันด์ยังอยู่ภายใต้การกำกับของแต่ละรัฐและองค์กรที่กำกับดูแลตนเอง (Self-Regulatory Organization) ตัวอย่างเช่น National Association of

<sup>39</sup> Christopher Cox. Testimony Concerning the Regulation of Hedge Funds: before the US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs [Online]. U.S.A.: United States Securities and Exchange Commission, July, 2006.

<sup>40</sup> Robert G. Morvillo and Robert J. Anello, "Regulation and Prosecution of Hedge Funds," New York Law Journal 236 No. 21. pp. 1-3.



Securities Dealers Inc. (NASD) เช่น กรณีของอัยการสูงสุดรัฐนิวยอร์ก นายอีเลียท สปิทเซอร์ (Eliot Spitzer) ได้ใช้กฎหมาย Martin Act ซึ่งอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติ 1921 State Business Statute ในการร้องทุกข์กล่าวโทษในการจัดการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายการฉ้อโกงระหว่างเฮดจ์ฟันด์ที่ชื่อ Canary Capital Partners กับกองทุนรวมอีกหลายแห่ง

ส่วนในด้านคดีอาญานั้น กองทุนเฮดจ์ฟันด์จำนวนไม่น้อยยังถูกดำเนินคดีภายใต้กฎหมายของรัฐบาลกลาง เช่น ในปี 1999 นายมาร์ติน อาร์มสตรอง (Martin Armstrong) ซึ่งเป็นผู้จัดการกองทุนและประธานของกองทุนเฮดจ์ฟันด์ Princeton Economics International LTD. ที่จดทะเบียนในต่างประเทศ ได้ใช้กลยุทธ์การลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงและประสบกับความขาดทุนอย่างมาก ผู้จัดการกองทุนได้พยายามปกปิดข้อมูลที่แท้จริงต่อนักลงทุน จึงถูกดำเนินคดีในข้อหาดังกล่าว ในปี 2003 เฮดจ์ฟันด์ Lancer Group ได้ถูกตัดสินในความผิดในข้อหาสมรู้ร่วมคิดในการฉ้อโกงและการร่วมกันวางแผนในการสร้างราคาหลักทรัพย์ในกองทุนของตนเอง และในปีเดียวกันนาย เบอร์ตัน ฟรีดแลนเดอร์ (Burton Friedlander) ผู้จัดการกองทุน Friedlander International Ltd. ได้ถูกกล่าวหาในการนำเงินของลูกค้าย้ายไปใช้ในธุรกิจและใช้ส่วนตัว<sup>41</sup> นี่เป็นเพียงตัวอย่างเพียงเล็กน้อยให้เห็นว่ามีเฮดจ์ฟันด์จำนวนมากได้ถูกดำเนินคดีอาญาอย่างต่อเนื่อง

ถึงแม้ว่าทาง US SEC จะสามารถร้องทุกข์กล่าวโทษต่อเฮดจ์ฟันด์และผู้จัดการกองทุนในการกระทำที่ผิดกฎหมายได้ อย่างไรก็ตามการฟ้องแพ่งคดีต่อศาลในการบังคับขึ้นทะเบียนของผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่ผ่านมา ทำให้ US SEC เห็นว่าการกำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์จึงยังไม่สามารถสมบูรณ์ได้ ดังนั้น จึงเชื่อได้ว่า US SEC ในฐานะผู้กำกับดูแลจะต้องรีบดำเนินการอุดช่องว่างที่เกิดขึ้นจากการไม่สามารถบังคับใช้กฎหมายดังกล่าว โดยการปรับปรุงการดำเนินการต่างๆ ซึ่งอาจจะหมายถึงการออกกฎหมายเพิ่มเติมในอนาคต โดยอาศัยอำนาจของสภาองเกรส (Congress) US SEC จะต้องใช้ความพยายามอย่างยิ่งในการให้คำแนะนำทั้งทางด้านเทคนิคและความช่วยเหลืออื่นๆ ที่จำเป็น โดยจะมุ่งสู่การขยายขอบเขตการกำกับให้ครอบคลุมมากที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้ และเนื่องจากสายสัมพันธ์ของเฮดจ์ฟันด์ต่อบุคคลในสภาที่มีอยู่อย่างแน่นหนา US SEC จะต้องกระทำการโดยคำนึงถึงขอบเขตอำนาจของตนและระมัดระวังในการใช้มาตรการในส่วนที่จะเข้าไปก้าวร้าวในกลยุทธ์การลงทุน การปฏิบัติการกองทุน การใช้ตราสารอนุพันธ์ การกู้เงิน (Leverage) และการทำ Short Sell ซึ่งเป็นความลับทางการค้า (Trade Secret) และเป็นสิ่งที่สร้างกำไรให้แก่เฮดจ์ฟันด์ มิเช่นนั้นแล้วเฮดจ์ฟันด์เองจะทำ

<sup>41</sup> Ibid.

การต่อต้านอย่างสุดกำลังหากเห็นว่ากฎกติกาใหม่ของ US SEC มีใช้เรื่องเล็กน้อยแต่อาจทำให้ธุรกิจนี้พังทลายลงได้หากมีกฎหมายเข้าไปแตะต้อง<sup>42</sup>

หลังจากพ่ายแพ้คดีต่อศาล US SEC ได้หยุดยั้งการขึ้นทะเบียนผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ มีผลให้การที่จะได้มาซึ่งข้อมูลพื้นฐานที่จำเป็นเพื่อที่จะบรรเทาความเสี่ยงต่อระบบมีอันต้องสิ้นสุดลงไปด้วย เจ้าหน้าที่ของ US SEC ได้ทำการประเมินผลการวินิจฉัยของศาลเพื่อที่จะหาทางเลือกอื่นที่จะมาใช้ทดแทนกฎที่ถูกยกเลิกไป การประกาศ Hedge Fund Rule ในเดือนกุมภาพันธ์ 2006 ได้ส่งผลให้มีเฮดจ์ฟันด์จำนวนกว่า 2,500 ราย มาทำการขึ้นทะเบียนกับ US SEC จนถึงปัจจุบัน ดังนั้น เมื่อศาลตัดสินให้ Hedge Fund Rule เป็นโมฆะ จะมีผลให้เกิดความได้เปรียบเสียเปรียบระหว่างเฮดจ์ฟันด์ที่ขึ้นทะเบียนแล้วกับเฮดจ์ฟันด์ที่ยังไม่ได้ขึ้นทะเบียน ดังนั้นทาง US SEC จึงต้องออกมาตรการเร่งด่วน ดังนี้

ก. ประธาน US SEC เสนอให้ออกประกาศ เรื่อง New Anti-Fraud ที่อยู่ภายใต้กฎหมาย Investment Advisers Act ซึ่งจะมีผลถึงลูกค้าแต่ละรายซึ่งเป็นลูกค้าของเฮดจ์ฟันด์ได้ ซึ่งจะช่วยให้บรรเทาปัญหาที่เกิดจากผลการตัดสินของศาลดังกล่าว โดยผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์จะต้องรับผิดชอบต่อลูกค้าทุกรายภายในกองทุน

ข. ทาง US SEC จะต้องดำเนินการเร่งด่วนเพื่อให้เกิดความแน่ใจว่าการเปลี่ยนผ่านในช่วงนี้ อันได้แก่ การเปลี่ยนผ่านจากการยกเลิกการใช้ Hedge Fund Rule ไปสู่การออกมาตรการเพิ่มเติมจะมีผลโดยสมบูรณ์และไม่เกิดปัญหาในการดำเนินการใด ๆ

ค. ในมาตรการที่จะไม่ให้รายย่อยเข้าถึงเฮดจ์ฟันด์ได้ง่าย ซึ่งจะต้องมีการแก่นิยามของคำว่า Accredited Investor นั้น สามารถกระทำโดยไม่ต้องแก้กฎหมายหรือไม่ เนื่องจากทาง US SEC เห็นว่านิยามในปัจจุบันค่อนข้างจะเก่าแก่และล้าสมัย ไม่สามารถปกป้องนักลงทุนรายย่อยจากเฮดจ์ฟันด์ที่มีความเสี่ยงสูงได้ ในปัจจุบัน Regulation D ได้กำหนดว่า Accredited Investor คือ ผู้ที่มีทรัพย์สิน (รวมคู่สมรส) เกินกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทาง US SEC เห็นว่าควรแก้ไขเพิ่มเติมให้เหมาะสมในสภาวะการณ์ปัจจุบันโดยจะเพิ่มจำนวนเงินขึ้นเป็น 1.75 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

สำหรับเฮดจ์ฟันด์ที่ขึ้นทะเบียนไว้แล้วทาง US SEC ก็จะดำเนินการตามกฎต่อไป ไม่ว่าจะเป็นในเรื่องของการเข้าตรวจสอบต่างๆ ซึ่งทางเฮดจ์ฟันด์เหล่านั้นก็จะต้องปฏิบัติตาม

<sup>42</sup> Dale Oesterle and David Skeel. Should Hedge Fund be regulated?

ตามกฎของ US SEC อย่างเคร่งครัด โดยมุ่งหวังที่จะป้องกันการกระทำผิดกฎหมายต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง

## 8.5 สรุปท้ายบท

ขณะที่ US SEC พยายามที่จะหาทางที่กำกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ เฮดจ์ฟันด์เองได้สร้างเครือข่ายความสัมพันธ์กับผู้มีอำนาจซึ่งเป็นรูปแบบของ Crony Capitalism\* เพื่อปกป้องคุ้มครองธุรกิจของตน ทำให้เกิดความอึดอัดขัดแย้งในโครงสร้างส่วนบนของสหรัฐฯ เป็นอย่างยิ่ง ทั้งนี้สภาคองเกรสได้ให้ความสนใจในธุรกิจเฮดจ์ฟันด์มากขึ้นเป็นลำดับ ซึ่งได้ทำการรับฟังความคิดเห็นในเรื่องนี้อยู่อย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตามก็ตีขบวนกรับฟังความคิดเห็นดังกล่าวได้สร้างความสับสนต่อกรรมาธิการคณะต่างๆ เป็นอย่างยิ่ง เนื่องจากตัวแทนผู้มาชี้แจงจากทั้งสองฟากได้พยายามโน้มน้าวกรรมาธิการถึงเหตุผลของตน เช่น ในวันที่ 28 มิถุนายน ปี 2006 คณะกรรมาธิการตุลาการ วุฒิสภา ได้พิจารณาในประเด็นของเฮดจ์ฟันด์และความสัมพันธ์กับนักวิเคราะห์หรืออิสระ โดยเริ่มจากนาย Garry J. Aguirre อดีตนักกฎหมายประจำ US SEC ได้กล่าวต่อคณะกรรมาธิการถึงการบังคับใช้กฎหมายของรัฐบาลกลางเพื่อปกป้องตลาดทุนของสหรัฐฯ และผู้ร่วมตลาดจากความเสี่ยงจากการสร้างราคาหลักทรัพย์และการขโมยที่อาจเกิดขึ้นจากเฮดจ์ฟันด์ที่มีจำนวนกว่า 11,500 เฮดจ์ฟันด์ว่ายังมีไม่เพียงพอ รวมถึงการดำเนินการกับผู้กระทำผิดที่เป็นเฮดจ์ฟันด์นั้น ยังต้องมีการปรับปรุงให้มีความเข้มข้นยิ่งขึ้น

ในทางตรงกันข้าม นายโจเซฟ แมคลาฟลิน (Joseph McLaughlin) จาก Managed Funds Association (MFA) ผู้ซึ่งเป็นตัวแทนของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ได้กล่าวถึงประโยชน์จากธุรกิจนี้อันได้แก่ การเสริมสร้างสภาพคล่องให้กับตลาด การสร้างประสิทธิภาพในระบบราคา การทำให้ตลาดมีเสถียรภาพ การเสริมสร้างนวัตกรรมใหม่ทางการเงิน และการส่งเสริมความรู้ความเข้าใจเรื่องความเสี่ยงในหมู่ผู้ร่วมตลาดโดยตัวแทนจาก MFA ได้ชี้ชวนให้สภาคองเกรสทำงานร่วมกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เพื่อรักษาประโยชน์ดังกล่าวไว้ในขณะที่ไม่เห็นด้วยกับการเพิ่มกฎเกณฑ์หรือกฎหมายใด ๆ ในการกำกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์<sup>43</sup>

\* ดูเพิ่มเติมบทที่ 6 ข้อ 6.2 สาเหตุที่สำคัญในการเข้ามามีบทบาททางการเมืองของเฮดจ์ฟันด์

<sup>43</sup> Robert G. Morvillo and Robert J. Anello, "Regulation and Prosecution of Hedge Funds," *New York Law Journal* 236 No. 21. pp. 1-3.

สำหรับแนวร่วมของ US SEC ซึ่งมีอยู่ไม่มากนัก เช่น อัยการสูงสุดรัฐคอนเนคติกัต นายริชาร์ด บลูเมนทอล (Richard Blumenthal) ได้ให้การต่อคณะกรรมการถึงตัดสินของศาลในกรณีโกลด์สตีน ทำให้เกิดช่องว่างขึ้นในการกำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์ อันเป็นไปเพื่อที่จะปกป้องผู้ลงทุนและความมั่นคงของระบบ<sup>44</sup> ในขณะที่สถาบันการเงินประเภทอื่น เช่น กองทุนรวม จะต้องรายงานข้อมูลพื้นฐานต่างๆ ต่อทาง US SEC รวมถึงจะต้องถูกกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบที่ไม่สามารถกระทำได้อีกกับธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ ดังนั้น US SEC จะต้องรีบปิดช่องว่างดังกล่าวโดยเร็วเพื่อทำให้อำนาจซึ่งความเชื่อมั่นต่อระบบ ความเป็นธรรมของตลาดและธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เอง ดังนั้นก้าวแรกที่ US SEC ควรกระทำคือ การกำหนดให้ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์นั้นจะต้องดำเนินการตามข้อกำหนดพื้นฐานที่เท่าเทียมกับธุรกิจบริหารการลงทุนอื่น ๆ เช่น กองทุนรวม<sup>45</sup>

เรื่องเฮดจ์ฟันด์เป็นเรื่องที่ซับซ้อนซึ่งซ่อนไว้ซึ่งคุณและโทษต่อเศรษฐกิจการเมืองสหรัฐฯ การดำเนินไปซึ่งความขัดแย้งนี้คงทวีความรุนแรงขึ้นและต้องใช้เวลายาวนานในแก้ไขเนื่องจากสมาชิกสภาของเกรส (Congress) ผู้ออกกฎหมายเอง มักออกมาอ้อมรับถึงการขาดความรู้ความเข้าใจในธุรกิจนี้อย่างพอเพียงที่จะตัดสินใจดำเนินการใดๆ เช่น นายพอล ซาแบนส์ (Paul Sarbanes) ซึ่งเป็นหนึ่งในกรรมการธนาคารของวุฒิสภา (Senate Banking Committee) ซึ่งเป็นหนึ่งในคณะกรรมการที่ทาง US SEC จะต้องรายงานได้กล่าวยอมรับว่า “เรา(คณะกรรมการ)ไม่มีความรู้ที่ดีพอและเรา (คณะกรรมการ)ไม่มีความเข้าใจในเรื่องราวทั้งหมดของเฮดจ์ฟันด์”<sup>46</sup> ทำให้นาย ริชาร์ด บลูเมนทอล ผู้สนับสนุนการกำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์ต้องออกมากล่าวท้าทายต่อสภาว่า”หากสภาของเกรส (Congress) ไม่ทำอะไรในเรื่องนี้ รัฐต่างๆก็จะต้องทำหน้านี้เอง” “แต่ละรัฐจะต้องทำหน้าที่อุดช่องว่างที่สภาของเกรส (Congress) ละเลย”<sup>47</sup>

เราจึงเห็นได้ว่างานของ US SEC เป็นงานที่ยากเนื่องจากมีแรงเสียดทานสูง จากบุคคลผู้ทรงอิทธิพลในวอชิงตันดี.ซี. ซึ่งแรงเสียดทานดังกล่าวมีผลให้การดำเนินงานในอนาคตของ US SEC ต้องทำด้วยความระมัดระวังยิ่งขึ้นซึ่งก็หมายถึงการใช้ระยะเวลาทบทวนนโยบายที่

<sup>44</sup> Nicole Tuman, “SEC lost one of hedge fund regulation battle,” Westchester County, Business Journal.

<sup>45</sup> Robert G. Morvillo and Robert J. Anello, “Regulation and Prosecution of Hedge Funds,” New York Law Journal 236 No. 21. pp. 1-3.

<sup>46</sup> Jesse Westbrook and Alison Vekshin, Bloomberg News (Jul 26, 2006)

<sup>47</sup> Nicole Tuman, “SEC lost one of hedge fund regulation battle,” Westchester County, Business Journal

นานขึ้น เพื่อกำจัดจุดอ่อนต่างๆ ที่อาจจะเกิดขึ้นในการนำมาบังคับใช้ แม้แต่ในกรณีโกลด์สทีน (Goldstein Case) ทาง US SEC สามารถที่จะอุทธรณ์ต่อศาลสูงของสหรัฐฯ ได้ทันที แต่ก็เชื่อได้ว่า US SEC คงตระหนักถึงแรงเสียดทานต่างๆ ที่จะตามมา ทำให้เกิดต้นทุนทางสังคมและความเสี่ยงต่อชื่อเสียงของ US SEC ได้

อย่างไรก็ดี ไม่ว่าจะผลของการพิจารณาเรื่องนี้จะเป็นอย่างไร ผู้วิจัยเองเชื่อว่าการขึ้นทะเบียนของผู้จัดการกองทุนหากเกิดขึ้นได้ในอนาคตก็มิได้หมายถึงการที่จะขจัดหรือป้องกันกรณีการฉ้อฉลที่เกิดขึ้นในธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ได้ทั้งหมด ดังนั้น การออกกฎหมายเพิ่มเติมในเรื่องนี้ไม่ว่าจะจากสภาองเกรส (Congress) หรือ US SEC ก็ตามจึงเป็นเพียงสัญลักษณ์แสดงถึงปฏิสัมพันธ์เชิงอำนาจระหว่างภาครัฐและเฮดจ์ฟันด์ซึ่งจะมีผลในทางปฏิบัติไม่มากนัก



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## บทที่ 9

### บทสรุปและข้อเสนอแนะ

#### 9.1 บทสรุป

จากการวิจัยเรื่องเฮดจ์ฟันด์ในลักษณะ Historical Approach ตั้งแต่การเกิด และ พัฒนาการในบริบทของโลกาภิวัตน์ทางการเงินที่ส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของ สถาบัน การศึกษาบทบาทของเฮดจ์ฟันด์และผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อภาคการเงินและต่อภาค เศรษฐกิจที่แท้จริง รวมถึงการศึกษาบทบาทขององค์กรการเงินระหว่างประเทศ เช่น IMF และ World Bank รวมถึงปัจจัยทางด้านการเมืองของสหรัฐฯ ได้ผลสรุป ดังนี้

##### 9.1.1 เฮดจ์ฟันด์ไม่ได้เป็นสิ่งใหม่แต่ได้เกิดขึ้นมานานแล้ว

เฮดจ์ฟันด์มีการพัฒนามายาวนานจากปี 1950 ที่มี Concept หรือ Philosophy ที่เรียบง่าย กลายเป็นสิ่งมีความยุ่งยากและซับซ้อนต่อความเข้าใจของคนทั่วไป ซึ่งเป็นไปตามสภาวะแวดล้อมของโลกการเงินที่มีความซับซ้อนมากขึ้นที่เกิดจากการผลักดันภายใต้ ฉันทมติของขั้วของประชาคมทุนนิยมศูนย์กลาง ผ่านองค์กร เช่น World Bank, IMF, WTO ฯ ภายใต้กรอบความคิดแบบเสรีนิยมใหม่ Neo-Liberalism โดยแรงผลักดันนี้ก่อให้เกิดการ เปลี่ยนแปลงโครงสร้างสถาบัน (Rules of the Game) ที่เป็นตัวกำหนดกลไกทางเศรษฐกิจในโลก สิ่งนี้ส่งผลให้เกิดการไหลของกระแสทุนให้เพิ่มสูงขึ้น โดยภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง (Real Sector) จะ ค่อยๆถูกครอบงำโดยภาคการเงิน จึงเสมือนการเปิดโอกาสให้เฮดจ์ฟันด์ดำรงอยู่และสามารถ ขยายตัวสู่พื้นที่ใหม่ในประเทศต่างๆ ที่ถูกเปิดออกจากกติกาของเสรีนิยมเพื่อรองรับการหลั่งไหล ของทุนเพื่อหาผลประโยชน์

##### 9.1.2 คำว่าเฮดจ์ฟันด์มีความหมายกว้างกว่าที่ผู้คนเข้าใจ

คำว่า เฮดจ์ฟันด์ เป็นคำที่ใช้เรียกประเภทของกองทุนที่มีกลยุทธ์การ ลงทุนแตกต่างจากกองทุนเพื่อการลงทุนทั่วไป และด้วยวิวัฒนาการที่ยาวนานมากกว่า 50 ปี ประกอบกับพัฒนาการของโลกาภิวัตน์ ทำให้ยุทธวิธีการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์มีความหลากหลาย ตามพลวัตรของระบบเศรษฐกิจการเงินของโลกและเปลี่ยนแปลงไปจากในอดีต เนื่องจากการที่ สภาพแวดล้อมของตลาดมีความซับซ้อนมากขึ้น รวมถึงภาวะการแข่งขันที่สูงขึ้นของธุรกิจเฮดจ์ ฟันด์เอง ทำให้คำว่าเฮดจ์ฟันด์หรือกองทุนป้องกันความเสี่ยงมิได้มีความหมายตรงไปตรงมาอย่าง ที่เข้าใจ เนื่องจากคำว่า Hedge นี้ดูจะมีความหมายที่แคบเกินไปกว่าสิ่งที่เฮดจ์ฟันด์กระทำอยู่ใน

