

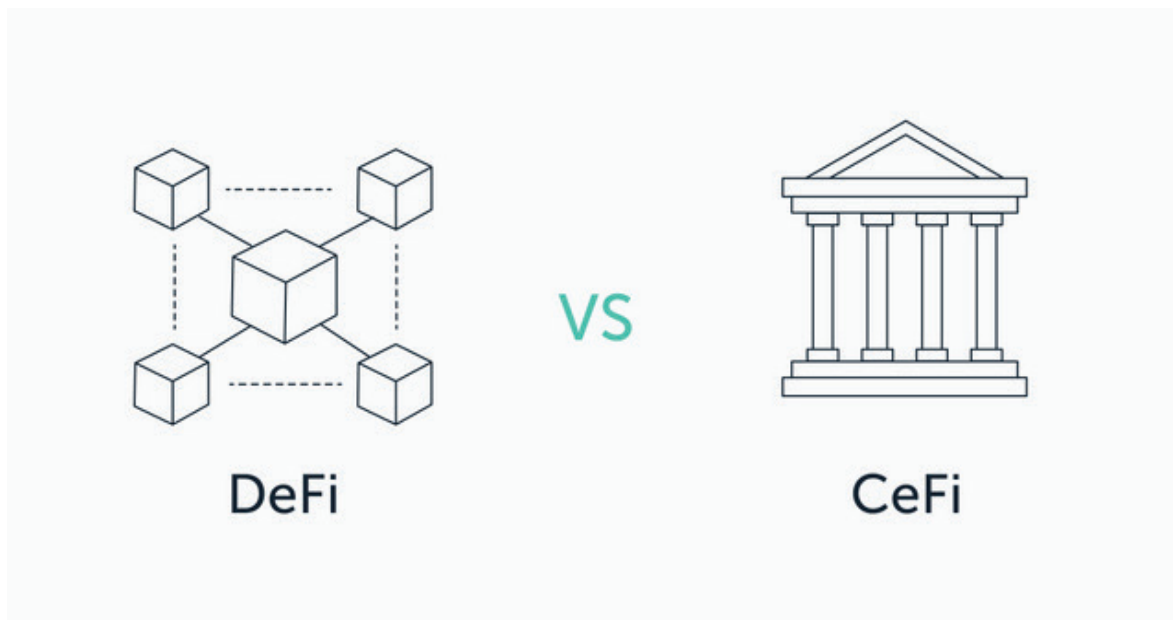


ELKREM CAPITAL

ความแตกต่างระหว่าง DeFi และ CeFi



ความแตกต่างระหว่าง DeFi และ CeFi



ในช่วงเดือนมิถุนายน 2022 ที่ผ่านมาก็เรียกได้ว่าตลาด Cryptocurrency ได้เข้าสู่ภาวะตลาดหมีโดยสมบูรณ์ โดยราคา BTC ลดลงไปที่จุดต่ำสุดที่ 17,630 ดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งเป็นการลดลงต่ำกว่าราคา 20,000 ดอลลาร์สหรัฐเป็นครั้งแรกตั้งแต่เดือนธันวาคม 2020 และถือเป็นราคาที่ต่ำกว่า ATH ที่ประมาณ 67000 ดอลลาร์สหรัฐ (ในเดือนสิงหาคม 2021) โดยปรับตัวลดลงมากกว่า 70% และทำให้ Total Market Cap ของตลาดโดยรวมลดลงมากกว่า 58% (YTD) มาอยู่ที่ประมาณ 9 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ

ซึ่งเมื่อเข้าสู่ภาวะตลาดหมี เราได้เห็นข่าวหลายๆข่าวเกี่ยวกับสถานการณ์ที่ไม่สู้ดีนักของ CeFi โดยเริ่มจาก Celsius ที่เป็นหนึ่งในผู้นำแพลตฟอร์ม CeFi ที่ก่อนหน้านี้มีสินทรัพย์ภายใต้การบริหารมากกว่า 1.1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยมีข่าวหนาหูว่า Celsius มีโอกาสที่จะล้มละลาย สาเหตุหนึ่งมาจากการถือ stETH ที่เป็น Liquid Staking Derivative ของ ETH จาก Lido Finance เนื่องมาจากราคา stETH ที่หลุด Peg จากราคา ETH นอกจากนี้ Celsius ยังมี Wrapped Bitcoin (wBTC) ที่ใช้เป็นสินทรัพย์ค้ำประกันเพื่อกู้ Stablecoin ใน Maker Vaults จะเห็นได้ว่าราคาของ stETH และ wBTC ที่ตกลงอย่างมาก ทำให้เกิดความเสี่ยงที่ Celsius จะถูก Liquidate ทำให้ต้องปิดการถอนคริปโทฯชั่วคราว

ถัดจากข่าวของ Celsius ไม่นานก็ยังมีข่าวเกี่ยวกับการล้มละลายของ Three Arrows Capital (3AC) หนึ่งใน Hedge Fund ขนาดใหญ่ที่ก่อนหน้านี้มีสินทรัพย์ภายใต้การบริหารมากกว่า 1.8 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยก่อนหน้านี้ 3AC ได้ประสบปัญหาขาดทุนจากการลงทุนในเหรียญ LUNA มากกว่า 560 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ชำรายังประสบปัญหาจากการถือ stETH และ GBTC ที่ราคาหลุด Peg ทำให้เกิดปัญหาเรื่องสภาพคล่องอย่างมาก ส่งผลให้ 3AC ถูก Liquidate สินทรัพย์มูลค่ามากกว่า 400 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

จะเห็นได้ว่าข่าวร้ายในวงการ Cryptocurrency ในช่วงเดือนมิถุนายนที่ผ่านมานั้นเกิดจากปัญหาของ CeFi แทบทั้งสิ้น โดยทำให้เราตระหนักว่า CeFi ขาดความโปร่งใสในการบริหารเงิน ซึ่งถ้าเทียบกับ DeFi ที่มีความโปร่งใสและตรวจสอบได้ DeFi อาจได้แต้มต่อในส่วนนี้ อย่างไรก็ตาม DeFi ก็ยังคงมีความเสี่ยงและข้อเสียบางประการที่เราในฐานะนักลงทุนควรศึกษาให้ครบถ้วน ซึ่งในบทความนี้เราจะมาเปรียบเทียบ CeFi และ DeFi ทั้งข้อดีและข้อเสีย