ปัจจุบัน เนื่องจากกลยุทธ์ที่เฮดจ์ฟันด์ใช้อยู่มีความหลากหลาย และเฮดจ์ฟันด์จำนวนมากทำการลงทุนโดยมิได้เน้นการทำ Hedging หรือ การป้องกันความเสี่ยง เช่น กองทุนประเภท Global Macro Fund (ซึ่งมีชื่อเสียงจากการโจมตีค่าเงินทั่วโลก) มักจะทำกำไรจากกลยุทธ์ที่มีลักษณะ Directional Trading เป็นหลัก นอกจากนี้ยังทำการกู้ยืมเงินในปริมาณหลายเท่าตัวของขนาดกองทุนเพื่อขยายผลการลงทุนให้ได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้น ดังนั้น ในแง่ความเสี่ยงของเฮดจ์ฟันด์ จึงมีตั้งแต่ความเสี่ยงต่ำกว่าการลงทุนแบบดั้งเดิม (Traditional Portfolio Investment) จนถึงชนิดที่มีความเสี่ยงสูงมากอย่างเช่นกองทุน LTCM

### 9.1.3 เฮดจ์ฟันด์สามารถวิวัฒนาการได้ตามขบวนการโลกาภิวัตน์

เนื่องจากกระแสโลกาภิวัตน์ทางการเงินมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์จึงพยายามหาข้อบกพร่องของระบบและช่องว่างในการทำกำไรตามสภาพการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป หากมีโอกาสเกิดขึ้นในตลาดใดเฮดจ์ฟันด์จะเป็นกลุ่มแรกๆ ที่ปรับกลยุทธ์และหาช่องว่างเข้าไปทำกำไรในตลาดนั้นๆ ประกอบกับมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนของนักลงทุนไปในกลยุทธ์ที่มีเหมาะสมกับสภาพการณ์ต่างๆ ทำให้ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เป็นธุรกิจที่มีการปรับตัวเพื่อสอดคล้องกับกระแสโลกาภิวัตน์ตลอดเวลา ดังนั้น จึงไม่น่าแปลกใจที่เราจะเห็นการขยายตัวอย่างก้าวกระโดดของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์จากอดีตจนถึงปัจจุบัน ไม่ว่าจะสถานการณ์โลกจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใดก็ตาม

### 9.1.4 เฮดจ์ฟันด์ให้คุณและโทษต่อระบบเศรษฐกิจการเงินโลก

ในแง่ประโยชน์ของเฮดจ์ฟันด์นั้น มีอยู่ด้วยกันหลายประการด้วยกัน ดังนี้

#### 9.1.4.1 เฮดจ์ฟันด์ช่วยกระจายความเสี่ยง \*

การลงทุน เนื่องจากเฮดจ์ฟันด์จัดเป็นประเภทสินทรัพย์ที่มีลักษณะเฉพาะตัวของผลตอบแทนและความเสี่ยงแตกต่างไปจากสินทรัพย์ชนิดอื่น โดยเฉพาะ

---

\* การกระจายความเสี่ยงเป็นหัวใจสำคัญในการลงทุน โดยการหานักการลงทุนที่เหมาะสมในสินทรัพย์แต่ละประเภทนี้จะได้มาจากการวัดความสัมพันธ์ทางสถิติของการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนระหว่างสินทรัพย์แต่ละประเภท หรือที่เรียกกันว่า ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) โดยค่าสหสัมพันธ์นี้จะมีค่าอยู่ระหว่าง +1 และ -1 หากสินทรัพย์สองชนิดมีค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ -1 จะถือว่าเป็นทรัพย์สินที่นำมาลงทุนร่วมแล้วมีการกระจายความเสี่ยงดีที่สุด กล่าวโดยสรุปคือ ค่าสหสัมพันธ์ยิ่งต่ำจะยิ่งมีประโยชน์ต่อการกระจายความเสี่ยงมากขึ้น

อย่างยิ่งคือการมีค่าสหสัมพันธ์ที่ต่ำเมื่อเทียบกับผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์แบบดั้งเดิม (Traditional Portfolio Investment) เช่น หุ้น และตราสารหนี้ ดังนั้น เฮดจ์ฟันด์จึงจัดเป็นประเภทสินทรัพย์ที่ช่วยในเรื่องการกระจายความเสี่ยงในการจัดพอร์ตการลงทุนได้เป็นอย่างดี

#### 9.1.4.2 ประโยชน์ที่เกิดจากเฮดจ์ฟันด์ต่อประสิทธิภาพของตลาด

เฮดจ์ฟันด์มีประโยชน์ในการส่งเสริมประสิทธิภาพของตลาดที่มีขนาดใหญ่ ได้แก่ การช่วยเพิ่มสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ การทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับเข้าสู่ราคาพื้นฐานด้วยความรวดเร็วยิ่งขึ้นไม่ว่าจะเป็นการขายหลักทรัพย์ในขณะที่ราคาหลักทรัพย์ขึ้นสูงเกินจริงหรือการเข้าซื้อหลักทรัพย์ในขณะที่ราคาหลักทรัพย์ตกอย่างรุนแรงต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน ซึ่งการกระทำดังกล่าวเป็นกลไกสำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพให้กับตลาด รวมถึงการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ยังเป็นการส่งสัญญาณผ่านตลาดให้กับนักลงทุนทั่วไป แต่สำหรับตลาดที่มีขนาดเล็กการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์อาจให้ผลตรงกันข้ามได้เนื่องจากตลาดขาดความลึกและมีสภาพคล่องต่ำ ทำให้การลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ขนาดใหญ่สามารถสร้างความผันผวนให้กับตลาดได้

ส่วนในแง่ลบของเฮดจ์ฟันด์จะเห็นได้จากการล่มสลายของกองทุนเฮดจ์ฟันด์ขนาดใหญ่ได้ช่วยเน้นย้ำว่าการลงทุนของเฮดจ์ฟันด์สามารถสร้างความเสียหายต่อสถาบันการเงินและตลาดการเงินได้ เนื่องจากปฏิกริยาเชิงลบที่สร้างผลกระทบเป็นลูกโซ่ดังกล่าวไว้แล้วในบทที่ 3\* ความเสียหายในการลงทุนที่อาจเกิดจากสภาพตลาดหรือความผิดพลาดในการลงทุน กองทุนเกิดปัญหาสภาพคล่องทางการเงินตามมา เนื่องจากสถาบันการเงินผู้ปล่อยกู้จะเรียกเงินกู้คืนในระยะเวลาอันสั้น กองทุนพยายามขายหลักทรัพย์ที่ถือครองอยู่อย่างเร่งรีบเพื่อคืนเงินกู้ ทำให้ราคาหลักทรัพย์ทรุดตัวอย่างรุนแรง ทำให้กองทุนเฮดจ์ฟันด์ไม่สามารถขายหลักทรัพย์เพื่อมาชำระหนี้คืนได้ตามจำนวนและเวลาที่กำหนด จากปัญหาการไม่ได้รับชำระหนี้ของสถาบันการเงินหนึ่งก็จะส่งผลกระทบเป็นลูกโซ่ไปสู่สถาบันการเงินอื่นเป็นทอดๆ นำมาสู่ปัญหาในตลาดเงิน ปฏิกริยาลูกโซ่แห่งการล่มสลายนี้สามารถทำให้เกิดการทรุดตัวของทั้งตลาดเงินและตลาดทุนอย่างรุนแรง ซึ่งจะสร้างผลเสียหายอย่างมหาศาล จากปรากฏการณ์ที่เรียกว่า “Spiral Down from Contagion Effect” ซึ่งนำไปสู่วิกฤติของระบบเศรษฐกิจได้

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 3 เรื่อง ผลกระทบทางลบที่เกิดขึ้นจากเฮดจ์ฟันด์

## 9.1.5 การกำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์ยังไม่สามารถเกิดขึ้นได้ในอนาคตอันใกล้

### 9.1.5.1 เฮดจ์ฟันด์ทรงอิทธิพลต่อวอลล์สตรีทและผลประโยชน์ของ

สหรัฐฯ

ด้วยกระแสแห่งโลกาภิวัตน์ทางการเงินที่ได้ทำหน้าที่อย่างแข็งขัน ในช่วงเกือบ 2 ทศวรรษที่ผ่านมาส่งผลให้ภาคการเงินในศูนย์กลางทุนนิยมโลก คือสหรัฐฯ ได้ขยายตัวเติบโตขึ้นชนิดไม่เคยปรากฏมาก่อนได้สร้างโอกาสให้เฮดจ์ฟันด์มีการเจริญเติบโตแบบก้าวกระโดด ทำให้ธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ทวีความสำคัญเพิ่มขึ้นอย่างมากในตลาดการเงินตลาดโลก แม้ว่าขนาดของเงินกองทุนของเฮดจ์ฟันด์จะมีเพียง 5% ของเงินกองทุนทั้งหมดในสหรัฐฯ แต่ปริมาณการซื้อขายหุ้นกลับสูงถึง 30% ของตลาด ส่งผลให้อิทธิพลของเฮดจ์ฟันด์ในธุรกิจหลักทรัพย์ของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทำให้ผู้กำหนดนโยบายต้องคำนึงถึงผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่อาจเกิดขึ้นจากการกำกับดูแลธุรกิจนี้

### 9.1.5.2 ปฏิสัมพันธ์ของเฮดจ์ฟันด์กับการเมืองสหรัฐฯ

การให้เงินอุดหนุนการเลือกตั้งในสหรัฐฯ มักเป็นประเด็นที่ได้รับความวิพากษ์วิจารณ์เสมอมา ซึ่งมีทั้งฝ่ายที่สนับสนุนกับฝ่ายที่คัดค้าน โดยฝ่ายหลังมีความเห็นว่าการให้เงินอุดหนุนการรณรงค์การเลือกตั้ง อาจบ่งถึงความไม่เท่าเทียม และการคอร์รัปชัน<sup>1</sup> ที่ผ่านมาเฮดจ์ฟันด์ ได้เข้ามามีบทบาทในการให้เงินอุดหนุนดังกล่าวเป็นจำนวนมากโดยมีจุดประสงค์ในการสร้างอิทธิพลต่อการริเริ่มหรือยับยั้งกฎหมายซึ่งได้ช่วยเปิดช่องให้เฮดจ์ฟันด์สามารถแสวงหาผลประโยชน์ได้ทั้งสะดวกและมากยิ่งขึ้น และขจัดอุปสรรคต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต ด้วยเหตุนี้เฮดจ์ฟันด์จึงสามารถรักษาสถานะเชิงอำนาจของตนในโลกทุนนิยมโลกาภิวัตน์ได้โดยปราศจากอุปสรรคใดๆ

### 9.1.5.3 ขาดองค์การระหว่างประเทศในการกำกับดูแลเฮดจ์ฟันด์

การกำกับดูแลธุรกิจ Hedge Fund นั้น มีความจำเป็นอย่างที่จะต้องอาศัยความร่วมมือเพื่อกำหนดข้อตกลงระหว่างประเทศที่มีประสิทธิภาพ ดังนั้นจึงต้องอาศัยสถาบันที่มีลักษณะเป็นองค์การระหว่างประเทศเช่น IMF เป็นผู้นำในบทบาทดังกล่าว แต่

<sup>1</sup> Campaign Finance. [Online], แหล่งที่มา:

[http://en.wikipedia.org/wiki/Campaign\\_finance](http://en.wikipedia.org/wiki/Campaign_finance) [มีนาคม, 2550]

ความคาดหวังนี้ดูจะเป็นไปได้ยากด้วยเบื้องหลังโครงสร้างของ IMF ที่สหรัฐฯคือผู้ที่มีอำนาจแท้จริงเหนือองค์กรแห่งนี้ โดยสหรัฐฯเองที่ต้องการคงอำนาจในความเป็นรัฐแกนนำในการดูดซับมูลค่าส่วนเกินจากประเทศกำลังพัฒนา ย่อมสวนทางกับการที่จะสนับสนุนให้ IMF เป็นผู้นำในการกำกับดูแลเสดจ์ฟันด์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อโลกาภิวัตน์ได้ช่วยขยายขอบเขตในการแสวงหาผลประโยชน์ของเสดจ์ฟันด์ได้อย่างมหาศาลจากประเทศที่อ่อนแอกว่า และสหรัฐฯเองก็คือ ผู้ที่ได้รับประโยชน์จากความเหลื่อมล้ำนั้นโดยผ่านปฏิสัมพันธ์อันแนบแน่นระหว่างเสดจ์ฟันด์ รัฐบาลสหรัฐฯ และ IMF

### 9.1.6 เสดจ์ฟันด์ยังจะขยายตัวต่อไปในอัตราที่สูง

#### 9.1.6.1 การทับซ้อนของระบบสถาบันภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์

การทับซ้อนของระบบสถาบันที่เกิดขึ้นจากขบวนการโลกาภิวัตน์นี้เองที่ทำให้เกิดความแตกต่างในด้านของโอกาสในการได้รับผลประโยชน์ระหว่างผู้ที่อยู่ภายใต้สถาบันที่แตกต่างกัน เสดจ์ฟันด์เป็นผู้ที่เข้าใจและเห็นถึงโอกาสการทำกำไรที่เกิดขึ้นจากความแตกต่างของกฎเกณฑ์ในแต่ละประเทศและการทับซ้อนที่เกิดขึ้นดังกล่าว จึงพยายามหาประโยชน์ด้วยการเลือกที่จะอยู่ภายใต้กรอบสถาบันที่เอื้อประโยชน์ต่อตนเองมากที่สุด ดังนั้น หากขบวนการโลกาภิวัตน์ไม่สามารถบูรณาการเพื่อให้โครงสร้างสถาบันของแต่ละพื้นที่ในโลกมีความเท่าเทียมกันได้ เสดจ์ฟันด์ก็จะดำรงอยู่ไปจากความได้เปรียบที่มีต่อนักลงทุนทั่วไป

#### 9.1.6.2 วัฏจักรของกลยุทธ์การลงทุนของเสดจ์ฟันด์

วัฏจักรของกลยุทธ์การลงทุนของเสดจ์ฟันด์นี้จะดำเนินอยู่เป็นวงจรรจากกลยุทธ์หนึ่งสู่กลยุทธ์อื่นที่มีโอกาสการทำกำไรมากกว่า เนื่องจากอัตราการทำกำไรของเสดจ์ฟันด์อาจลดลงได้เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างสถาบันในบางประเทศส่งผลให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนของนักลงทุนไปสู่กลยุทธ์ใหม่ ซึ่งขบวนการดังกล่าวเป็นสิ่งที่ไม่หยุดนิ่ง ทำให้เสดจ์ฟันด์เป็นธุรกิจที่ตื่นตัวต่อการเปลี่ยนแปลงและจะปรับตัวให้สอดคล้องกับกระแสโลกาภิวัตน์ตลอดเวลา ดังนั้น จึงไม่น่าแปลกใจที่เราจะเห็นการขยายตัวอย่างก้าวกระโดดของธุรกิจเสดจ์ฟันด์จากอดีตจนถึงปัจจุบัน ไม่ว่าจะสถานการณ์โลกจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใดก็ตาม

#### 9.1.6.3 การเกิดนวัตกรรมการลงทุนชนิดใหม่ๆ

กระแสโลกาภิวัตน์ได้ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างต่อเนื่องที่มุ่งส่งเสริมให้เกิดกิจกรรมทางเศรษฐกิจจึงเกิดนวัตกรรมในการแปลงทรัพย์สินที่ซื้อขายกันได้อย่าง



ในอดีตให้อยู่ในรูปตราสารทางการเงิน ในปัจจุบันได้เกิดนวัตกรรมทางการเงินใหม่ๆ เช่น ตราสารซื้อน้ำมันล่วงหน้า หน่วยลงทุนอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust หรือ REIT) เป็นต้น จึงเสมือนการเปิดพื้นที่ให้เฮดจ์ฟันด์สามารถลงทุนได้กว้างขวางขึ้นกว่าในอดีต และเป็นการสร้างโอกาสในการแสวงหาผลกำไรจากความด้อยประสิทธิภาพของกลไกราคาที่มีอยู่เดิมในอุตสาหกรรมนั้นๆ

#### 9.1.6.4 ฐานลูกค้าใหม่

ประเทศที่กำลังพัฒนานั้น ถือได้ว่าเป็นตลาดที่ใหญ่มากสำหรับการขยายตัวของเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต โดยเฉพาะอย่างยิ่งกลุ่มประเทศที่มีประชากรจำนวนมากที่ได้รับการขนานนามว่า “BRICs” ได้แก่ บราซิล รัสเซีย อินเดีย และจีน เนื่องจากยังมีการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์อยู่ในระดับต่ำ ทั้งนี้การเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศเหล่านี้จะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของเงินออม ประเทศเหล่านี้จึงอาจเป็นตลาดใหม่สำหรับเฮดจ์ฟันด์ในอนาคต

#### 9.1.6.5 การเข้ามาทำธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ของธนาคารและสถาบันการเงิน

จากในอดีตที่ธนาคารได้เข้ามามีปฏิสัมพันธ์ในการให้บริการแก่เฮดจ์ฟันด์อย่างต่อเนื่อง ทำให้ในปัจจุบัน ธนาคารได้รุกเข้าไปทำธุรกิจเฮดจ์ฟันด์เอง สิ่งนี้ได้ช่วยเสริมศักยภาพให้อุตสาหกรรมเฮดจ์ฟันด์ได้รับการยอมรับจากผู้ลงทุนมากยิ่งขึ้น เนื่องจากธนาคารเหล่านี้เป็นที่ยอมรับของนักลงทุนทั่วไปจึงเป็นส่วนช่วยให้ภาพลักษณ์ของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น ดังนั้น การก้าวเข้ามาในอุตสาหกรรมเฮดจ์ฟันด์ของธนาคารสถาบันการเงินจึงเป็นพัฒนาการที่สำคัญที่ช่วยผลักดันให้เกิดการขยายตัวของเฮดจ์ฟันด์สู่ฐานลูกค้าใหม่ที่เฮดจ์ฟันด์รุ่นแรกไม่สามารถเข้าถึงได้และอาจนำมาซึ่งการเจริญเติบโตของเฮดจ์ฟันด์สู่นักลงทุนรายย่อยในที่สุด

#### 9.1.6.6 การสนับสนุนจากภาครัฐในบางประเทศ

ในปัจจุบันธุรกิจประเทศฮ่องกงและสิงคโปร์ซึ่งได้กลายเป็นศูนย์กลางแห่งใหม่ของเฮดจ์ฟันด์ในเอเชีย เนื่องจากรัฐบาลทั้งสองประเทศตระหนักว่าธุรกิจเฮดจ์ฟันด์มีส่วนช่วยผลักดันในการพัฒนาอุตสาหกรรมการเงินของประเทศให้ก้าวสู่การเป็นศูนย์กลางทางการเงินที่ทันสมัยของภูมิภาค จึงให้การสนับสนุนอุตสาหกรรมเฮดจ์ฟันด์ในรูปแบบต่างๆ เช่น การผ่อนคลายกฎระเบียบ หรือ การนำเงินของภาครัฐร่วมลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ที่จัดตั้งในประเทศ เป็นต้น การสนับสนุนจากภาครัฐนี้จึงนับเป็นตัวแปรสำคัญต่อความรุ่งเรืองของเฮดจ์ฟันด์เอเชียทั้งในปัจจุบันและอนาคต

## 9.2 ข้อเสนอแนะ

ก่อนวิกฤติเศรษฐกิจไทย คำว่า เฮดจ์ฟันด์ เป็นเรื่องไกลตัวสำหรับคนทั่วไป แต่ในปัจจุบันนี้ผู้ที่ไม่รู้จักหรือไม่เคยได้ยินคำว่า เฮดจ์ฟันด์ ก็จะถูกกลายเป็นผู้ที่ไม่เข้ากับยุคสมัย เมื่อเฮดจ์ฟันด์เป็นข่าวลงหนังสือพิมพ์หน้าหนึ่งอยู่บ่อยครั้งตลอดปี 1997 โดยถูกกล่าวหาว่าเป็นต้นตอแห่งความหายนะทั้งหลายทั้งปวงต่อระบบเศรษฐกิจของไทย ทั้งยังเป็นผู้ดับความฝันที่ประเทศไทยจะเป็นนิคส์ (NICs) หรือ เสือตัวที่ห้าแห่งเอเชีย

แต่หากเราพิจารณาเรื่องของเฮดจ์ฟันด์ด้วยความเป็นกลาง โดยลืมผลกระทบทางลบจากวิกฤติที่ผ่านมาว่าไทยคือหนึ่งในประเทศผู้เสียหาย เมื่อพิจารณาตามเหตุและปัจจัยแห่งเหตุที่แท้จริงของปัญหาก็อาจมองได้ว่าสิ่งที่เฮดจ์ฟันด์ได้กระทำไปย่อมเป็นไปตามบทบาทและหน้าที่ที่พึงกระทำ ในเมื่อผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ถูกจ้างมาเพื่อการทำกำไร พวกเขาก็ต้องหาโอกาสในการสร้างผลกำไร ดังนั้น เราจึงควรมองกลับไปว่าเฮดจ์ฟันด์เป็นผู้เดียวที่ทำให้เกิดวิกฤติเศรษฐกิจจริงหรือ ผู้มีหน้าที่ในการออกและควบคุมกฎเกณฑ์ อย่างเช่น รัฐบาล คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือ ธนาคารกลางของประเทศต่างๆ ได้ทำหน้าที่ของตนเองอย่างเต็มความสามารถและมีประสิทธิภาพหรือไม่ และที่สำคัญที่สุดเราควรพิจารณาถึงข้อบกพร่องและจุดอ่อนที่เป็นรากของปัญหาที่แท้จริงในหลายส่วนไม่ว่าจะเป็น ระบบการเงิน เศรษฐกิจและการเมืองที่นำไปสู่การเกิดวิกฤตการณ์ดังกล่าว

ผู้วิจัยจึงใคร่ขอแนะนำเสนอแง่คิดต่อต้นเหตุที่แท้จริงแห่งปัญหาดังกล่าว ดังต่อไปนี้

### 9.2.1 การปฏิรูปสถาบันที่กำกับระบบการเงินโลก เพราะหากระบบการเงินของโลกมีประสิทธิภาพ และมีการควบคุมที่ดี เฮดจ์ฟันด์คงจะไม่สามารถเข้ามาตักดวงผลประโยชน์จากช่องว่างดังกล่าวได้

จอร์จ โซรอส เคยให้สัมภาษณ์กับสถานีโทรทัศน์ ซี เอ็น เอ็น หลังจากเหตุการณ์ที่เขาสามารถทำกำไรด้วยวิธีการลงทุนแบบเก็งกำไรได้มากกว่า 2 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ในช่วงเวลาไม่กี่วันในตลาดยุโรป เดือนกันยายน ปี 1992 ว่า “คุณอาจจะบอกว่า ผมคือคนที่เข้ามาตักดวงผลประโยชน์ ดังนั้นจึงไม่ควรฟังสิ่งที่ผมพูด หากแต่ความจริงก็คือ การที่ผมทำเงินได้อย่างมหาศาลนั้น ย่อมเป็นข้อพิสูจน์แล้วว่า ระบบตลาดนั้นไม่ดีจริง คนอย่างผมจึงสังเกตเห็นและสามารถหาประโยชน์จากรายขนาดนี้ได้”<sup>2</sup>

<sup>2</sup> George Soros, CNN, Interview, September 1992

ฉะนั้นหากผู้บริหารประเทศ ธนาคารกลางของประเทศต่างๆ และองค์กรระหว่างประเทศ อันได้แก่ กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ได้พินิจพิจารณาสิ่งที่นายจอร์จ โซรอสกล่าว ก็จะต้องตระหนักได้ว่าระบบตลาดการเงินและระบบเศรษฐกิจนั้นมีจุดบกพร่อง ดังนั้นจึงควรมีขบวนการความคิดใหม่ๆ ในอันที่จะปฏิรูประบบ ทั้งควรที่จะยอมรับความจริงที่ว่าตลาดการเงินของโลกนั้นมีความไม่มั่นคงโดยพื้นฐาน จึงจำเป็นต้องมีระบบการควบคุมดูแลธุรกรรมระหว่างประเทศ

โดยนโยบายที่นำไปสู่ปัญหา คือ การ Deregulation ของภาคการเงินในแต่ละประเทศตามคำแนะนำของ IMF แต่กลับขาด Regulation ในระดับโลก ทำให้เกิดความทับซ้อนของสถาบัน และลัทธิในการกำกับผู้เล่นในตลาดเงินและตลาดทุนโลก ทำให้เกิดปัญหาของการเกิด Safe Harbor สำหรับนักลงทุนที่ต้องการหลบเลี่ยงกฎกติกาและการกำกับควบคุม ซึ่งเราสามารถเห็นได้จากความเฟื่องฟูของประเทศที่เป็นหมู่เกาะต่าง ๆ เช่น หมู่เกาะบริติชเวอร์จิน หมู่เกาะบาฮามาส หมู่เกาะเคย์แมน ที่มีบริษัทเข้าจดทะเบียนมากขึ้นทุกปี

ดังนั้น การกำจั้ดปัญหาที่เกิดขึ้นจากนักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์ที่มีความเสี่ยง โดยใช้เงินกู้เพื่อลงทุนในระดับสูง จึงต้องมีการปฏิรูประบบสถาบันที่จะทำหน้าที่กำกับผู้เล่นในตลาดการเงินโลก หรือการจั้ดตั้งองค์กรกำกับการเงินโลก (World Financial Authority หรือ WFA)<sup>3</sup> เพื่อให้การกำกับภาคการเงินตั้งอยู่บนมาตรฐานเดียวกันมากกว่าการ “ปล่อยให้ไปปล่อยไป” หรือ Laissez-Faire Laissez-Passer” ตามแนวคิดเสรีนิยมแบบสุดขั้วของ IMF<sup>4</sup> ซึ่งอาจทำให้เกิดวิกฤตกับระบบทุนนิยมเองในที่สุด

**9.2.2 จากการวิจัยนี้พบว่า เสด็จพันต์มีเป็นเพียงต้นตอเดียวของปัญหา ดังนั้น การมองถึงรากของปัญหาที่ทำให้เกิดวิกฤติ จะทำให้เกิดการแก้ปัญหและปฏิรูประบบเศรษฐกิจการเงินอย่างยั่งยืน**

ถึงแม้พฤติกรรมของเสด็จพันต์จะถูกมองไปในเชิงลบ และถูกประณามว่าไร้คุณธรรมและจริยธรรมจากการแสวงหาประโยชน์จากประเทศยากจนเช่นประเทศไทยก็ตาม แต่คำกล่าวเหล่านี้ ก็ดูจะเกินเลยต่อข้อเท็จจริงในประเด็นของศักยภาพของเสด็จพันต์ในการที่จะ

<sup>3</sup> Bello, W. Bullard N. and Malhotra "Notes on the Ascendancy and Regulation of Speculativw Capital," in *Global Finance*, Bello, W. Bullard N. and Malhotra eds. (London: Zed Books,2000) p.19

<sup>4</sup> Ibid., p.14

ผลักดันให้ตลาดการเงินมูลค่าหลายล้านล้านเหรียญสหรัฐฯเคลื่อนไหวไปในทิศทางที่เฮดจ์ฟันด์ต้องการได้ เนื่องจากในความเป็นจริงแล้ว เป็นที่รู้กันว่าธนาคารพาณิชย์ทั่วโลกเป็นผู้เล่นที่ใหญ่ที่สุดในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน (Foreign Exchange Market) ฉะนั้นหากเปรียบเทียบขนาดของเฮดจ์ฟันด์บวกกับการทำ Leverage แล้ว ธนาคารพาณิชย์ก็ยังคงเป็นผู้เล่นในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน FX Market ที่มีขนาดใหญ่กว่าเฮดจ์ฟันด์หลายเท่าตัว

จากข้อเท็จจริงดังกล่าว ธนาคารพาณิชย์ทั้งหลายคงจะไม่สามารถปฏิเสธได้ถึงความเกี่ยวข้องต่อวิกฤตการณ์การเงินทั่วโลก และเฮดจ์ฟันด์เองโดยลำพังก็ไม่สามารถจะเก็งกำไร หรือโจมตีค่าเงินได้ถ้าหากขาดแหล่งที่มาของเงินสกุลที่ต้องการเก็งกำไร ซึ่งในกรณีนี้ธนาคารพาณิชย์เองก็อยู่ในสถานะคู่ค้าที่ให้บริการสนับสนุนต่อการกระทำดังกล่าวไปด้วย และเมื่อพิจารณาถึงขนาดของธุรกรรมแล้วก็ยิ่งบ่งชี้ว่า จะต้องมียุทธศาสตร์พาณิชย์จำนวนไม่น้อยเลยที่เข้าร่วมในการโจมตีค่าเงินบาทอย่างแน่นอน

ซึ่งข้อสันนิษฐานนี้ได้รับการสนับสนุนจากข้อมูลการให้สัมภาษณ์ของ นายณรงค์ โชควัฒนา ซึ่งอยู่ในคณะกรรมการเพื่อการจัดทำรายงานสรุป ศปร.3. ต่อหนังสือพิมพ์สยามธุรกิจเมื่อเดือนมีนาคม พ.ศ. 2547 ว่า "ผลสรุปของศปร.3 จะชำระประวัติศาสตร์ความเชื่อของผู้บริหารซึ่งเป็นนักการเมืองที่เข้ามาดูแลเศรษฐกิจของชาติ ทั้งก่อนหน้า และหลังวิกฤติเศรษฐกิจว่ามีปรัชญาความเชื่อแบบผิดๆ ที่คิดว่าเศรษฐกิจไทยประสบภาวะวิกฤติเมื่อปี 1997 เกิดจากการโจมตีค่าเงินบาทของฟอมตการเงิน จอร์จ โซรอส และกองทุนต่างๆ ในความเป็นจริงแล้วสิ่งเหล่านี้เป็นการบิดเบือนประวัติศาสตร์ เพราะหากศึกษาลงไปในรายละเอียดพบว่า ธนาคารของไทยเป็นต้นตอการเก็งกำไรค่าเงินจนเกิดวิกฤติ (และ) การที่ประเทศไทยต้องเจอกับภาวะวิกฤติเศรษฐกิจไม่ได้มีผลพวงมาจากการถูกโจมตีค่าเงินบาทจากต่างประเทศโดยตรง แต่เป็นผลพวงมาจากแบงก์ชาติที่มีระบบการบริหารงานที่ผิดพลาด โดยทำตัวเป็นเจ้าของนักพนันยอมปล่อยให้ธนาคารพาณิชย์ทุกแห่งสามารถเก็งกำไรจากค่าเงินบาท" แต่ข่าวสารที่ออกมาสู่สาธารณชนในช่วงปี 1997 กลับมีแต่ชื่อของเฮดจ์ฟันด์ และนายจอร์จ โซรอสเท่านั้นที่ต้องรับผิดชอบต่อหายนะของประเทศไทยที่เกิดขึ้น

การให้ข้อมูลที่จำกัด (ข้อมูลที่มีส่วนถูกแต่ไม่ใช่ทั้งหมดหรือที่เรียกว่า Half Truth) ทำให้คนไทยจำนวนมากขาดความเข้าใจต่อสถานการณ์ความเป็นไปของเศรษฐกิจ นำมาซึ่งการแก้ปัญหาไม่ตรงประเด็น สร้างความเสียหายทางเศรษฐกิจและบานปลายออกไปอย่างสุดที่จะประมาณได้ จะด้วยเจตนาของผู้ให้ข้อมูลหรือไม่ก็ตาม ดังนั้นสิ่งเหล่านี้สมควรที่จะต้องได้รับ

การแก้ไข และปรับให้เกิดความเข้าใจถูกต้อง เพื่อประโยชน์ในการพัฒนาระบบเศรษฐกิจการเงินของไทยให้มีความเจริญเติบโตแบบยั่งยืน

### 9.2.3 กำหนดนโยบายด้านเศรษฐกิจโดยตระหนักถึง ปฏิสัมพันธ์ระหว่างภาคเศรษฐกิจแท้จริง (Real Sector) กับภาคการเงิน (Financial Sector) แบบองค์รวม

กระแสโลกาภิวัตน์ (Globalization of Finance) ที่ดำเนินอยู่ได้ก่อให้เกิดการไหลเวียนทางการเงินที่ไร้พรมแดนและไร้ขีดจำกัด ทำให้ภาคการเงิน (Financial Sector) เติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วและนับวันได้ทวีความสำคัญส่งผลให้เกิดการครอบงำระบบเศรษฐกิจแท้จริงของโลก ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วในบทที่ 2 ว่าปริมาณการซื้อขายเงินตราระหว่างประเทศมีปริมาณสูงกว่ายอดการซื้อขายสินค้าและบริการถึงกว่า 15 เท่า\* และมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้น โดยการค้าระหว่างประเทศยังผูกติดกับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐเป็นหลัก<sup>5</sup> ดังนั้นหากเกิดปัญหาในภาคการเงินโดยเฉพาะอย่างยิ่งที่เกี่ยวกับประเทศสหรัฐอเมริกา ก็จะส่งผลกระทบต่อสภาพเศรษฐกิจแท้จริงของประเทศต่างๆ ในวงกว้าง เนื่องจากประเทศเหล่านี้ได้ถูกบูรณาการเข้าด้วยกันภายใต้การครอบงำของทุนนิยมการเงินโลก

นอกจากนี้การกำเนิดตราสารอนุพันธ์ (Derivatives) ที่มีการอ้างอิงกับสินทรัพย์ทั้งในภาคการเงินและภาคการผลิตมีการเจริญเติบโตขึ้นอย่างมาก จนในปัจจุบันอยู่ที่ระดับ 1012% ของจีดีพีโลก ขณะที่การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitized Debt) ก็ได้ขยายตัวสูงถึง 129% ของจีดีพีโลก ซึ่งนวัตกรรมทางการเงินทั้งสองประเภททำให้เกิดสภาพคล่องที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของธนาคารกลางทั่วโลก โดยสภาพคล่องที่ธนาคารกลางควบคุมได้มีเพียง 123% ของจีดีพีโลก<sup>6</sup> เท่านั้น จึงกล่าวได้ว่าสภาพคล่องส่วนใหญ่ของโลกจึงถูกกำหนดด้วยวงจรแห่งความโลภและความกลัว (Greed and Fear) ของผู้เล่นในตลาด โดยความเสียหายก็จะทวีคูณตามการขยายตัวของนวัตกรรมเหล่านี้ ทั้งยังสามารถแพร่กระจายไปทั่วทุกส่วนของโลกได้อย่างรวดเร็ว และผนวกกับการมีผู้เล่นที่ดำเนินกลยุทธ์ที่มีความเสี่ยงสูงอย่างเฮดจ์ฟันด์ ทำให้

\* ดูเพิ่มเติมในบทที่ 2 ข้อ 2.4 ปัญหาจากการเคลื่อนย้ายทุนเสรีและการวิเคราะห

<sup>5</sup> [New Monetarism and the Currency Accelerator](http://www.instrategy.com/press_ind.htm) [PDF Format]. Independent Strategy, 2006. แหล่งที่มา: [http://www.instrategy.com/press\\_ind.htm](http://www.instrategy.com/press_ind.htm) [สิงหาคม, 2007]

<sup>6</sup> Sharmila Whelan, "It ain't over until the fat lady," [CLSA Asia-Pacific Markets: Nipponomics](http://www.clsa.com/asia-pacific/markets) 9, (10 August 2007): p.3



ปัญหาที่เกิดขึ้นสามารถถูกลดลงเป็นวิกฤติเศรษฐกิจได้ ดังเช่น กรณีปัญหาการผิดนัดชำระของลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยคุณภาพต่ำ (Subprime Mortgage Loan) ในปี 2007

เราจึงเห็นได้ว่าขบวนการโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจและการเงินได้ก่อให้เกิดปัญหาเชิงโครงสร้างต่อระบบทุนนิยมโลก มีผลให้เศรษฐกิจโลกประสบกับภาวะผันผวนอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ และเหตุการณ์เช่นนี้จะยังคงดำเนินต่อไป เนื่องจากสิ่งที่เกิดขึ้นนี้เป็นผลประโยชน์ต่อประเทศที่มีภาคการเงินขนาดใหญ่เช่นสหรัฐฯ ซึ่งช่วยสร้างรายได้จากการให้บริการและยังพ่วงถ่ายความเสี่ยงไปสู่ระบบเศรษฐกิจอื่น ๆ ทั่วโลก อย่างไรก็ตาม เราคงไม่สามารถคาดเดาได้ว่าสถานการณ์ในระยะยาวจะเป็นเช่นไร และจะนำไปสู่วิกฤติทุนนิยมหรือไม่ สิ่งเหล่านี้เป็นเรื่องที่ผู้สนใจต้องทำการวิจัยต่อไป

โดยสรุปแล้ว หากเราทำการวิเคราะห์ให้เข้าใจถึงปฏิสัมพันธ์ระหว่างภาคเศรษฐกิจแท้จริง (Real Sector) กับภาคการเงิน (Financial Sector) รวมถึงการเข้าใจถึงความผูกพันของระบบเศรษฐกิจระหว่างประเทศในบริบทแห่งโลกาภิวัตน์ ก็น่าจะนำเราไปสู่แนวทางการกำหนดนโยบายในการพัฒนาเศรษฐกิจไทยให้อยู่รอดในกระแสแห่งความผันผวนทางเศรษฐกิจของโลกได้

#### 9.2.4 เสด็จพันธุ์มีสถานะเหมือนผู้นำสาร ว่าระบบการเงินของโลกกำลังขาดเสถียรภาพ

ตัวอย่างที่แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าเสด็จพันธุ์เป็นผู้นำสาร ได้แก่ เหตุการณ์การโจมตีค่าเงินบาทในปี 1997 ในขณะนั้นประเทศไทยได้เปิดเสรีทางการเงิน แต่รัฐบาลกลับยังไม่มีมาตรการปฏิรูปกระบวนการกำหนดนโยบาย กระบวนการตัดสินใจ กระบวนการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงิน รวมทั้งการพัฒนาเครื่องมือทางการเงินและตลาดปริวรรตเงินตราต่างประเทศที่ดีเพียงพอ และที่ร้ายแรงที่สุดก็คงจะเป็นการที่ยังคงใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ในสภาพแวดล้อมที่มีการเคลื่อนไหวของทุนเสรี

เมื่อเสด็จพันธุ์วิเคราะห์ข้อมูลเศรษฐกิจของไทย และได้มองเห็นจุดอ่อนในระบบเศรษฐกิจว่าตลาดเงินไทยนั้นถึงพร้อมแล้วซึ่งภาววิสัยต่อการเปลี่ยนแปลง ไม่ว่าจะเป็นเรื่องระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่ไม่เหมาะสมกับสภาวะปัจจุบันที่ไทยเปิดเสรีทางการเงิน ผนวกกับการไม่มีวินัยทางการเงินของภาครัฐและเอกชนไทยเอง ที่ก่อให้เกิดความไร้เสถียรภาพต่อระบบการเงินไทยและ ถึงแม้ว่าเสด็จพันธุ์จะไม่ทำการโจมตีค่าเงิน แต่ระบบที่ไม่ถูกต้องเช่นนี้จะต้องถูกแรงผลักดันจากตลาดให้ปรับเปลี่ยนไปในที่สุด ดังนั้น เสด็จพันธุ์ มีบทบาทเป็นเสมือนตัวเร่ง

ระยะเวลา(Catalyst) ให้เกิดการเปลี่ยนเร็วขึ้นเท่านั้น ดังจะเห็นได้ว่าหลังจากเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนให้ถูกต้องสอดคล้องกับการเปิดเสรีด้านการเงิน การซื้อขายเงินตราก็ได้กลับมาสู่ภาวะปกติ

ดังนั้นเฮดจ์ฟันด์ จึงเหมือนผู้ส่งสัญญาณเตือนแต่เนิ่นๆให้ประเทศผู้ตกเป็นเหยื่อต้องรีบปรับเปลี่ยนระบบ หรือนโยบายใดๆที่นำมาซึ่งความไร้สมดุล ซึ่งสร้างโอกาสให้เฮดจ์ฟันด์ในการทำกำไร แต่หากประเทศเหล่านั้นยังคงติดค้าง หรือเพิกเฉยไม่ใส่ใจต่อสัญญาณเตือนดังกล่าว ก็รังแต่จะทำให้ปัญหาบานปลายและลุกลามไปไกล เนื่องจากสัญญาณเตือนนี้ก็จะกลับกลายเป็นเสียงเรียกให้ผู้ล่าอื่นๆ เช่น ธนาคารพาณิชย์ทั้งหลายเข้ามาหาประโยชน์อย่างไร้ความปราณี ดังเช่นที่ได้เกิดขึ้นในกรณีการโจมตีค่าเงินบาทที่สร้างความเสียหายให้ระบบเศรษฐกิจของไทยอย่างรุนแรง และคงไม่มีใครคาดคิดมาก่อนว่าสิ่งนี้จะส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจอื่น ๆ ในเอเชีย และแรงสะท้อนดังกล่าวได้กระเพื่อมไปถึงประเทศทุนนิยม ศูนย์กลางอย่างสหรัฐฯและยุโรปไปด้วย ซึ่งเป็นการยืนยันว่าโลกาภิวัตน์ได้เชื่อมระบบทุนนิยมทั่วโลกเข้าด้วยกันแล้ว ดังนั้น จึงถือเป็นบทเรียนของภาครัฐว่าการอยู่ในระบบทุนนิยมโลกาภิวัตน์นั้น ภาครัฐเองในฐานะเป็นผู้ควบคุมกฎระเบียบต่างๆจะต้องปรับตัวให้รวดเร็วทันต่อการเปลี่ยนแปลง

### 9.2.5 การศึกษาให้เข้าใจเฮดจ์ฟันด์อย่างถ่องแท้ จะเป็นประโยชน์ทั้งในแง่การป้องกันการแสวงหากำไรจากเฮดจ์ฟันด์ และในขณะเดียวกันก็สามารถใช้เฮดจ์ฟันด์ให้เป็นประโยชน์

ภายใต้สภาวะแวดล้อมในปัจจุบันที่เฮดจ์ฟันด์ ได้ขยายตัวอย่างก้าวกระโดด เป็นสิ่งที่ประเทศไทยย่อมไม่สามารถหลีกเลี่ยงต่อการมีปฏิสัมพันธ์กับกองทุนเหล่านี้ได้ ไม่ว่าจะเป็นโดยตรง หรือโดยทางอ้อมได้ โดยเฉพาะการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจการเมืองแบบทุนนิยมเสรี ทำให้เราไม่สามารถปิดกั้นกระแสการเคลื่อนไหวของทุนโลกได้ ดังนั้น สิ่งที่เราควรถือปฏิบัติก็คือ การตื่นตัวต่อสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไปตามกระแสโลกาภิวัตน์นี้