DeFi คืออะไร

Farms						
Stake LP tokens to earn.						
Community Auctions →						
☐ Staked only ☒ Live ☐ Finished		SORT BY		SEARCH		
		Hot		Search Farms		
CAKE-BNB	☒ Comp	Earned 0	APR 20.68%	Liquidity \$131,558,306	Multiplier 40x	✓
BUSD-BNB	☒ Comp	Earned 0	APR 5.83%	Liquidity \$172,033,938	Multiplier 11x	✓
SDAO-BUSD	☒ Comp	Earned 0	APR 173.39%	Liquidity \$194,010	Multiplier 0.5x	✓
HOTCROSS-BNB	☒ Comp	Earned 0	APR 35.68%	Liquidity \$193,496	Multiplier 0.1x	✓
CHR-BUSD	☒ Comp	Earned 0	APR 31.43%	Liquidity \$1,136,599	Multiplier 0.5x	✓
NIX-BUSD	☒ Comp	Earned 0	APR 57.3%	Liquidity \$584,862	Multiplier 0.5x	✓

Yield Farming บนแพลตฟอร์ม PancakeSwap

DeFi ย่อมาจาก Decentralized Finance ซึ่งเป็นแพลตฟอร์มกระจายศูนย์โดยที่ไม่มีตัวกลางในการควบคุม โดยธุรกรรมต่างๆจะถูกประมวลผลโดย Smart Contracts บน Blockchain แทน โดยแพลตฟอร์ม DeFi ที่มีชื่อเสียง ตัวอย่างเช่น UniSwap, Aave, Pancakeswap เป็นต้น ซึ่งเราสามารถลงทุน DeFi ได้หลากหลายกลยุทธ์ เช่น การกู้ยืม, การ Staking, การทำ Yield Farming, การเทรด เป็นต้น โดยการจะลงทุนใน DeFi นั้นเราจะต้องมี Cryptocurrency ที่เก็บไว้ใน Crypto Wallet เช่น Metamask, SafePal, Coin98 เป็นต้น โดยผู้ใช้งานต้องเป็นผู้ดูแล Private Key ด้วยตัวเอง ซึ่งเวลาเข้าไปลงทุนบนแพลตฟอร์ม DeFi ผู้ใช้งานจะใช้ Crypto Wallet ในการ Interact กับ Smart Contract ต่างๆ ซึ่งผู้ใช้งานต้องเป็นผู้ดูแลธุรกรรมและความปลอดภัยต่างๆด้วยตนเองทั้งหมด

Flexible Savings Deposit and redeem on a flexible manner				Inter
Coin	APY & Trend		Duration (Days)	
BTC	10%	Tier Rate	Flexible	
BUSD	20%	Tier Rate	Flexible	
ETH	4.8%	Tier Rate	Flexible	
AXS	20%	Tier Rate	Flexible	
BNX	15%		Flexible	

Binance Flexible Saving

สำหรับ Cefi ย่อมาจาก Centralized Finance เป็นแพลตฟอร์มรวมศูนย์ที่ผ่านตัวกลาง แพลตฟอร์ม CeFi ชื่อดัง ได้แก่ Binance, FTX, Celsius หรือ BlockFi ที่ให้บริการการลงทุนในคริปโตฯ และมักอยู่ภายใต้การควบคุมของ Regulator โดยเราสามารถลงทุนผ่าน CeFi ผ่านการปล่อยกู้, การ Staking, การทำ Liquidity Farming เป็นต้น โดยการลงทุนผ่าน CeFi เราไม่จำเป็นต้องมี Crypto Wallet หรือดูแล Private Key ด้วยตัวเอง การทำธุรกรรม การบริหารเงิน และการดูแลเรื่องความปลอดภัยจะเป็นหน้าที่ของตัวกลางในการจัดการทั้งหมด

จะเห็นได้ว่าทั้ง Defi และ Cefi เป็นผู้ให้บริการทางการเงินต่างๆของโลกคริปโต โดยมีผลิตภัณฑ์การเงินที่แทบจะเหมือนกันเกือบทุกอย่าง ความแตกต่างคือในกรณีของ DeFi ผู้ใช้งานจะต้องดูแลสินทรัพย์และความปลอดภัยทุกอย่างด้วยตนเอง ส่วน CeFi จะมีตัวกลางคอยบริหารและดูแลให้ นอกจากนี้ความต่างอีกประเด็นคือเรื่องอำนาจในการควบคุม ซึ่ง CeFi อำนาจในการตัดสินใจจะอยู่ที่เจ้าของแพลตฟอร์ม ส่วน Defi เนื่องจากมีการกระจายศูนย์ ทำให้ไม่มีใครมีสิทธิ์เด็ดขาดในแพลตฟอร์ม

ผลตอบแทนและความเสี่ยงของ CeFi

ก่อนที่จะสามารถใช้งาน CeFi ผู้ใช้งานจะต้องผ่านกระบวนการ KYC ก่อน การลงทุนผ่าน Cefi มีความเรียบง่าย โดยมีการบริหารจัดการคล้ายธนาคารที่ผู้ใช้งานสามารถนำสินทรัพย์ไปฝาก และให้ทาง CeFi นำสินทรัพย์นั้นไปบริหารต่อ โดยที่ปกติทาง CeFi ก็จะได้ชี้แจงทั้งหมดว่าเอาสินทรัพย์ไปทำอะไรบ้าง

ยกตัวอย่างการปล่อยกู้ บน Ftx Exchange ที่มีความน่าเชื่อถืออันดับต้นๆของวงการ ระดับเดียวกับ Coinbase และ Binance โดยจะพูดถึงแค่การปล่อยกู้ USDC และ USDT เพื่อจะได้เทียบความเสี่ยงได้ง่าย ปัจจุบัน FTX จ่ายดอกเบี้ยเป็นรายชั่วโมง ซึ่งผลตอบแทนแต่ละชั่วโมงจะเป็นอัตราลอยตัวขึ้นอยู่กับ Demand/Supply ล้วนๆ โดยในวันที่ 5 กรกฎาคม 2022 ผลตอบแทนการปล่อยกู้ USDC และ USDT อยู่ที่ 1% และ 5% ต่อปี ตามลำดับ

สร้างข้อเสนอการระดมทุน

เสนอให้ยืมเงินของคุณในการซื้อขายมาร์จิ้น

The rate you supply specifies a minimum: if the prevailing lending rate is higher, you will still be paid that higher rate on any lent funds.

คุณสามารถยกเลิกการเสนอราคาของคุณได้ตลอดเวลา อย่างไรก็ตามหากกองทุนของคุณจับคู่กับผู้กู้ เงินของคุณจะยังคงถูกล็อกไว้นานถึง 1 ชั่วโมงหลังจากที่คุณยกเลิกการเสนอราคาของคุณ

เหรียญ

USD Tether (USDT)

✕ ▾

ขนาด

100

⬆️ ⬆️ USDT

สูงสุด

สูงสุด: 0.44235000 USDT

อัตราขั้นต่ำรายชั่วโมง		อัตราขั้นต่ำรายปี	
0.01	% / ชั่วโมง	0.8760	% / ปี

ยกเลิก

บันทึก

การปล่อยกู้ USDT ในการซื้อขายมาร์จิ้นบน Ftx.com

ความเสี่ยงหลักๆ นั้นมี 2 ส่วน ความเสี่ยงส่วนแรกคือความเสี่ยงของสินทรัพย์ที่นำไปฝาก ตัวอย่างเช่น การถือครอง USDC USDT ทำให้มีความเสี่ยงจากโอกาสการถูกดักด้วยค่าตัวบริษัทผู้ออกเหรียญมีปัญหา ซึ่งความเสี่ยงส่วนนี้ต่ำมาก โดยเฉพาะ USDC ที่ backed โดยกลุ่ม Circle และ Coinbase สำหรับ USDT ที่แม้ความน่าเชื่อถือจะต่ำกว่า USDC เพราะที่ผ่านมาเคยมีข่าวเสียหายๆ หลายครั้ง รวมถึงมีการโดนฟ้องว่าอาจจะมีเงิน Backed ครบในอัตรา 1:1 ความเสี่ยงต่อมาคือความเสี่ยงของตัว Exchange ส่วนนี้ถึงแม้ว่า FTX จะเป็น Exchange ระดับต้นๆ ของวงการ รวมทั้ง CEO ของที่นี่ก็ได้ชื่อว่าอัจฉริยะคนหนึ่งของวงการ และมี Wealth ส่วนตัวกว่า 24 billion และธุรกิจแทบจะเป็นเสือนอนกินเนื่องจากมีรายได้จากค่าธรรมเนียมจากธุรกรรมต่างๆ ในจำนวนมาก แต่ด้วยโมเดลของธุรกิจส่วนหนึ่งคือการนำสินทรัพย์ที่ผู้ใช้งานนำมาฝากไปบริหารเพื่อสร้างผลตอบแทน และแม้ว่าจะมีการเปิดเผยอยู่ว่าสินทรัพย์ของเรานำไปปล่อยกู้ในการซื้อขายมาร์จินเท่านั้น แต่ระบบของ CeFi ก็ยังขาดความโปร่งใสให้เราเข้าไปตรวจสอบได้ว่าการนำไปลงทุนอื่นๆ อีกหรือไม่ ทำให้มีความเสี่ยงที่เกิดจากการบริหารสินทรัพย์ที่ผิดพลาดนำไปสู่การขาดสภาพคล่องและ Bank Run อย่างที่เราได้เห็นตัวอย่างจากการบริหารสินทรัพย์ที่ผิดพลาดจาก Celsius และ 3AC มาแล้ว

ความเสี่ยงอีกอย่างคือเรื่องความปลอดภัย ซึ่งถึงแม้ว่าปกติ Centralized Exchange จะมีการแยก Hot wallet กับ Cold wallet ออกจากกัน หรือพูดง่ายๆ ว่าโอกาสจะโดนแฮกนั้นยากถึงยากมาก และ Exchange บางแห่งยังมีการซื้อประกันเพื่อคุ้มครองความเสี่ยงตรงนี้เอาไว้แล้ว จึงต่อให้โดนความเสียหายก็จะต่ำไม่กระทบเงินฝาก นอกจากนี้ผู้ใช้งานยังจะต้องผ่านกระบวนการ KYC ที่จะช่วยในเรื่องความปลอดภัยของสินทรัพย์ให้แก่ผู้ใช้งานอีกด้วย ซึ่งโดยรวมถึงแม้ความปลอดภัยจะค่อนข้างสูงแต่ก็ยังคงเป็นความเสี่ยงอีกข้อที่ควรพิจารณา

ผลตอบแทนและความเสี่ยงของ Defi

กล่าวถึงผลตอบแทนจากการฟาร์ม Stable coin (USDC/USDT/BUSD) เป็นหลัก ผลตอบแทนรวมจะเริ่มตั้งแต่ 0.08%-39% (อ้างอิง: coindex วันที่ 14/7/22) โดยผลตอบแทนที่ได้จะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของแพลตฟอร์มและความเสี่ยงจาก Stablecoin แต่ละประเภท นอกจากนี้ยังขึ้นกับ Demand/Supply ของผู้กู้และผู้ปล่อยกู้ใน ขณะนั้น

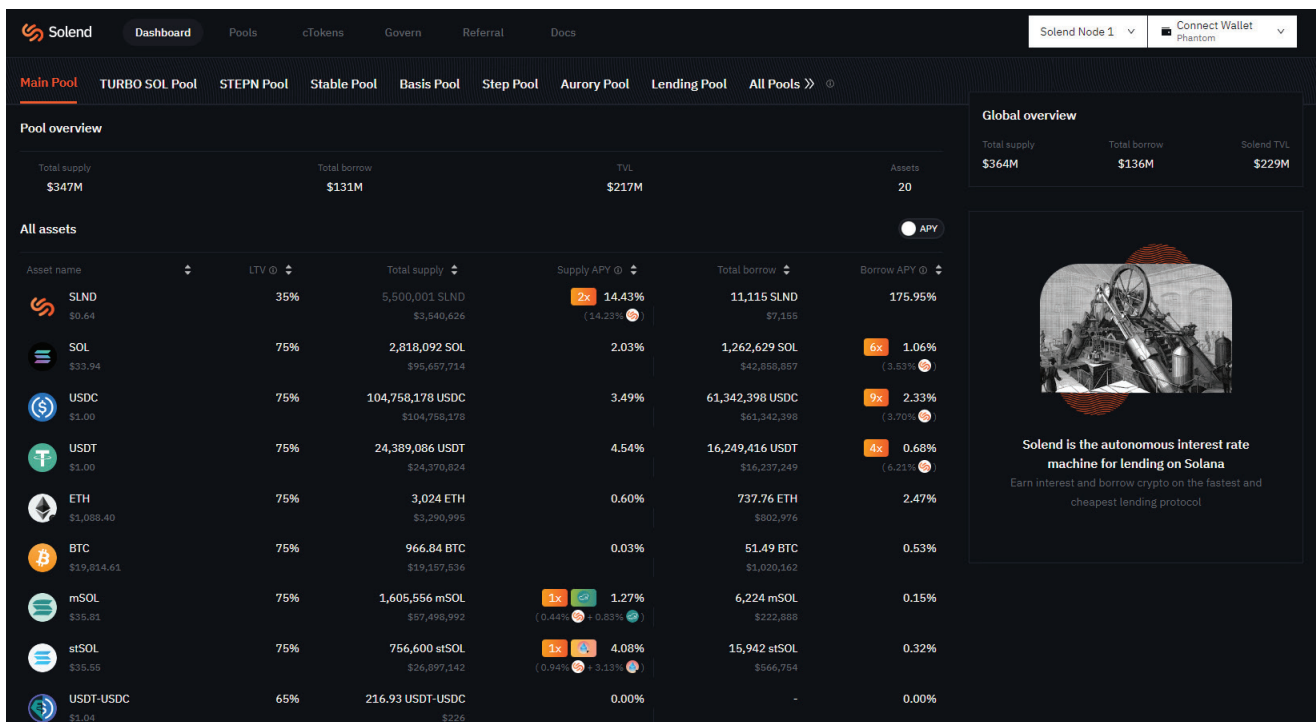
#	Name	Protocol	Base APY	Reward APY	Rewards	▼ APY	7d ago	TVL
1	USDC	Vires Waves	39.15%	0.07%	VIRE	39.22%	Sign Up	\$287,351,861
2	USDT	Vires Waves	36.10%	0.07%	VIRE	36.17%	Sign Up	\$254,336,139
3	USDC	Maple Ethereum	6.62%	4.12%	MPL	10.74%	Sign Up	\$518,000,400
4	USDC	Maple Ethereum	6.62%	3.77%	MPL	10.59%	Sign Up	\$475,750,000
5	USDT USDC	VVS Cronos	0.03%	9.45%		9.48%	Sign Up	\$367,960,000
6	USDC USDT (0.01%)	Uniswap Ethereum	2.63%	-		2.63%	Sign Up	\$142,129,633
7	DAI	Yearn Ethereum	1.92%	-		1.92%	Sign Up	\$102,254,678
8	USDT	Aave Ethereum	1.81%	-		1.81%	Sign Up	\$549,580,335
9	USDT	Venus BNB Chain	1.07%	0.34%	XVS	1.41%	Sign Up	\$165,885,656
10	BUSD	Venus BNB Chain	0.81%	0.43%	XVS	1.24%	Sign Up	\$131,474,543