แนวคิดต่างๆที่ได้นำเสนอข้างต้นข้างต้นได้แสดงให้เห็นแง่มุมต่างๆของเฮดจ์ฟันด์ ซึ่งในบางด้านกองทุนเหล่านี้ก็มีประโยชน์หากมองเฮดจ์ฟันด์ในแง่บวกให้มันเป็นโอกาส ไม่ว่าจะในเรื่องการนำการเคลื่อนไหวของเฮดจ์ฟันด์มาเป็น Indicator วัดสถานะภาพและความมีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ หรือการจัดสรรเงินลงทุนของ Portfolio ในเฮดจ์ฟันด์ ล้วนมีส่วนช่วยปรับปรุงให้อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงดีขึ้น ดังจะเห็นได้จาก ตัวอย่างในประเทศสิงคโปร์ที่รัฐบาลได้ตั้งทีมศึกษาให้การสนับสนุนในการประกอบธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ รวมถึงจัดสรรเงินทุนของประเทศลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ (ดังคำให้สัมภาษณ์ของ Peter Hu) นอกจากนี้องค์กรอย่าง World

Bank ก็ได้จัดสรรเงินทุนจากกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ของพนักงานมาลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ด้วยเช่นกัน<sup>7</sup>

ในสภาวะแวดล้อมที่เฮดจ์ฟันด์กำลังขยายตัวไปตามกระแสโลกาภิวัตน์นี้ จะเห็นได้ว่าประเทศต่างๆทั่วโลก รวมถึงองค์กรระดับโลกเช่น World Bank ได้ตระหนักถึงการมีอยู่ของเฮดจ์ฟันด์ และได้พยายามศึกษาหามุมมองที่จะเอื้อประโยชน์ต่อประเทศ และองค์กรของเขา มากกว่าที่จะต่อต้านโดยปราศจากการศึกษาหาข้อมูลในเบื้องต้น ดังนั้น เมื่อเราไม่สามารถหลีกเลี่ยงในการมีปฏิสัมพันธ์ต่อเฮดจ์ฟันด์ได้ การศึกษาเรื่องเฮดจ์ฟันด์ให้เข้าใจอย่างถ่องแท้โดยปราศจากอคติจึงเป็นสิ่งจำเป็นอย่างยิ่งต่อประเทศไทยในทุกภาคส่วนทั้งผู้บริหารภาครัฐและเอกชน เพื่อมีความรู้ที่เท่าทันและสามารถสร้างภูมิคุ้มกันจากผลกระทบทางลบอาจที่เกิดจากการที่เศรษฐกิจการเงินของไทยได้ถูกดูดกลืนเข้าสู่กระแสทุนอันเชี่ยวกรากของโลกาภิวัตน์ สุดท้ายนี้ ผู้เขียนขอปิดบทวิจยนี้ด้วยข้อคิดว่า ไม่ว่าจะฝั่งตรงข้ามของเราจะเป็นคู่ต่อสู้ คู่ค้า หรือคู่แข่งก็ตาม การศึกษาให้รู้เขารู้เราเป็นสิ่งจำเป็นอย่างยิ่งที่จะทำให้ไทยไม่ตกเป็นเหยื่อเหมือนเช่นในอดีต อย่างไรก็ตาม การเฝ้าติดตามประเมินค่าเงินบาทที่ผ่านมา และถึงแม้ว่าการรู้เขารู้เราอาจจะไม่ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยชนะการเฝ้าติดตามเงินก็จริงอยู่ แต่ผลของความเสียหายของประเทศไทยก็คงไม่มากมายถึงขนาดนี้อย่างแน่นอน

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

---

<sup>7</sup> Sudhir Rajkumar, "Pension Fund Management at the World Bank," Paper Presented to World Bank Treasury, The Asian Central Bank and Official Institutions Conference, Hong Kong, 2003.

## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

คณะกรรมการศึกษาและเสนอแนะมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการระบบการเงินของประเทศ (ศปร.). รายงานผลการวิเคราะห์และวินิจฉัย ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับสถานการณ์วิกฤตทางเศรษฐกิจ. กรุงเทพมหานคร: มูลนิธิสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย, มีนาคม 2541.

ฉัตรทิพย์ นาถสุภา. ลัทธิเศรษฐกิจการเมือง. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. 2546.

ปรีชา เปี่ยมพงศ์สานต์, ทฤษฎีและการศึกษาเศรษฐศาสตร์แนวสถาบันและประวัติศาสตร์ในทศวรรษที่ 1980 คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีแห่งการบริหารหนี้เงินของกองทุนฟื้นฟู. ประชาชาติธุรกิจ ฉบับที่ 3674 (28 มีนาคม 2548)

ภัสวี สิงหเดช, แปลเรื่อง ซำคือเงินตรา โดย Robert Slater. Soros: The Life, Times & Trading Secrets of the World's Greatest Investor. McGrawHill, 1997.

มาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาท [Online]. ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2549.

แหล่งที่มา:

[http://www.bot.or.th/Bothomepage/General/Notification/Financial%20Market/myweb/main\\_policy\\_ex\\_control.htm](http://www.bot.or.th/Bothomepage/General/Notification/Financial%20Market/myweb/main_policy_ex_control.htm) [พฤษภาคม, 2550].

รังสรรค์ ณะพรพันธุ์. วิกฤตการณ์การเงินและเศรษฐกิจการเงินไทย. กรุงเทพมหานคร: โครงการจัดพิมพ์คปไฟ, 2542.

รังสรรค์ ณะพรพันธุ์. วิจารณ์เรื่อง ฉันทมติแห่งวอชิงตันบนแผนนโยบาย. โดย Williamson, J.

What Washington Means by Policy Reform. Latin American Adjustment: How Much Has Happened? Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1990.

วรวิทย์ เจริญเลิศ. การ Internationalization ของทุน. ในวิชาทฤษฎีเศรษฐศาสตร์การเมือง รหัสวิชา 2951601. คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. 2546.

วิทยากร เชียงกุล, วิจารณ์เรื่อง วิกฤติระบบทุนนิยมโลก (สังคมเปิดกำลังจะสูญพันธุ์)... ทัศนะของ จอร์จ โซรอส. โดย George Soros, "The Crisis of Global Capitalism: Open Society Endangered," กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มิ่งมิตร, 2542.

ศิริพงษ์ วิทยวิโรจน์. จอร์จ โซรอส, นักบุญ คนบาป ราชชาตลาดเงิน. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์ มติชน, 2543.

สมภาพ มานะรังสรรค์. โลกาภิวัตน์ เศรษฐกิจแบบทวิลักษณ์. พิมพ์ครั้งที่ 1, กรุงเทพมหานคร: สถาบันวิถึทรรศน์, 2545.

สมภาพ มานะรังสรรค์. ดอลลาร์ (US Finance) การเงิน ทุนนิยม และเศรษฐกิจกาสิโน. กรุงเทพมหานคร: นัท รีพับลิก, 2546.

สมภาพ มานะรังสรรค์. บาท (Thai Finance) ทิศทาง การทำทนาย โลกาภิวัตน์การเงิน. กรุงเทพมหานคร: นัท รีพับลิก 2546.

สมภาพ มานะรังสรรค์. พลวัตของระบบการเงินโลก กับผลกระทบต่อไทย. กรุงเทพมหานคร: โครงการเมธีวิจัยอาวุโส สกว. ศูนย์ศึกษาเศรษฐศาสตร์การเมือง, 2546.

สำนักตรวจเงินแผ่นดิน, รายงานของผู้สอบบัญชีและงบการเงิน กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนา ระบบสถาบันการเงิน สำหรับงวดหกเดือนสิ้นสุดวันที่ 31 มีนาคม 2550 และ สำหรับงวดสิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2549, (เมษายน 2550)

สุธี ประศาสน์เศรษฐ. ทฤษฎีระบบโลก. ใน ธเนศ อาภรณ์สุวรรณ (บรรณาธิการ), การวิเคราะห์ สถานการณ์สังคมด้วยตนเอง. กรุงเทพมหานคร: สถาบันพัฒนาการเมือง, 2544.

อัจฉนา ไวความดี. แจงส์เบี่ย: ทำอย่างไรให้เงินทุนเคลื่อนย้ายฯ เป็นไปอย่างพอประมาณ. ใน กรุงเทพธุรกิจ. กรุงเทพ: 27 กุมภาพันธ์ 2550.

เอก ตั้งทรัพย์วัฒนา. โลกาภิวัตน์ บรรษัทข้ามชาติ บรรษัทภิบาล และ ความรับผิดชอบต่อสังคม ของบรรษัท. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548.

### **ภาษาอังกฤษ**

527 committee [Online], Sourcewatch, 2006. Available from:  
[http://www.sourcewatch.org/index.php?title=527\\_committee](http://www.sourcewatch.org/index.php?title=527_committee) [March 6, 2007]

Altaner, D. Amaranth To Hold Client Conference For Questions, WSJ Says. Bloomberg News (September 22, 2006)



- Altman, D. "Q&A with Joseph Stiglitz," International Herald Tribune: Managing Globalization. October 11, 2006
- Azhar, S. "Singapore's Chinatown new home for hedge fund," Reuters, [19 June 2007]
- Bello, W. Bullard, N. and Malhotra. Notes on the Ascendancy and Regulation of Speculative Capital. in Bello, W. Bullard N. and Malhotra eds., Global Finance. London: Zed Books, 2000.
- Ben-Ami, D. Cowardly Capitalism: The myth of the global financial casino. 1<sup>st</sup> Edition. New York: John Wiley & Sons, Ltd. 2001.
- Biggs, B. Hedge Hogging. 1<sup>st</sup> Edition. U.S.A.: John Wiley & Son, 2006.
- Borla, S. and Masetti, D. Hedge Fund: a resource for investors. New York: John Wiley & Sons, 2002.
- Burton, K. and Strasburg, J. Hedge Funds Make Inroads In Washington Against Regulation. Bloomberg News New York: July 29, 2006
- Byres, T. Accumulation in Less Developed Countries. in Neoliberalism: A Critical Reader, Alfredo Saad-Filho and Deborah Johnston(Eds), 2005, (London: Pluto Press)
- Campaign Finance . [Online]. Available from:  
[http://en.wikipedia.org/wiki/Campaign\\_finance](http://en.wikipedia.org/wiki/Campaign_finance) [March, 2007]
- Chipman, K. Group Seeks Criminal Investigation of Lawmaker, USA Today Says. Bloomberg News (January 20, 2006)
- Chorafas, D. N. Managing Risk in the New Economy. 1st edition. New Jersey: Prentice Hall Press, 2001.
- Clarke, D. U.K., Germany Open Hedge Fund Investing to People With EU124. Bloomberg News New York: January 9, 2006
- Commercial Bank [Online]. Wikipedia: The free encyclopedia. Available from:  
[http://en.wikipedia.org/wiki/Commercial\\_bank](http://en.wikipedia.org/wiki/Commercial_bank) [May, 2007].
- Cottle, M. "Where Are The Good Guys When We Need Them?" Washington Monthly 9/97

- Cox, C. Testimony Concerning the Regulation of Hedge Funds: before the US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs [Online]. U.S.A.: United States Securities and Exchange Commission, July, 2006. Available from: <http://www.sec.gov/news/stuies/hedgefunds2003.pdf> [January 12, 2007]
- Cremer, A. Germany Sees Hedge Fund Progress, Frankfurter Allgemeine Says. Bloomberg News New York: May 18, 2007
- Crony Capitalism [Online]. Wikipedia: The free encyclopedia, Available from: [http://en.wikipedia.org/wiki/Crony\\_capitalism](http://en.wikipedia.org/wiki/Crony_capitalism) [August, 2007]
- Culp, C.L. The Risk Management Process: Business Strategy and Tactics. 1<sup>st</sup> Edition. U.S.A.: John Wiley & Son, 2001.
- Currier, C. Credit Turbulence Puts Hedge Funds On The Spot. Bloomberg News New York: Mar 16, 2007
- Dae-oup Chang. Neoliberal Restructuring of Capital Relations in East and South-East Asia. in A. Saad-Filho and D. Johnston, eds., Neoliberalism: A Critical Reader, pp. 252-253. London: Pluto Press, 2005.
- Donaldson, W. H. Implication of the Growth of Hedge Funds [PDF Format]. U.S.A.: United States Securities and Exchange Commission, September, 2003. Available from: <http://www.sec.gov/news/stuies/hedgefunds2003.pdf> [January 12, 2007]
- Dumenil, G. and Levy, D. The Neoliberal (Counter-) Revolution. In A. Saad-Filho and D. Johnston, (eds.), Neoliberalism: A Critical Reader. London: Pluto Press, 2005.
- Eichengreen, B.J. and Mathieson, D. J. "Hedge Funds: What Do We Really Know?," IMF Economic Issues, 19 (September, 1999)
- Eichengreen, B.J.; Mathieson, D. J.; and Chadha, B. Hedge funds and financial market dynamics. IMF Occasional Papers 166, 1998.

- Emmanuel, A. Gains and losses from the international Division of Labour. Monthly Review Press. Review I, Fall (1997)
- Emmanuel, A. Unequal Exchange: A Study of the Imperialism of Trade. New York: Monthly Review Press. 1997
- Enron [Online]. Wikipedia: The free encyclopedia. Available from: <http://en.wikipedia.org/wiki/Enron> [May, 2007]
- Flinn, R. Hedge Funds Pay Little for Lobbying, Stay Unregulated, NYT Says. Bloomberg News. New York: March 13, 2007.
- Flybjerg, B. Making Social Science Matter: Why Social Inquiry Fails and How It Can Succeed Again. Cambridge: Cambridge University Press, 2001
- Forsythe, M. Hedge-Fund Political Donations, Jan 2005 – June 2006. Bloomberg News. New York: August 13, 2006.
- Forsythe, M. Elliott, Soros Drive 44% Jump in Hedge-Fund Political Giving. Bloomberg News. New York: March 10, 2006.
- Forsythe, M. Singer, Republicans' Soros, May Top Hedge-Fund Campaign Givers. Bloomberg News. New York: Nov 16, 2006.
- Fraher, J. Germany Seeks Support For Hedge Fund Rules At G-8. Bloomberg News. (May 18, 2007)
- French-Davis, R. The Tequilla effect: its origins and its widespread impact. Desarrollo Economico: Revista de Ciencias Sociales 37 (1997)
- Funabashi, Y. Announcement the Ministers of Finance and Central Bank Governors of France, Germany, Japan, the United Kingdom, and the United States (Plaza Accord). in Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre, Washington D.C.: Institute for International Economics, 1988
- Garbaravicius, T. and Dierick, F. Hedge funds and their implications for financial stability ECB Occasional Paper 34, (August, 2005)
- Gilpin, R. Global Political Economy: Understanding the International economic order. (n.p.): Princeton University Press, 2001.

- Gilpin, R. Global Political Economy: Understanding the International economic order.  
(n.p.): Princeton University Press, 2001.
- Gimein, M. George Soros Is Mad as Hell. Fortune Vol. 148, No.9 (October 27, 2003):  
128-139.
- Glynn, C. Soros Backing Obama Over Hillary. Bloomberg News. New York: March 12,  
2007.
- Goldfrank, W. (1978) "Fascism and world economy," in B.H. Kaplan(ed.) Social Change  
in the Capitalist World Economy. Beverly Hills, CA: Sage
- Goldfrank, W.L. Fascism and world economy. in B.H. Kaplan (ed.), Social Change in the  
Capitalist World Economy. California: Sage Publication Beverly Hills.
- Gross, B. The Bond King. 3<sup>rd</sup> Edition. U.S.A.: John Wiley & Son, 2004.
- Habermeier, F. K. and Kirilenko, A. Securities Transaction Taxes and Financial Markets.  
IMF Working paper 01/51 (August 2005)
- Harris, A. Bloomberg News New York: June 24, 2006.
- Hart, D. Cerberus Donated Money to Key Congressman, USA Today Reports.  
Bloomberg News New York: January 19, 2007.
- Harvey, D. A Brief History of Neoliberalism. Oxford: Oxford University Press, 2005.
- Hedge Fund Demand and Capacity 2005-2015: Is Worldwide Hedge Fund Demand  
Outstripping capacity [PDF Format]. Tennessee: Van Hedge Fund  
Advisors International, 2005. Available from:  
[http://www.vanhedge.com/pdf/articles/HF\\_Demand,\\_Capacity\\_2005-  
2015.pdf](http://www.vanhedge.com/pdf/articles/HF_Demand,_Capacity_2005-2015.pdf) [March 6, 2007]
- Hedge Fund Universe [Online]. : Van Hedge Fund Advisor, 2004. Available from:  
<http://www.hedgefund.com/abouthfs/universe/universe.htm>) [December  
6, 2004]
- Hedge Funds and their Role in the Financial Market. Deutsche Bundesbank Monthly  
Report 1999

Hedge Funds, Financial Time, Special Report, New York: April 27, 2007.

Held, D. and McGrew, A. The Global Transformations Reader: An introduction to the Globalization Debate. 1st edition. Cambridge: Polity Press, 2000.

Hellrung, J. Hedge Fund Regulation: Investors Are Knocking at the Door, But Can the SEC Clean House Before Everyone Rushes In? North Carolina Banking Institute New York: February, 2005.

Hopkins, K. T. and Wallerstein, I. World system analysis: Theory and Methodology. California: Sage Publications Beverly Hills, 1982.

Implication of the Growth of Hedge Funds, United States Securities and Exchange Commission, (September, 2003)

Investment Banking [Online]. Wikipedia: The free encyclopedia. Available from: [http://en.wikipedia.org/wiki/Investment\\_bank](http://en.wikipedia.org/wiki/Investment_bank) [May, 2007].

Investor Guide [Online]. Thai Bond Market Association. Available from: <http://www.thaibma.or.th> [March, 2007].

Investor Tools [Online]. USA: CFA Institute, Available from: <http://www.cfainstitute.org/aboutus/investors/articles/hedgefunds101.htm> [March, 2007].

Joseph E. Cantor. Soft and Hard Money In Contemporary Election: What Federal Law Does and Does Not Regulate [Online], Congressional Research Service: National Council for Science and the Environment, May, 2007. Available from: <http://www.ncseonline.org/NLE/CRSreports/government/gov-35.cfm> [March 8, 2007]

Kolb., R.W. and Overdahl, J.A. Financial Derivatives. 3<sup>rd</sup> Edition. . U.S.A.: John Wiley & Son, 2003.

Kratochwil, F. and Mansfield, E.D. International Organization and Global governance. 2nd edition, pp. 317-318.



- Kratochwil, F. V. and Mansfield, E. D. International Organization and Global Governance: A Reader. 2nd Edition. U.S.A.: Pearson Education Inc., 2006.
- L. Paige Whitaker. Campaign Finance: Constitutional and Legal Issues of Soft Money [PDF Format]. American Law Division: Congressional Research Service, February, 2004. Available from:  
<http://fpc.state.gov/documents/organization/29688.pdf> [March 9, 2007]
- Lhabitant, F. Hedge Funds: Myths and Limits. New York: John Wiley & Sons, 2002.
- MacEwan, A.. Neoliberalism and Democracy: Market Power versus Democratic Power. in A. Saad-Filho and D. Johnston, eds., Neoliberalism: A Critical Reader. pp.173-174. London: Pluto Press, 2005.
- Meyer, L.H. A Term at The FED: An Insider's View. 1<sup>st</sup> Edition. U.S.A.: Harper Business, 2004. .
- Morvillo, G. R. and Anello, R. J. Regulation and Prosecution of Hedge Funds. New York Law Journal 236 No. 21 (August 21, 2006)
- New Monetarism and the Currency Accelerator [PDF Format]. Independent Strategy, 2006. Available from: [http://www.instrategy.com/press\\_ind.htm](http://www.instrategy.com/press_ind.htm) [August, 2007]
- Nicholls, C. Germany Rebuffed On Hedge Fund Regulation Call. The Financial Standard (April 18, 2007)
- North, D.C. "Institutions and Economic Performance," Institution: Institutional Change and Economic Performance (1990)
- Obvi, B. Former Attorney General of the BVI Appointed to the Senior Position in the BVI FSC. British Virgin Islands Business News [Online], Available from:  
<http://bvioffshoreibc.blogspot.com/search/label/Statistics>, [July 13, 2007]
- Oesterle, D. and Skeel, D. Should Hedge Fund be regulated? [Online]. Legal affairs, 2005. Available from:

[http://www.legalaffairs.org/webexclusive/debateclub\\_hedgefunds1105.msp](http://www.legalaffairs.org/webexclusive/debateclub_hedgefunds1105.msp) [February 12, 2007]

OSI Statement on U.S. Campaign Finance Reform and Independent Organization [Online], Open Society Institute & Soros Foundations Network, Available from: [http://www.soros.org/newsroom/news/campaignfinance\\_20031125](http://www.soros.org/newsroom/news/campaignfinance_20031125) [June 6, 2007]

Palley, I. T. From Keynesianism to Neoliberalism: Shifting Paradigms in Economics. in A. Saad-Filho and D. Johnston, eds., Neoliberalism: A Critical Reader, pp. 24-25. London: Pluto Press, 2005.

Peabody, N. The Inevitability of Hedge Fund Regulation in the U.S. [Online]. World Services Group, 2007. Available from: <http://www.worldservicesgroup.com/publicationspf.asp?id=1921> [May 21, 2007]

Quinn, G. and Deslongchamps, A. Canada's Longworth Says Hedge Funds Benefit Markets. Bloomberg News New York: November 8, 2006.

Quinn, G. and Deslongchamps, A. Bloomberg News New York: May 16, 2006.

Rach, C. and Donahue, P. Merkel Says Hedge Funds Require Transparency, Rules. Bloomberg News New York: May 24, 2007.

Rajkumar, S. Pension Fund Management at the World Bank: Paper presented to World Bank Treasury at The Asian Central Bank and Official Institutions Conference, Hong Kong, 2003.

Richard Briffault. Soft Money, Issue Advocacy and The US Campaign Finance Law [Online]. Columbia Law School: Elections Canada, May, 2002. Available from: [http://www.elections.ca/eca/eim/article\\_search/article.asp?id=75&lang=e&frmPageSize=&textonly=false](http://www.elections.ca/eca/eim/article_search/article.asp?id=75&lang=e&frmPageSize=&textonly=false) [March 7, 2007]

Saad-Filho, A. and Johnston, D. eds., in Neoliberalism : A Critical Reader, 2005, Pluto Press, London.