ข้อมูลผลตอบแทน Stable coin จาก coindex 14/7/22

สำหรับความเสี่ยงจะขึ้นอยู่กับแต่ละแพลตฟอร์มและประเภทของฟาร์ม โดยความเสี่ยงหลักๆ ได้แก่

1. ความเสี่ยงจากการถือครอง Stable coin ดังที่กล่าวไปข้างต้น
2. ความเสี่ยงจาก Blockchain ที่โปรเจกต์นั้นรันอยู่ ซึ่ง Blockchain ปัจจุบันก็มีหลากหลายมากแต่นิยมหลักๆ คือ Ethereum และ Binance Smart Chain
3. ความเสี่ยงจากตัวโปรเจกต์เอง เช่น Code มีช่องโหว่ แม้จะได้รับการ Audited มาแล้วในบางครั้งก็ยังมีปัญหา
4. เจ้าของโปรเจกต์ตั้งใจมาโกงก็มันให้เห็นเป็นประจำ โดยจะมีชื่อเรียกเหตุการณ์ว่า Rug Pull ซึ่งทีมนักพัฒนาจะทำการทิ้งโปรเจกต์และขายเหรียญของตนทั้งหมด หรือหนีไปกับเงินของผู้ใช้งานแพลตฟอร์ม
5. ความเสี่ยงจากการเก็บรักษา Wallet ด้วยตนเอง ไม่ว่าจะเป็นการโอนผิด หรือการกำหนดรหัสและข้อมูลหาย ซึ่งหากมีปัญหาไม่สามารถมีใครจะช่วยเหลือได้

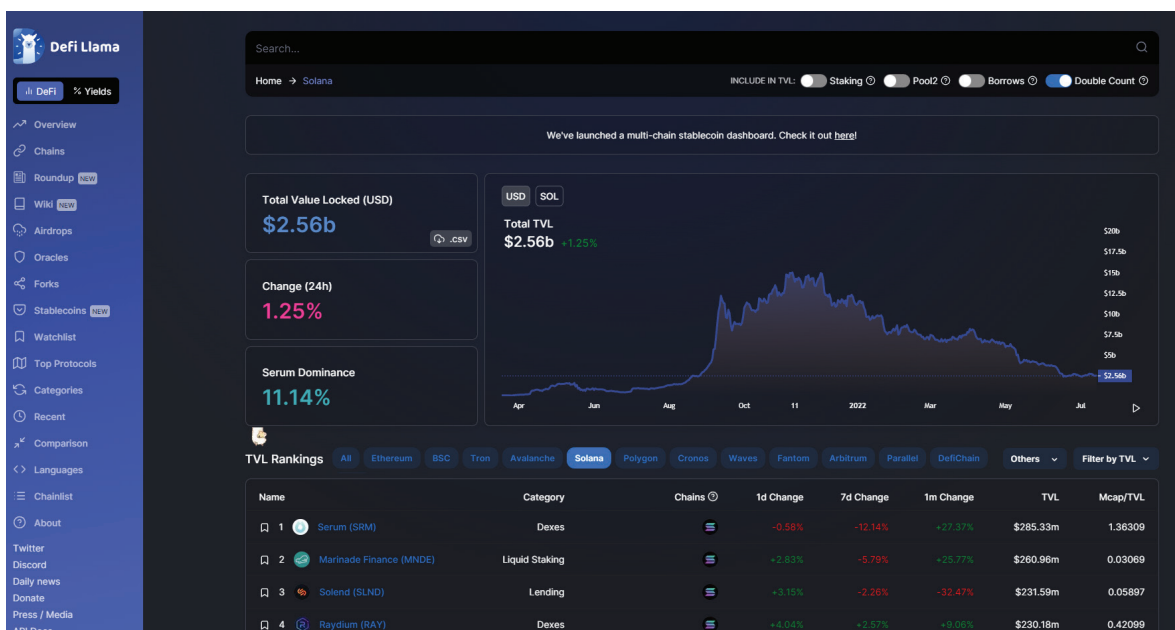
Case study DeFi : กรณี Solend



หนึ่งในจุดเด่นของการทำธุรกรรมบน Blockchain คือความโปร่งใสในการดำเนินงาน อย่างในกรณีศึกษาของ Solend คือมีผู้มากู้ยืม USDC และ USDT คนหนึ่งเป็นจำนวน 108 ล้านดอลลาร์สหรัฐโดยใช้เหรียญ Sol เป็นสินทรัพย์ค้ำประกัน เป็นจำนวน 5.7 ล้านเหรียญ Sol ณ ที่ราคา \$29.38 ต่อเหรียญ Sol สินทรัพย์ค้ำประกันนี้มีมูลค่า 167 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่ง Position นี้จะถูก Liquidation ถ้าหาก มูลค่าของ 1 เหรียญ Sol ลดลงเหลือ \$22.27