Scheer, D. and Strasburg, J. U.S. Says Hedge Fund Regulation Is 'Working Well'.

Bloomberg News New York: February 22, 2007.

Selway, W. Amaranth Losses May Lead San Diego To Trim Hedge Funds. Bloomberg

News New York: September 21, 2006.

Shadab, H.B. Public Interest Comment on Hedge Fund Investor Qualifications - The Definition of Accredited Investor in Certain Private Investment Vehicles

[Online]. George Mason University - Mercatus Center: Social Science Research Network, 2007. Available from:

[http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=980751](http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=980751) [June 6, 2007]

Shaikh, A. The Economic Mythology of Neoliberalism. in A. Saad-Filho and D.

Johnston, eds., Neoliberalism: A Critical Reader, p.41. London: Pluto Press, 2005.

Shenn, J. Hedge Funds Warn SEC To Watch For Manipulation Of Subprime Debt.

Bloomberg News New York: June 13, 2007.

Shirreff, D. Lesson from the collapse of hedge fund, Long-Term Capital Management

[PDF Format]. University of California at Berkeley, Available from:

[http://elsa.berkeley.edu/users/webfac/craigne/e137\\_f03/137lessons.pdf](http://elsa.berkeley.edu/users/webfac/craigne/e137_f03/137lessons.pdf) [May 6, 2007]

Siconolfi, M. Raghavan, A and Pacelle, M How Salesmanship and Brainpower Failed to

Save Long-Term Capital [Online]. The Wall Street Journal: George Washington University, November 16, 1998. Available from:

<http://home.gwu.edu/~alexhapt/lcm111698.htm> [May 6, 2007]

Siegel, A. Pension reform bill is law. InvestmentNews, (August 17, 2006)

Sorkin, A. R. Hedge Fund Moguls Back Giuliani's Presidential Fund. The New York

Time (Feb 1, 2007)

Soros, G. Keynote Address [Online]. Hong Kong: Asia Society, September, 19 2001.

Available from: [http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin\\_tax](http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin_tax) [March, 2007]

- Soros, G. The Crisis of Global Capitalism: (Open Society Endangered). Green Press, 1998.
- Soros, G. Backgrounder [Online]. Discover the Network, October, 2004. Available from: <http://www.discoverthenetworks.org/Articles/SOROS,%20GEORGE%20BACKGROUNDER1.htm> [March 6, 2007]
- Strahan, A. and Sullivan, B. Oil To Return to \$78 A Barrel This Year, Pickens Says (update 2). Bloomberg News (April 25, 2007)
- Strasburg, J. Amaranth Hedge Fund Losses Hit 3M, San Diego County. Bloomberg News. New York: September 21, 2006.
- Strasburg, J. Amaranth Hedge-Fund Losses Hit 3M Pension, Goldman. Bloomberg News. New York: September 21 2006.
- The impact of Hedge Funds on financial markets. Paper submitted to House of Representatives Standing Committee on Economics, Finance and Public Administration's Inquiry into the International Financial Markets Effects on Government Policy. Reserve Bank of Australia, Sydney, June 1999.
- Thomson, A. Hedge Fund Money Used to Back Political Candidates. NYT Reports. Bloomberg News. New York: Jan 25, 2007.
- Thomus, L. Jr. Hedge Fund Chiefs, With Cash, Join Political Fray. The New York Time. New York: Jan 25, 2007.
- Tobin Tax [Online]. Wikipedia: The free encyclopedia. Available from: [http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin\\_tax](http://en.wikipedia.org/wiki/Tobin_tax) [March, 2007]
- Top 50 Banks in the World [Online]. Bankers Almanac, 2007. Available from: [http://www.instrategy.com/press\\_ind.htm](http://www.instrategy.com/press_ind.htm) [August, 2007]
- Torres, C. and Lanman, S. Bernanke Adopts Greenspan's Stance Toward Hedge Funds. Bloomberg News. New York: May, 17 2007
- Tuman, N. SEC lost one of hedge fund regulation battle. Westchester County Business Journal. (September 25, 2006)

- Tyson, J. and Forsythe, M. Wellington, Tudor Bet on Baker To Succeed Oxley (update 1). Bloomberg News. New York: December 27, 2005
- UNDP. Human Development Report 1992. New York: Oxford University Press, (n.d.), 1992.
- Weiss, M. SEC's Glassman Comments on Hedge Funds and Registration Rule. Bloomberg News. New York: May 18, 2006.
- Westbrook, J. and Scheer, J. SEC Plans Database To Stem Illegal Hedge Fund Trading. Bloomberg News. New York: December 5, 2006.
- Westbrook, J. and Vekshin, A. SEC's Cox Says Hedge Fund Regulation Is 'Inadequate'. Bloomberg News. New York: July 25, 2006.
- Westbrook, J. and Vekshin, A. Bloomberg News. New York: Jul 26, 2006.
- Whelan. S. It ain't over until the fat lady. CLSA Asia-Pacific Markets: Nipponomics 9 (10 August 2007): p.3.
- York, B. Democrats Throw The Spirit Of Reform Out The Window. The Hill, May 11, 2003



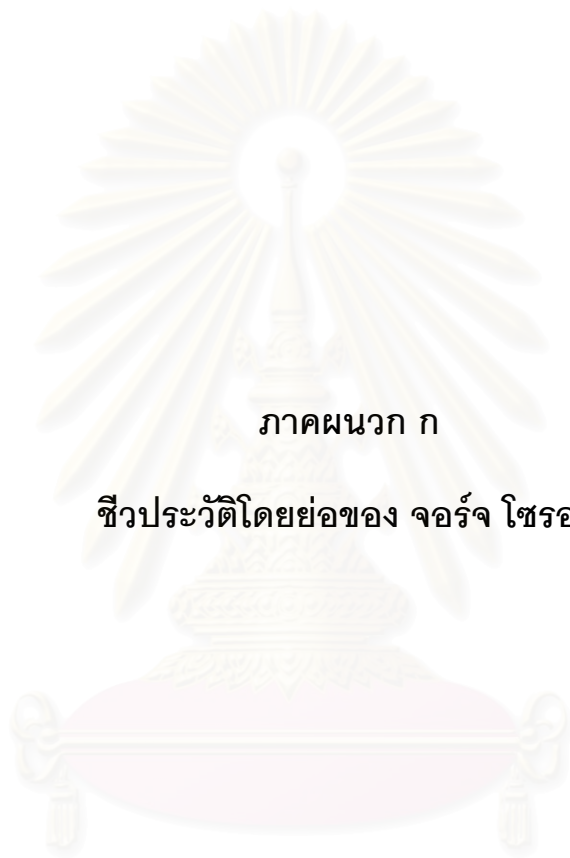
สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย





ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก ก

ชีวประวัติโดยย่อของ จอร์จ โซรอส

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ชีวประวัติโดยย่อของ จอร์จ โซรอส



คนไทยคงได้ยินชื่อของ จอร์จ โซรอส หลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจเมื่อปี 2540 ในฉายาของพ่อมดการเงิน ผู้รั้มนุชยธรรม เพราะการโจมตีค่าเงินบาทของเขาทำให้เมืองไทยเสียหายมาก เงินสำรองหมดไปหลายหมื่นล้านเหรียญสหรัฐฯ คนไทยตกงานเหยียบล้านคน คงมีไม่กี่คนที่ได้ยินมากไปกว่านั้น และคงมีไม่กี่คนที่สนใจใฝ่รู้อย่างถ่องแท้ว่า จอร์จ โซรอส โจมตีค่าเงินบาทจริงหรือเปล่า และการโจมตีค่าเงินบาทเป็นสาเหตุของวิกฤติเศรษฐกิจไทยหรือไม่ และคงไม่มีใครคิดว่าคนอย่างพ่อมดการเงินจะมีแง่มุมของชีวิตที่น่าสนใจและน่าศึกษา ในบางด้านก็ค่อนข้างมีประโยชน์ต่อผู้ติดตาม รวมทั้งต่อประเทศที่เขาเคยโจมตีค่าเงินด้วย

ด้านแรก จอร์จ โซรอส เป็นคนต้นแบบสำหรับคนรุ่นหลังได้เป็นอย่างดี เขาเป็นชาวฮังการีเชื้อสายยิว ซึ่งต้องเอาตัวให้รอดจากการตามล้างผลาญของพวกนาซีเยอรมัน โดยอพยพออกจากบ้านเกิดที่ประเทศฮังการีแบบเสื่อผืนหมอนใบเพื่อไปตายดาบหน้าในอังกฤษตั้งแต่อายุ 17 ปี ทำงานทุกอย่างที่ขวางหน้า บางครั้งมีความเป็นอยู่แบบอดมื้อกินมื้อ เขาเรียนจบปริญญาตรีทางเศรษฐศาสตร์การเมือง จากสำนักเศรษฐศาสตร์การเมืองแห่งมหาวิทยาลัยลอนดอน (L.S.E) สำนักเดียวกับ อ.ป๋วย อึ๊งภากรณ์ หลังจากทำงานในบริษัทลงทุนทางการเงินในอังกฤษอยู่ระยะหนึ่งก็ย้ายไปที่สหรัฐฯ เขาทุ่มเททำงานแบบหามรุ่งหามค่ำ หลักสำคัญในการทำงานของเขาคือ การศึกษาหาความรู้จากการอ่าน อ่านแล้วก็อ่าน ซึ่งทำให้เขาประสบความสำเร็จในฐานะที่ปรึกษานักลงทุนในตลาดการเงิน ผู้มีรายได้จากเงินเดือนและค่าคอมมิชชั่น (ส่วนแบ่งกำไร) ปีละพันล้านเหรียญสหรัฐฯ ตั้งแต่ปี พ.ศ.2536 เป็นต้นมา นิตยสารฟอร์บส์ประเมินในปี พ.ศ.2540 ว่า โซรอสมีทรัพย์สินราว 3.5 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ เป็นมหาเศรษฐีอันดับที่ 27 ของโลก

ด้านที่สอง จอร์จ โซรอส ศึกษาวิชาการเงิน และการลงทุนอย่างแตกฉาน จนสามารถตั้งทฤษฎีใหม่เป็นของตัวเองได้ ทฤษฎีของเขาควรมีส่วนถูกต้อง มันจึงทำให้เขาได้รับผลสำเร็จทางการเงินอย่างใหญ่หลวงเมื่อเขานำไปใช้ในวิชาชีพ ทฤษฎีของเขาอาจหาอ่านได้ในหนังสือบางเล่มที่เขาเขียนเอง เช่น *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market* (พิมพ์ 2530) และ *Soros on Soros: Staying Ahead of the Curve* (พิมพ์ 2538) หรือเล่มที่ Robert Slater เขียนชื่อ *Soros: The Life, Times & Trading Secrets of the World's Greatest Investors* (พิมพ์ 2539)

นอกจากงานเขียนด้านการเงิน และ การลงทุนแล้ว โซรอสยังเป็นผู้ที่ศึกษาด้านเศรษฐศาสตร์การเมือง(Political Economy) อย่างลึกซึ้ง งานเขียนด้านนี้ที่น่าสนใจ ได้แก่ *Opening the Soviet System* (พิมพ์ 2533) *Underwriting Democracy* (พิมพ์ 2434) *The Crisis of Global Capitalism* (พิมพ์ 2541) และ *The Bubble of American Supremacy* (มกราคม 2547)

ด้านที่สาม คือ บทบาทที่เกี่ยวข้องกับการเมือง จอร์จ โซรอส มีความเชื่ออย่างแนบแน่นในเรื่องแนวคิดที่เขาเรียกว่า "สังคมเปิด" ซึ่งมีแก่นอยู่ที่การปกครองระบอบประชาธิปไตย ประกอบกับระบบเศรษฐกิจแนวตลาดเสรีตามทฤษฎี และในกรอบของจริยธรรมอย่างเคร่งครัด ฉะนั้นเขาบริจาคเงินหลายพันล้านเหรียญสหรัฐฯ เพื่อช่วยปลุกฝังระบบนี้ในหลายสิบประเทศ โดยเฉพาะในกลุ่มยุโรปตะวันออกซึ่งเคยปกครองด้วยระบบคอมมิวนิสต์

เมื่อไม่นานมานี้ จอร์จ โซรอส เป็นข่าวใหญ่อีกครั้ง เมื่อเขาออกมาประกาศว่าจะหาทางโค่น จอร์จ ดับเบิลยู บุช ให้ได้ในสมัยเลือกตั้งปี 2547 ไม่ประกาศเปล่า เขาเอาเงินลงขันถึง 15.5 ล้านเหรียญสหรัฐฯ ด้วย และถ้าจำเป็นเขาจะลงเพิ่มอีก และจะลงเป็นพันล้านเหรียญสหรัฐฯ ถ้าใครสามารถประกันว่าจะล้ม จอร์จ ดับเบิลยู บุช ได้แน่นอน

อะไรทำให้ จอร์จ โซรอส เคืองแค้นถึงขนาดจะลงเงินเป็นพันล้านเหรียญสหรัฐฯ เพื่อขับ จอร์จ ดับเบิลยู บุช ออกจากตำแหน่ง ?

ปัจจัยไม่ใช่เรื่องส่วนตัว หาก จอร์จ โซรอส เห็นว่า ประธานาธิบดีบุชเป็นเครื่องมือของชาวอเมริกันกลุ่มน้อย ที่มีความคิดแนวอเมริกันนิยมแบบตกขอบ ความคิดแนวนั้นเป็นอันตรายอย่างยิ่งต่อสังคมโลก ไม่ต่างกับแนวคิด ของพวกนาซีที่ ฮอดอล์ฟ ฮิตเลอร์ นำมาใช้ ก่อให้เกิดสงครามโลกครั้งที่ 2 และการฆ่าล้างเผ่าพันธุ์ชาวยิวราว 6 ล้านคน จอร์จ ดับเบิลยู บุช และคณะใช้เหตุการณ์วันที่ 11 กันยายน 2544 เป็นข้ออ้างในการประกาศ ลัทธินุช ซึ่งมีใจความว่า

ถ้าไม่ร่วมมือจะถือว่าเป็นศัตรูกับเรา อันเป็นฐานของการก่อความวุ่นวายขึ้นในส่วนต่างๆ ของโลก อยู่ในขณะนี้

จึงสรุปได้ว่า ความต้องการโค่น จอร์จ ดับเบิลยู บุช ของเขา มีสาเหตุหลักมาจากความเชื่อที่ว่าประธานาธิบดีบุชไม่ทำตามหลักของประชาธิปไตยและตลาดเสรีที่เป็นธรรมชาติ เพราะสหรัฐฯต้องการผูกขาดทุกอย่างในโลกแต่ผู้เดียว ใครไม่สยบหัวถือว่าเป็นศัตรูดังที่เขาประกาศออกมาใน ลัทธิบุช

ด้านที่สี่ จอร์จ โซรอส ถึงแม้เขาจะร่ำรวยจากการเก็งกำไรจนได้ฉายาว่า “The man who broke the Bank of England” หรือ “The man who move the market” แต่เขาก็กลับเชื่อว่าเงินเป็นเพียงพาหนะในการทำกรรมดีอย่างอื่น ฉะนั้นเขาบริจาคเงินจำนวนมากเพื่อการกุศล ส่วนตัวเองมีความเป็นอยู่อย่างธรรมดาๆ ไม่หรูหราเหมือนอภิมหาเศรษฐีส่วนมากในสหรัฐฯ เขาไม่มีเครื่องบินส่วนตัว ไม่มีเรือยอชท์ ไม่สะสมงานศิลปะแพงๆ ไม่สูบบุหรี่ ไม่ดื่มเหล้า ไม่เข้าสังคมฟุ่มเฟือยชั้นสูง

ด้านที่ห้า การโจมตีค่าเงินของจอร์จ โซรอส ให้ทั้งบทเรียนและประโยชน์ต่อคนจำนวนมาก โดยเฉพาะจากการปรับนโยบายเศรษฐกิจของประเทศที่ถูกโจมตี บทเรียนหลักมีอยู่ว่าระบบตลาดเสรีในยุคโลกาภิวัตน์มีพลังสูงมาก ไม่มีรัฐบาลใดจะสามารถต้านทานมันได้โดยการดำเนินนโยบายผิดๆ เป็นเวลานานจนทำให้เศรษฐกิจขาดสมดุลอย่างร้ายแรง แม้แต่มหาอำนาจทางเศรษฐกิจ เช่น อังกฤษ ยังทำไม่ได้ และเมื่อพยายาม ก็ถูกนักเก็งกำไร เช่น จอร์จ โซรอส โจมตีจนพ่ายแพ้ เมื่ออังกฤษแพ้และยอมลดค่าเงินปอนด์ เพียงย่างเข้าปี 1993 ระบบงานเงินของอังกฤษก็ดูมีเสถียรภาพมากกว่าแต่ก่อน(ดูกราฟประกอบ หน้า 26) อัตราแลกเปลี่ยนเงินปอนด์ก็ทรงตัวอยู่ในระดับ 1.5 - 1.6 เหรียญสหรัฐฯต่อปอนด์ ได้เป็นระยะเวลาหลายปี อังกฤษเองก็ได้ประโยชน์จากการขยายตัวของการส่งออก เพราะสินค้าอังกฤษราคาต่ำลง ทำให้เป็นที่ต้องการของตลาดโลกมากขึ้น

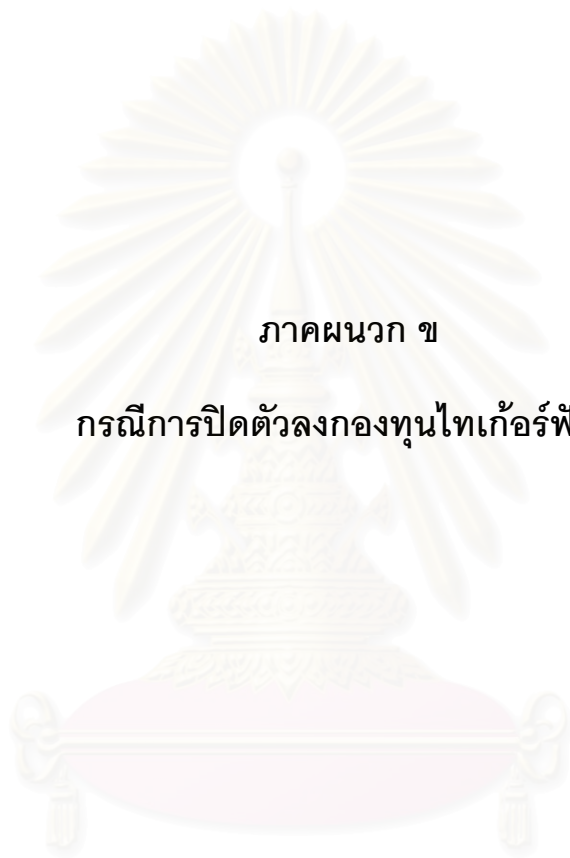
สำหรับเรื่องที่มีผู้อ้างว่า จอร์จ โซรอส โจมตีค่าเงินบาทและจุดชนวนให้เกิดวิกฤติในเมืองไทยเมื่อปี 2540 นั้น หลักฐานบ่งว่า ไม่จริง เขาถอนตัวออกจากตลาดไทยก่อนวิกฤติเป็นเวลาหลายสัปดาห์และอาจเจ็บตัวไปด้วย เพราะก่อนเกิดวิกฤติราว 2 เดือน ธปท.สั่งห้ามสถาบันการเงินไทยให้ชาวต่างประเทศยืมเงินบาท ทำให้พวกเขาหาเงินบาทไม่ได้และต้องจ่ายดอกเบี้ยสูงจนไม่คุ้ม



ผู้อ่านรายงาน ศปร. เรื่องมูลเหตุเศรษฐกิจไทยเกือบล้มละลาย อาจยังจำได้ว่า  
รัฐบาลยุคนั้น และ ธปท. อดองชั้ยชนะกันยกใหญ่ในการนำเงินดอลลาร์จากกองทุนสำรองออกขาย  
เพื่อปกป้องค่าเงินบาท ซึ่งในรายงานศปร. ดังกล่าวได้ชี้ว่า นักโจมตีค่าเงินคนไทยนั้นแหละที่โจมตี  
ค่าเงินบาทและได้กำไรกันไปจำนวนมาก ไม่ใช่เฉพาะชาวต่างชาติเท่านั้น (รายละเอียดในเรื่องนี้จะ  
อยู่ในหัวข้อการโจมตีค่าเงินในบทก่อนหน้า)



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก ข

กรณีการปิดตัวลงกองทุนไทเกอร์ฟันด์

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## กรณีการปิดตัวลงกองทุนไทเกอร์ฟันด์

ถึงแม้ชื่อเสียงของ จูเลียน โรเบิร์ตสัน จะไม่เป็นที่คุ้นหูของนักลงทุนไทยเท่า จอร์จ โซรอส (George Soros) แต่ในโลกของเฮดจ์ฟันด์แล้ว จูเลียน โรเบิร์ตสัน ก็ไม่ได้มีศักดิ์ศรีด้อยกว่า จอร์จ โซรอส (George Soros) เท่าไรนัก ด้วยขนาดกองทุนที่ใกล้เคียงกันและในบางครั้งกองทุนไทเกอร์ฟันด์ของเขาจะมีขนาดใหญ่กว่า ควอนตัมฟันด์ แต่ด้วยพฤติกรรมที่ไม่ค่อยจะเป็นนักพูดเหมือนอย่างโซรอส ทำให้ความสามารถของเขาจึงเป็นที่รู้จักกันอยู่ในวงการเท่านั้น แต่ก็ยังเป็นข้อดีที่ทำให้เขาทำงาน (การเก็งกำไร) ได้อย่างค่อนข้างเงียบปราศจากคำติจากบรรดาผู้นำและนักการเมืองประเทศต่างๆ สร้างผลตอบแทนได้เป็นอย่างดีแต่ในที่สุดเมื่อกองทุนไทเกอร์ฟันด์ ก็ต้องประสบกับวิกฤติเข้าอย่างรุนแรงในปี 1999