Net value ⓘ	Borrow utilization ⓘ
\$38,961,806.20	74.26%
Borrow balance ⓘ	Supply balance ⓘ
\$48,984,119.28	\$87,945,925.48
Borrow limit ⓘ	\$65,959,444.11
Liquidation threshold ⓘ	\$74,754,036.66
Assets supplied	Balance
SOL 1.98%	2,602,137.6325 SOL
\$33.80	\$87,945,925.48
Assets borrowed	Balance
USDC 2.34%	48,977,911.3195 USDC
\$1.00	\$48,984,118.78
USDT 0.75%	0.4982 USDT
\$1.00	\$0.50
Wallet balances ▾	Balance
SOL	1.3809 SOL
\$33.80	\$46.67

แต่ Liquidators ส่วนใหญ่บน Solend เป็น Bots และถูกโปรแกรมไว้ให้นำสินทรัพย์ที่ถูก Liquidated มาไปขายใน Decentralized exchange (DEX) ต่างๆบน Solana Chain ซึ่งในกรณีทั่วไปแล้วจะไม่มีปัญหาคืออะไร แต่จริงในกรณีนี้การ Liquidated Position ที่มีมูลค่าที่สูงมากและจะถูกนำไปขายใน DEX ด้วยรูปแบบการแลกเปลี่ยนแบบ Automated Market Maker (AMM) จะทำให้เกิด Slippage ที่สูง



ข้อมูลในส่วน Liquidity ก็มีความโปร่งใสและสามารถตรวจสอบได้ตลอดเวลาเช่นกัน ซึ่งจะเห็นได้ว่า TVL ของ DEX ใน Solana ส่วนใหญ่มีมูลค่าอยู่เพียง ~220 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

The screenshot shows the Raydium Pools interface. At the top, it displays 'Pools' with TVL: \$250,884,189.75 and Volume24H: \$31,954,072.13. Below this, there's a section for 'Liquidity Pools' with a search bar and a table of pools. The table has columns for Pool, Liquidity, Volume 7D, Fees 7D, and APR 7D. Three pools are listed: SOL-USDC, RAY-USDC, and RAY-SOL.

Pool	Liquidity	Volume 7D	Fees 7D	APR 7D
SOL-USDC	\$48,641,061	\$61,593,537	\$113,505	12.17%
RAY-USDC	\$15,221,609	\$10,596,501	\$23,312	7.99%
RAY-SOL	\$13,128,817	\$8,441,654	\$14,171	5.63%

เมื่อเข้าไปดู Liquidity สำหรับการแลกเปลี่ยนระหว่าง Sol-USDC ใน Raydium Protocol ที่มี TVL เป็นอันดับสองของ DEX บน Solana Chain มีขนาดของ Liquidity Pool เพียง 42 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งไม่เพียงพอที่จะสามารถรองรับการแลกเปลี่ยนเหรียญ Sol ในขนาดหลักร้อยล้านดอลลาร์สหรัฐได้

ถึงแม้ว่าจะไม่มีเหตุการณ์เปรียบเทียบว่าถ้าหากเกิดการ Liquidated Position ที่มีขนาดใหญ่ระดับนี้จริงจะเกิดความเสียหายต่อ Platform และ Chain ขนาดไหนแต่เนื่องจากการทำงานอย่างเที่ยงตรงของระบบ Smartcontract และความโปร่งใสของข้อมูลบน Blockchain ทำให้เราสามารถพอคำนวณได้ว่าถ้าหากเกิดเหตุการณ์ Liquidated Position นั้นจริงมีโอกาสมากที่จะเกิดหนี้เสีย เพราะถ้านำเหรียญ Sol ทั้งหมดไปแลกเปลี่ยนกันใน DEX ต่างๆจะได้ USDC กลับมาไม่เพียงพอที่จะจ่ายคืนให้กับผู้ปล่อยกู้ (Lenders) เนื่องจาก Slippage ที่สูงจากการที่แลกเปลี่ยนเหรียญ Sol ที่เดียวในปริมาณที่มากเมื่อเทียบกับขนาดของ Liquidity Pool ที่มี และความเสี่ยงภัยนี้ก็ยังไมรวมถึง Position อื่นที่นำเหรียญ Sol มาค้ำประกันแล้วกลายเป็นหนี้เสียเช่นกันจากการที่ราคาเหรียญ Sol ลดลงอย่างรวดเร็ว

สถานการณ์ล่าสุดของกรณี Solend ทางเจ้าของ Platform Solend สามารถติดต่อกับวาฟเจ้าของ Position 108 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ทำให้เจ้าของ Position นี้ยอมจ่ายหนี้ไปบางส่วนและกระจาย Position การกู้ยืม USDC จากการใช้เหรียญ Sol ไปยัง Lending Platform อื่นๆบน Solana Chain ถึงแม้ว่าการกระทำนี้จะไม่สามารแก้ไขปัญหาระยะการ Liquidated Position ที่มีมูลค่ามากบน Chain ที่มี Liquidity บน DEX ที่ไม่เพียงพอแต่ก็ทำให้มูลค่าความเสียหายของการเกิดหนี้เสียลดลงต่อเนื่องแพลตฟอร์มอยู่ในระดับที่ถ้าเกิดความเสียหายในลักษณะนี้จริงก็พอจะมีเงินสำรองไว้ชดเชยหนี้เสียนี้

ถึงแม้ว่าจะไม่มีกรณีเปรียบเทียบให้เห็นชัดเจนว่าถ้าหากปล่อยให้เกิดเหตุการณ์ Liquidation และเกิดหนี้เสียผลกระทบในสองกรณีจะแตกต่างกันมากเท่าใด แต่ที่ปฏิเสธไม่ได้ว่าความโปร่งใสในการดำเนินการของธุรกรรมบน Blockchain ทำให้ผู้ที่มีส่วนร่วมหรืออาจจะมีผลกระทบจากธุรกรรมนั้นๆสามารถตรวจสอบได้ตลอดเวลา

Case study : กรณีศึกษาเรื่อง stETH ของ Celcius (CeFi) และ AAVE (DeFi)

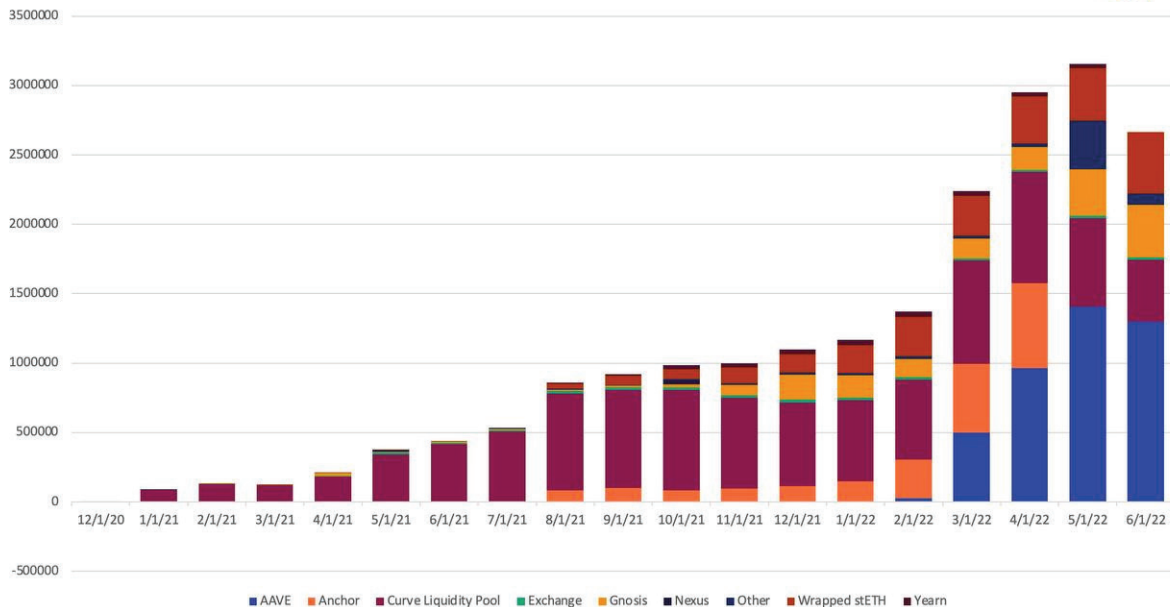
กรณีที่เราสามารถนำมาศึกษาได้ในการเปรียบเทียบ CeFi และ DeFi คือเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นกับ stETH เมื่อเดือนมิถุนายน 2022 ที่ผ่านมา โดย stETH เป็น Liquid Staking Derivative ของ ETH บน Lido Finance โดยถ้านำ ETH ไป Stake กับทาง Lido Finance จะได้ stETH มาในอัตราส่วน 1:1 โดย ETH ที่นำไปฝากบน Lido Finance จะนำไป Staking ไว้กับ Validator Nodes บน Beacon Chain และ stETH สามารถนำมาแลกคืนเป็น ETH และดอกเบี้ยได้ก็ต่อเมื่อ The Merge ของ Ethereum ทำสำเร็จ ข้อดีของ stETH ก็คือเราสามารถ Stake ETH ได้แม้ว่า The Merge จะยังไม่มาถึง และยังสามารคนำ stETH ไปใช้ใน DeFi เพื่อลงทุนในรูปแบบต่างๆต่อไป

ปัญหาที่เกิดขึ้นก็คือ stETH จะยังนำไปแลกคืนเป็น ETH ไม่ได้จนกว่า The Merge จะเปิดตัว ดังนั้นในระหว่างนี้เราจะต้องนำ stETH ไปแลกผ่านตลาดรองอย่าง Curve, UniSwap หรือ 1Inch เท่านั้น แต่ปัญหาที่เกิดขึ้นคือในช่วงที่ผ่านมาคู่เทรด stETH-ETH บนตลาดรองที่ใหญ่ที่สุดอย่าง Curve ประสบปัญหาในเรื่องสภาพคล่องโดยสัดส่วนของ stETH:ETH ใน Pool เกิดความไม่สมดุลเนื่องจากการเทขาย stETH ไม้ใหญ่ก่อนหน้านี้จาก Alameda Research ทำให้การแลก stETH กลับเป็น ETH จะได้ในอัตราส่วนที่ต่ำกว่าหนึ่ง โดยในช่วงเดือนที่ผ่านมา stETH มีราคาต่ำกว่า ETH ประมาณ 6-7% หมายความว่าถ้าจะแลก stETH กลับจะขาดทุนนั่นเอง