Julian Robertson

การดำเนินงานของกองทุนไทเกอร์ฟันด์ เช่นเดียวกับกองทุนเฮดจ์ฟันด์อื่นๆ ที่ใช้การกู้ยืมเงิน (Leverage) มาลงทุนเป็นกลยุทธ์ที่สำคัญในการเพิ่มผลตอบแทนให้สูงแตกต่างจากกองทุนรวมทั่วไป โดยไทเกอร์ฟันด์ เพิ่มขนาดของ leverage ของกองทุนไว้สูงถึง 50 ต่อ 1 เท่า เช่นเดียวกับกองทุน LTCM ในปี 1999 กองทุนไทเกอร์ฟันด์ ซึ่งในเวลานั้นมีขนาดกองทุนอยู่ที่ 13 พันล้านเหรียญ เริ่มจะประสบปัญหาภาวะวิกฤติ โดยที่มีข่าวว่ากองทุนได้เข้าไปขอความช่วยเหลือจาก New York Federal Reserve ดังนั้นจึงประมาณกันได้ว่า ขนาดการลงทุน (รวม Leverage) ของกองทุน ไทเกอร์ฟันด์ ในช่วงเวลานั้นน่าจะสูงถึง 650 พันล้านเหรียญ หลังจากที่มีข่าวเรื่องการเข้าไปขอความช่วยเหลือแพร่สะพัดออกไปเกือบจะทำให้ตลาดเงินและตลาดทุนของสหรัฐฯ เกิดความปั่นป่วน

ไทเกอร์ฟันด์ ได้ชื่อว่าเป็นผู้ลงทุนขนาดใหญ่ในตลาดเงินเยน โดยทำการกู้ยืมเงินเยนในปริมาณสูงหลายเท่าของกองทุนเพื่อนำไปลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นดอลลาร์ เนื่องจากในช่วงปี 1998-1999 เป็นช่วงเวลาที่ประเทศญี่ปุ่นดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยต่ำ ทำให้ดึงดูด

เฮดจ์ฟันด์มักุ้ยืมเงินในต้นทุนที่ต่ำกว่าประเทศอื่น(และไม่ปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน) โดยนำเงินก้อนนั้นไปลงทุนในเงินสกุลอื่นที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า เพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้น โดยมีความเสี่ยง คือ หากค่าเงินเยนแข็งค่าขึ้นก็จะมีผลกระทบต่อเงินกู้ที่ไม่ได้ปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน มีผลให้กองทุนจะประสบกับภาวะกับการขาดทุนได้เมื่อตลาดเคลื่อนไปในทิศทางที่ไม่ได้คาดหวังไว้ ดังเช่นในช่วงกลางปี 1999 คือ เงินเยนที่แข็งค่าขึ้นอย่างฉับพลัน ได้นำมาซึ่งความเสียหายอย่างมหาศาลต่อ ไทเกอร์ฟันด์



แผนภูมิที่ ข.1 แสดงอัตราแลกเปลี่ยนของเงินเยนต่อเหรียญสหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้นอย่างรุนแรงในปี 1998<sup>1</sup>

เหตุการณ์ยิ่งบานปลายเพียง 9 เดือนแรกของปี 1999 กองทุนของโรเบิร์ตสันขาดทุนไปถึง 23% นักลงทุนต่างไถ่ถอนเงินออกจากกองทุนด้วยความเสียขวัญ ทั้งนี้เนื่องมาจาก ไทเกอร์ฟันด์ ทำนายว่าหุ้นในกลุ่ม Internet ของประเทศสหรัฐฯ จะปรับลดลงอย่างรุนแรง ภายในไตรมาสที่ 3 ของปี 1999 อันเนื่องมาจากผลประกอบการของบริษัทที่จะไม่เป็นไปตามเป้าหมาย ประกอบกับธุรกิจในกลุ่ม Internet เริ่มที่จะอิ่มตัว ทำให้ไทเกอร์ฟันด์ทำการขาย Short หุ้นดังกล่าว

<sup>1</sup> แหล่งที่มา: Bloomberg

อย่างหนัก ซึ่งผลปรากฏว่าหุ้นกลุ่ม Internet ไม่ได้ลดลงอย่างรุนแรงดังที่คาดการณ์ไว้ ทำให้กองทุน Tiger Fund ขาดทุนอย่างรุนแรง และเมื่อสิ้นเดือนกันยายนในปีนั้นเอง ขนาดกองทุนลดลงถึง 1.2 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐฯ

ในที่สุดกองทุน ไทเกอร์ฟันด์ก็ต้องปิดตัวเองลงในเดือนมีนาคม ปี 2000 หลังจาก ที่กองทุน เข้าลงทุนในบริษัท U.S. Airways ซึ่งในขณะนั้นกำลังประสบปัญหาภาวะขาดทุน โดยกองทุนมีความคิดว่าบริษัท U.S Airways จะสามารถผ่านช่วงวิกฤติของบริษัทไปได้ด้วยดี ซึ่งผลปรากฏว่า U.S. Airways ประสบกับปัญหาขาดทุนล้มละลาย

ดังนั้นปี 1999 จึงเป็นปีที่พิสูจน์ให้เห็นว่า เฮดจ์ฟันด์มิได้เป็นองค์กรที่มีสถานะพิเศษที่อยู่เหนือกฎแห่งตลาดเลย ทำให้มีคำถามเกิดขึ้นว่า อนาคตของเฮดจ์ฟันด์จะรุ่งเรืองต่อไปหรือไม่ และจะถึงวันที่เฮดจ์ฟันด์จะต้องปิดฉากลงแล้วหรือ ซึ่งเรื่องนี้หาคำตอบได้ในบทความเรื่องแนวโน้มของธุรกิจเฮดจ์ฟันด์ในบทต่อไป



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย





ภาคผนวก ค

กลยุทธ์ของกองทุนเฮดจ์ฟันด์

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## กลยุทธ์ของกองทุนเฮดจ์ฟันด์แต่ละประเภท

### 1. กลุ่ม Non Directional Strategy

#### 1.1 Market Neutral

##### 1.1.1 Securities Hedging Fund

การลงทุนเริ่มจากการศึกษาความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นและความสัมพันธ์ของความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นมากกว่า 1 ตัว โดยทั่วไปจะดูความเคลื่อนไหวหุ้นในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน เพื่อขจัดความเสี่ยงด้านตลาด (Market Risk)

#### กลยุทธ์การลงทุน

ผู้จัดการกองทุนค้นหาหุ้น 2 ตัว ที่มีความสัมพันธ์ของความเคลื่อนไหวของราคาที่แตกต่างกัน และจะซื้อหุ้นที่มีแนวโน้มจะมีราคาเพิ่มสูงกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับหุ้นอีกตัว และจะขาย Short หุ้นที่มีแนวโน้มที่ราคาจะลดลง หรือจะเพิ่มในอัตราที่ต่ำกว่าหุ้นตัวแรก เพื่อเก็งกำไรส่วนต่างของราคาหุ้นทั้งสอง

##### 1.1.2 Arbitrage Fund

ผู้จัดการกองทุนจะศึกษาหลักทรัพย์มากกว่า 1 ชนิด อาจเป็นได้ทั้งหุ้น และหุ้นกู้แปลงสภาพ ของบริษัทเดียวกัน เพื่อดูความสัมพันธ์ของความเคลื่อนไหวของราคาของหุ้น และหุ้นกู้แปลงสภาพนั้น และเป็นการขจัดความเสี่ยงด้านตลาด (Market Risk) เนื่องจากเป็นหลักทรัพย์ของบริษัทเดียวกัน

#### กลยุทธ์การลงทุน

ผู้จัดการกองทุนจะซื้อหลักทรัพย์ประเภทหนึ่งของบริษัทและจะขาย Short หลักทรัพย์อีกประเภทหนึ่งของบริษัทเดียวกัน โดยที่เชื่อว่าความสัมพันธ์ของความเคลื่อนไหวของราคานั้น ไม่ได้เพิ่มหรือลดลงในอัตราส่วนเดียวกัน และจะซื้อหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มเพิ่มในอัตราส่วนที่มาก และขาย Short หลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มเพิ่มในอัตราส่วนที่น้อยกว่า เพื่อเก็งกำไรส่วนต่างของมูลค่าหลักทรัพย์

#### 1.2 Event Driven

### 1.2.1 Special Situation Fund

การลงทุนเริ่มจากการเสาะหาหุ้นหรือตราสารหนี้ของบริษัทที่คาดว่ากำลังจะเกิดการเปลี่ยนแปลงกับบริษัทนั้น เช่น เกิดการ take over หรือ ควบรวมกิจการ หรือ ขายธุรกิจบางส่วนออก หรือมีการเปลี่ยนแปลงในผู้บริหารระดับสูง ซึ่งเหตุการณ์เหล่านั้น นำมาซึ่งความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ได้

#### กลยุทธ์การลงทุน

หน้าที่ของผู้จัดการกองทุนคือวิเคราะห์และคาดการณ์ข่าวสารของบริษัทที่อาจเกิดขึ้นและทำการซื้อ หรือ ขาย Short หลักทรัพย์ในทิศทางที่คาดว่าข่าวสารจะมีผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท เช่น อาจซื้อหุ้นของบริษัทที่กำลังเข้าควบรวมกิจการ และ ขาย Short หุ้นของบริษัทที่กำลังถูกควบรวมกิจการ

### 1.2.2 Distressed Fund

การลงทุนเริ่มจากการศึกษาความเป็นไปได้ที่บริษัทที่กำลังประสบกับปัญหาทางการเงินจะสามารถรอดพ้นจากวิกฤตการณ์นั้น และประเมินมูลค่าคงเหลือของบริษัทนั้นหลังจากพ้นวิกฤตการณ์

#### กลยุทธ์การลงทุน

ลงทุนในหุ้น หรือ หนี้สิน หรือ สิทธิเรียกร้อง ของบริษัทที่กำลังประสบกับปัญหาทางการเงิน หรืออยู่ในช่วงที่กำลังมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างองค์กรเพื่อแก้ไขปัญหาทางการเงิน กำไรของกองทุนลักษณะนี้เกิดจากการรับซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่ต่ำมากเมื่อเทียบกับราคาที่คาดไว้ และจะนำทรัพย์สินนั้นออกมาขายหลังจากที่บริษัทนั้นได้ผ่านการแก้ไขปัญหาการเงินนั้นแล้ว ซึ่งจะทำให้สามารถขายได้ในราคาที่ดีขึ้น

## 2. กลุ่ม Combined Strategy

### 2.1 Fund of Hedge Fund

เป็นกองทุนที่จัดตั้งขึ้น และมีลักษณะเป็นแหล่งเงินทุนให้กับกองทุนเฮดจ์ฟันด์อื่น ๆ อีกทอดหนึ่ง โดยการรวบรวมเงินจากลูกค้ารายย่อยและกลาง ทำให้ผู้มีเงินน้อยสามารถเข้าถึงเฮดจ์ฟันด์ได้

### กลยุทธ์การลงทุน

ผู้จัดการกองทุนจะทำการติดตามผลการดำเนินงานของเฮดจ์ฟันด์กลยุทธ์ต่างๆจำนวนมาก เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยง รวมทั้งจะตรวจสอบประวัติผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์อย่างสม่ำเสมอ และจะตัดสินใจ กำหนดน้ำหนักสัดส่วนการลงทุนในแต่ละกลยุทธ์โดยใช้เครื่องมือการคำนวณเข้าช่วย และจะคอยปรับน้ำหนักการลงทุนในกองทุนต่างๆตามผลประกอบการของกองทุน เพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด

### 2.2 Multi Strategies Fund

การลงทุนเริ่มจากการคัดเลือก กลยุทธ์จำนวนหนึ่งขึ้นมาเพื่อเป็นนโยบายการลงทุน และยึดกลุ่มกลยุทธ์นั้น ไปจนตลอดอายุของกองทุน โดยไม่เปลี่ยนแปลง ตัวอย่างเช่น ใช้กลยุทธ์ลงทุนในหุ้นประเภท Value, Growth ไปพร้อมๆกัน

### กลยุทธ์การลงทุน

กลยุทธ์นี้อาศัยการคัดเลือก กลยุทธ์ที่ตรงกับความสามารถของผู้จัดการกองทุน และจัดตั้งขึ้นเป็นกองทุน การลงทุนของกองทุนนี้จะมีความเสี่ยงน้อยกว่าการเลือกกลยุทธ์เพียงกลยุทธ์เดียวในการลงทุน เนื่องจากสามารถกระจายความเสี่ยง และเพิ่ม ลดน้ำหนักการลงทุนในแต่ละกลยุทธ์ได้ตามแต่ความเหมาะสมและการคาดการณ์การเก็งกำไรในขณะนั้น

### 2.3 Opportunistic Strategies Fund

การลงทุนเริ่มจากการวิเคราะห์ว่ากลยุทธ์การลงทุนใดของเฮดจ์ฟันด์กับสภาพตลาดในขณะนั้นจะให้ผลตอบแทนมากที่สุด โดยจะเลือกใช้กลยุทธ์ที่เหมาะสมกับการคาดการณ์นั้น ที่สำคัญคือ กองทุนนี้จะเปลี่ยนแปลงไปใช้กลยุทธ์อื่นทันที ที่เห็นว่า โอกาสของการลงทุนนั้นได้เปลี่ยนแปลงไป จึงไม่ยึดติดกับกลยุทธ์ใดกลยุทธ์หนึ่งโดยเฉพาะเจาะจง รวมถึงหลักทรัพย์หรือประเภทของหลักทรัพย์ที่ลงทุนจะเลือกให้สอดคล้องกับกลยุทธ์นั้น

### กลยุทธ์การลงทุน

กลยุทธ์นี้เน้นอาศัยหาช่องทางหรือโอกาสใดๆก็ได้ที่เปิดให้กับการลงทุน และไม่ยึดติดกับกลยุทธ์เพียงกลยุทธ์เดียว ตัวอย่างเช่น อาจเข้าเก็งกำไรการลงทุนในหุ้นของ

บริษัทที่ประสบปัญหาในขณะหนึ่งและอาจเปลี่ยนกลยุทธ์ถึงกำไรการลงทุนในสกุลเงินของประเทศต่างๆ ในช่วงที่เกิดความผันผวนทันที ในบางครั้งถ้าโอกาสการลงทุนในกลยุทธ์แบบใดแบบหนึ่งมีโอกาสได้กำไรสูงมาก ผู้จัดการกองทุนอาจตัดสินใจละทิ้งการลงทุนเดิมและออกจากการลงทุนนั้นเข้าสู่การลงทุนใหม่ทันที โดยไม่สนใจว่าการลงทุนเดิมจะได้กำไรหรือขาดทุน และหวังว่าการลงทุนใหม่นั้นจะสร้างกำไรให้คุ้มค่ากับการขาดทุนที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงเป้าหมายการลงทุน

### 3. กลุ่ม Directional Strategy

#### 3.1 Global Macro Fund

การลงทุนจะศึกษาโครงสร้างทางเศรษฐกิจในระดับมหภาค ของแต่ละประเทศ และวิเคราะห์ผลกระทบจากการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจของรัฐบาลประเทศนั้น และจะคาดการณ์เหตุการณ์ในอนาคตที่เกิดขึ้น

##### กลยุทธ์การลงทุน

ผู้จัดการกองทุนจะลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ที่ออกโดยประเทศนั้นไม่ว่าจะเป็น หุ้น หุ้นกู้ หรือ สกุลเงิน เพื่อเก็งกำไรจากการคาดการณ์เหตุการณ์ในอนาคต เช่น ถ้าคาดการณ์ว่าดุลการค้าของประเทศจะลดลงอย่างมาก ผลที่เกิดขึ้นคือ ค่าเงินของประเทศนั้นจะอ่อนค่าลง ผู้จัดการกองทุนจะทำการ ขาย Short สกุลเงินนั้นและรอการปรับลดของค่าเงินก่อนที่จะเข้าทำการซื้อสกุลเงินนั้นกลับคืน

#### 3.2 Short Selling Fund

การลงทุนเริ่มจากการคัดเลือกหลักทรัพย์ไม่ว่าจะเป็นหุ้น ตราสารหนี้ หรือ สกุลเงินต่างๆ ที่ผู้จัดการกองทุน วิเคราะห์ว่ามีมูลค่าของหลักทรัพย์นั้นสูงเกินปัจจัยพื้นฐาน และทำการยืมหลักทรัพย์ประเภทดังกล่าวออกขาย และหวังว่ามูลค่าหลักทรัพย์นั้นจะลดลงตามการคาดการณ์จึงจะทำการซื้อหลักทรัพย์ประเภทนั้นกลับคืน และส่งมอบหลักทรัพย์ที่ยืมมาให้กับผู้ยืม และเก็บส่วนต่างของราคาขาย และราคาซื้อนั้นไว้เป็นกำไร

##### กลยุทธ์การลงทุน

สถานะของ Portfolio ของกองทุนนี้จะเป็น “Short” โดยตลอด กล่าวคือ กองทุนนี้จะกู้ยืมหลักทรัพย์มาและขายออกไป ไม่ได้ถือครองหลักทรัพย์นั้นไว้ แต่จะถือครองเงินสด



ที่ได้มาจากการขายหลักทรัพย์นั้นไว้ ความเสี่ยงของกองทุนนี้จึงสูง เนื่องจากมีภาวะผูกพันที่จะต้องซื้อคืนหลักทรัพย์คืนให้กับผู้ให้ยืม ในบางครั้งถ้าราคาหลักทรัพย์ไม่ลดลงตามการคาดการณ์ กองทุนนั้นอาจขาดสภาพคล่องเพียงพอที่จะซื้อหลักทรัพย์คืนให้ได้ตามจำนวนที่ต้องการ

### 3.3 Emerging Market Fund

เป็นการศึกษาข้อมูลของประเทศที่กำลังพัฒนา ในระดับ Macro ของประเทศต่างๆ เช่น GDP, Inflation, unemployment rate เพื่อวิเคราะห์อัตราการขยายตัว และศึกษาตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนั้นๆ โดยทั่วไปตลาดของประเทศที่เกิดใหม่นี้ มักจะเป็นตลาดเกิดใหม่ มีความผันผวนของราคาสูง และเป็นตลาดที่กำลังจะขยายตัว ตัวอย่างเช่นประเทศในกลุ่มเม็กซิโกได้ หรือ กลุ่มเอเชีย และยุโรปตะวันออก

#### กลยุทธ์การลงทุน

การทำกำไรของกองทุนเกิดจากการเก็งกำไรจากความผันผวนของราคาซื้อขายของตลาดนั้น การลงทุนจึงกระจายไปตามหลักของภูมิศาสตร์ และเน้นลงทุนในหลักทรัพย์ทุกประเภท เช่น หุ้น ตราสารหนี้ ค่าเงิน

### 3.4 Aggressive Growth Fund

การลงทุนเริ่มจากการวิเคราะห์ผลประกอบการของบริษัท และคาดการณ์กระแสเงินสดและรายรับของบริษัทในอนาคต เพื่อดูโอกาสในการทำกำไร และสรุปออกเป็นกำไรต่อหุ้นของบริษัท

#### กลยุทธ์การลงทุน

การลงทุนของกองทุนนี้จะเก็งกำไรในหุ้นที่คาดการณ์ว่า กำไรต่อหุ้นกำลังจะเพิ่มขึ้น โดยมากมักจะเป็นหุ้นที่มี อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรต่อหุ้นสูง มีการจ่ายเงินปันผลต่ำ ธุรกิจอยู่ในช่วงกำลังขยายตัวอย่างมาก ตัวอย่างของกลุ่มหุ้นดังกล่าว เช่น หุ้นกลุ่มเทคโนโลยี การธนาคาร หรือ เทคโนโลยีชีวภาพ หรือหุ้นที่มีมูลค่าตลาดน้อย เพื่อสะดวกต่อการลงทุนและเก็งกำไรได้โดยง่าย การป้องกันความเสี่ยงนั้น กระทำได้โดยการทำ Short sell หุ้นที่คาดการณ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับที่ลงทุน ซึ่งคือหุ้นของบริษัทที่ขยายตัวต่ำและมีกำไรต่อหุ้นน้อย

### 3.5 Market Timing Fund

การลงทุนที่เริ่มจากการวิเคราะห์สภาพเศรษฐกิจ และตลาดในระยะสั้น และทำนายความเป็นไปได้ของสภาพตลาด เพื่อหาช่วงจังหวะเวลาที่เหมาะสม ที่จะเข้าทำการซื้อ หรือ ขายหลักทรัพย์ โดยจะเข้าลงทุนในตลาดที่มีโอกาสได้กำไร และหลีกเลี่ยงตลาดที่อาจจะขาดทุน ตลาดดังกล่าวอาจแบ่งออกได้เป็นภาคอุตสาหกรรมต่างๆที่กำลังเปลี่ยนแปลง หรืออาจหมายถึงตลาดของประเทศก็ได้ หลักทรัพย์ที่ลงทุนจะเป็นประเภทใดก็ได้ที่เหมาะสมกับช่วงเวลาที่จะเข้าทำการลงทุน

#### กลยุทธ์การลงทุน

กลยุทธ์การลงทุนเน้นอาศัยการจับจังหวะช่วงเวลาที่จะทำให้เกิดความผันผวนของราคามากที่สุด โดยมักจะเข้าทำการลงทุนในช่วงเศรษฐกิจหรือตลาดที่กำลังประสบกับภาวะผันผวน เพื่อให้สะดวกกับการเก็งกำไร ดังนั้นความเสี่ยงต่อความผันผวนของกองทุนนี้จึงสูงมาก เนื่องจากการยากที่จะจับช่วงเวลาที่ถูกต้อง และหลักทรัพย์จะมีความผันผวนสูงในช่วงเวลาดังกล่าว