stETH uu DeFi

stETH Deposits by Protocol Over Time

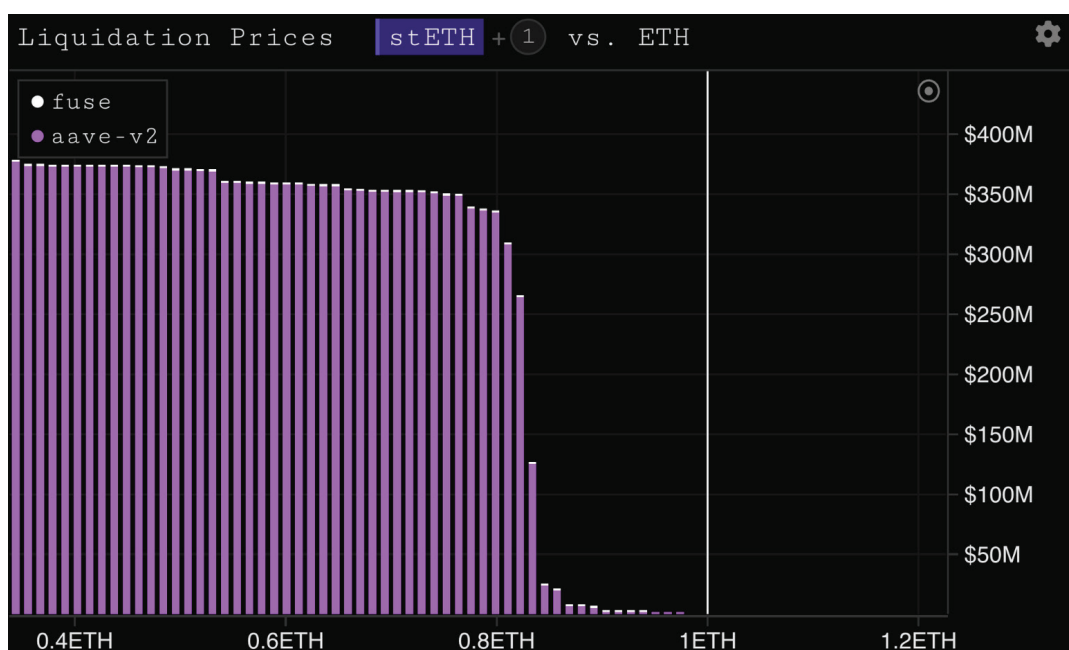
Source: Galaxy Digital Research



Data: Dune Analytics

ขอบคุณภาพจาก Galaxy Digital Research

stETH ถูกนำมาใช้บน DeFi หลายๆแพลตฟอร์ม เช่น Curve, UniSwap เป็นต้น ตัวอย่างเช่น MakerDAO ที่มี stETH จำนวนมากกว่า 4.9% ของ Total Supply ที่ถูกล็อกอยู่ใน Maker Vaults แต่แพลตฟอร์มที่มีจำนวน stETH มากที่สุดคือ Aave โดยมี stETH จำนวนมากกว่า 34.6% ของ Total Supply โดยนับเป็นจำนวน 1.46 ล้าน stETH มูลค่ารวมมากถึง 1.85 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งผู้ใช้งาน DeFi สามารถนำ stETH ไปลงทุนในรูปแบบต่างๆได้ เช่น นำไปใส่ Liquidity Pool เพื่อรับ Trading Fees ตัวอย่างเช่น คู่ LP ของ stETH-ETH บน Curve โดยวิธีหนึ่งที่เป็นที่นิยมมากคือการนำ stETH ไปฝากเป็น Collateral บน Aave เพื่อกู้ ETH และนำ ETH ไปวนแลกเป็น stETH อีกครั้งเพื่อนำไปฝากเป็น Collateral อีกต่อหนึ่งและวนซ้ำไปเรื่อยๆ เพื่อได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น



ราคา stETH ที่จะเกิดการ Liquidate บน Aave ณ วันที่ 23 มิถุนายน 2022 ขอบคุณภาพจาก Parsec

stETH/ETH Price deviation	Liquidations (Millions, USD)	Insolvencies (Millions, USD)
15%	\$ 38.04	\$ 0.18
20%	\$ 86.92	\$ 0.37
25%	\$ 89.99	\$ 24.24
30%	\$ 88.02	\$ 67.11

stETH Liquidation Threshold at 90% below:

stETH/ETH Price deviation	Liquidations (Millions, USD)	Insolvencies (Millions, USD)
15%	\$ 0.17	\$ 0.18
20%	\$ 31.38	\$ 0.32
25%	\$ 53.09	\$ 11.24
30%	\$ 78.61	\$ 51.03

stETH/ETH ที่เกิดการ Liquidate และ Insolvencies บน Aave ณ วันที่ 19 มิถุนายน 2022 ข้อมูลภาพจาก Governance.aave.com

ความเสี่ยงของการลงทุนในวิธีที่กล่าวไปข้างต้นคือถ้าราคา stETH ลดลงต่ำกว่า ETH มากถึงจุดหนึ่งจะทำให้ผู้ใช้งานถูก Liquidate ได้ แต่ข้อดีคือด้วยความเป็น DeFi ทำให้ข้อมูลเหล่านี้มีความโปร่งใสและสามารถตรวจสอบได้ตลอดเวลา เช่น ราคาที่มีความเสี่ยงว่าจะถูก Liquidate อยู่ที่ราคาเท่าไร ทำให้ในแง่ผู้ใช้งานมีโอกาสแก้ไขปัญหาล่วงหน้าได้ก่อน และสำหรับ Aave ก็อาจสามารถที่จะหามาตรการเพื่อลดความเสี่ยงบางอย่างได้ ตัวอย่างเช่น การหยุดรับ stETH เป็น Collateral ชั่วคราว, การปรับเพิ่ม Liquidation Threshold และ การงดการยืม ETH ชั่วคราว เป็นต้น ดังที่มี Community ถกกันในประเด็นดังกล่าวใน Aave Governance

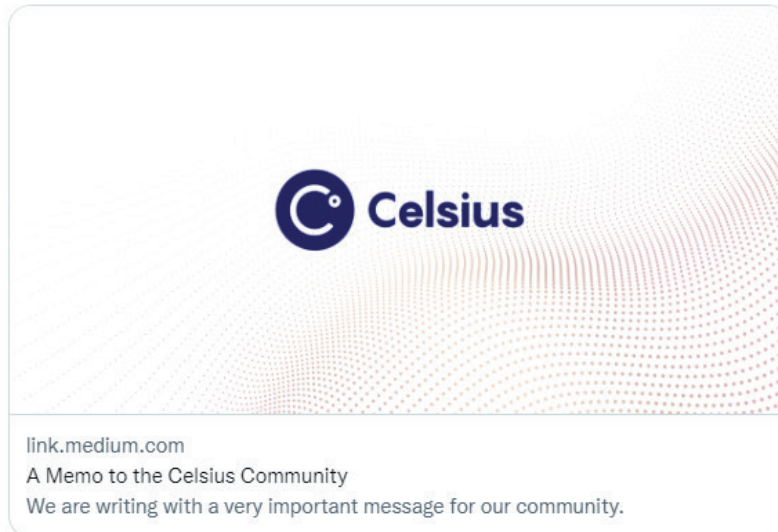
stETH ในกรณีของ Celcius

Celcius เป็นผู้ให้บริการด้านการปล่อยกู้คริปโทแบบ CeFi มีลูกค้าทั้งรายใหญ่และรายย่อยมาใช้บริการฝากและปล่อยกู้สินทรัพย์คริปโทกับ Celcius เป็นจำนวนมาก โดยในปี 2022 มีรายงานจำนวนผู้ใช้งานมากกว่า 1.7 ล้านคน และมูลค่าสินทรัพย์รวมมากกว่า 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งข้อดีของการใช้บริการ CeFi คือความสะดวกสบายสำหรับผู้ใช้งานที่ไม่ได้มีความรู้เกี่ยวกับการใช้ Crypto Wallet และการใช้งาน DeFi ที่ค่อนข้างมีความซับซ้อนด้วยตนเองได้

โดย Celcius จะนำสินทรัพย์ที่ผู้ใช้งานนำมาฝากบนแพลตฟอร์มไปหารายได้ต่อใน DeFi ต่างๆ และเนื่องจากว่า Celcius เป็น CeFi ที่ขาดความโปร่งใส จึงทำให้ผู้ใช้งานไม่สามารถล่วงรู้ได้ว่า Celcius มีการนำสินทรัพย์ต่างๆ ไปลงทุนแบบใดและยังไม่สามารถประเมินความเสี่ยงในการบริหารจัดการเงินของ Celcius ได้ โดยก่อนหน้านี้ Nansen ได้ทำการ Track Wallet ของ Celcius ก็ออกมากล่าวว่า Celcius ว่าได้สูญเงินจำนวนมากในจำนวนมากกว่าเท่าหลักในการลงทุน DeFi โดยที่ Celcius ก็ไม่ได้ออกมาชี้แจงอะไร นอกจากนี้ Celcius ยังมีการปล่อยกู้ให้กับ VC รายใหญ่อย่าง Three Arrows Capital ที่กำลังมีข่าวว่าขาดสภาพคล่องและอาจจะล้มละลาย



.@CelsiusNetwork is pausing all withdrawals, Swap, and transfers between accounts. Acting in the interest of our community is our top priority. Our operations continue and we will continue to share information with the community. More here:



9:10 AM · Jun 13, 2022 · Twitter Web App

ขอบคุณภาพจาก Celsius Twitter

นอกจากนี้ Celsius ยังถือ stETH ในจำนวนมากโดยนำไปฝากในแพลตฟอร์ม DeFi อย่างเช่น Aave และสืบเนื่องจากปัญหาของราคา stETH ดังกล่าวข้างต้น ทำให้ Celsius มีความเสี่ยงจากโอกาสที่จะถูก Liquidate และทำให้เกิดขาดสภาพคล่องที่จะให้ผู้ใช้งานมาก่อนสินทรัพย์ออกได้ และท้ายสุดต้องประกาศยกเลิกการฝาก กอง โอน และแลกเปลี่ยนชั่วคราวตั้งแต่วันที่ 12 มิถุนายน 2022 และยังไม่มีการประกาศว่าจะกลับมาให้บริการตามปกติได้เมื่อไหร่ ซึ่งการปิดการฝาก กอง โอนดังกล่าวส่งผลโดยตรงต่อผู้ใช้งานและเป็นการทำลายความเชื่อมั่นต่อ CeFi

จะเห็นได้ว่าจะมีความไม่โปร่งใสในเรื่องการบริหารเงินฝากของผู้ใช้งานเสมอบนแพลตฟอร์ม CeFi อย่างเช่น Celsius และยังมี ความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่องของแพลตฟอร์มทั้งจากการปล่อยกู้ที่อาจจะกลายเป็นหนี้เสีย และการนำไปลงทุนอื่นๆ เช่น stETH ทำให้ผู้ใช้ไม่สามารถถอนเงินออกได้ ในกรณีที่แย่ที่สุดถ้า Celsius มีปัญหาขาดสภาพคล่องที่รุนแรงหรือมีการถูก Liquidate จะเป็นการส่งผลทำให้เกิดการบังคับขายแบบโดมิโน (Cascading Liquidation) และทำให้ราคา Cryptocurrency พ้นพวนรุนแรงมากขึ้น และยังสามารถลุกลามไปยังผู้ใช้รายย่อยและสถาบันต่างๆที่ฝากเงินบน Celsius ได้รับผลกระทบไปตามๆกันอย่างแน่นอน

สรุปจากเหตุการณ์ stETH ของ Celcius และ Aave

จากการเปรียบเทียบเหตุการณ์ stETH บนแพลตฟอร์ม Aave ที่เป็น DeFi และ แพลตฟอร์ม Celcius ที่เป็น CeFi จะพบว่าสำหรับ Aave นั้นมีความโปร่งใสเราสามารถที่จะตรวจสอบ On-chain ได้ตลอดเวลาว่ามีจำนวน stETH ฝากอยู่จำนวนเท่าไร และจะถูก Liquidate ที่ราคาไหน เป็นต้น ทำให้ผู้ใช้งานสามารถวางแผนการลงทุนได้ตามสถานการณ์

ในทางกลับกันสำหรับ Celcius หรือ CeFi อื่นๆ เราไม่สามารถที่จะรู้ได้เลยว่าแพลตฟอร์มมีการบริหารจัดการเงินอย่างไร โดยที่ผู้ใช้งานต้องใช้ความไว้วางใจแพลตฟอร์มเพียงอย่างเดียวเท่านั้นโดยที่ไม่สามารถตรวจสอบอะไรได้เลย ทำให้มีความเสี่ยงมากมายมาตกอยู่ที่ผู้ใช้งาน โดยความเสี่ยงเหล่านี้จะยังมีมากขึ้นในช่วง Bear Market แบบเช่นตอนนี้ จึงควรระมัดระวังเป็นพิเศษ

ดังนั้นจากกรณีเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น อาจเป็นการเน้นย้ำถึงจุดเด่นของ DeFi ในเรื่องความโปร่งใสและความ Decentralized ที่จะเป็รากฐานของระบบการเงินแห่งอนาคต และจะมาแทนที่การใช้ระบบการเงินแบบ Centralized ที่ไม่มีความโปร่งใสและต้องพึ่งพาความไว้วางใจเป็นหลัก

Authors

Kuljira Ittiamornkul
Researcher

Tara Sripo
Researcher

Disclaimer

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยทีมงานบริษัท เอลเคม แคลปิตอล จำกัด (“บริษัท”) ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ จัดทำโดยอาศัยข้อมูล
ที่จัดหาจากแหล่งที่เชื่อถือ และ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ยืนยัน และไม่รับรองถึงความครบถ้วนสมบูรณ์หรือถูกต้องของ
ข้อมูลดังกล่าว และไม่ได้ประกันราคาหรือผลตอบแทนของการลงทุนที่ปรากฏข้างต้น แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็น
หรือตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อการนำเอาข้อมูล ข้อความ ความเห็น และหรือบทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้
ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ บริษัทรวมถึงบริษัทที่เกี่ยวข้อง ลูกค้า ผู้บริหารและพนักงานของบริษัทต่างๆ อาจจะมีการลงทุนใน DeFi platforms
หรือสินทรัพย์ดิจิทัลใดๆ ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ และข้อมูลอาจมีการแก้ไขเพิ่มเติมเปลี่ยนแปลงโดยมีต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า
ผู้ลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการลงทุน บริษัทสงวนสิทธิ์ในข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ
ดัดแปลง นำแสดงออก ทำให้ปรากฏหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน ไม่ว่าด้วยประการใดๆ รวมถึงกระทำการใด ๆ อันเป็นการ
ละเมิดสิทธิ์ในเอกสารฉบับนี้ ซึ่งข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าในบทความ บทวิเคราะห์ บทวิจัย หรือในเอกสาร หรือการสื่อสารอื่นใด
จะต้องกระทำโดยถูกต้อง และไม่เป็นการก่อให้เกิดการเข้าใจผิดหรือความเสียหายแก่บริษัท ต้องรับรู้ถึงความเป็นเจ้าของสิทธิ์ใน
ข้อมูลของบริษัท และต้องอ้างอิงถึงฉบับที่และวันที่ในเอกสารฉบับนี้ของบริษัทโดยชัดแจ้งการลงทุนใน DeFi platforms มีความเสี่ยงสูง
อาจสูญเสียเงินลงทุนผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจและศึกษาข้อมูลรวมทั้งลงทุนให้เหมาะสมกับระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้



Cryptomind Group

General Inquiries : contact@cryptomind.group

Address : 16th Floor, Mitrtown Office Tower at Samyan Mitrtown, 944 Rama IV Rd, Wang Mai, Pathum Wan District, Bangkok 10330