### 3.6 Value Fund

การลงทุนเริ่มจากการคำนวณหามูลค่าของหลักทรัพย์ที่เชื่อว่าไม่เกินไปตามปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์นั้น โดยอาจมีมูลค่าสูงเกิน หรือต่ำเกินไป และจะเข้าลงทุน ซื้อ หรือ ขายหลักทรัพย์นั้น และรอการปรับมูลค่าของหุ้นให้เป็นไปตามการคาดการณ์ก่อนที่จะ ขาย หรือซื้อคืน ซึ่งในบางครั้งการรอให้มูลค่าหลักทรัพย์ปรับมูลค่าเข้าสู่มูลค่าที่แท้จริงของบริษัท อาจต้องรอเป็นระยะเวลานาน

#### กลยุทธ์การลงทุน

ผู้จัดการกองทุนจะต้องยึดถือความเชื่อและนโยบายของกองทุนที่จะไม่ขายหลักทรัพย์นั้นออกไปก่อนที่จะมีการปรับมูลค่าได้ตามการคาดการณ์ เนื่องจากการรอให้มีการปรับมูลค่านั้นอาจต้องประสบกับช่วงภาวะความผันผวนของการเปลี่ยนแปลงมูลค่าที่อาจไม่เกินไปตามการคาดการณ์ได้

### 3.7 Income Fund

การลงทุนเริ่มจากการศึกษาหลักทรัพย์ เน้นหนักในตราสารหนี้ที่ให้ผลตอบแทนสม่ำเสมอ โดยวิเคราะห์มูลค่าของตราสารหนี้ต่างๆ รายได้ที่คาดหวังไว้จะมาจาก 2 ส่วนด้วยกัน คือ รายได้ดอกเบี้ยของตราสารหนี้ และส่วนต่างกำไรจากการซื้อขายตราสารหนี้

### กลยุทธ์การลงทุน

กลยุทธ์การลงทุน อาศัยการจับจังหวะกระแสการเปลี่ยนแปลงราคาของตราสารหนี้ และซื้อขายเพื่อทำกำไร ในช่วงที่ตลาดผันผวน ส่วนในช่วงที่ตลาดสงบก็จะลงทุนในตราสารที่ให้รายได้ดอกเบี้ยสูง การลงทุนในตราสารหนี้จะรวมไปถึง ตราสารของบริษัทที่กำลังประสบปัญหาการเงินด้วยเช่นกัน



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก ง

ประโยชน์ที่เกิดจากการลงทุนในเสด็จแผ่นดินร่วมกับหลักทรัพย์ประเภทอื่น

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประโยชน์ที่เกิดจากการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ร่วมกับหลักทรัพย์ประเภทอื่น

การจัดสรรเงินลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น หุ้น ตราสารหนี้ อสังหาริมทรัพย์ และสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ จัดเป็นความท้าทายที่สำคัญของการบริหารกองทุนของผู้จัดการกองทุน องค์ประกอบหลักที่ผู้จัดการกองทุนศึกษาก่อนการตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์ประเภทใดๆ คือการศึกษาเรื่อง ผลตอบแทน (Return) ความเสี่ยงต่อการไม่บรรลุเป้าหมาย (Risk) และการกระจายความเสี่ยง (Diversification) ออกไปในการลงทุนในสินทรัพย์หลายประเภท

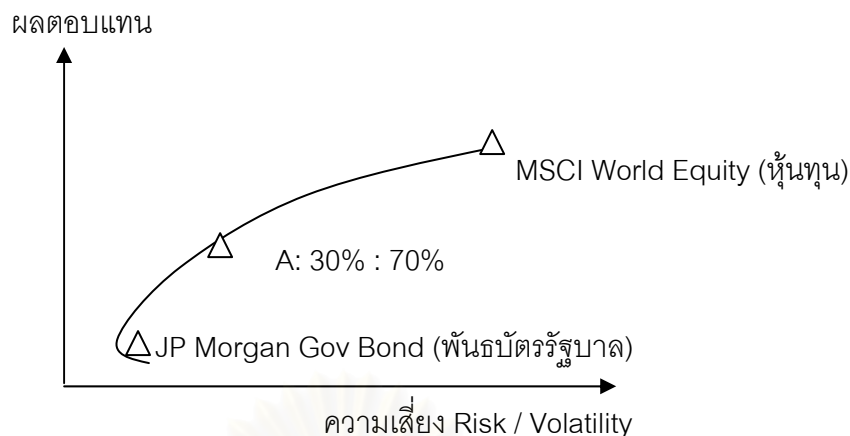
ในทางทฤษฎี เป้าหมายของการลงทุนของกองทุนหนึ่งๆคือการพยายามบริหารกองทุนให้ได้ผลตอบแทนสูงสุด โดยมีความเสี่ยงที่จำกัด และควบคุมได้ สินทรัพย์แต่ละประเภทมีความเสี่ยงที่ไม่เหมือนกัน สินทรัพย์บางประเภทจัดว่ามีความเสี่ยงต่ำ เช่น พันธบัตรรัฐบาล และสินทรัพย์บางประเภทจัดว่ามีความเสี่ยงสูง เช่น หุ้น การเลือกลงทุนในสินทรัพย์เพียงชนิดเดียว อาจทำให้ไม่บรรลุเป้าหมายของการลงทุนได้ เช่น ถ้าเลือกลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ เช่น พันธบัตรรัฐบาล อาจทำให้ไม่บรรลุเป้าหมายด้านผลตอบแทนการลงทุนที่คาดหวัง แต่ถ้าลงทุนในหุ้นอย่างเดียว อาจให้ผลตอบแทนสูงแต่ก็มีความเสี่ยงของการไม่บรรลุเป้าหมายนั้นก็สูงตามไปด้วยเช่นกัน

ดังนั้นการกระจายความเสี่ยงจึงเป็นหัวใจสำคัญของการลงทุน การวัดหาว่าน้ำหนักการลงทุนที่เหมาะสมในสินทรัพย์แต่ละประเภท ได้มาจากการวัดหาความสัมพันธ์ทางสถิติ ของความเคลื่อนไหวของผลตอบแทนระหว่างสินทรัพย์แต่ละประเภท หรือที่เรียกกันว่า ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation)

เฮดจ์ฟันด์จัดเป็นประเภทสินทรัพย์อีกประเภทหนึ่งที่มีลักษณะเฉพาะตัวของผลตอบแทน และความเสี่ยงแตกต่างไปจากสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ผลตอบแทนของ เฮดจ์ฟันด์มักจะมีค่าสหสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ เช่น หุ้น หรือตราสารหนี้ที่ต่ำ เฮดจ์ฟันด์จึงจัดเป็นประเภทสินทรัพย์ที่ช่วยในเรื่องการกระจายความเสี่ยงของการลงทุนได้เป็นอย่างดี

การเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ อธิบายโดยการให้ Efficient Frontier





แผนภูมิที่ ง.1 แสดงเส้น Efficient Frontier ของสินทรัพย์ปกติ

เส้น Efficient Frontier ของการลงทุน แสดงถึง การชดเชยกัน (Trade-off) ระหว่างผลตอบแทนที่เพิ่มสูงขึ้น กับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นตาม ของการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทหุ้นและตราสารหนี้ จากรูป แกนในแนวตั้ง แสดงถึง ผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ แกนในแนวนอน แสดงถึง ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาสินทรัพย์

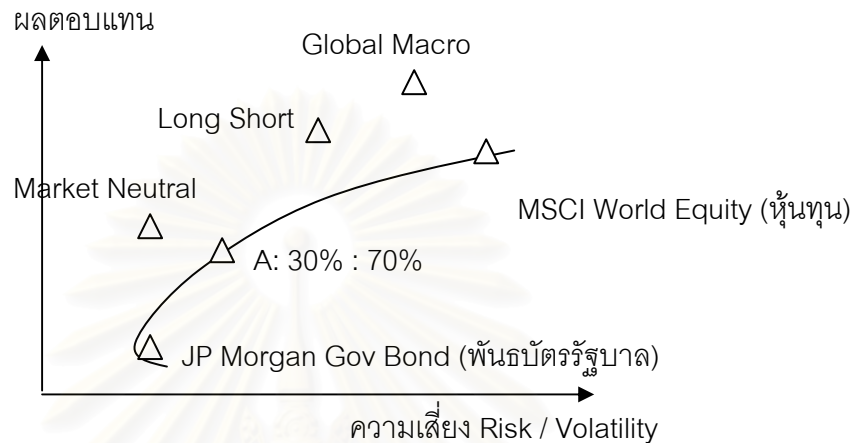
จากรูปข้างต้น แสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนจากการลงทุนบนเส้น Efficient Frontier ผลตอบแทนของ JPM Gov Bond คือผลตอบแทนของดัชนีตราสารหนี้รัฐบาล (ผลตอบแทนต่ำ ความเสี่ยงต่ำ) ส่วนผลตอบแทน MSCI World Equity คือ ผลตอบแทนของดัชนีตลาดหุ้น (ผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงสูง) การเลือกลงทุนในตราสารนี้เพียงประเภทเดียวจะไม่บรรลุเป้าหมายการลงทุนที่ได้ผลตอบแทนสูงบนความเสี่ยงที่ยอมรับได้

ดังนั้นการลงทุนจึงควรให้นำน้ำหนักการลงทุนทั้งตราสารหนี้และตราสารทุน โดยคำนึงถึงค่าสหสัมพันธ์ของความเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของตราสารทั้ง 2 ประเภท เส้นที่ลากผ่านดัชนี JP Morgan Gov Bond และ MSCI World Equity หมายถึง เส้น Efficient Frontier ของการให้นำน้ำหนักการลงทุนระหว่าง ดัชนี JP Morgan Gov Bond และ MSCI World Equity อยู่ในช่วงระหว่าง 0% ถึง 100% ตัวอย่างเช่น ถ้าลงทุนในดัชนี JP Morgan Gov Bond เป็นสัดส่วน 30% และ MSCI World Equity สัดส่วน 70% ผลตอบแทนและความเสี่ยงของ Portfolio ดังกล่าว จะอยู่ที่จุด A

ข้อสังเกตของเส้น Efficient Frontier คือ เส้นมีลักษณะที่ โค้งขึ้น (Concave) หรือ แสดงว่า หนึ่งหน่วยของความเสี่ยงที่เพิ่มสูงขึ้น ถูกชดเชยด้วยผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นมากกว่า 1 หน่วย ซึ่งแสดงว่า การให้นำน้ำหนักการลงทุนในตราสารทั้ง 2 ประเภทเป็นสัดส่วนต่างๆกันบนเส้น Efficient Frontier ทำให้ความเสี่ยงโดยรวมน้อยกว่าความเสี่ยงเฉลี่ยของตราสารหนี้และตราสาร

ทุน แบบเส้นตรง และการลงทุนในตราสาร 2 ประเภทพร้อมกัน เป็นการทำให้เกิดการกระจายความเสี่ยงที่ดียิ่งขึ้นกว่าการลงทุนในตราสารเพียงชนิดเดียว

ผลตอบแทนของเฮดจ์ฟันด์ กับเส้น Efficient Frontier



แผนภูมิที่ 2 แสดงผลตอบแทนและความเสี่ยงของเฮดจ์ฟันด์บนเส้น Efficient Frontier

จากการที่เฮดจ์ฟันด์มีค่าสหสัมพันธ์ กับตราสารหนี้และตราสารทุนที่ต่ำ การลงทุนใน เฮดจ์ฟันด์ ดังตัวอย่างในรูป แสดงถึงการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ กลยุทธ์ Market Neutral, Long Short และ Global Macro จึงให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าการลงทุนบนเส้น Efficient Frontier เมื่อเปรียบเทียบกับบนความเสี่ยงที่เท่ากัน ดังนั้นเส้น Efficient Frontier เส้นใหม่หลังจากรวมการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์เข้ามาควรจะอยู่สูงขึ้นไปกว่าการลงทุนเดิม หรือเส้น Efficient Frontier ขยับสูงขึ้นไปทางขวามือ ซึ่งแสดงว่าการให้นำหนักการลงทุนเฮดจ์ฟันด์ จะทำให้ประสิทธิภาพการลงทุนเพิ่มขึ้น (ผลตอบแทนสูงขึ้น และความเสี่ยงลดลง)

ผลตอบแทน ความเสี่ยง ประสิทธิภาพการลงทุน และค่าสหสัมพันธ์ของกลยุทธ์เฮดจ์ฟันด์กับการลงทุนในหุ้น

ตารางข้างล่างแสดงถึง ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปี (ช่วงเวลา 16 ปี) ของการลงทุนในกองทุนเฮดจ์ฟันด์ประเภทต่างๆ โดยเปรียบเทียบกับตลาดหุ้น MSCI World Equity Index การเปรียบเทียบ จะพิจารณาถึง ผลตอบแทน (Return) ความเสี่ยง (Risk) ประสิทธิภาพจากการลงทุน (Sharpe ratio) และค่าสหสัมพันธ์ (Correlation)

ข้อมูลตามตารางนี้ ควรเริ่มดูจากช่องประสิทธิภาพการลงทุน Sharpe Ratio ก่อน จากตารางจะเห็นได้ว่าเฮดจ์ฟันด์ เกือบทั้งหมด (ยกเว้น Short Selling) มี Sharpe Ratio ที่สูงกว่า ตลาดหุ้นโลก (MSC World Equity) ซึ่งหมายความว่าความเสี่ยงในการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์นั้นมีความเสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนในตลาดหุ้นเพราะหน่วยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นนั้นผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่า ตั้งแต่ 2-9 เท่าตัว กองทุนที่ให้ผลตอบแทนต่อความเสี่ยงสูงสุด คือ กองทุนประเภท Market Neutral Security Hedging ส่วนแต่ก่อนทุนชื่อดังอย่าง Macro Fund นั้น ให้ผลตอบแทนในแง่ Absolute Return ที่สูงกว่าก็จริงแต่ความเสี่ยงก็สูงขึ้นตามไปด้วย ทำให้ Sharp Ratio อยู่ในระดับปานกลาง

ข้อมูลที่น่าสนใจอีกอย่างหนึ่งคือ ค่าสหสัมพันธ์ Correlation ของกองทุนเทียบกับ ตลาดหุ้น MSCI World Equity Index กองทุนจำนวนมากมีค่าสหสัมพันธ์กับตลาดหุ้นโลกอยู่ในระดับที่น้อยกว่า 0.6 ดังนั้น หากว่าแบ่งเงินลงทุนจากที่เราลงทุนในตลาดหุ้นทั้งหมดมาลงทุนในเฮดจ์ฟันด์บางส่วน จะมีผลให้ Portfolio เหล่านี้มีค่าความเสี่ยงที่ลดลง ในขณะที่ผลตอบแทนยังอยู่ในระดับเดิมหรือดีขึ้น

จากคุณสมบัตินี้เองการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ จึงเป็นประโยชน์อย่างมากสำหรับผู้ลงทุนรายใหญ่ที่มีเงินลงทุนกระจุกตัวอยู่ในหลักทรัพย์ประเภทหุ้นเพราะนอกจากจะเป็นการเพิ่มทางเลือก ยังช่วยลดและกระจายความเสี่ยงให้กับการลงทุนอีกด้วย จากตารางจะเห็นว่า ค่าสหสัมพันธ์ของผลตอบแทนของเฮดจ์ฟันด์ประเภท Short Selling มีค่า -0.7 แสดงว่าความผันผวนของผลตอบแทนของกลยุทธ์นี้มีทิศทางตรงกันข้ามกับดัชนี MSCI World Equity ซึ่งจะให้ประโยชน์มากที่สุดในการกระจายความเสี่ยง (Risk Diversification)

Type of Hedge Fund	Compound Annual return	Risk	Sharpe	Correlation
Aggressive Growth	18.2%	17.6%	1	0.7
Distressed Securities	18.8%	11.8%	1.4	0.3
Emerging Markets	17.1%	23.0%	0.7	0.6
Fund of Funds	12.2%	7.1%	1.4	0.5

Income	10.2%	4.7%	1.8	0.4
Macro	17.3%	11.7%	1.3	0.5
Market Neutral - Arbitrage	13.7%	5.2%	2.2	0.3
Market Neutral - Sec. Hedging	15.9%	4.9%	2.7	0.3
Market Timing	17.1%	10.2%	1.5	0.6
Opportunistic	20.5%	11.6%	1.5	0.6
Multi-Strategy	15.5%	9.9%	1.4	0.7
Short Selling	2.0%	22.0%	0.1	-0.7
Special Situations	17.9%	8.9%	1.7	0.6
Value	17.3%	11.8%	1.3	0.8
Benchmarks				
MSCI World Equity	6.2%	16.4%	0.3	

ตารางที่ ง.1 แสดงการเปรียบเทียบกลยุทธ์ของเฮดจ์ฟันด์ตามผลตอบแทนและความเสี่ยง<sup>1</sup>

หมายเหตุ

ความเสี่ยง : หมายถึง ค่า Standard Deviation ของ ผลตอบแทน ถ้ามีค่า Standard Deviation สูง แสดงว่ามีความเสี่ยงจากความผันผวนของการลงทุนสูง ในที่นี้ กลยุทธ์การลงทุนแต่ละประเภทมีความเสี่ยงที่แตกต่างกันออกไป เมื่อเทียบกับ ความเสี่ยงของ Benchmark

<sup>1</sup> แหล่งที่มา:

[http://hedgefund.com/indices/Historical\\_Indices/Yearly/glbyrs/glbyrs.htm](http://hedgefund.com/indices/Historical_Indices/Yearly/glbyrs/glbyrs.htm) และ

<http://www.hedgefund.com/aboutfs/matrix/matrix.htm>

ประสิทธิภาพจากการลงทุน : หมายถึงค่า Sharpe Ratio ซึ่งคือ ค่าที่แสดงถึงผลตอบแทนที่ได้ (ลบผลตอบแทนจาก Treasury bill) เทียบกับ 1 หน่วยความเสี่ยง (Return – Risk Free Asset) / (Standard Deviation) ค่าที่ได้จะแสดงถึงประสิทธิภาพของการลงทุนนั้นว่าได้ผลตอบแทนคุ้มค่ากับความเสี่ยงจากการลงทุนหรือไม่

ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) : คือ ค่าที่แสดงถึงความสัมพันธ์ของความเคลื่อนไหวของผลตอบแทนระหว่างสินทรัพย์แต่ละประเภท ค่าสหสัมพันธ์จะมีค่าอยู่ในช่วงระหว่าง -1 ถึง 1 ถ้า สินทรัพย์ 2 ประเภท มีค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ 1 แสดงว่า สินทรัพย์ 2 ตัวนั้นเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกันและมีระดับการเพิ่ม-ลดของราคาที่เหมาะสมพอดี เช่นกัน แต่ถ้าค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ -1 แสดงว่า สินทรัพย์ 2 ตัวนั้นเคลื่อนไหวในทิศทางตรงกันข้ามและมีระดับการเคลื่อนไหวเพิ่ม-ลด เป็นตรงกันข้ามกันพอดี ส่วนค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ 0 แสดงว่า สินทรัพย์ 2 ตัวนั้นไม่มีความสัมพันธ์กันในด้านความเคลื่อนไหวของราคา การที่ค่าสหสัมพันธ์ มีค่าน้อยกว่า 1 หรือ มีค่าติดลบนั้น แสดงว่า การลงทุนใน เฮดจ์ฟันด์จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการลงทุนโดยการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนไปในการลงทุนประเภทอื่นๆ





ภาคผนวก จ  
ประเภทของตราสารทุน

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ประเภทของตราสารทุน

ก. หุ้นสามัญ (Common Stock) เป็นตราสารประเภทหุ้นทุน ซึ่งออกโดยบริษัทมหาชนจำกัดที่ต้องการระดมเงินทุนจากประชาชน โดยผู้ถือหุ้นสามัญจะมีสิทธิร่วมเป็นเจ้าของบริษัท มีสิทธิในการออกเสียงลงมติในที่ประชุมผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนของหุ้นที่ถือครองอยู่ กล่าวคือร่วมเป็นผู้ตัดสินใจในปัญหาสำคัญในที่ประชุมผู้ถือหุ้น อาทิ การเพิ่มทุน การจ่ายเงินปันผล การควบรวมกิจการ นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นสามัญยังมีสิทธิได้รับเงินปันผลเมื่อบริษัทมีผลกำไร และมีโอกาสได้รับกำไรจากส่วนต่างของราคาเมื่อราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นตามศักยภาพของบริษัท รวมถึงมีโอกาสได้รับสิทธิในการจองซื้อหุ้นออกใหม่เมื่อบริษัทเพิ่มทุนหรือจัดสรรใบสำคัญแสดงสิทธิต่างๆ ให้แก่ผู้ถือหุ้น

ข. หุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stock) เป็นตราสารประเภทหุ้นทุนที่ผู้ถือมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการเช่นเดียวกับหุ้นสามัญ มีข้อแตกต่างจากหุ้นสามัญคือ ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจะได้รับสิทธิในการชำระคืนเงินทุนก่อนผู้ถือหุ้นสามัญในกรณีที่บริษัทเลิกกิจการ นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิอาจจะไม่มีสิทธิในการออกเสียงต่างๆ เพื่อลงมติในที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อร่วมในการตัดสินใจบริหารงานกิจการ

ค. หุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible Debenture) มีลักษณะคล้ายคลึงกับหุ้นกู้แตกต่างกันตรงที่หุ้นกู้แปลงสภาพมีสิทธิที่จะแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญในช่วงเวลา อัตรา และราคาที่กำหนดในหนังสือชี้ชวน ในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจดี หุ้นประเภทนี้ได้รับความนิยมมาก เพราะผู้ซื้อคาดหวังผลตอบแทนที่จะได้รับจากราคาหุ้นสามัญเมื่อแปลงสภาพแล้ว ซึ่งจะทำกำไรได้มากกว่าผลตอบแทนในรูปดอกเบี้ยของหุ้นกู้ธรรมดา

ง. ใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrant) เป็นตราสารที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือในการซื้อหลักทรัพย์ที่ใบสำคัญแสดงสิทธินั้นอ้างอิงอยู่ (Underlying Asset) เช่น หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ หรือตราสารอนุพันธ์ ตามราคาใช้สิทธิ (Exercise Price) จำนวนที่ให้ใช้สิทธิ (นิยมใช้เป็นอัตราส่วน) และภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ล่วงหน้า ซึ่งหากพ้นกำหนดระยะเวลาแล้วก็ไม่สามารถใช้สิทธิดังกล่าวได้

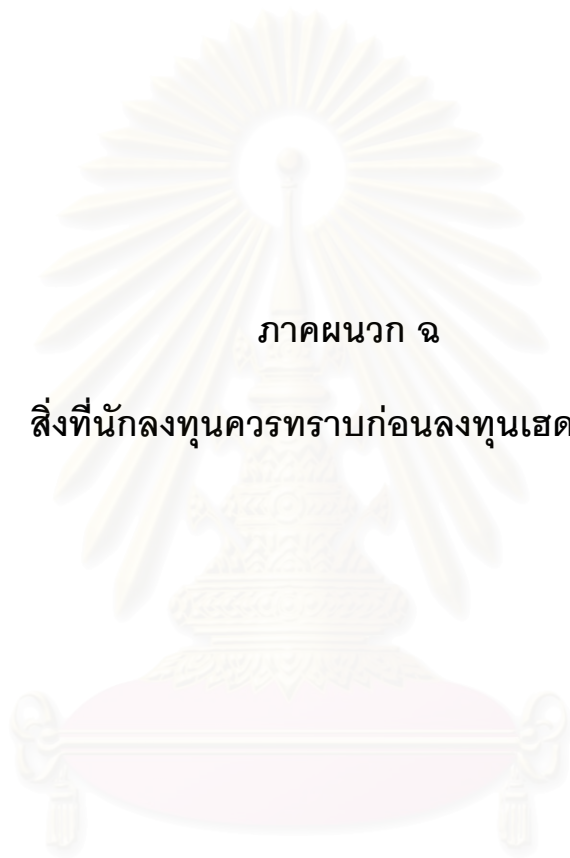
จ. ใบสำคัญแสดงสิทธิในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้ (Transferable Subscription Rights : TSR) เป็นตราสารที่บริษัทจดทะเบียนออกให้แก่ผู้ถือหุ้นทุกรายตามสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือครองอยู่เดิม เพื่อให้ผู้ถือหุ้นใช้เป็นหลักฐานในการใช้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท โดยผู้ถือหุ้นเดิมที่ไม่ประสงค์จะใช้สิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุน สามารถขายหรือโอนสิทธิให้แก่

ผู้อื่นได้ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนอื่นให้ได้มีโอกาสและทางเลือกในการลงทุนมากขึ้น อีกทั้งยังเป็นการเสริมสภาพคล่องให้แก่หุ้นของบริษัท และช่วยให้บริษัทสามารถระดมทุนได้มากขึ้น หรือครบถ้วนตามเป้าหมายที่ต้องการด้วย นอกจากนี้ ยังแก้ปัญหาให้แก่ผู้ลงทุนต่างประเทศที่มีข้อจำกัดในการลงทุนเพิ่มด้วยวิธีจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่บริษัทจดทะเบียนจัดสรรให้ โดยสามารถนำ TSR มาขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้

จ. ใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทย หรือ เอ็นวีดีอาร์ (Non - Voting Depositary Receipt: NVDR) เป็นตราสารที่ออกโดยบริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด มีสถานะเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนโดยอัตโนมัติ (Automatic List) และมีหลักทรัพย์อ้างอิง (Underlying Asset) เป็นหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ ใบสำคัญแสดงสิทธิ หรือใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งผู้ลงทุนสามารถซื้อขายเอ็นวีดีอาร์ได้ในลักษณะเดียวกับการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนทั่วไป

ข. ใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง ( Depositary Receipt: DR) เป็นหลักทรัพย์ที่ให้สิทธิอ้างอิงอาจเป็นได้ทั้งหุ้นสามัญ หุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพ ผู้ลงทุนที่ถือ DR จะได้รับสิทธิประโยชน์ต่างๆ เช่นเดียวกับผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนทุกประการ ไม่ว่าจะเป็นสิทธิประโยชน์ทางการเงิน (Financial Right) หรือสิทธิในการออกเสียงลงคะแนน (Voting Right) ในบริษัทจดทะเบียน

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก ฉ

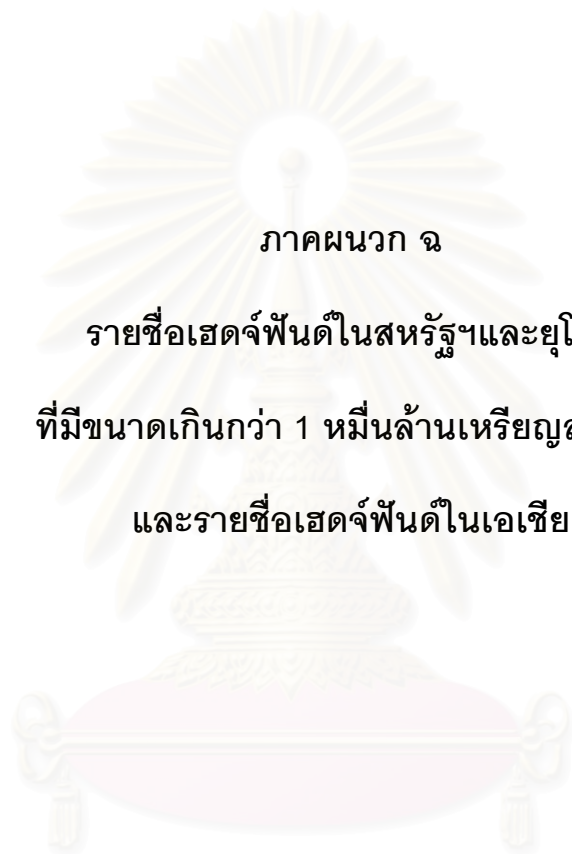
สิ่งที่นักลงทุนควรทราบก่อนลงทุนเฮดจ์ฟันด์

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สิ่งที่นักลงทุนควรทราบก่อนลงทุนเฮดจ์ฟันด์

1. ประวัติ และ ภูมิหลังของผู้บริหารและผู้จัดการกองทุน: ผู้ลงทุนจะต้องตรวจสอบประวัติความเป็นมารวมถึงประวัติอาชญากรรม และประสบการณ์ในการบริหารกองทุนของผู้ก่อตั้ง และ ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์นั้น
2. ระดับความเสี่ยงที่มีอยู่ในแต่ละกลยุทธ์การลงทุนของเฮดจ์ฟันด์: เนื่องจากกลยุทธ์ที่เฮดจ์ฟันด์นำเสนอให้กับผู้ลงทุนมีอยู่มากมาย ความเสี่ยงของแต่ละกลยุทธ์ก็ไม่เท่ากัน ผู้ลงทุนจึงต้องศึกษาให้เข้าใจถึงความเสี่ยงและผลตอบแทนที่ได้รับว่าสอดคล้องกับเป้าหมายหรือความต้องการของตนหรือไม่ และที่สำคัญ ผู้ลงทุนจะต้องกระตุ้นให้ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ปฏิบัติหน้าที่ตามกรอบระเบียบและวินัยในการลงทุนให้ดี
3. ระดับการลงทุนขั้นต่ำในกองทุนเฮดจ์ฟันด์: ผู้ลงทุนควรตรวจสอบว่าตนเองเข้าเกณฑ์ของทางการหรือไม่ในการเป็นผู้ลงทุนที่สามารถลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ได้ เนื่องจากการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์นั้น ทางราชการจะกำหนดเงินลงทุนขั้นต่ำไว้
4. โครงสร้างค่าธรรมเนียม และเงินรางวัลตอบแทนกับผู้จัดการกองทุน : ผู้ลงทุนจะต้องทราบและเข้าใจก่อนว่า การบริหารกองทุนเฮดจ์ฟันด์ส่วนมากจะมีการคิดค่าธรรมเนียม (ประมาณ 1%-2% ของมูลค่าเงินลงทุน) บวกกับส่วนแบ่งกำไรที่ให้กับผู้จัดการกองทุนหากทำผลตอบแทนได้ดี ซึ่งโดยปกติประมาณ 20% ของผลตอบแทนที่ทำได้ในปีนั้นๆ แต่หากการลงทุนนั้นเป็น Fund of Hedge Fund การจ่ายเงินค่าธรรมเนียมอาจจะต้องจ่ายให้กับกองทุน ถึง 2 ระดับด้วยกัน (Double Fee Structure) คือ กองทุนที่บริหาร Fund of Hedge Fund และกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่ Fund of Hedge Fund นำเงินไปลงทุน
5. การประเมินมูลค่าเงินกองทุนสุทธิ (Net asset value): ผู้ลงทุนจะต้องเข้าใจถึงวิธีการและขั้นตอนที่กองทุนจะทำการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ในกองทุน เนื่องจากการประเมินนี้จะสะท้อนถึง ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับ และเงินค่าธรรมเนียมและส่วนแบ่งกำไรที่ผู้ลงทุนต้องจ่ายออกให้ผู้จัดการกองทุนด้วยเช่นกัน
6. ข้อจำกัดในการไถ่ถอนเงินลงทุน: การลงทุนในเฮดจ์ฟันด์จะแตกต่างกับการลงทุนในกองทุนรวมเนื่องจาก กองทุนเฮดจ์ฟันด์อาจถูกจำกัดโดยระยะเวลาที่จะต้องถือครอง และไม่ให้ไถ่ถอน หรือที่เรียกกันว่า “Lock Up Period” ที่ยาวนานกว่า ดังนั้น เงินที่ลงทุนในกองทุนเฮดจ์ฟันด์จะมีสภาพคล่องน้อยกว่าเงินลงทุนในกองทุนรวมโดยทั่วไป





ภาคผนวก จ

รายชื่อเขตจังหวัดในสหรัฐฯและยุโรป  
ที่มีขนาดเกินกว่า 1 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐฯ  
และรายชื่อเขตจังหวัดในเอเชีย

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
US FUNDS						
Angelo Gordon	John Angelo And Michael Gordon	New York, London	Distressed, Convertible arb, and merger arb	\$11bn		Founded in 1998 by John Angelo, former head of arbitrage at LF Rothschild and Michael Gordon, former head of research at LF Rothschild, Angelo Gordon focuses on identifying arbitrage opportunities through a rigorous research based approach. Recently became another of the growing band of hedge funds and private equity firms seeking to take advantage of turmoil in the US subprime mortgage market by investing in mortgage servicing company Ocwen Financial.
AQR Capital	Clifford	Greenwich	Value and	\$35bn		Takes a systematic, computer – assisted approach

Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
	Asness	, Conn	momentum, Fundamentally driven			to investment involving both value and momentum factors applied to various asset classes. View themselves as fundamental rather than quantitative as they like to “understand the story” behind their models rather than rely solely on data. Currently considering an IPO.
Atticus Capital	Timothy Barakett, David Slager	New York	Event – driven	\$14bn	European: 44% : Global: 36%	Atticus is a reluctant activist, but when it moves – as with Deutsche Borse, Where it worked in parallel with TCI, or more recently Dodge Phelps – it is effective. The firm has connections everywhere thanks to the presence of Nat Rothschild, scion of the banking dynasty, as co-chairman, helping it rapidly become one of the biggest in the business.

Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
						Rarely for a hedge fund the growth also seems to have helped, rather than hindered, returns, although it remains a highly volatile fund thanks to a relatively concentrated portfolio which often includes big stakes in companies. Although it is event-driven, it focuses on a handful of themes, such as metals, exchanges and railways, where it has strong view, then looks for corporate triggers. A new fund focused on specialty finance, one of its big themes, has just been launched.
Avenue Capital	Marc Lasry and Sonia Gardner	New York	Distressed	\$13.3bn	Avenue event driven: -7.5% Avenue	Brother and sister team, Lasry and Gardner have built their careers on the belief that bad news is good news. Last year, Morgan Stanley paid\$300m

Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
					Europe: 15.9%	for a stake of between 15 and 20 per cent in the firm as part of Morgan Stanley chief executive John Mack's drive to build up the bank's presence in the hedge fund business.
Bridgewater	Ray Dalio	Westport, Conn.	Currency overlay, credit and emerging market debt	Hedged: \$30.2bn Total: \$ 150 bn		One of the longest serving hedge fund managers, Dalio has built Bridgewater into a multi – faceted firm with a total of \$ 150bn in assets under management. Considered a pioneer of currency overlay strategies.
Caxton Associates	Bruce Kovner	New York	Managed futures, global	\$14.2bn	13%	Mr.Kovner's made his first trade by borrowing \$3,000 on a credit card to buy soybean futures. The contract rose to \$50,000 but he then watched



Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
			macro			the contract drop to \$22,000 before selling. He later said that this first trade taught him the important of risk management. Notoriously secretive, Mr. Kovner's 5 <sup>th</sup> Avenue Mansion in New York City features a lead – lined room to protect against a chemical, biological, or dirty bomb attack. He is chairman of neoconservative think – tank the American Enterprise Institute.
Cerberus Capita	Steve Feinberg	New York	Distressed	Total : \$16.5bn (Oct 2006)	21%	Cerberus runs both hedge fund and private equity, where it specializes in distressed companies. It owns or part – owns the finance arm of General Motors, banks in Japan and Austria, and Formica, maker of the eponymous kitchen surface. Best –

Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
						know as the employer of Dan Quayle, former US vice president Cerberus recruited former US treasury secretary John Snow as chairman last year.
Citadel	Ken Griffin	Chicago	Multi – Strategy	\$12bn		Citadel is one of the most active trading firms in the world, and is rapidly diversifying into areas traditionally dominated by investment banks including market making and servicing hedge funds. On any given day it can account for over 3 per cent of all trading volume on NYSE Euronext. Last year it became the first hedge fund to access the public debt markets and is widely thought to be

Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
						considering an initial public offering of its stocks. Griffin founded Citadel in his Harvard dorm room and is married to Anne Dias Griffin. Who runs her own hedge fund, Aragon Global Management, one of the largest run by a woman?
DE Shaw	David Shaw	New York	Multi – Strategy	\$26.3bn	17.3%(composite fund)	DE Shaw consistently ranks in the top five hedge fund groups by assets. It was once termed by Fortune magazine as the most intriguing and mysterious force at work on Wall Street. The company is extremely selective in its hiring, with only 1 in 500 candidates making the grade. It employs cutting edge, complex mathematics for its quantitative investment processes. Dr. Shaw

Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
						served as an advisor on President Clinton's council of Advisors on Science and Technology, and Larry Summers, Clinton's secretary of the Treasury, works at DE Shaw part time. More recently the firm has branched out in qualitative strategies, while its private equity investments include FAO Schwartz, the famous US toy shop, and eToys, formed from the remains of retailer KB Toys.
ESL Investments	Edward Lampert	New York	Activist, distressed	\$18bn	40%plus	Founder Edward Lampert is already being called his generation's Warren Buffett. He started ESL when he was just 25 after earning an economics degree from Yale. Average returns since have been almost 30 per cent. ESL is now the largest

Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
						shareholder of Sears, owner of Kmart, where he also serves as the chairman. In 2003 he was kidnapped at gunpoint from a car park at ESL's Greenwich, Connecticut offices. Four captors held him for ransom, keeping him bound and blindfolded for some 30 hours before he negotiated his own release. The kidnappers were caught after Lampert's credit card was used to order pizza. The 'mastermind' of the plot was sentenced to 15 years in prison earlier this year.
Farallon	Thomas Steyer	San Francisco	Merger arbitrage, multi	\$26.2bn	20%	Farallon, one of the largest hedge fund groups in the world, has been active in the subprime mortgage area, buying up distressed assets and



Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
			strategy			lending to one cash – strapped mortgage company. Its private equity operations are growing, and it is often mentioned as a possible initial public offering candidate.
Fortress	Wes Edens	New York	Global macro multi – strategy	\$30bn	17%	Fortress in February became the first big US – based hedge fund and private equity manager to list its shares. The big jump in Fortress' stock is expected to lead to several other hedge fund IPOs.
Goldman Sachs Asset Management	Eric Schwartz and Peter Kraus	New York	Multi – Strategy	\$32.5bn	Global Alpha: -10%	GSAM is the second largest hedge fund manager in the world after JP Morgan. Despite a rough 2006, the group's flagship Global Alpha fund has historically generated very strong returns including

Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
						a 40 per cent gain in 2005.
Highfields Capital	Jonathon Jacobson and Richard Grubman	Boston	Activist	\$10bn	22.40%	Mr. Grubman famously grilled then –Enron chief Jeff Skilling on a conference call, leading Mr. Skilling to call him an unprintable name. More recently, Highfields has been a vocal opponent of the terms of the proposed buyout of Clear Channel.
Lone Pine	Stephen Mandel	Greenwich, Conn.	Long – short equity	\$11bn	Lone Cedar: 8%	Mr. Mandel is a “Tiger cub” who trained under legendary manager Julian Robertson at Tiger Management. Mr. Mandel's early enthusiasm for Google led many other investors to pile into the Internet search engine stock. Like other star managers, Mr. Mandel takes little new money.

Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
Moore Capital	Louis Bacon	New York	Global macro	\$12.5bn	Moore Global Investment: 8%	Along with his friend and fellow hedge fund superstar Paul Tudor Jones, Mr. Bacon is one of the survivors of old-style global macro investing. With a pedigree dating back to the mid -1980s Mr. Bacon's investment style is more risk – averse than many of the other higher – performing global macro funds. Mr. Bacon tends to keep his head down and defends his privacy carefully.
Och –Ziff	Dan Och	New York	Multi – Strategy	\$21bn	15.86%	Och –Ziff has branched out into private equity and direct lending to companies and launched successful funds focused on Europe and Asia. The hedge fund group also helped Malcolm glazer with

Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
						his takeover of Manchester United, lending him a chunk of the money for the bid.
Perry Capital	Richard Perry	New York	Multi – strategy	\$13bn	Perry Intl: 10%	Perry Capital is one of a handful of big hedge fund groups that is thought to be considering an initial public offering. Mr. Perry has been involved in some high – profile deals, and has backed the movie studios of Hollywood moguls Bob and Harvey Weinstein.
Renaissance Technologies	James Simons	New York State	Quant	\$24bn	Medallion:40%	Mr. Simons is the hedge fund manager's hedge fund manager. Secret to the point of paranoia, Renaissance's Medallion fund was long the most consistent strong performer in the industry, using

Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
						<p>quantitative analysis and computer – driven rapid – fire trading across equities, bonds, currencies and commodities. The fund was so successful it pushed its fees to 5% a year and 44% of profits before ejecting external investors to concentrate on money from family and friends. A new fund started two years ago, though is aiming to raise an astonishing \$100bn by targeting the desire of institutional investors for returns of 10% a year with low volatility.</p>
SAC Capital	Steven Cohen	Stamford, Conn.	Multi – Strategy	\$12bn	34%	<p>Top dog in the hedge fund world, Mr. Cohen is one of most successful and talked – about traders. SAC's phenomenal performance has made Mr.</p>



Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
						<p>Cohen one of the most valued, and richest, fund managers in the world. SAC has the highest fees in the industry, charging 3% a year and 50% of profits, but still has investors queuing up thanks to strong and consistent returns. It is one of the most prolific investors, making up a big chunk of stock market turnover, and recently moved into private equity. Mr. Cohen's sprawling Connecticut mansion – complete with skating rink, golf course and basketball court - and his \$100 –plus art purchases have made him a poster child for the excesses of the hedge fund industry. Last year he faced a lawsuit from Biovail, a Canadian pharmaceutical company, which claimed \$4.6bn</p>

Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
						and accused SAC and others of ghostwriting supposedly independent stock research to drive its shares down.
Tudor	Paul Tudor Jones	Greenwich , Conn.	Multi – strategy	\$15bn	18%	Mr. Tudor Jones is one of the most celebrated and long serving hedge fund managers. His \$50m Connecticut waterfront estate is said to resemble Tara from Gone with the Wind. He is one of the many hedge fund managers actively engaged in charitable work. His Robin Hood foundation combats poverty in New York City.
Soros Fund Management	George Soros	New York	Global macro	11.3bn	12%	Mr. Soros is quite simply a legend. Even though he now spends much of his time on philanthropy and

Name	Managers	Main Locations	Strategies	Funds under Management As of Jan 1 <sup>st</sup> , 2007	Flagship Performance, 2006 (%)	Why it is in the list
						<p>politics, the Hungarian – born investor remains a powerful force in the hedge fund business and earned almost \$1billion last year. Much of his net worth resides in the Quantum endowment fund, which was up 12 per cent last year.</p>

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

หม่อมหลวง กรกสิวัฒน์ เกษมศรี เกิดเมื่อวันที่ 18 มีนาคม พ.ศ.2509 สำเร็จ การศึกษาในระดับปริญญาตรี สาขาอุตสาหกรรม คณะวิศวกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ระดับปริญญาโท สาขาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ California State University และ ปริญญาโท สาขาเศรษฐศาสตร์การเมือง คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ปัจจุบันทำงานใน ตำแหน่ง ผู้อำนวยการอาวุโส ฝ่ายจัดการลงทุนตราสารหนี้ กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย