

Stablecoins



คำเตือนความเสี่ยง

คริปโทเคอร์เรนซีและโทเคนดิจิทัลมีความเสี่ยงสูง
ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนได้ทั้งจำนวน

สินทรัพย์ดิจิทัลมีความเสี่ยงสูง ท่านอาจสูญเสีย
เงินลงทุนได้ทั้งจำนวน โปรดศึกษาและลงทุนให้เหมาะสม
กับระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้

ผลตอบแทนของสินทรัพย์ดิจิทัลในอดีต มิได้เป็น
สิ่งยืนยันถึงผลตอบแทนของสินทรัพย์ดิจิทัลในอนาคต

“บางทีหน่วยงานกำกับหรือรัฐบาลอาจจะกลัว Stablecoin มากกว่า Bitcoin ด้วยซ้ำ” เป็นคำกล่าวที่เริ่มเป็นที่พูดถึงมากขึ้นในวงการ Cryptocurrency เนื่องจากเราเห็นมาตรการต่าง ๆ ของฝ่ายรัฐบาลหลายประเทศที่พยายามผลักดัน Central Bank Digital Currency (CBDC) ของตัวเองอย่างหนัก หรือการแถลงไม่ยอมรับ Stablecoin ที่ไม่ออกโดยธนาคารกลางพร้อมทั้งออกกฎหมายควบคุมมากขึ้น รวมถึงข่าวการดำเนินคดีผู้ร้ายที่ใช้ Stablecoin ในการฟอกเงินโดยนำเรื่องนี้เป็นเหตุผลในการควบคุม Cryptocurrency ทั้งหมด จึงเป็นเหตุให้สังเกตได้ชัดเจนว่าภาครัฐคิดว่า Stablecoin อาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของสกุลเงินในประเทศตัวเองได้

Stablecoin ถูกคิดค้นขึ้นมาจากการประยุกต์และต่อยอดเทคโนโลยี Blockchain และ Cryptography พร้อมกับแนวคิดที่จะสร้างเงินดิจิทัลที่ไม่ผันผวนเหมือนคริปโทตัวอื่น ๆ ทำให้ Stablecoin นั้นมีการใช้งานที่ง่ายและแพร่หลายกว่า อีกทั้งสามารถใช้เป็นช่องทางในการโอนเงินข้ามประเทศได้อย่างง่ายดายโดยเสียค่าธรรมเนียมเพียงเล็กน้อยเท่านั้น ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดก็คือการบริจาคเงินให้ประเทศยูเครนอย่างเต็มเม็ดเต็มหน่วยโดยไม่ผ่านหน่วยงานกลางไหน และจากการปิดการถอนของธนาคารในบางประเทศในช่วงที่เจียนทำให้หลายคนเริ่มตั้งข้อสังเกตว่าเงินในธนาคารของเรานั้น แท้จริงแล้วเงินนั้นเป็นของเราจริงหรือไม่ ซึ่งก็ได้ทำให้ Stablecoin เป็นอีกหนึ่งทางเลือกที่ประชาชนสามารถใช้ในการเก็บสินทรัพย์ได้โดยปราศจากความเชื่อใจธนาคารภายในประเทศที่มักมีการบริหารแบบ Fractional Reserve Banking

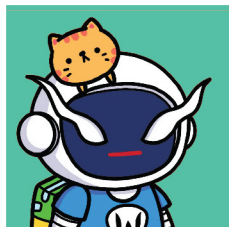
ทีมงาน Cryptomind Advisory และ Cryptomind Group จึงมีความเห็นตรงกันว่าควรจัดทำ Report ที่บอกเล่าเรื่องราวเกี่ยวกับประวัติศาสตร์ของ Stablecoin, ลักษณะของ Stablecoin แต่ละประเภทพร้อมทั้งการเจาะลึกถึงจุดแข็ง จุดอ่อน และข้อกังวลต่าง ๆ ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต รวมถึงแนวโน้มของ Stablecoin ในอนาคต และปิดท้ายด้วยเรื่อง CBDC ที่หลายคนสงสัยว่าจะมีผลกระทบต่อ Stablecoin มากแค่ไหน ซึ่งทางทีมงานหวังว่า Report เรื่อง Stablecoin เล่มนี้จะทำให้ผู้อ่านได้เห็นภาพรวมและสามารถนำความรู้ที่ได้ไปประยุกต์ใช้เพื่อจัดการความเสี่ยงได้ดียิ่งขึ้น เพราะทางเรามั่นใจอย่างยิ่งว่า Stablecoin จะยังมีบทบาทสำคัญอย่างมากในอนาคต จากทั้งแนวโน้มการเติบโตของการใช้งาน การควบคุมที่มากขึ้นจากภาครัฐรวมถึงพัฒนาการต่าง ๆ ที่เราสังเกตเห็น อย่างไรก็ตามเนื้อหาภายในเป็นเพียงการวิเคราะห์จากทีมงานและเป็นการให้ความรู้เรื่อง Stablecoin เท่านั้น ไม่ใช่คำแนะนำในการลงทุนซึ่งหากมีข้อผิดพลาดประการใดหรือข้อมูลที่น่าสนนั้นล้ำสมัยเกินไป ทางทีมงานและบริษัทขออภัยไว้ ณ ที่นี้

พริษฐ์ บุญเลื่อน
Senior Analyst
Cryptomind Group

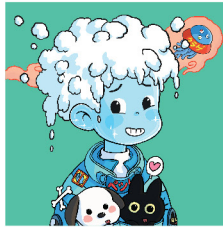
เกี่ยวกับ บริษัท คริปโตมายด์ กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด และ บริษัท เมอร์เคิล แคปิตอล จำกัด

บริษัท คริปโตมายด์ กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด เป็นกลุ่มบริษัทที่ประกอบธุรกิจให้คำปรึกษาด้านบล็อกเชนและการลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัล ประกอบไปด้วย Cryptomind Advisory บริการที่ปรึกษาสินทรัพย์ดิจิทัลแห่งแรกของไทยอย่างเป็นทางการภายใต้การกำกับดูแลของ ก.ล.ต. ซึ่งเปิดบริการให้คำปรึกษา และวิเคราะห์การลงทุนด้านสินทรัพย์ดิจิทัลแก่ทั้งกลุ่มบุคคลและนิติบุคคล การบริหารจัดการด้านอีเว้นท์ เช่น Blockchain Thailand Genesis และ คอมมูนิตี้ เช่น Bitcoin Addict Thailand เพจให้ความรู้ด้านสินทรัพย์ดิจิทัล เช่น Cryptomind Advisory, Blockchain Review, Kim DeFi Daddy, Coinman และ Sanjay Popli ที่มีผู้ติดตามรวมกันมากกว่า 500,000 คน และเพื่อให้คนไทยได้มีช่องทางในการลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัลที่ง่ายและปลอดภัยยิ่งขึ้น บริษัท เมอร์เคิล แคปิตอล จำกัด ซึ่งอยู่ภายใต้ Cryptomind Group ได้รับใบอนุญาตประกอบผู้จัดการเงินทุนสินทรัพย์ดิจิทัลจากสำนักงาน ก.ล.ต. โดยมีกลยุทธ์การลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัลที่นักลงทุนสามารถลงทุนได้อย่างปลอดภัย สำหรับรายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับบริษัทเรา โปรดดูได้ทางเว็บไซต์ cryptomind.group และ merkle.capital

Cryptomind Research Team



Peeraphat Hankongakew
พีรพัฒน์ หาดูคงแก้ว
Head of Research



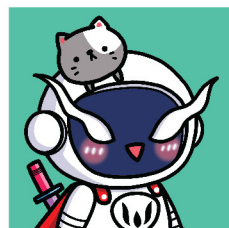
Parit Boonluean
พริษฐ์ บุญเลื่อน
Senior Analyst



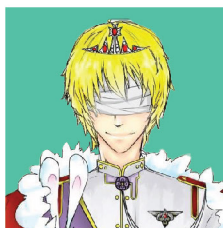
Kuljira Ittiamornkul
กุลจิรา อิทธิอมรกุล
Junior Researcher



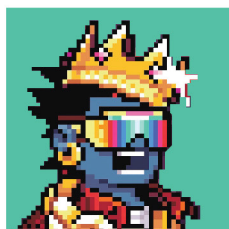
Tara Sripo
ธารา ศรีโพธิ์
Junior Researcher



Apinat Dejdonbom
อภิสิทธิ์ เดชดอนบม
Junior Researcher



Panuwit Taiyanon
ภาณุวิชญ์ ไทยานนท์
Junior Researcher



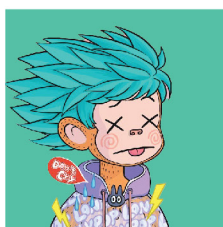
Touchanont Bussadeegarn
ธัชชนนท์ บุษฎีกานต์
Junior Analyst



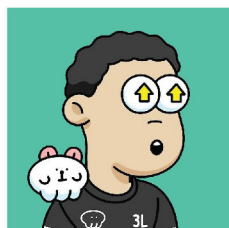
Kanatach Eaimrittikrai
คนรัช เอี่ยมฤทธิไธ
Analyst



Itsawat Nilpanit
อิศวรรรณณ์ นิลพานิช
Part-time Researcher



Setthwut Prasobpiboon
เสถียรวุฒิ ประสบพิบูล
Risk Management Specialist



Siwakorn Samutthong
ศิวกร สมุทรทอง
Junior Researcher

สารบัญ

บทนำ - ความเป็นมาของ Stablecoin	1
Stablecoin คืออะไร	3
1. Before Stablecoin	5
2. USDT - Stablecoin ตัวแรกในโลก Cryptocurrency	6
3. Use Cases ของ Stablecoin	9
3.1) Trading Pair	9
3.2) Payment	10
3.3) Global Crowdfunding	11
3.4) Day-to-Day Currency	11
3.5) Decentralized Finance (DeFi)	12
Stablecoin มีที่รูปแบบ	13
1. Fiat-backed Stablecoins	14
1.1) Tether (USDT)	15
1.1.1) Tether Reserve Risk	20
1.1.2) Attestation Risk of Tether	21
1.1.3) Tether Reserves Breakdown	23
1.1.4) Summary of USDT	23
1.2) USD Coin (USDC)	26
1.2.1) USDC Reserves Breakdown	27
1.2.2) การเติบโตของ USDC	27
1.2.3) ข้อดีของ USDC	29
1.2.4) ข้อเสียของ USDC	29
1.3) Binance USD (BUSD)	31
1.3.1) Tokenomics ของ BUSD	31
1.3.2) BUSD Reserves Breakdown	32
1.3.3) ข้อดีของ BUSD	32
1.3.4) ข้อเสียของ BUSD	35
1.4) บทสรุปของ Fiat-backed Stablecoin	35
2. Crypto-backed Stablecoins	36
2.1) DAI	37
2.1.1) Tokenomics ของ DAI	38
2.1.2) กระบวนการรักษาราคาของ DAI	40
2.1.3) Tokenomics ของ MKR	41
2.1.4) ข้อดีของ DAI	42
2.1.5) ข้อเสียของ DAI	44

สารบัญ

2.2) Magic Internet Money (MIM)	47
2.2.1) Capital Efficiency	47
2.2.2) Degenbox Strategy	49
2.2.3) Sifu Case Study	50
2.2.4) Tokenomics ของเหรียญ MIM	52
2.2.5) ข้อดีของ MIM	53
2.2.6) ข้อเสียของ MIM	53
2.3) UXD	55
2.3.1) ข้อดีของ UXD	57
2.3.2) ข้อเสียของ UXD	58
2.4) บทสรุปของ Crypto-backed Stablecoin	59
3. Algorithmic Stablecoins	60
3.1) TerraUSD (UST)	61
3.1.1) จุดประสงค์ของการสร้าง UST, LUNA และ Terra Blockchain	62
3.1.2) วิธีการรักษาราคาของ UST	63
3.1.3) การสร้าง Use Case ของ UST	65
3.1.4) จุดเด่นของ UST	69
3.1.5) จุดด้อยของ UST	71
3.1.6) มหาภัยการล่มสลายของ Terra	75
3.1.7) บทสรุปภายหลังเหตุการณ์ล่มสลายของ UST	84
3.1.8) บทสัมภาษณ์ Do Kwon หลังการล่มสลายของ Terra	85
3.2) TOMB	86
3.2.1) TOMB	87
3.2.2) TSHARE	87
3.2.3) TBOND	88
3.2.4) โมเดลการรักษาราคา TOMB ด้วย Bond & Share	88
3.2.5) จุดอ่อนของ TOMB	90
3.3) Ampleforth (AMPL)	91
3.3.1) ข้อดีและข้อเสียของเงิน Fiat ที่ AMPL นำมาประยุกต์ใช้	92
3.3.2) คุณสมบัติของ AMPL	93
3.3.3) ปัญหาของ AMPL	95
3.4) บทสรุปของ Algorithmic Stablecoin	97
4. Fractional Algorithmic Stablecoins	99
4.1) FRAX	100
4.1.1) Tokenomic ของ FRAX	101
4.1.2) ตัวอย่างกลยุทธ์ของ AMO แต่ละชนิด	103
4.1.3) ข้อดีของ FRAX	105
4.1.4) ข้อเสียของ FRAX	105

สารบัญ

4.2) Frax Price Index (FPI)	105
4.2.1) Tokenomics ของ FPI	107
4.2.2) ข้อดีของ FPI	107
4.2.3) ข้อเสียของ FPI	107
4.3) IRON	108
4.3.1) Tokenomics ของ IRON	109
4.3.2) ข้อดี ข้อเสีย และจุดจบของเหรียญ IRON	110
4.4) Unified Stable NEAR (USN)	111
4.4.1) รายละเอียดของ USN	111
4.4.2) ความยั่งยืนของ USN	118
4.4.3) USN v2.0	119
4.5) บทสรุปของ Fractional Algorithmic Stablecoin	120
สถิติที่น่าสนใจของ Stablecoin	121
1. Stablecoin Market Capitalization	122
2. Stablecoin Trading Volume	123
3. Stablecoin Market Share	124
วิเคราะห์ตลาด Stablecoin	125
Central Bank Digital Currency (CBDC) - การโต้ตอบจากภาครัฐ ?	130
1. Central Bank Digital Currency (CBDC) คืออะไร ?	132
2. เปรียบเทียบ Retail CBDC กับ เงินรูปแบบต่าง ๆ	134
2.1) ความแตกต่างระหว่าง Retail CBDC กับ เงินสดในรูปธนบัตรและเหรียญกษาปณ์	134
2.2) ความแตกต่างระหว่าง Retail CBDC กับ PromptPay	134
2.3) ความแตกต่างระหว่าง Retail CBDC กับ เงินอิเล็กทรอนิกส์ (e-money)	135
2.4) ความแตกต่างระหว่าง Retail CBDC กับ Stablecoin	135
3. การพัฒนา CBDC ในต่างประเทศ	136
3.1) Top 10 : Wholesale CBDC Project	137
3.2) Top 10 : Retail CBDC Project	143
3.3) ทำหน้าที่ของระบบหาอำนาจอื่น ๆ เกี่ยวกับ CBDC	148
4. บทกวีดิจิทัล : เส้นทางการพัฒนาและรายละเอียดเบื้องต้น	149
4.1) โปรเจกต์อินทนนท์คืออะไร?	149
4.2) Inthanon Timeline	150
4.3) รายละเอียดเบื้องต้นของ “บทกวีดิจิทัล” สำหรับประชาชน	151
5. สรุปสาระสำคัญของ Central Bank Digital Currency (CBDC)	152
อนาคตของ Stablecoin	155
References	159



บทนำ ความเป็นมาของ Stablecoin

บทนำ - ความเป็นมาของ Stablecoin



(Source: financemagnates.com)

หลังจากที่ Bitcoin เกิดขึ้นมาในช่วงปี 2009 สิ่งนี้ค่อย ๆ ได้รับการยอมรับจากคนเพียงกลุ่มเล็ก ๆ ที่สนใจในเรื่องการเข้ารหัสและการสร้างเงินที่มีจำนวนจำกัดที่ไม่สามารถแทรกแซงได้ จนปัจจุบันนี้ได้กลายเป็นสกุลเงินในคลังสำรองของบางประเทศแล้วและมีแนวโน้มที่จะได้รับการยอมรับมากขึ้นเรื่อย ๆ สิ่งนี้เป็นปณิธานของ Satoshi Nakamoto ที่ต้องการสร้างเงินที่ไร้ศูนย์กลาง ไม่มีใครแทรกแซงการทำงานและนโยบายทางการเงินของมันได้ตามหลักการของเศรษฐศาสตร์สาย Austrian ดังนั้น Bitcoin จึงถือกำเนิดขึ้นมาเป็นสกุลเงิน (Currency) ตัวหนึ่งของโลกที่มีเทคโนโลยีอย่าง Blockchain, การเข้ารหัสลับ (Cryptography) และอื่นๆผสมผสานเข้าไป

ด้วยเทคโนโลยีและหลักการต่าง ๆ ที่ Bitcoin ใช้นั้นมีประโยชน์และสามารถนำไปประยุกต์ใช้ในการเขียนโปรแกรมที่ซับซ้อนมากกว่าเดิมได้อีกทั้งราคาของ Bitcoin ที่พุ่งขึ้นสูงขึ้นจากจุดเริ่มต้นเพียง 0.004 ดอลลาร์สหรัฐจากการใช้ 10,000 BTC ซื้อพีชชาสองภาคเมื่อปี 2010 ขึ้นมาที่ 69,000 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 1 บิตคอยน์ในวันที่ 10 พฤศจิกายน 2021 และแม้ว่าในขณะที่ยอดราคาบิตคอยน์จะตกลงมากกว่า 70% อยู่ที่ประมาณ 24,000 ดอลลาร์สหรัฐ แต่นับว่าราคานั้นขึ้นมาประมาณ 5,250,000 เท่าในช่วงระยะเวลา 12 ปี ทำให้ดึงดูดความสนใจจากผู้คนมากมายที่ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนสายเก็งกำไรหรือผู้ที่สนใจจะสร้าง Cryptocurrency ตัวใหม่ที่ดีกว่า Bitcoin จึงเกิดความคิดค้น Cryptocurrency ตัวใหม่ ๆ โดยมีอุดมการณ์หรือจุดประสงค์ในการสร้างที่อาจจะเหมือนหรือแตกต่างกันออกไป จนเกิดเป็นเหรียญต่าง ๆ ขึ้นมามากกว่า 18,000 สกุลและมีแนวโน้มจะเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ ในอนาคต

อย่างไรก็ตาม ในยุคเริ่มต้นของ Cryptocurrency สิ่งหนึ่งที่เป็นกำแพงใหญ่ในการวางกั้นนักลงทุนคือความผันผวนของราคาที่ค่อนข้างมาก ทำให้ไม่สามารถควบคุมความเสี่ยงของ Portfolio ตัวเองได้ง่ายมากนัก ทำให้นักลงทุนส่วนใหญ่ยังมอง Cryptocurrency เป็นตลาดที่มีความเสี่ยงสูงเกินไปที่จะยอมรับให้เป็นหนึ่งในทางเลือกในการลงทุน แต่การมาของ USDT Stablecoin ตัวแรกที่มีมูลค่าเท่ากับ 1 ดอลลาร์สหรัฐอยู่เสมอดีเข้ามาช่วยทำให้ตลาดมีสภาพคล่องที่จะรองรับความผันผวนได้อย่างมีประสิทธิภาพซึ่งทำให้นักลงทุนสามารถควบคุมความเสี่ยงของตัวเองได้ง่ายมากขึ้น

ในรายงานนี้เราจะพาไปเจาะลึก Stablecoin รูปแบบต่าง ๆ ว่าเกิดขึ้นได้อย่างไร มีหลักการหรือวิธีการรักษาราคาให้เทียบเท่าสกุลเงินทั่วไปแบบไหนบ้าง และความเสี่ยงของ Stablecoin แต่ละรูปแบบ รวมถึง Central Bank Digital Currency (CBDC) ที่ออกมาจากฝั่งธนาคารกลางที่คาดว่าจะกลายเป็นคู่แข่งหลักของ Stablecoin อีกด้วย รายงานนี้ตั้งใจจะครอบคลุมทุกเนื้อหาเกี่ยวกับ Stablecoin เพื่อให้ผู้อ่านมีพื้นฐานความเข้าใจในเรื่องพื้นฐานนี้ให้มากที่สุด



Stablecoin

คืออะไร

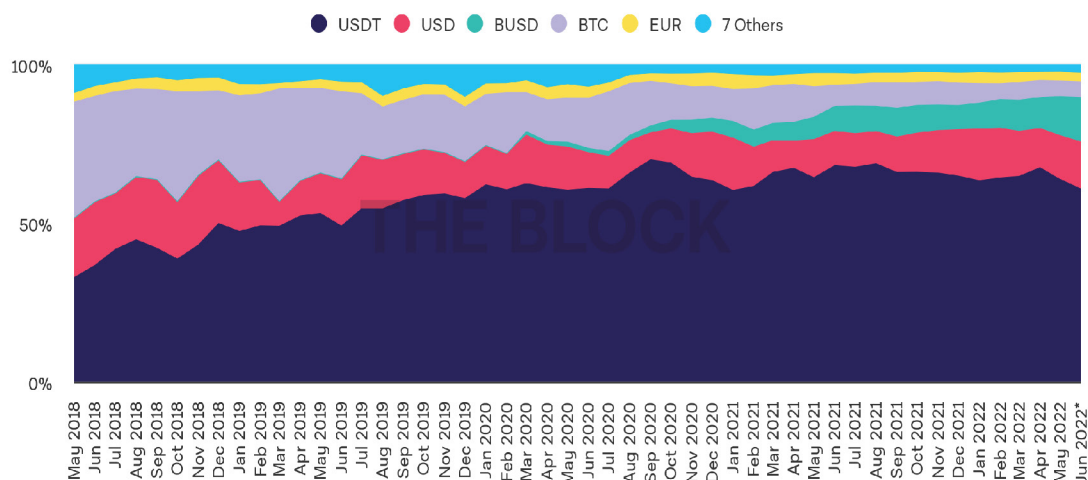
Stablecoin คืออะไร

Stablecoin เป็น Cryptocurrency ประเภทหนึ่งที่มูลค่าจะถูกอ้างอิงกับสกุลเงินจริงอย่างเช่น ดอลลาร์สหรัฐ, ปอนด์สเตอร์ลิง, เยน และอื่น ๆ หรืออ้างอิงสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น ทองคำ หรือแม้แต่คริปโท ๆ ด้วยกันอย่าง DAI ที่ถูกรองรับด้วย ETH เป็นต้น ซึ่งในทางทฤษฎีเราสามารถสร้างและแลกคืนไปมาระหว่าง Stablecoin และสกุลเงินจริงในอัตราส่วน 1:1 ได้เสมอ

Stablecoin ที่มีอยู่ในปัจจุบันนี้มีหลากหลายประเภท และถูกสร้างอยู่บนหลายบล็อกเชน โดยแต่ละตัวก็มีการสร้างรวมกัน มีข้อดีและข้อเสียที่แตกต่างกัน ซึ่งรายละเอียดของแต่ละตัวจะถูกกล่าวถึงโดยละเอียดในบทถัดไป



Share of Trade Volume by Pair Denomination



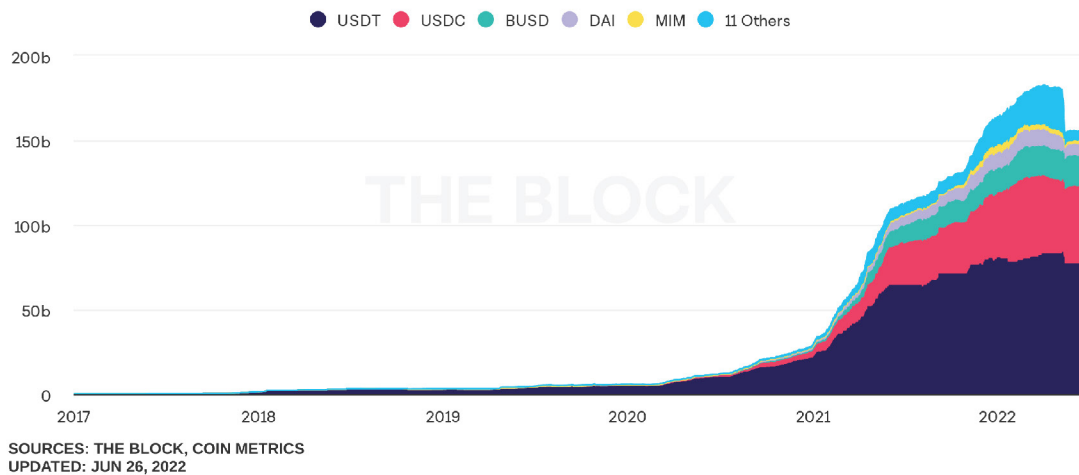
Source: theblock.co (ข้อมูลจากวันที่ 26 มิถุนายน 2022)

Stablecoin ถูกสร้างขึ้นมาเพื่อรับความผันผวนของตลาดคริปโท ๆ โดย Stablecoin จะมาเป็นเสมือนที่พักเงินให้นักลงทุน และการที่ Stablecoin ได้รับความนิยมและได้รับการยอมรับจนกลายเป็นเหมือนมาตรฐานที่ Exchange ระดับโลกใช้กันแล้วนั้น นอกจากจะทำให้ผู้ใช้งานเข้าถึงสภาพคล่อง (Liquidity) ที่สูงแล้ว ผู้ใช้งานยังสามารถโอนไปมาระหว่าง Exchange ได้อย่างง่ายดาย ซึ่งเป็นประโยชน์แก่ผู้ใช้งานเนื่องจากแต่ละ Exchange ก็มีข้อดีข้อเสียต่างกัน ทำให้ผู้ใช้งานมีทางเลือกมากขึ้นในการใช้งาน

โดยหากดูข้อมูลจาก Cryptocompare โดย The Block ชี้ให้เห็นว่าในเดือนมิถุนายน 2022 หากเทียบกับคู่ซื้อขายอื่น ๆ แล้วนั้น Stablecoin เป็นสินทรัพย์ที่ถูกใช้ในการซื้อขายเป็นอันดับ 1 ที่ 77.12% โดยแบ่งเป็น USDT 60.75%, BUSD 14.53% และ USDC 1.84% โดยพิจารณาจาก Exchange ระดับโลก 9 แห่ง ได้แก่ Binance, Poloniex, Bitfinex, Huobi, OKEx, Bittrex, Coinbase, Kraken และ Bitstamp



Total Stablecoin Supply



Source: theblock.co (ข้อมูลจากวันที่ 26 มิถุนายน 2022)

นอกจากนี้ Stablecoin ยังถูกนำไปใช้อย่างแพร่หลายบน Decentralized Finance (DeFi) ต่าง ๆ โดยสามารถนำไปปล่อยกู้ นำไปใช้เป็นสินทรัพย์ค้ำประกันเพื่อการกู้ หรือนำไปทำ Yield Farming ผ่าน Liquidity Pool ก็ได้เช่นกัน

ซึ่งข้อมูลจาก The Block และ Coin Metrics ชี้ให้เห็นว่าการใช้งาน Stablecoin เติบโตขึ้นอย่างมากในช่วงสองปีที่ผ่านมา โดยหากพิจารณาในช่วงต้นเดือนมิถุนายน 2020 จนถึงปลายมิถุนายน 2022 แล้วนั้น ปริมาณ Stablecoin ได้เติบโตจากประมาณ 11,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐจนกลายเป็นประมาณ 155,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือคิดเป็นการเติบโตกว่า 1,400% เลยทีเดียว

และนอกจากการใช้งานในโลกคริปโท ๆ แล้ว ก็เริ่มมีผู้คนนำ Stablecoin ไปใช้จ่ายแทนเงินในชีวิตประจำวันตามร้านค้าหรือบริการบางแห่งที่รับชำระเป็น Stablecoin

1. Before Stablecoin

web.archive.org/web/20110826231728/https://www.bitcoinmarket.com/market/trades/

2011-08-26 23:17:30

Signup | Login

Pair Last Change* Volume*

*Based on the last 24 hours

Home Membership Top Orders Recent Trades Charts Resources & Tools

Buyer ID	Seller ID	Trade ID	Price	Amount
229	712	3126	15.0000	0.0166
5201	33	3124	10.0000	1.4960
6660	33	3123	10.0001	4.3609
6638	33	3122	10.0002	48.6000
6660	6179	3117	10.0001	0.3200
32	2353	3116	13.0000	0.0007

(Source: bullionstar.com)

หากย้อนเวลากลับไปในยุคสมัยก่อนที่จะมี Stablecoin และ Exchange ต่าง ๆ การซื้อขายแลกเปลี่ยนคริปโท ๆ ไม่ได้ทำได้สะดวกสบายนัก ในช่วงที่ Bitcoin ถูกสร้างขึ้นมาในช่วงแรก การใช้ Bitcoin ในการซื้อขายสินค้าและบริการจะเป็นในลักษณะระหว่างบุคคลต่อบุคคล (Peer-to-Peer : P2P) ดังเช่นเหตุการณ์ที่มีชายคนหนึ่งแลกพีชซ่าสองถาดกับ 10,000 BTC ในปี 2010 และในปีเดียวกันนั้นเองที่มี Exchange แรกชื่อว่า Bitcoin Market เปิดตัวขึ้นเพื่อให้ผู้คนมาซื้อขาย Bitcoin ด้วย USD ผ่าน PayPal ซึ่ง Bitcoin Market ทำหน้าที่เป็นเพียง Escrow เท่านั้น



(Source: miami.site)

นอกจากนี้ในปีเดียวกันก็มีอีก Exchange ขนาดใหญ่ที่ชื่อว่า Mt.Gox เกิดขึ้นมาก็สามารถให้ซื้อขาย BTC ด้วยเงิน USD ได้ ซึ่งเป็น Exchange ที่ได้รับความนิยมอย่างมากในขณะนั้น

หากย้อนไปในช่วงที่ยังไม่มี Stablecoin นักลงทุนไทยจะมีปัญหาในการซื้อขายอย่างมากเนื่องจาก Exchange ในประเทศยังไม่มี Cryptocurrency ให้เลือกลงทุนมากนัก ดังนั้นทางออกของนักลงทุนไทยหลายคนคือการไปลงทุนใน Exchange ต่างประเทศ ซึ่งการแปลงเงินบาทไทยเป็น USD ใน Exchange ต่างประเทศมีความยุ่งยากและวุ่นวายอย่างมากเช่นกัน ทำให้การซื้อขายในช่วงนั้นจึงทำได้ค่อนข้างยากมาก แต่การมาของ Stablecoin ช่วยให้เราสามารถใช้เงินบาทซื้อ USDT แล้วโอนไปลงทุนใน Exchange ของต่างประเทศที่เปิดรับให้ USDT เป็นคู่เหรียญที่ใช้ซื้อขายคริปโท ๙ สกุลอื่น ๆ อีกทั้งเกิดขึ้นของ Stablecoin ยังสามารถใช้เป็นแหล่งพักเงินสำหรับนักลงทุนที่เข้ามาลงทุนใน DeFi แล้วต้องการพักเงินและรอจังหวะในการเข้าไปลงทุนใหม่ จึงมีเพียง Stablecoin เท่านั้นที่ช่วยลดความเสี่ยงจากราคาที่ผันผวนของคริปโท ๙ ได้โดยที่ไม่จำเป็นต้อง Cash Out ออกจากตลาด

2. USDT - Stablecoin ตัวแรกในโลก Cryptocurrency



(Source: tether.to)

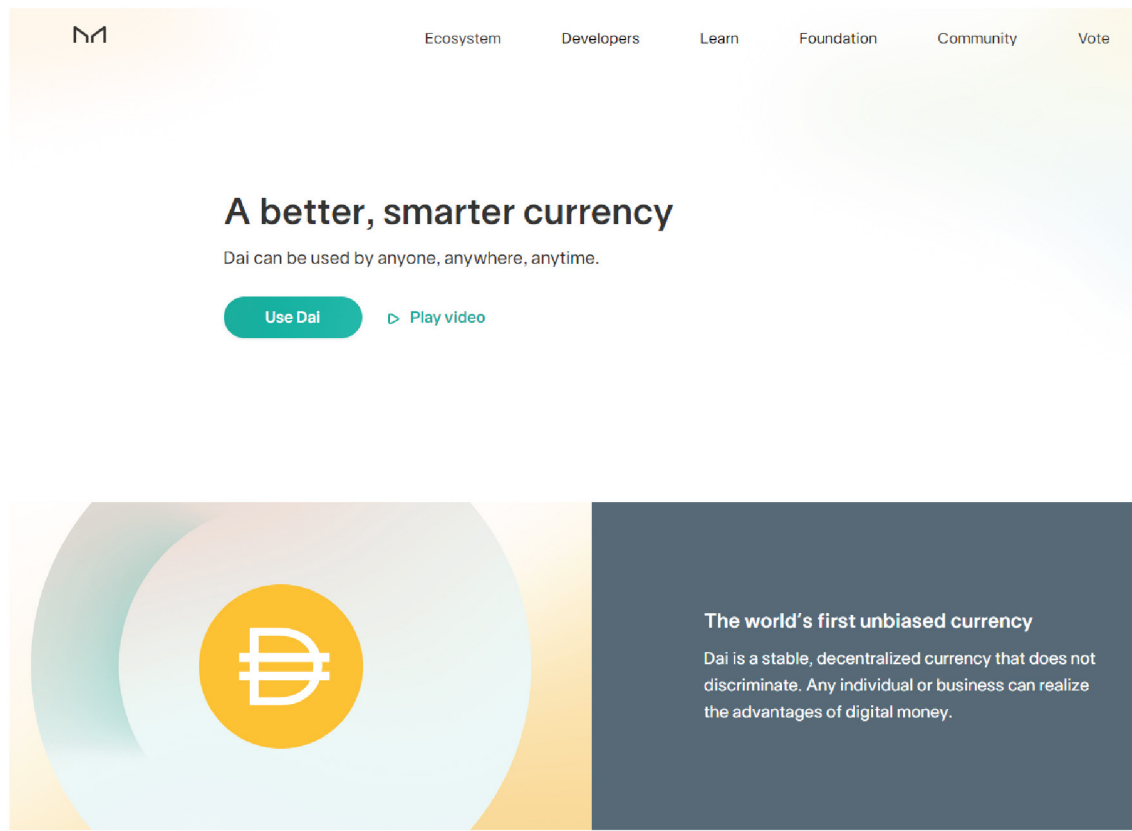
Tether (USDT) เป็น Stablecoin ตัวแรกของโลกที่ถูกสร้างโดยบริษัท Tether Limited ในช่วงปลายปี 2014 โดยใช้หลักการอย่างตรงไปตรงมาคือ ทุก ๆ 1 USDT ที่ถูกสร้างขึ้นมาจะมีเงินสดมูลค่า 1 ดอลลาร์สหรัฐเก็บไว้ในคลังสำรองของบริษัทเสมอ



(Source: coinmarketcap.com)

USDT ค่อย ๆ เติบโตอย่างช้า ๆ จนกระทั่งในปี 2017 ที่ราคา Bitcoin ทำราคา All Time High ใหม่ขึ้นไปเรื่อย ๆ นักลงทุนหลายคนเริ่มให้ความสนใจทำให้ส่งผลกระทบต่อการใช้งานของ USDT ก็เพิ่มขึ้นสูงอย่างมากไปด้วยเช่นกัน ซึ่ง USDT ได้เติบโตจาก Market Cap ประมาณ 2 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2016 จนมี Market Cap สูงถึง 2,800 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2018 หรือคิดเป็นประมาณ 1400 เท่า ในระยะเวลาเพียง 2 ปีเท่านั้น

แต่การเติบโตอย่างมากในลักษณะนี้ทำให้เกิดคำถามเรื่องความโปร่งใสในการบริหารของบริษัท Tether ทำให้หลังจากปี 2017 ก็ได้มีบริษัทมากมายได้เห็นถึงโอกาสในการสร้าง Stablecoin ของตัวเองเพราะคิดว่าสามารถปิดจุดอ่อนของ USDT ที่ถูกคุมโดย Tether เพียงบริษัทเดียวได้ จึงเกิด Stablecoin ต่าง ๆ เกิดขึ้นมากมายในปี 2018 เช่น USD Coin (USDC), Gemini USD (GUSD) และ Paxos USD (USDP)



(Source: makerdao.com)

แต่อย่างที่ไดกล่าวไปข้างต้น แม้ว่าบริษัทที่เป็นผู้ออก Stablecoin อย่าง USDT, USDC และ GUSD จะยืนยันว่ามีสินทรัพย์หนุนหลังครบจริง แต่ก็มีแนวคิดตรงข้ามขึ้นมาว่าการมีเจ้าของคอยควบคุมนั้นก็เป็ข้อเสียเนื่องจากเราไม่สามารถมั่นใจได้ 100% ว่ามีสินทรัพย์ตามที่กล่าวอ้างไว้หรือไม่

ทำให้มีผู้คิดค้นการทำ Stablecoin แบบใหม่ โดยมีหลักการที่ให้นักลงทุนสามารถนำ Cryptocurrency ที่มีมูลค่าประกันเพื่อสร้างเหรียญ Stablecoin ได้ โดยต้องวางสินทรัพย์ไว้มากกว่ามูลค่า Stablecoin ที่สร้างออกมา ซึ่งคนที่เป็นผู้ริเริ่มก็คือ MakerDAO โดยนักลงทุนสามารถนำ ETH มาค้าประกันเพื่อกู้ DAI ที่เป็น Stablecoin ของ MakerDAO ออกไปได้ ซึ่ง DAI จะถูกออกแบบให้มีมูลค่าเทียบเท่ากับ 1 ดอลลาร์สหรัฐ โดยกระบวนการทั้งหมดที่กล่าวมานี้จะทำงานผ่าน Smart Contract ซึ่งสามารถตรวจสอบได้อย่างโปร่งใสบนบล็อกเชน

หลังจากนั้นก็มีการคิดค้น Stablecoin อีกหลายรูปแบบขึ้นมาโดยมีรายละเอียดที่แตกต่างกัน ซึ่งรายละเอียดของ Stablecoin ต่าง ๆ ที่ไดกล่าวไปข้างต้น รวมถึง Stablecoin รูปแบบใหม่ ๆ ที่ว่านี้จะมีการเจาะลึกในบทถัดไป

3. Use Cases ของ Stablecoin

3.1) Trading Pair

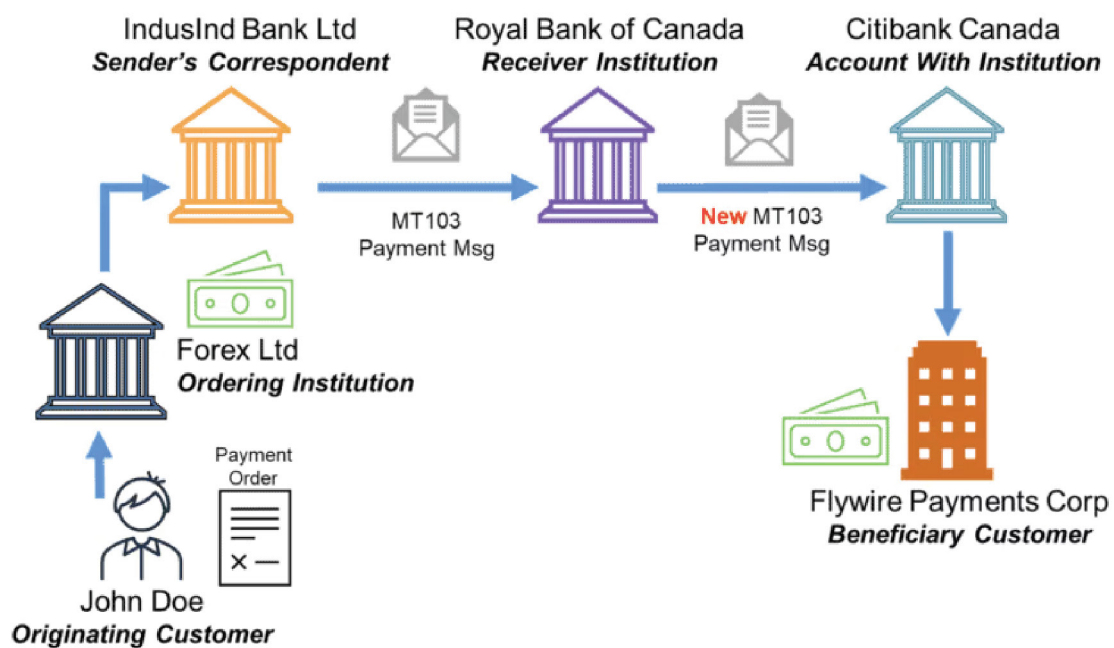
Name ⬆ / Vol ⬆	Last Price ⬆	24h Change ⬆
BTC /USDT 10x Vol 3.56B	22,890.23 ฿825,421.69	-1.67%
ETH /USDT 10x Vol 1.57B	1,586.83 ฿57,221.08	-5.84%
BNB /USDT 10x Vol 153.39M	278.2 ฿10,031.89	-2.56%
FTT /USDT 5x Vol 14.00M	29.12 ฿1,050.06	-4.05%
MATIC /USDT 5x Vol 100.85M	0.8646 ฿31.17	-5.81%

(Source: binance.com)

Exchange ในประเทศไทย ล้วนแต่ใช้เงินบาทในการซื้อขาย Cryptocurrency แต่สำหรับ Exchange ที่มีลูกค้าอยู่ทั่วโลกไม่สามารถใช้คู่เทรดหลักเป็นสกุลเงินในชีวิตประจำวันอย่าง THB หรือ USD ได้ ทำให้การใช้ Stablecoin เป็นคู่เทรดจึงเป็นทางเลือกที่เหมาะสมมากกว่า

อีกทั้งยังสามารถทำให้สภาพคล่องสูงขึ้นด้วย ตัวอย่างเช่น Binance สามารถใช้ USDT, BUSD, USDP, USDC และ DAI เพื่อใช้เป็นคู่เหรียญที่ใช้ซื้อขาย Cryptocurrency อื่นได้ ทำให้นักลงทุนไทยที่อยากใช้งานสามารถซื้อ USDT ใน Exchange ในประเทศแล้วโอนออกไปใช้งานใน Exchange ต่างชาติได้

3.2) Payment



(Source: alessa.com)

Stablecoin ช่วยลดค่าธรรมเนียมและเวลาในการโอนชำระเงินระหว่างลูกค้าที่อยู่ต่างประเทศ ด้วยระบบเดิมที่ใช้ SWIFT จะเสียค่าธรรมเนียม 200 - 500 บาท โดยต้องรอ 1 - 2 วัน และต้องแจ้งเหตุผลในการโอนกับธนาคารอีกด้วย ซึ่งปัญหาเหล่านี้จะหมดไปถ้าลูกค้าสามารถรับชำระด้วย Stablecoin ได้

การโอนจะโปร่งใสและตรวจสอบได้ผ่าน Public Blockchain และยังมีหลายสกุลเงินให้เลือกอีกด้วย นอกจากนี้ในมุมมองของการจ่ายเงินเดือนพนักงานที่ทำงานอยู่ทั่วโลก การใช้ Stablecoin ก็ช่วยลดปัญหาและความวุ่นวายในการจ่ายเงินเดือนพนักงานได้เช่นกัน

3.3) Global Crowdfunding



(Source: twitter.com/ukraine)

ในช่วงเวลาที่เขียนรายงานนี้ เหตุการณ์ความไม่สงบระหว่างยูเครนและรัสเซียกำลังร้อนระอุ หากในช่วงเวลาปกติ การช่วยเหลือด้านกำลังทรัพย์จะเป็นการโอนเงินหรือส่งสิ่งของข้ามประเทศซึ่งมีทั้งการส่งโดยตรงหรือผ่านตัวกลางที่คอยดูแลเรื่องนี้ ตัวอย่างเช่น UNICEF ซึ่งเงินที่เราส่งไปอาจจะโดนหักจากตัวกลางก็เป็นไปได้ แต่ด้วยการมาของ Cryptocurrency ทำให้ยูเครนสามารถประกาศ Wallet Address ผ่านทวีตเตอร์เพื่อระดมเงินจากทั่วโลกได้ ซึ่งรับได้ทั้ง BTC, ETH และ USDT นอกจากนี้การระดมทุนทั่วโลกยังมีอีกหลายโปรเจกต์ที่น่าสนใจ ตัวอย่างเช่น AssangeDAO เป็นโปรเจกต์ที่ระดมเงินทุนเพื่อใช้ในการปล่อยตัว Julian Assange ผู้ก่อตั้ง Wikileaks เป็นต้น

3.4) Day-to-Day Currency

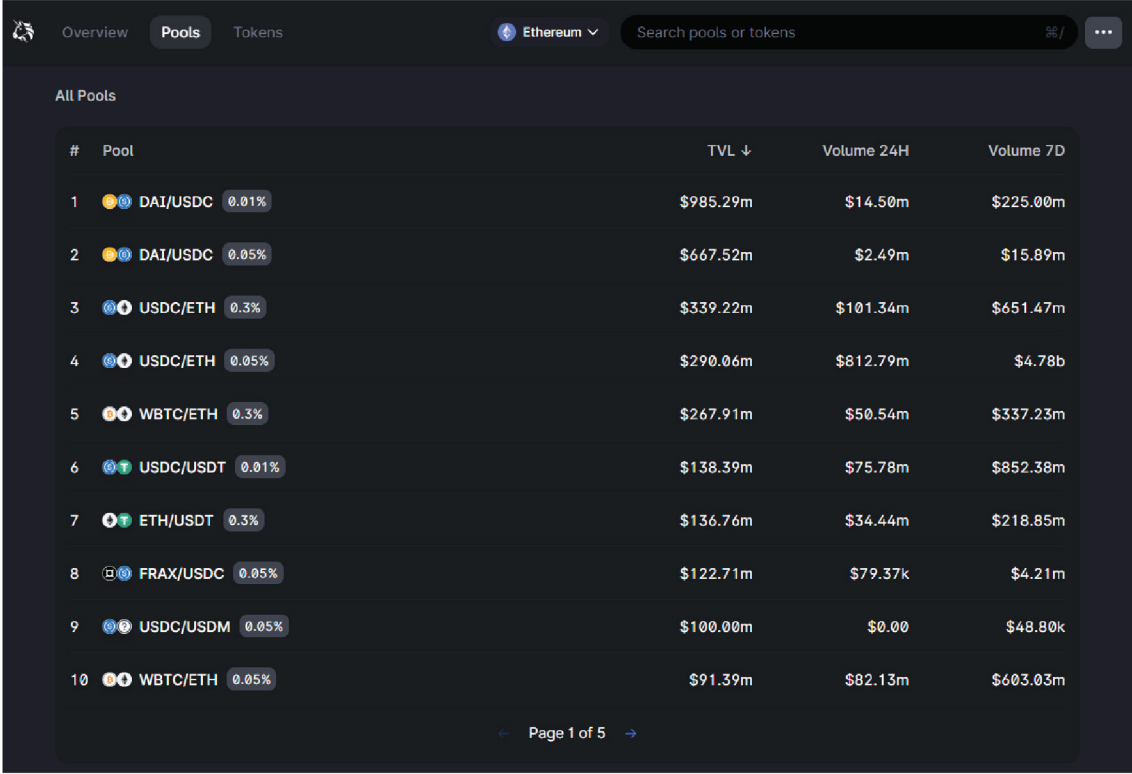


(Source: entrepreneur-360.com)

หลายประเทศในโลกยังไม่มีระบบการโอนเงินระหว่างธนาคารในประเทศแบบไม่มีค่าธรรมเนียมและ Mobile Banking ที่ทันสมัยเท่าประเทศไทยมาก่อน บางประเทศอย่างอเมริกานิยมการใช้บัตรเครดิตหรือเดบิตในการจับจ่ายในชีวิตประจำวัน หรือบางประเทศยังใช้เงินสดเป็นหลักก็มี แต่การมาของ Stablecoin ได้ช่วยให้มีทางเลือกอื่น ๆ ในการจับจ่ายใช้สอย

ตัวอย่างเช่น ประเทศอินเดียที่สามารถรับเงินเป็น Stablecoin โดยที่ไม่ต้องแปลงกลับเป็นรูปีและเสียค่าธรรมเนียม หรืออีกตัวอย่างคือ เราสามารถใช้บริการ Wallet อย่าง BitPay ในการจับจ่ายใช้สอยตามร้านค้าที่เข้าร่วมต่าง ๆ ซึ่ง Stablecoin ก็เป็นหนึ่งในทางเลือกสามารถใช้ได้

3.5) Decentralized Finance (DeFi)



The screenshot shows the 'Pools' tab on the Uniswap interface. It displays a table of liquidity pools for the Ethereum network. The table includes columns for the pool number, the pool name (with asset icons and fee), TVL (Total Value Locked), 24-hour volume, and 7-day volume. The pools are ranked by TVL.

#	Pool	TVL ↓	Volume 24H	Volume 7D
1	DAI/USDC 0.01%	\$985.29m	\$14.50m	\$225.00m
2	DAI/USDC 0.05%	\$667.52m	\$2.49m	\$15.89m
3	USDC/ETH 0.3%	\$339.22m	\$101.34m	\$651.47m
4	USDC/ETH 0.05%	\$290.06m	\$812.79m	\$4.78b
5	WBTC/ETH 0.3%	\$267.91m	\$50.54m	\$337.23m
6	USDC/USDT 0.01%	\$138.39m	\$75.78m	\$852.38m
7	ETH/USDT 0.3%	\$136.76m	\$34.44m	\$218.85m
8	FRAX/USDC 0.05%	\$122.71m	\$79.37k	\$4.21m
9	USDC/USDM 0.05%	\$100.00m	\$0.00	\$48.80k
10	WBTC/ETH 0.05%	\$91.39m	\$82.13m	\$603.03m

(Source: uniswap.org)

การเกิดขึ้นของ Stablecoin มีส่วนทำให้การใช้งานตลาดการเงินแบบไร้ศูนย์กลาง (DeFi) นั้นถูกเติมเต็มให้สมบูรณ์เนื่องจากการเปิดโอกาสให้คนทั่วไปที่ไม่มีสิทธิ์ในการเข้าถึงระบบการเงินแบบปกติซึ่งเกิดขึ้นได้หลากหลายรูปแบบมาก เช่น รัฐบาลยึดทรัพย์จากการเห็นต่างทางการเมือง ต้องการถือเงินสกุลอื่นของประเทศ ถูกกีดกันจากระบบการเงินเดิม เป็นต้น ข้อจำกัดหลากหลายเหล่านี้จะหมดไปหากเป็นโลกของ DeFi มี Stablecoin ทั้งเรื่องของการเลือกใช้สกุลเงินของประเทศใดก็ได้โดยที่ไม่ต้องมีตัวกลางคอยควบคุมและไม่ผันผวน มีอิสระในการทำธุรกรรมทางการเงิน เช่น การกู้ยืมที่เรามีสินทรัพย์ค้ำประกัน และยังสามารใช้งานที่ไหนก็ได้ในโลก ตราบเท่าที่มีร้านค้าหรือ Decentralized Application (DApp) นั้นยอมรับ

การพัฒนาและเติบโตของ DeFi นั้นเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงปี 2020 โดย ณ ช่วงเดือนพฤษภาคม 2022 DeFi มี Total Value Locked (TVL) บนทุกแพลตฟอร์มรวมกันมากกว่า 110,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งสามารถนำ Stablecoin ชนิดต่าง ๆ ไปใช้บนแพลตฟอร์ม DeFi ต่าง ๆ ได้หลากหลายวิธี เช่น สามารถนำไปปล่อยกู้เพื่อรับดอกเบี้ย นำไปใช้เป็นสินทรัพย์ค้ำประกันเพื่อการกู้ หรือนำไปทำ Yield Farming ผ่าน Liquidity Pool เป็นต้น



Stablecoin

ប្រភេទប្រាក់

Stablecoin มีกี่รูปแบบ

อย่างที่เรารู้กันไปแล้วว่า Stablecoin นั้นคือ Cryptocurrency สกุลหนึ่งที่ถูกสร้างขึ้นโดยทำให้มูลค่าของมันนั้นใกล้เคียงกับสกุลเงินโดยทั่วไปอย่างดอลลาร์สหรัฐ

อย่างไรก็ตามการนำสินทรัพย์หรือเงินสดมาค้ำประกันแบบ 1 ต่อ 1 นั้นเป็นเพียงหนึ่งในวิธีที่สามารถคงมูลค่าของ Stablecoin ได้ ซึ่งหลังจากที่ USDT ที่เป็น Fiat-backed Stablecoin ได้ประสบความสำเร็จในโลก Cryptocurrency แล้วก็ได้มีแนวคิดในการสร้าง Stablecoin ด้วยวิธีอื่น ๆ อีก ได้แก่ Crypto-backed Stablecoin, Algorithmic Stablecoin และ Fractional Algorithmic Stablecoin ที่แต่ละแบบก็มีข้อดีข้อเสียที่แตกต่างกันออกไป ซึ่งเราจะมาเจาะลึกกันในประเด็นเหล่านี้

1. Fiat-backed Stablecoins



(Source: cryptomind)

หลักการในการสร้าง Fiat-backed Stablecoin นั้นเกิดจากการที่มีบริษัทสร้างเหรียญ Stablecoin ขึ้นมาในโลกของบล็อกเชนแล้วรับประกันว่าเหรียญ Stablecoin เหล่านั้นสามารถนำกลับมาแลกเป็นเงินสดได้ในอัตราส่วน 1:1 โดยทางบริษัทจะถือครองเงินสดในมูลค่าเทียบเท่าไว้ ซึ่งสิ่งนี้เป็นเพียงทฤษฎีเท่านั้น เพราะในทางปฏิบัติแล้วบริษัทเหล่านั้นไม่สามารถถือเงินสดไว้ได้ อย่างน้อยก็จำเป็นต้องฝากธนาคารซึ่งธนาคารก็สามารถนำไปปล่อยกู้ได้ สิ่งนี้ทำให้เกิดปัญหาที่เรียกว่า Double-Spending เพราะเงินที่ถูกสร้างขึ้นบนโลกบล็อกเชนได้กำเนิดขึ้นและอีกหาหนึ่งก็ถูกปล่อยกู้ในธนาคาร นอกจากนี้การถือครองเงินสดไว้ด้วย ๆ นั้นไม่ได้ก่อให้เกิดรายได้เพียงพอต่อบริษัท ภายหลังจึงได้มีการนำเงินสดนั้นไปซื้อสินทรัพย์อื่น ๆ ที่จัดอยู่ในกลุ่มที่มีความเสี่ยงต่ำ เช่น พันธบัตรรัฐบาล, พันธบัตรธนาคาร, ตราสารหนี้ทั่วไป, แร่ทองและเงิน เป็นต้น เพื่อให้เกิดเป็นรายได้เพิ่มเติมแก่บริษัทด้วยเช่นกัน

แต่การนำเงินค้ำประกันไปลงทุนก็ทำให้เกิดปัญหาต่อมาซึ่งก็คือความโปร่งใสในการดำเนินการ ถ้าหากเกิดนำเงินค้ำประกันไปลงทุนแล้วเกิดขาดทุนก็จะทำให้มูลค่าค้ำประกันจริง ๆ ของ Stablecoin นั้น ๆ ไม่สามารถนำมาแลกคืนเป็นเงินสดในอัตราส่วน 1:1 ได้ ปัญหาที่สองคือถ้าหากนำเงินสดนั้นไปลงทุนมากเกินไปจนเหลือเงินสดเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันไว้น้อย เมื่อมีคนต้องการแลก Stablecoin จำนวนมากคืนเป็นเงินสดก็จะมีสภาพคล่องไม่เพียงพอให้แลกคืนได้ในทันที ทำให้หลายครั้งที่ผ่านมาระบบจะได้นิวการฟ้องร้องต่อบริษัท Stablecoin บางบริษัทว่ามีเงินค้ำประกันไม่พอบ้างหรือว่ากล่าวลือว่ามีการนำเงินไปลงทุนแล้วขาดทุนบ้าง ทำให้เกิดการเรียกร้องต่อบริษัท Stablecoin ต่าง ๆ ให้มีการดำเนินงานที่โปร่งใสนั่น

อย่างไรก็ตามรูปแบบการดำเนินงานของ Fiat-backed Stablecoin นั้นก็ยังต้องพึ่งคนกลางอยู่มาก ไม่ว่าจะเป็นบริษัทผู้ดูแลสินทรัพย์ค้ำประกัน, บริษัทผู้มาตรวจสอบยืนยันว่ามีสินทรัพย์ค้ำประกันเพียงพออยู่จริง หรือแม้กระทั่งกฎหมายจากทางภาครัฐ ยกตัวอย่างเช่นในกรณีของทั้ง USDT และ USDC มีการทำ Blacklist Address บนบล็อกเชนเนื่องจากสงสัยว่ามีส่วนเกี่ยวข้องกับการฟอกเงิน ทำให้ USDT และ USDC ใน Address นั้นไม่สามารถนำไปแลกเป็นเงินสดคืนหรือโอนเข้า Centralized Exchange ได้ และถึงแม้จะเป็นการกระทำที่สมเหตุสมผลแต่ก็ขัดกับความตั้งใจแรกของการสร้างระบบ Blockchain ซึ่งก็คือความกระจายศูนย์ (Decentralization) และไม่มีตัวกลางคอยควบคุม ทำให้หลายคนเริ่มตั้งคำถามว่า “ถึงแม้ว่าจะอยู่บนระบบกระจายศูนย์แต่ถ้า Stablecoin เหล่านั้นสามารถถูกควบคุมแบบรวมศูนย์แล้วเรายังถือว่าอยู่ในระบบกระจายศูนย์หรือไม่?”

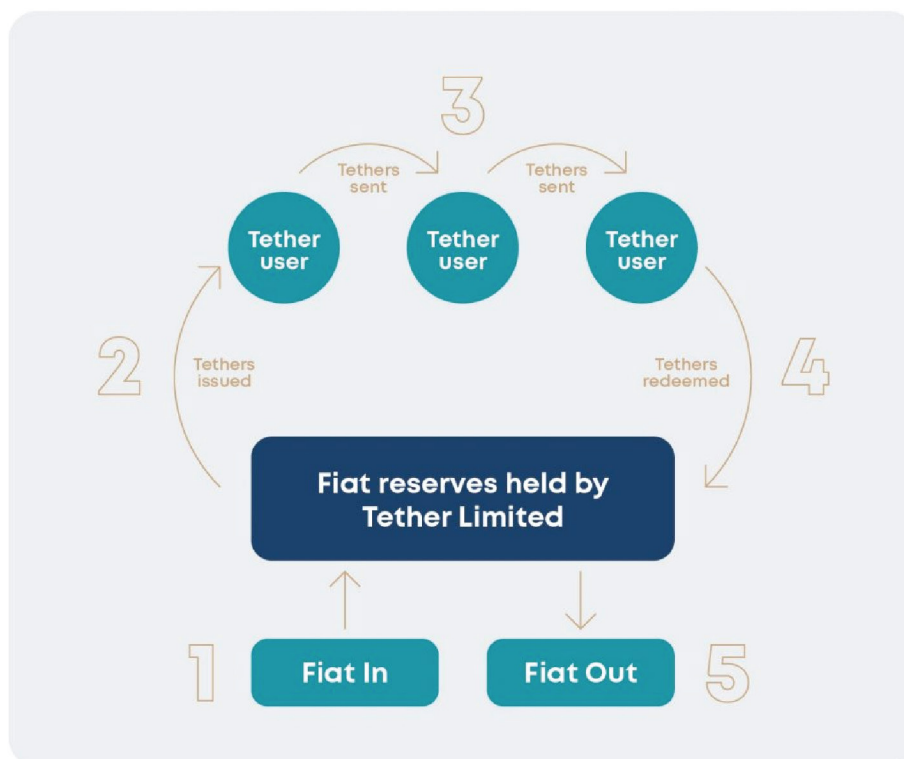
ตัวอย่างของ Fiat-backed Stablecoins

1.1) Tether (USDT)



(Source: twitter.com/paolordoino)

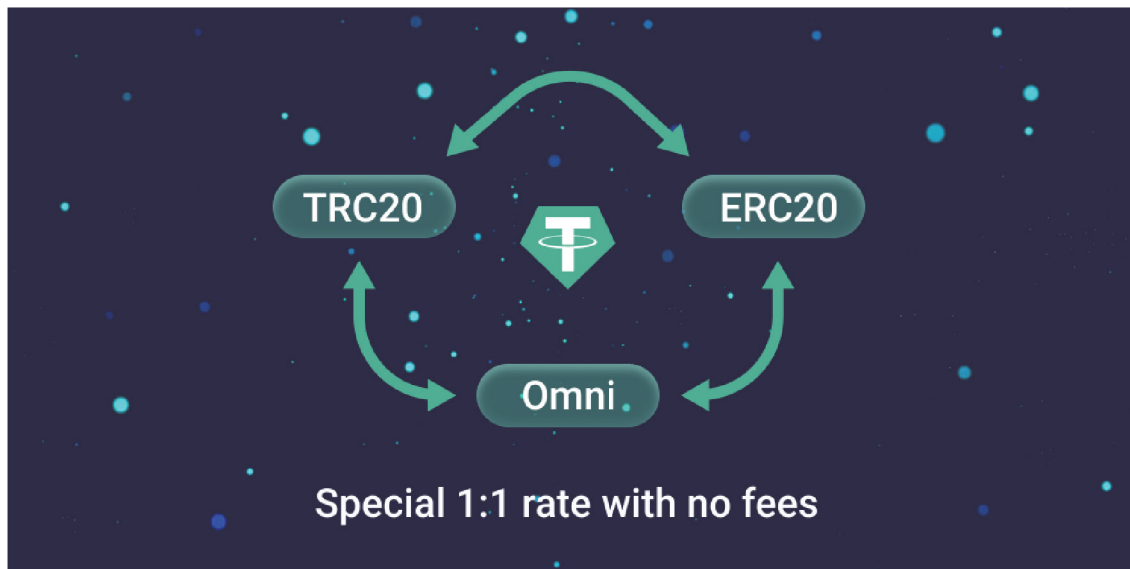
Tether (USDT) ถูกสร้างขึ้นในปี 2014 โดยบริษัท Tether Limited ซึ่งเป็นบริษัทภายใต้บริษัท iFinex อีกทีหนึ่ง ซึ่งก่อนหน้านี้ทาง iFinex ได้เริ่มทำธุรกิจ Exchange มาก่อนแล้วตั้งแต่ปี 2012 ในชื่อ Bitfinex Exchange โดยทั้ง Tether Limited และ Bitfinex Exchange ก็ได้จดทะเบียนที่หมู่เกาะบริติชเวอร์จิน (British Virgin Islands) แต่ภายหลัง Tether Limited ได้ย้ายมาอยู่ที่ Hong Kong และจัดตั้งสำนักงานอยู่ที่ประเทศ Switzerland



(Source: bnbsmartchain.com)

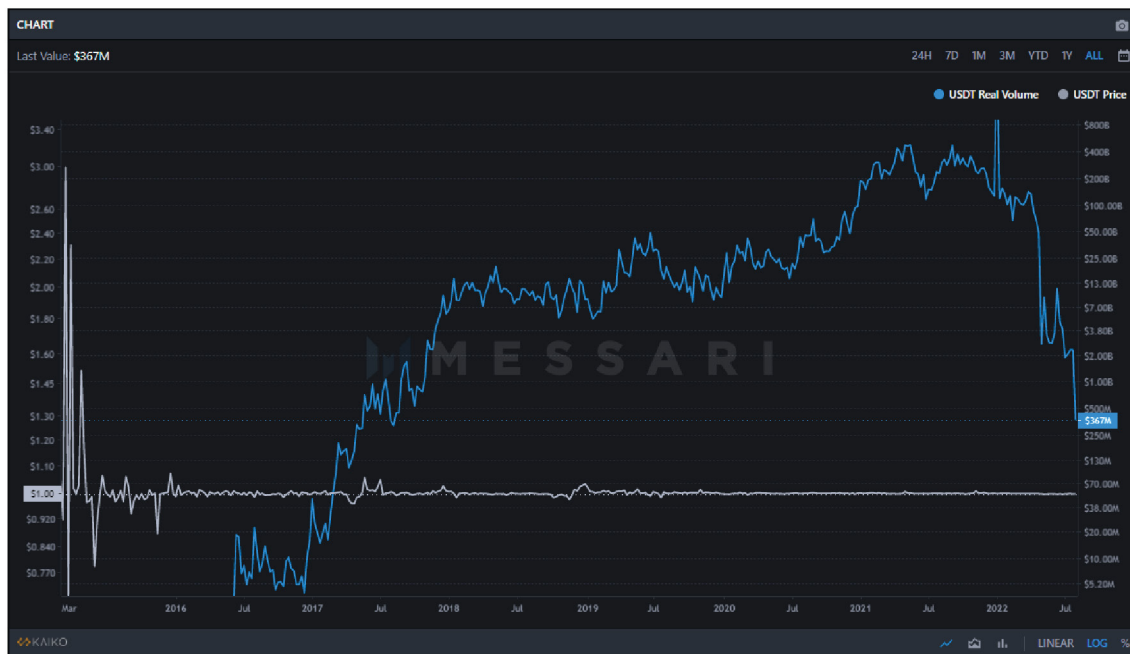
หลักการในการสร้าง USDT เมื่ออ้างอิงข้อมูลจากทาง Tether คือ หากเรามีเงินสด 1 ดอลลาร์สหรัฐสามารถส่งไปให้ Tether (Fiat-In) แล้ว Tether จะให้ 1 USDT กลับคืนมาพร้อมเก็บเงินที่เราส่งไปไว้ในส่วน Reserve ของทาง Tether และในทางกลับกันเราสามารถนำ 1 USDT มาแลกคืนกลับเป็น 1 ดอลลาร์สหรัฐ (Fiat-Out) ได้ผ่านทาง Tether ซึ่งทาง Tether อ้างว่าจะทำการเก็บสินทรัพย์ไว้ 100% ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเป็นอัตราส่วน 1:1 อยู่เสมอในทางทฤษฎี

ดังนั้นหากราคา USDT ในตลาดจริงไม่เท่ากับ 1 ดอลลาร์สหรัฐ ก็จะเป็นโอกาสให้ Arbitrager เข้ามาทำกำไรจากส่วนต่างได้ง่าย ๆ เช่น หาก 1 USDT มีมูลค่า 0.9 ดอลลาร์สหรัฐ ผู้ทำกำไรสามารถใช้เงินสด 0.9 ดอลลาร์สหรัฐซื้อ 1 USDT ในตลาดจริง แล้วนำมาแลกคืนเป็น 1 ดอลลาร์สหรัฐกับ Tether ได้ ซึ่งจะเป็นกำไรประมาณ 11.11% โดยแทบไม่มีความเสี่ยง เป็นต้น



(Source : reddit.com)

USDT ถูกสร้างขึ้นและใช้งานครั้งแรกบน Omni Layer บนบล็อกเชนของ Bitcoin ในปี 2014 ซึ่งหลัก ๆ แล้วถูกใช้งานบน Bitfinex Exchange และก็ได้ได้รับความนิยมมากขึ้นเรื่อย ๆ จนในเดือนกันยายนในปี 2017 ก็ได้เพิ่มการใช้งานบนมาตรฐาน ERC-20 ของ Ethereum ซึ่งในช่วงนั้นเป็นช่วงที่นักลงทุนส่วนมากคุ้นชินกับ Ethereum Ecosystem ผ่านการลงทุนใน ICO (Initial Coin Offering) ที่กำลังเป็นกระแสในตลาด ณ ขณะนั้น ซึ่งเป็นส่วนผลักดันให้ USDT เติบโตขึ้นอย่างรวดเร็ว



(Source: messari.io)

อีกหนึ่งปัจจัยที่ทำให้ USDT มีการใช้งานเพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดก็คือ การแข่งขันของ Exchange ในช่วงปี 2017 - 2018 ที่มี Exchange เกิดขึ้นมากมายซึ่งรวมถึง Binance ที่เปิดในเดือนสิงหาคมปี 2017 โดย Exchange ระดับโลกเหล่านั้นส่วนมากก็ใช้ USDT เป็นคู่ซื้อขายและในขณะเดียวกันก็เป็นช่วงที่ตลาดเป็นช่วง Bull Run พอดี ทำให้ความต้องการใช้งาน USDT เพิ่มขึ้นอย่างมาก ซึ่งจากกราฟ Real Volume (Log Scale) ด้านบนจะเห็นได้ว่าปริมาณการซื้อขาย USDT เติบโตอย่างก้าวกระโดดในช่วงเวลานั้น



(Source: cryptopotato.com)

แต่ท่ามกลางการเติบโตอย่างมากของ USDT ในช่วงเดือนกันยายนในปี 2017 มีนักลงทุนจำนวนไม่น้อยที่ตั้งคำถามเกี่ยวกับความ สัมพันธ์ของ Bitfinex และ Tether โดยกล่าวหาว่า Bitfinex ทำการผลิต USDT ออกมาโดยไม่มีทุนสำรอง และเพื่อจัดจ่าวสือเหล่านั้น Tether และ Bitfinex ได้ให้สำนักงานตรวจสอบบัญชีนำคืออย่าง Friedman LLP เข้ามาเพื่อดำเนินการรับรองบัญชีในวันที่ 15 กันยายน ปี 2017 ว่าทาง Tether Limited มีทุนสำรองอย่างครบถ้วน แต่หลังจากนั้น Tether ก็ทำการตัดสัมพันธ์กับสำนักงานตรวจสอบบัญชี ดังกล่าวในปีต่อมา ด้วยเหตุผลที่ว่า สำนักงานนี้ดำเนินการเข้าเกินไป ซึ่งการกระทำครั้งนี้ก็ได้สร้างความสงสัยให้นักลงทุนอยู่ไม่น้อย

ต่อมาในเดือนพฤศจิกายน 2017 ทาง New York Times ก็ได้ไปสัมภาษณ์ Lewis Cohen ที่เป็นทนายความที่ดูแลเรื่อง Virtual Currency ของบริษัทกฎหมายชื่อ Hogan Lovells โดยเขาได้แสดงความเห็นไว้ว่าเอกสารดังกล่าวใช้คำที่ค่อนข้างกำกวมและไม่ได้มี การอ้างอิงถึงเอกสารจากทางการเงินที่ใช้ประกอบเอกสารดังกล่าว ทำให้ไม่สามารถทราบยอดคงเหลือหรือภาระผูกพันอื่นได้

ซึ่ง Tether ได้อ้างการตรวจสอบที่ไม่มีน้ำหนักนี้อีกหลายครั้ง โดยอ้างอิงว่าทางบริษัทมีเงินสำรองเป็นดอลลาร์สหรัฐอย่างเพียงพอ ต่อปริมาณเหรียญที่ได้ Mint ออกมา

ในเวลาต่อมาทาง Tether ก็ได้ออกเอกสาร Transparency Update ในเดือนมิถุนายน 2018 ทางเว็บไซต์ของ Tether ซึ่งเอกสาร การรับรองนั้นถูกออกโดยสำนักทนายความ Freeh, Sporkin & Sullivan LLP (FSS) ซึ่งยืนยันว่าปริมาณเหรียญที่ Mint ออกมา มีทุนสำรองเป็นดอลลาร์อย่างพอเพียงในอัตรา 1 USDT ต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐ แต่อย่างไรก็ตาม FSS ระบุว่า “FSS ไม่ใช่สำนักงาน บัญชีและไม่ได้ดำเนินการตรวจสอบและยืนยันข้างต้นโดยใช้หลักการบัญชีที่ยอมรับโดยทั่วไป ดังนั้นการยืนยันข้างต้นเกี่ยวกับยอด คงเหลือในธนาคารไม่ควรตีความเป็นผลการตรวจสอบ เนื่องจากไม่ได้ดำเนินการตามมาตรฐานการสอบบัญชี”

แม้สำนักงานทนายความจะออกเอกสารดังกล่าว แต่สำนักงานก็ยังคงมีความเข้าใจในความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้ พวกเขาได้ปกป้องตัวเอง ด้วยการยืนยันว่าเอกสารดังกล่าวที่พวกเขาออกนั้นไม่มีน้ำหนักทางบัญชี เป็นเพียงแค่ความเห็น หรือ Attestation และไม่ควรนำไป ตีความเป็นผลการตรวจสอบ



(Source: reddit.com)

ดังนั้นความสัมพันธ์ของ USDT และ Bitfinex Exchange นั้นค่อนข้างเป็นที่น่าสงสัยในการ Mint USDT ออกมาในระบบจำนวนมาก ซึ่งอาจจะส่งผลให้เกิดความน่าสงสัยเกี่ยวกับ “การคั่นราคาสินทรัพย์ดิจิทัลในตลาดเกินความเป็นจริง” ขึ้น

แต่อย่างไรก็ตามถึงแม้ว่าจะมีหลายเรื่องที่แสดงถึงความน่าสงสัยของ USDT ออกมาแต่ก็ไม่อาจหยุดยั้งการเติบโตของ USDT ในช่วงเวลาเดียวกันได้ โดย Market Cap ของ USDT ก็ได้เติบโตมาโดยตลอดในช่วงนั้นและถึงแม้จะเป็นช่วงต้นปี 2018 ที่ตลาดเริ่มมีการปรับตัวเป็นเป็นตลาดขาลง แต่ Market Cap ของ USDT ก็ค่อย ๆ เพิ่มขึ้นสวนทางกับตลาดอีกด้วย

มากไปกว่านั้นการแลกเงินคืนจำนวนมากในช่วงปลายปี 2018 นั้นทำให้ USDT มี Market Cap ลดลงจากประมาณ 2,800 ล้านดอลลาร์สหรัฐเหลือ 1,650 ล้านดอลลาร์สหรัฐหรือคิดเป็นประมาณ 40% ภายใน 1 เดือน แต่ก็ฟื้นตัวกลับมาจนมี Market Cap เท่าเดิมได้ภายในเวลา 5 เดือน

Tether to USD Chart



(Source: coinmarketcap.com)

และถึงจะมีการแลกเปลี่ยนจำนวนมากถึง 40% ภายในระยะเวลา 1 เดือนนั้นถือว่าเป็น Stress Test ที่นักพอมสมควรแต่ก็ไม่ได้ทำให้ Tether มีปัญหาแต่อย่างใด และ USDT ก็เติบโตขึ้นมาเรื่อย ๆ เหมือนไม่มีอะไรเกิดขึ้น

จนกระทั่งในช่วงปี 2021 ที่มีกระแสที่เรียกว่า **“DeFi Summer”** ที่ผู้คนเข้ามาสนใจ Decentralized Finance (DeFi) กันอย่างล้นหลาม ซึ่งก็ส่งผลทางอ้อมให้ USDT เติบโตอีกเช่นเคยแต่ในครั้งนี้นักลงทุนเติบโตขึ้นรวดเร็วและก้าวกระโดดกว่าครั้งก่อน ๆ มาก โดย Market Cap ของ USDT นั้น พุ่งสูงจาก 10,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐในช่วงสิงหาคม 2020 ไปจนถึงจุดสูงสุดที่ประมาณ 83,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ภายในระยะเวลาแค่ประมาณปีครึ่งเท่านั้น

Market Cap ของ USDT ณ วันที่เขียนตกลงมาอยู่ที่ประมาณ 65,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งก็ยังเป็นรองแค่ Bitcoin และ Ethereum และในปัจจุบัน USDT ก็ได้เพิ่มการรองรับในหลายบล็อกเชนมากขึ้นซึ่งจากเมื่อก่อนอยู่แค่บน Omni และ Ethereum ภายหลังได้มี Solana, Tron, Algorand, HECO, BNB, Polygon, Avalanche และ Fantom เพิ่มเข้ามาด้วย

แน่นอนว่าการเติบโตอย่างก้าวกระโดดบนความน่าสงสัยนี้ หลายคนก็คงกังวลว่า Tether จะมีความโปร่งใสแค่ไหนในการบริหาร Reserve ของ USDT ที่ซึ่งจะส่งผลต่อความเชื่อมั่นของผู้ถือ USDT อยู่ขณะนี้ ดังนั้นในส่วนต่อไปจะเป็นการเจาะลึกเรื่อง Reserve ของ USDT ว่าเป็นอย่างไรบ้าง

1.1.1) Tether Reserve Risk

1 USDT = 1 USD ?



(Source: cryptomind)

การสร้างและแลกเปลี่ยน USDT นั้นจะสามารถทำได้ที่เว็บไซต์ Tether.to ซึ่งในช่วงแรกนั้นเงินฝากของ Tether จะถูกฝากอยู่กับธนาคารที่ชื่อว่า **“Noble Bank”** ซึ่งเป็นธนาคารที่ตั้งอยู่ในหมู่เกาะปอโตริโก แต่หลังจากธนาคารเกิดปัญหาเกี่ยวกับสภาพคล่องและทางการเงินในเวลาต่อมา ทำให้ Tether จำเป็นต้องย้ายเงินไปอีกธนาคารที่ชื่อว่า **“Deltec Bank”** ซึ่งเป็นธนาคารที่อยู่นอกหมู่เกาะบาฮามาสแทน ซึ่งทาง Tether ได้ประกาศความสัมพันธ์กับ Deltec Bank ไว้ในวันที่ 1 พฤศจิกายน 2018 บนเว็บไซต์ของตัวเอง

Tether ถูกเรียกว่า Stablecoin ซึ่งคำว่า Stable ถ้าแปลตามภาษาอังกฤษแล้ว แปลว่า “เหรียญที่มีความมั่นคง คงที่ ไม่ผันผวน” แต่ไม่ได้หมายความว่า USDT จะมีความมั่นคงหรือมีค่าคงที่ได้ด้วยตัวมันเอง แต่การที่ USDT จะคงที่และมั่นคงอยู่ได้นั้นขึ้นอยู่กับมูลค่าของเงินที่อยู่ใน Reserve ต่างหาก ซึ่งถ้าหากเงินใน Reserve มีไม่เพียงพอต่อความต้องการแลกคืนก็จะทำให้ USDT เองสูญเสียมูลค่าได้

ในช่วงระหว่างทางการเติบโตของตัว lev Market Cap ของ USDT ก็เกิดข้อสงสัยเกี่ยวกับสินทรัพย์ค้ำประกันจำนวนหลายกรณี ซึ่งมีการเรียกหาหลักฐานในการตรวจสอบออกมาเรื่อย ๆ ยกตัวอย่างเหตุการณ์ใหญ่ ๆ เช่น ในช่วง 2018 มีสื่อจาก Bloomberg ได้ทำการรายงานเกี่ยวกับการยื่นข้อเสนอกับในการตรวจสอบสินทรัพย์ซึ่งเป็นครั้งแรกที่ Tether ถูกจับตามองจากสื่อการเงินระดับโลก และในปี 2019 Tether ก็ต้องขึ้นศาลของประจำเมือง New York เพื่อแสดงความบริสุทธิ์ในการถือครองสินทรัพย์ค้ำประกัน โดย Tether ก็ผ่านมาได้ด้วย **“หนังสือรับรองโดยความเห็นทางบัญชี หรือ Attestation”**

Attestation หรือหนังสือรับรองเกี่ยวกับความเห็นทางบัญชี โดย Dictionary ทางกฎหมายได้ให้ความหมายว่า “Confirmation that something is true” คือการยอมรับว่าสิ่งใดสิ่งหนึ่งเป็นความจริงซึ่งความคิดเห็น ซึ่งเป็นแค่การยอมรับจากความคิดเห็นที่ใดที่หนึ่ง โดยอาจมีการร่วมมือในการปลอมแปลงเอกสารเพื่อนำมาเชื่อถือก็ได้ เพราะฉะนั้นก็ขึ้นอยู่กับบริษัทที่มาทำ Attestation ให้น่าเชื่อถือมากแค่ไหน

อย่างไรก็ตาม Tether Limited ไม่ได้มีสัญญาหรือการทำหนังสือตามกฎหมายที่รับประกันถึงมูลค่า Tether รวมถึงการไถ่ถอนอย่างชัดเจนในการแลกเปลี่ยนของ Tether เป็นดอลลาร์ อีกทั้งยังมีการปรับเปลี่ยนมาตรฐานทุนสำรองใหม่ในวันที่ 14 มีนาคม 2019 โดยได้เปลี่ยนจากมาตรฐานทุนสำรองเต็มจำนวน (Fully Reserved Token) เป็นมาตรฐานทุนสำรองประมาณการเต็มจำนวน (Traditional Currency and Cash Equivalents) ซึ่งแตกต่างจากระบบเก่าตรงที่แบบใหม่นั้นจะเป็นการเก็บสินทรัพย์ประมาณการที่มีมูลค่าเทียบเท่าแทนที่จะเป็นเงินสดทั้งหมด ซึ่งเราก็ไม่ทราบแน่ชัดว่าสินทรัพย์เทียบเท่าเงินสด (Cash Equivalent) ของ Tether คืออะไร เป็นสัญญาเงินกู้ระยะสั้นหรือไม่ เป็นสินทรัพย์อะไรบ้าง และทั้งหมดใครเป็นคนทำการตรวจสอบและประเมินราคาสิ่งนี้ ซึ่งเป็นคำถามที่ยังคาใจนักลงทุนหลายคนมาโดยตลอด

1.1.2) Attestation Risk of Tether



MHA Cayman
10 Market Street, Suite 6
Camana Bay, PO Box 30900
Grand Cayman KY1-1204
Cayman Islands

T +1 345 936 9900
MHCayman.ky

INDEPENDENT ACCOUNTANT'S REPORT

**To the Board of Directors and Management
Tether Holdings Limited**

In accordance with our engagement letter and its terms and conditions dated 31 March 2022, we are reporting to the management of Tether Holdings Limited (the “**Company**”) and its wholly owned subsidiaries in the British Virgin Islands and Hong Kong (the “**Group**”) that we have examined the assertions in its Consolidated Reserves Report as of 31 March 2022 at 11:59 PM UTC (the “**CRR**”), a copy of which has been included in **Appendix 1** to this report, is correctly stated based on the balances set out therein.

Opinion

In our opinion, the CRR as prepared by the management of the Group as of 31 March 2022 at 11:59 PM UTC, is, in all material respects, fairly presented in accordance with the criteria, including Management's Key Accounting Policies, set out therein.

(Source: tether.to)

ในเมื่อเกิดความไม่โปร่งใสเกิดขึ้น ในส่วนนี้จะเป็นการเจาะลึก Attestation หรือหนังสือรับรองโดยความเห็น ของ USDT ล่าสุดที่ถูกเผยแพร่ในเดือนมีนาคม 2022 ซึ่งถูกออกโดย MHA Cayman

MHA Cayman เป็นหนึ่งในสาขาของ MHA MacIntyre Hudson ที่ตั้งอยู่บนหมู่เกาะ Cayman โดย MHA MacIntyre Hudson มีสำนักงานใหญ่อยู่ที่ประเทศอังกฤษและก็ยังเป็นส่วนหนึ่งของ Baker Tilly International ซึ่งเป็นเครือข่ายที่ปรึกษาด้านบัญชีและธุรกิจเป็นอันดับ 10 ของโลกและมีสำนักงาน 706 แห่งใน 148 ดินแดน

- **Asset Breakdown:** At the reporting date, the breakdown of the minimum consolidated total assets is as follows:

Cash & Cash Equivalents & Other Short-Term Deposits & Commercial Paper:	
Commercial Paper & Certificates of Deposit ³	\$20,096,579,998
Cash & Bank Deposits ⁴	\$4,100,485,805
Reverse Repurchase Agreements ⁵	\$105,331,269
Money Market Funds ⁶	\$6,798,150,552
U.S. Treasury Bills ⁷	\$39,199,221,428
Non-U.S. Treasury Bills ⁸	\$286,155,289
Subtotal	\$70,585,924,341
Secured Loans (none to affiliated entities)	\$3,149,732,368
Corporate Bonds, Funds & Precious Metals	\$3,729,529,946
Other Investments (including digital tokens)	\$4,959,634,446
Total	\$82,424,821,101

- **Commercial Paper & Certificates of Deposit:** At the reporting date, the rating⁹ of the commercial paper and certificates of deposit held in the minimum consolidated total assets is as follows:

A-1+	\$2,032,035,789
A-1	\$10,606,186,576
A-2	\$7,358,285,689
A-3	\$100,071,944
Total	\$20,096,579,998

(Source: tether.to)

จากภาพ Asset Breakdown จ้างต้นของบริษัท Tether จะเห็นได้ว่า Tether มีเงินสดและสินทรัพย์เทียบเท่าเงินสดทั้งหมดประมาณ 70,586 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งสิ่งที่น่าสนใจก็คือช่อง Cash & Bank Deposits (เงินสดและเงินที่ฝากอยู่ในธนาคาร) นั้นมีอยู่เพียง 4,100 ล้านดอลลาร์สหรัฐเท่านั้น

ซึ่งถ้าเกิดการแลกคืนครั้งใหญ่จริง ทาง Tether จะสามารถเอาดอลลาร์สหรัฐออกมาให้นักลงทุนได้ครบทุกดอลลาร์สหรัฐได้หรือไม่ และสิ่งที่น่าสงสัยตามมาก็คือสินทรัพย์อื่น ๆ ที่ไม่ใช่สินทรัพย์สภาพคล่องสูงอย่างเงินสด เช่น หุ้นกู้ โทเคนดิจิทัล ทาง Tether ก็ไม่ได้บอกว่าได้ทำการซื้อขายและถือสินทรัพย์จากที่ไหนไว้บ้าง

โดยความเสี่ยงที่อาจเกิดจากการทำ Attestation Risk มีอยู่ 2 แบบหลัก ๆ คือ 1) ผู้ตรวจสอบบัญชีให้ความร่วมมือในการรายงานความเท็จหรือเอกสารที่ได้รับมาเกิดการบิดเบือนและไม่ได้รับการพิสูจน์ต้นทางของเอกสารโดยละเอียดก่อนนำมาทำ Attestation และ 2) ผู้ตรวจสอบบัญชีพลาดซึ่งการผิดพลาดในลักษณะนี้เกิดขึ้นได้ยากเนื่องจากการตรวจสอบ Stablecoin มักมี Framework อย่างชัดเจน ทำให้การตรวจแต่ละครั้งค่อนข้างตรงไปตรงมาซึ่งทำให้ผิดพลาดได้ยาก

อย่างไรก็ตามบริษัท Stablecoin อื่น ๆ ก็ใช้การ Attestation เหมือนกันแต่แตกต่างที่ความน่าเชื่อถือของบริษัทที่เข้ามาทำ Attestation โดยสำนักบัญชีที่ Tether ใช้ตรวจสอบก็ค่อนข้างชวนน่าสงสัยเนื่องจาก Tether เลือกบริษัทระดับ Mid-tier ที่อยู่บนหมู่เกาะแทนที่จะเป็นบริษัทบัญชีอันดับต้น ๆ หรืออย่างน้อยก็ควรจะบริษัทที่มีการจดทะเบียนและน่าเชื่อถือในประเทศสหรัฐอเมริกาเหมือนกับที่บริษัท Stablecoin อื่น ๆ เลือกใช้ เนื่องจาก Reserve ส่วนใหญ่นั้นเกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาแทบทั้งสิ้น

ซึ่งทาง Tether ก็ไม่ได้นิ่งนอนใจ โดยล่าสุดในวันที่ 18 สิงหาคม 2022 ทาง Tether ได้ประกาศว่าจะมีการเปลี่ยนบริษัทที่ทำ Attestation จาก MHA Cayman เป็น BDO Italia ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของ BDO Global สาขา Italy และ Tether จะเปลี่ยนการทำ Attestation ทุก ๆ ไตรมาสเป็นการทำ Attestation ทุก ๆ เดือนเหมือน Stablecoin ตัวอื่น ๆ อีกด้วย

BDO Global มีพนักงานทั่วโลกกว่า 97,000 คน และมีออฟฟิศกว่า 1,713 แห่ง ใน 167 ประเทศ และในเดือนกรกฎาคม 2022 ถูกจัดอยู่ในอันดับ Top 5 ของโลกสำหรับ Independent Public Accounting Firm ตามรายได้ของบริษัท ซึ่งห่างจากเหล่า Big Four เพียงเล็กน้อยเท่านั้น โดยจาก Revenue Report ของ BDO Global ล่าสุดนั้นมีรายได้รวมทั่วโลกกว่า 11,800 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

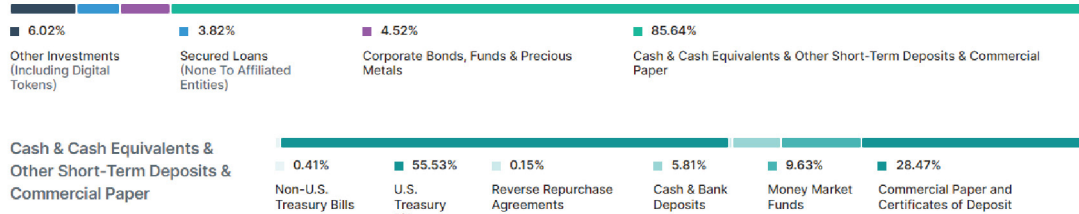
จากการปรับเปลี่ยนบริษัทตรวจสอบบัญชีจากระดับ Mid-Tier เป็นบริษัทระดับ Top 5 พร้อมกับการเปลี่ยนมาทำ Attestation ทุกเดือนจากเมื่อก่อนที่ทำรายไตรมาส นั้นแสดงให้เห็นถึงความตั้งใจของ Tether ที่จะพยายามทำหลาย ๆ อย่างให้โปร่งใสมากขึ้นและเพิ่มความมั่นใจให้แก่นักลงทุนที่ถือ USDT ของพวกเขา

ซึ่งก็ต้องคอยติดตามดูต่อไปว่าการเคลื่อนไหวครั้งนี้ของ Tether จะสามารถดึงความมั่นใจของนักลงทุนกลับมาที่ USDT ได้มากน้อยแค่ไหน เพราะไมอย่างนั้น USDT อาจจะต้องเสียตำแหน่ง Stablecoin อันดับ 1 ให้กับคู่แข่งอย่าง USDC ก็เป็นไปได้

1.1.3) Tether Reserves Breakdown

จาก Attestation ของ Tether ฉบับล่าสุดของวันที่ 31 มีนาคม 2022 ที่ได้ถูกพูดถึงไปข้างต้น สามารถแจกแจงเป็นสัดส่วนให้เข้าใจง่ายขึ้นได้ดังนี้

Reserves Breakdown



(Source: tether.to)

85.64% คือ เงินสด, สินทรัพย์เทียบเท่าเงินสด (เงินลงทุนระยะสั้นที่มีสภาพคล่องสูง พร้อมเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ทุกเมื่อ), เงินฝากระยะสั้น และหุ้นกู้ระยะสั้น

Note: โดยตามหลักการเงินแล้ว การนับรวมเงินสดและสินทรัพย์เทียบเท่าด้วยการเอา Corporate Bond (หุ้นกู้ระยะสั้น) มาคิดที่ Face Value (มูลค่ารวม) เทียบเท่าเงินสดนั้น ไม่ได้เป็นไปตามหลักการ Classification ของ Cash & Cash Equivalent ทำให้เกิดความน่าสงสัยขึ้นสองข้อคือ ข้อสงสัยในการผิดหลักการประเมินมูลค่าและข้อสงสัยในการผิดหลักการเปิดเผยหลักทรัพย์ รวมถึงความโปร่งใสว่าถือครองจริงหรือไม่

4.52% คือ หุ้นกู้ระยะยาว, โลหะมีค่า เช่น ทองคำ

3.82% คือ สินเชื่อมีหลักประกัน

6.02% คือ โทเคนดิจิทัลอื่น ๆ

ประเด็นที่สำคัญคือในตัวเลข 85.64% นั้น **มีเงินสด (Cash & Bank Deposit) เพียง 5.81% เท่านั้น** อาจจะหมายความว่า 1 USDT มีเงินสดค้ำประกันจริง ๆ เพียงแค่ 0.0581 ดอลลาร์สหรัฐ (กรณีคำนวณเฉพาะสภาพคล่องที่เป็นเงินสด)

มาถึงวันนี้สิ่งที่นักลงทุนควรจะต้องหยุดคิดคือ 1 USDT จะมีสินทรัพย์ค้ำประกันอยู่เท่าไร และนักลงทุนควรจะจัดการความเสี่ยงนี้อย่างไร และอีกคำถามคือ USDT ควรมีความเสี่ยง 1 ดอลลาร์สหรัฐจริงหรือไม่

อย่างไรก็ตามราคาของ Tether ยังไม่เคยร่วงและเกาะตามจ็อกวาลต่าง ๆ ที่ดูน่ากังวลเหล่านั้นเลย ซึ่งแสดงถึงความเชื่อมั่นใน Tether และทำให้ USDT สามารถยืนอยู่บริเวณราคา 1 ดอลลาร์สหรัฐได้ต่อไปนั่นเอง

1.1.4) Summary of USDT

1.) การเป็นที่ยอมรับ และมีสภาพคล่องสูง

USDT มีความเด่นกว่าตัวอื่น ๆ ที่การรองรับในหลายบล็อกเชน หลาย DApps รวมถึงเป็นคู่ซื้อขายหลักในหลาย Exchange ระดับโลก ทำให้ USDT มีสภาพคล่องที่สูงกว่า และทำให้ผู้ใช้งานสามารถโยกย้ายเงินข้ามบล็อกเชนและ DApps ไปมาได้ง่าย ซึ่งสิ่งนี้เป็นสิ่งที่ทำให้ USDT ถูกใช้งานอย่างแพร่หลายตั้งแต่ช่วง DeFi Summer ในปี 2021 ที่ผ่านมา

2.) ความโปร่งใส

เป็นสิ่งที่นักลงทุนหลายคนยังคงจับตามองการเคลื่อนไหวของบริษัท Tether อยู่ตลอดเวลาที่มีข่าวที่ US SEC ได้ทำการกล่าวหาว่า 1 USDT นั้นเท่ากับ 1 ดอลลาร์สหรัฐ จริงหรือไม่ ซึ่งเราได้สรุปข้อเท็จจริงของเกี่ยวกับความเสี่ยงของ USDT อยู่ดังนี้

2.1) Attestation Risk

ถึงแม้รายงานงบการเงินที่ออกมาทุกไตรมาสของ Tether นั้นจะมีการระบุบงบแต่ละส่วนก็จริง แต่ก็ยังไม่สามารถตรวจสอบได้อย่างโปร่งใสจริง ๆ ว่ามีสินทรัพย์ค้ำประกันจริงหรือไม่ เพราะทุกวันนี้มีแค่การตรวจสอบแบบ Attestation (การตรวจสอบแบบให้ความเห็น) เท่านั้น ยังไม่มีการผ่านกระบวนการ Audit ถูกต้องอย่างเป็นทางการ อย่างลืมนะ ตั้งแต่ออกตั้งบริษัท Tether Limited มาตั้งแต่ปี 2014 ทาง Tether Limited ไม่เคยเข้ารับการตรวจสอบบัญชี โดยสำนักบัญชีอย่างเป็นทางการเลยแม้แต่ครั้งเดียว

2.2) Risk Assessment

ภายในเอกสารไม่มีรายละเอียดว่าสินทรัพย์ที่ถือครองอยู่มีความเสี่ยงมากน้อยแค่ไหนในการผิดนัดชำระ ไม่มีรายละเอียดว่าเป็น Commercial Paper ที่ออกโดยใคร แล้วผู้ออกมีสินทรัพย์เพียงพอหรือไม่

2.3) Liquidity Assessment

ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง หากคนมา Redeem USDT จำนวนมากจน Tether ต้องขายสินทรัพย์ออกมา จะต้องขายสินทรัพย์อะไรก่อน ทางบริษัทไม่ได้มีการจัดลำดับไว้ และไม่ได้มีการประเมินความเสี่ยงด้านสภาพคล่องในการขายสินทรัพย์ ซึ่งอาจเจอปัญหาแบบ Archegos Capital ที่โดนความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง เนื่องจากถือสินทรัพย์นิ่งจำนวนมากแล้วเทขายไม่ได้ เพราะไม่มีคนซื้อตั้งรับ ทำให้เมื่อราคาร่วงลงมากเกิดการบังคับขายเป็นลูกโซ่ไปยังสินทรัพย์อื่นได้

3.) การพิสูจน์ตัวเองมาอย่างยาวนานที่สุด

ถึงแม้ USDT จะมีหลายอย่างน่าสงสัยแต่ USDT ก็ยังเป็น Stablecoin ที่อยู่มานานที่สุด มีการพิสูจน์ตัวเองมาอย่างยาวนานโดยไม่เคยมีปัญหาในการรับแลก USDT คืนเป็นเงินสด

ตาม Attestation ที่คำนวณจนถึงวันที่ 31 มีนาคม 2022 นั้น Tether มีเงินสดอยู่แค่ 5.81% ซึ่งในขณะนั้นมี Market Cap ที่ประมาณ 82,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งห่างจากจุดสูงสุดที่ประมาณ 83,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐเพียงเล็กน้อย นั่นหมายความว่า Tether จะมีเงินสดคิดเป็นประมาณ 4,760 ล้านดอลลาร์สหรัฐเท่านั้น



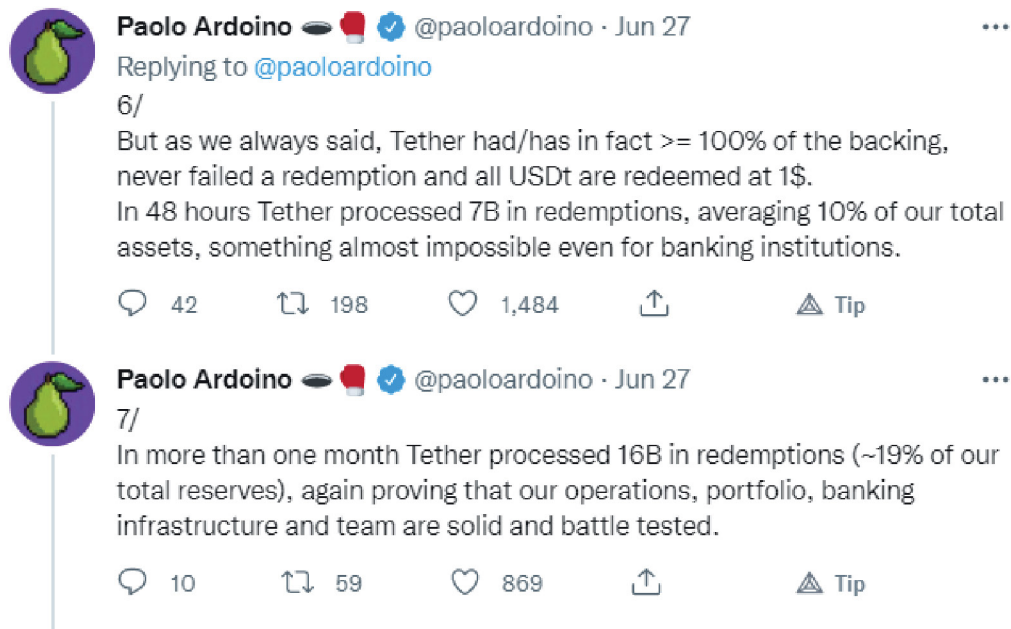
Stress Tests, Resiliency and Bank Runs

In the 1800s and early 1900s, the United States experienced 5 major bank runs. These events, which resulted in enormous losses for depositors and weakened confidence in the banking system became seared into the American psyche.

by Tether | Jun 1 2022

(Source: tether.to)

แต่จากเหตุการณ์ตึงเครียดล่าสุดในช่วงเดือนพฤษภาคม - มิถุนายน 2022 ทั้งเรื่อง Macroeconomics และเหตุการณ์ของ LUNA และ UST นั้น ทำให้หลายคนไม่มั่นใจใน Stablecoin โดยเฉพาะ USDT ทำให้ในช่วง 2 อาทิตย์สุดท้ายของเดือนพฤษภาคมได้มีคนนำ USDT ไปแลกเงินสดคืนที่ Tether จำนวนทั้งหมดเกือบ 10,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งคิดเป็น 12% ของปริมาณ USDT ทั้งหมดในขณะนั้น แต่ทาง Tether ก็สามารถจบกระบวนการทั้งหมดได้ภายใน 1 อาทิตย์โดยไม่มีปัญหาอะไร โดยเนื้อหาดังกล่าวอยู่ในบทความบนเว็บไซต์ของ Tether ที่ออกมาในวันที่ 1 มิถุนายน 2022 ที่ผ่านมา



(Source: twitter.com/paoloardoino)

หลังจากนั้น ทาง Paolo Ardoino ที่เป็น CTO ของ Tether ได้กล่าวใน Twitter ส่วนตัวไว้ว่าในช่วงปลายเดือนมิถุนายน 2022 ก็มีการนำ USDT มาแลกเงินสดคืนอีกจำนวน 7,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐซึ่งคิดเป็น 10% ของปริมาณ USDT ทั้งหมดในขณะนั้น ซึ่ง Tether ก็สามารถดำเนินการเสร็จภายใน 48 ชั่วโมง

ซึ่งหากรวมยอดการแลกคืนทั้งหมดภายในช่วง 2 เดือนนี้จะพบว่า ถ้าพิจารณาจากจุดที่มี Market Cap สูงสุดเมื่อต้นเดือนพฤษภาคม ที่ประมาณ 83,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐแล้วนั้น Tether ได้ดำเนินการรับแลกคืน USDT ไปแล้วถึงสิ้นกว่า 16,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือคิดเป็นประมาณ 19% ของ USDT ทั้งหมดในขณะนั้น ซึ่งถือเป็นการทดสอบจากตลาด (Stress Test) ที่ค่อนข้างหนักพอสมควรสำหรับ Tether แต่ก็สามารถผ่านมาได้เป็นอย่างดี ซึ่งชี้ให้เห็นว่า Tether นั้นสามารถจัดการเรื่องการแลกคืนได้เป็นอย่างดีแม้ว่าในเอกสาร Attestation ล่าสุดบอกว่ามีเงินสดเพียงแค่ 5.81% หรือคิดเป็นเงินสดประมาณ 4,760 ล้านดอลลาร์สหรัฐเท่านั้น

กล่าวโดยสรุปคือแม้ว่า USDT จะมีแต่ความกังวล ไม่ค่อยโปร่งใสเท่าที่ควร แต่จากการใช้งานที่ได้รับการยอมรับมาเป็นอันดับ 1 มาโดยตลอดและมีสภาพคล่องสูง รวมถึงประสิทธิภาพในการแลกคืนจำนวนมาก ๆ ได้อย่างไม่เคยมีปัญหาใด ๆ นั้น สามารถบ่งบอกได้ว่า Tether ได้พิสูจน์ตัวเองได้อย่างดีและยาวนานในระดับหนึ่ง

และจากการที่ USDT อยู่ในตลาดมาอย่างยาวนานทำให้ USDT ได้รับความเชื่อมั่นจากนักลงทุนทั้งหน้าใหม่และหน้าเก่า พร้อมกับได้แทรกซึมเข้าไปอยู่ในแทบทุกที่ในตลาดคริปโตเคอร์เรนซีโดยเฉพาะใน Centralized Exchange ระดับโลกและ Decentralized Finance จนกลายมาเป็นเหมือนกระดูกสันหลังของตลาดนี้ไปแล้ว ทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียต่าง ๆ ก็ต้องมีส่วนกดดันไม่ให้ Tether บริหารอะไรแปลก ๆ เพราะหาก Tether มีปัญหา ก็จะส่งผลเสียต่อตลาดคริปโต ๆ โดยรวมเป็นอย่างมาก และ Tether เองก็คงไม่อยากจบตำนานของตัวเองเพียงเท่านี้

ส่วนถ้าเป็น Worst Case จริง ๆ ที่หาก Tether มีปัญหาก็มีแนวโน้มสูงกว่าหลาย ๆ ฝ่ายในอุตสาหกรรมนี้ก็พร้อม bail out โดยทันที แต่อย่างไรก็ตามถ้าหากนักลงทุนต้องการความสบายใจในการลงทุน อาจจะเลือกไปที่ Stablecoin ตัวอื่นแทนเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงหรือความไม่สบายใจนี้ได้

1.2) USD Coin (USDC)



(Source: cryptoast.fr)

USDC เป็น Fiat-backed Stablecoin ที่ถูกสร้างขึ้นในปี 2018 ด้วยหลักการเดียวกับ USDT ที่ว่าทุก ๆ USDC จะมี US Dollar เป็นสินทรัพย์หนุนหลังในอัตรา 1:1 โดย USDC นี้ถูกดูแลโดย **CENTRE Consortium** ซึ่งมีบริษัท Coinbase และ Circle เป็นร่วมก่อตั้งขึ้น

โดยจุดประสงค์ของการสร้าง USDC นั้นก็เพื่อจะสร้าง Fiat-backed Stablecoin ที่มีความโปร่งใสมากกว่า USDT เนื่องจากในช่วงเวลานั้น USDT มีประเด็นเรื่องความไม่ชัดเจนในเรื่องการรายงานของมูลค่าสินทรัพย์ค้ำประกัน รวมไปถึงสินทรัพย์ค้ำประกันต่าง ๆ ก็ไม่ได้ถูกนำไปฝากในธนาคารที่ได้รับการตรวจสอบและยอมรับจากหน่วยงานที่น่าเชื่อถืออย่างเป็นทางการ



(Source: circle.com)

โดยสิ่งที่ทำให้ USDC มีความน่าเชื่อถือมากกว่านั้นก็มาจากการที่ทั้งบริษัท Circle และ Coinbase ต่างก็เป็นบริษัทที่จดทะเบียนถูกต้องตามกฎหมายในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยบริษัท Circle เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาในปี 2018 พร้อมทั้งมีใบอนุญาต Money Transmitter ภายใต้กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาเช่นเดียวกับ PayPal, Stripe และ Apple Pay อีกทั้งสถานะทางการเงิน (Financial Statement) ของ Circle ยังต้องถูกตรวจสอบบัญชี (Audit) ทุก ๆ ปีและต้องรายงานต่อ The U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) ด้วย

ส่วนบริษัท Coinbase เป็น Centralized Exchange อันดับ 1 ในอเมริกาและอันดับ 2 ของโลกรองจาก Binance โดย Coinbase มีใบอนุญาต Money Transmitter และอยู่ภายใต้ SEC เช่นเดียวกัน และก็มีภาระทะเบียน Money Services Business กับ The Financial Crimes Enforcement Network (FinCEN) ซึ่งเป็นเครือข่ายปราบปรามอาชญากรรมทางการเงินแห่งสหรัฐ ฯ ซึ่งเป็นหน่วยงานภายใต้กำกับดูแลของกระทรวงการคลังสหรัฐ ฯ

ในส่วนเรื่องความโปร่งใสในการบริหาร ทาง Centre ได้ทำการจัดเก็บ Reserve ไว้กับสถาบันการเงินที่มีชื่อเสียงอย่าง BlackRock และ Bank of New York Mellon อีกทั้งในแต่ละเดือนจะมีการตรวจสอบบัญชี (Audit) ตามมาตรฐาน Attestation ของ The American Institute of Certified Public Accountant (AICPA) โดยบริษัท Grant Thornton LLP ที่เป็นหนึ่งในบริษัทที่เกี่ยวกับการตรวจสอบบัญชีและภาษีที่ใหญ่ที่สุดในอเมริกา เพื่อสร้างความมั่นใจใน Reserve ของ USDC อีกด้วย

1.2.1) USDC Reserves Breakdown

TOTAL U.S. TREASURY SECURITIES OWNED	42,122,235,732
TOTAL CASH HELD AT U.S. REGULATED FINANCIAL INSTITUTIONS ²	13,581,264,959
TOTAL USDC RESERVE ASSETS HELD ON BEHALF OF USDC HOLDERS	55,703,500,691

¹ Weighted Average Maturity is based on remaining days to maturity from the report date. Bank deposits have a one day maturity.

² Bank of New York Mellon, Citizens Trust Bank, Customers Bank, New York Community Bank, Signature Bank, Silicon Valley Bank, Silvergate Bank, US Bancorp.

Refer to the Circle [SEC filings](#) for more information.

[Circle Internet Financial LLC](#)

(Source: circle.com/usdc)

ซึ่งจากผลการตรวจสอบ USDC Reserve Assets ล่าสุดเมื่อวันที่ 30 มิถุนายน 2022 จะเห็นได้ว่า Reserve ของ USDC ประกอบไปด้วย

- เงินสดจำนวน 13,581,264,959 ดอลลาร์สหรัฐ (ประมาณ 32.24% ของทั้งหมด)
- พันธบัตรระยะสั้นของรัฐบาลสหรัฐอเมริกามูลค่า 42,122,235,732 ดอลลาร์สหรัฐ (67.76% ของ ทั้งหมด)

รวมเป็นมูลค่าทั้งหมด 55,703,500,691 ดอลลาร์สหรัฐ ซึ่ง ณ เวลานั้นก็มี USDC ที่อยู่ในระบบเป็นจำนวนที่เท่า ๆ กันพอดี

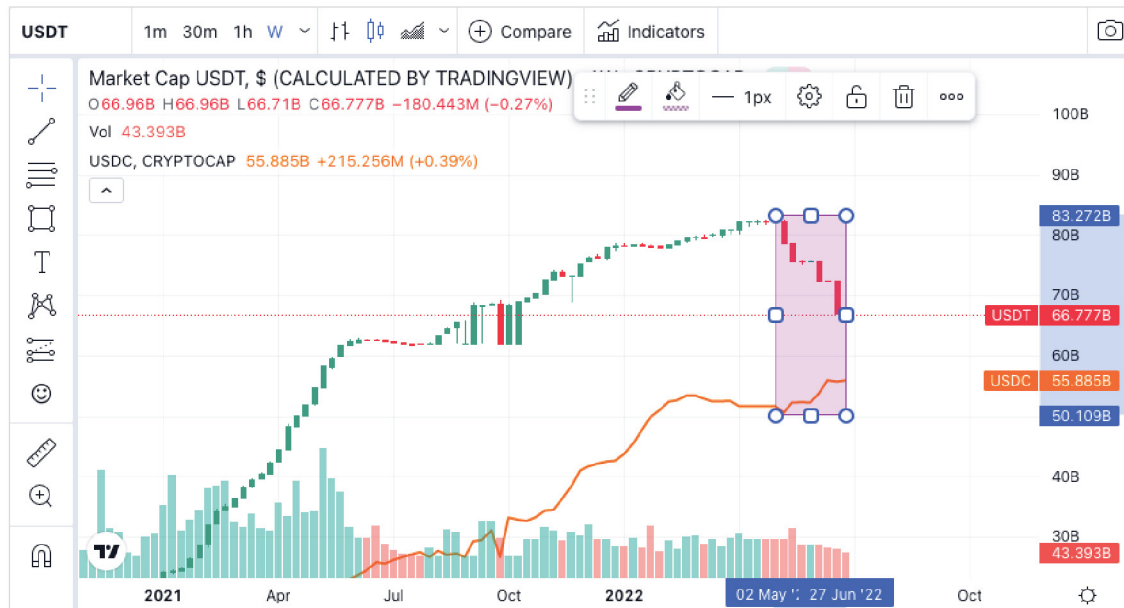
1.2.2) การเติบโตของ USDC

USD Coin to USD Chart



(Source: coinmarketcap.com)

แม้ว่า USDC จะเกิดมาหลัง USDT ประมาณ 4 ปี แต่การเติบโตของ USDC นั้นเรียกได้ว่ารวดเร็วจนโตมาเกือบเทียบเท่า USDT แล้ว และมีแนวโน้มว่า Market Cap จะสามารถแซง USDT ได้ในอนาคต ซึ่งจากกราฟ Market Cap ของ USDC ด้านบน (Log Scale) จะเห็นได้ว่าในช่วงเดือนตุลาคมปี 2018 ที่เปิดตัวนั้น Market Cap ของ USDC อยู่ที่ประมาณ 125 ล้านดอลลาร์สหรัฐ แต่ในขณะนี้ในเดือนสิงหาคม 2022 นั้น USDC มี Market Cap โตขึ้นมาจนถึงประมาณ 55,800 ล้านดอลลาร์สหรัฐแล้ว ซึ่งค่อนข้างใกล้เคียงกับ USDT อย่างมาก



กราฟแสดงการเปรียบเทียบ Market Cap ของ USDT (แท่งเทียน) และ USDC (กราฟเส้นสีส้ม)
 (Source: tradingview.com)

ซึ่งหากลองนำ Market Cap ของ USDT และ USDC มาเทียบกันจะเห็นได้ว่าขนาด Market Cap ของ USDC อยู่ที่ประมาณ 55,800 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งเป็นรองแค่ USDT ที่มากกว่าเพียงประมาณ 10,000 ล้านดอลลาร์เท่านั้น และแนวโน้มที่ USDC จะขึ้นมาแทน USDT ที่เป็นเบอร์ 1 ก็มีโอกาสสูงมาก

เนื่องจากหากพิจารณา Market Cap ของ USDT และ USDC ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมาแล้ว จะเห็นว่าในขณะที่ Market Cap ของ USDT ลดลงไปประมาณ 16,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ แต่ Market Cap ของ USDC กลับเพิ่มขึ้น 5,800 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าเงินที่ไหลออกจาก USDT บางส่วนนั้นเข้ามาที่ USDC เนื่องจากมีความโปร่งใสและน่าเชื่อถือมากกว่า USDT และถ้าหากเป็นอย่างนี้ไปเรื่อย ๆ USDC ก็จะสามารถแซง USDT ได้ในที่สุด

1.2.3) ข้อดีของ USDC

USDC is transforming finance

USDC is part of a global ecosystem that spans traditional and crypto commerce. Created by Circle, a regulated fintech, USDC is a trusted, widely accepted, and highly liquid digital dollar. It's crypto that's held to a higher standard.

\$54B

IN CIRCULATION TODAY
as of August 2, 2022

1.5M

OF HOLDERS
as of July 29, 2022 via Etherscan

\$4B

24 HR TRADING VOLUME
as of August 2, 2022 via CoinGecko

5.40T

TOTAL ON-CHAIN TRANSACTIONS
as of July 29, 2022

190+

OF COUNTRIES SUPPORTING
as of July 29, 2022

(Source: circle.com)

USDC มีความโปร่งใสค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับ Fiat-backed Stablecoin ตัวอื่นเนื่องจากบริษัทที่เป็นผู้ออก USDC อย่าง Circle และ Coinbase นั้นได้จดทะเบียนบริษัทอย่างถูกต้องตามกฎหมายในประเทศสหรัฐอเมริกาและมีใบอนุญาตครบถ้วน พร้อมทั้งมีการทำ Attestation Report ทุกเดือนโดยบริษัทที่น่าเชื่อถือซึ่งจดทะเบียนอยู่ในสหรัฐอเมริกาเช่นเดียวกัน ต่างจาก USDT ที่ค่อนข้างมีความลึกลับและจับต้องได้ยาก ทำให้ไม่สามารถมั่นใจได้มากกว่าเอกสารต่าง ๆ ที่ออกมานั้นจะมีมูลความจริงมากน้อยแค่ไหน และจริง ๆ แล้วในสหรัฐอเมริกานั้นการใช้งาน USDT ก็ไม่ได้ถูกต้องตามกฎหมายเหมือนกับ USDC

ส่วนการยอมรับใน USDC ก็เริ่มมีมากขึ้นเรื่อย ๆ จน Market Cap โตขึ้นมาเกือบเทียบเท่า USDT แล้วและก็มีแนวโน้มว่าจะสามารถขึ้นมาเป็นอันดับหนึ่งได้อย่างไม่ยากเย็นนัก อีกทั้ง USDC ยังได้รับการยอมรับในหลาย ๆ บล็อกเชนและหลาย ๆ Decentralized Application พอ ๆ กับ USDT

และเรื่องของ Stress Test นั้น ทาง Jeremy Fox-Geen ที่เป็น Chief Financial Officer (CFO) ของ Circle ได้กล่าวในบทความ "How to Be Stable" บนเว็บไซต์ Circle ว่าตลอดช่วงปี 2021 มี USDC ถูกสร้างขึ้นมา 99,300 ล้าน USDC และแลกคืนรวมแล้วกว่า 61,100 ล้าน USDC เพื่อทดสอบสภาพคล่องแบบเข้มงวด แต่ USDC ก็ไม่ได้มีปัญหาในการแลกคืน ซึ่งแสดงให้เห็นว่า USDC มีสภาพคล่องเพียงพอที่จะรองรับการแลกคืนของ USDC ในปริมาณมากได้อย่างดีเยี่ยม

1.2.4) ข้อเสียของ USDC

USDC มีมูลค่าที่แท้จริงขึ้นตามมูลค่าสินทรัพย์ที่ค้ำประกันอยู่เพราะฉะนั้นถ้าหากการบริหารของประเทศสหรัฐอเมริกามีปัญหาจนพันธมิตรรัฐบาลพึงก็จะทำให้ทั้ง USDC และเงินดอลลาร์ที่เป็นเงินสดเสื่อมมูลค่าในอัตราเดียวกัน แต่การถือพันธมิตรรัฐบาลนั้นจะปลอดภัยกว่าการถือเงินสดในธนาคารเนื่องจากธนาคารมีโอกาสล้มจากการดำเนินธุรกิจได้ แต่พันธมิตรรัฐบาลมีธนาคารกลางที่สามารถใช้นโยบายทางการเงินมาเพื่อช่วยคืนได้ อีกทั้งการที่พันธมิตรรัฐบาลของสหรัฐอเมริกาก็จะพึงก็อาจเกิดขึ้นได้ยากกว่าการที่ธนาคารล้มอย่างเห็นได้ชัด

อีกหนึ่งความเสี่ยงก็คือขั้นตอนการดำเนินงานของ USDC ขึ้นกับทางกฎหมายและการควบคุมของรัฐบาลสหรัฐฯถ้าหากมีเหตุการณ์ที่ทำให้ภาครัฐสั่งระงับการโอนจ่ายด้วย USDC ก็ถือเป็นความเสี่ยงเช่นกัน ยกตัวอย่างเช่นมีการแบล็กลิสต์ USDC Address ที่ตรวจพบว่ามีส่วนเกี่ยวข้องกับการ Hack หรือ การฟอกเงิน (Money Laundering) ซึ่งปัจจุบันมีทั้งหมด 38 addresses ที่ถูกแบล็กลิสต์



(Source: cryptotimes.io)

และล่าสุดในวันที่ 8 สิงหาคม 2022 ทาง U.S. Department of the Treasury's Office of Foreign Assets Control (OFAC) หรือสำนักงานควบคุมสินทรัพย์ต่างประเทศของกระทรวงการคลังสหรัฐได้ใช้อำนาจเข้าแทรกแซงทุกภาคส่วนเพื่อระงับการเข้าถึงเงินของคนหรือองค์กรในอเมริกาที่เกี่ยวข้องหรือเคยใช้งาน **"Tornado Cash"** ซึ่งเป็น Protocol สำหรับเพิ่มความเป็นส่วนตัวให้ผู้ใช้บริการเครือข่ายบล็อกเชนต่าง ๆ

โดยสาเหตุนั้นมาจากการที่ Tornado Cash นั้นเป็นช่องทางที่ให้ Hacker หรือผู้ที่ทำการฟอกเงินสามารถปิดรอยละเอียดการธุรกรรมเพื่อหลบเลี่ยงการติดตามเงินได้ และ Lazarus Group ที่เป็นกลุ่ม Hacker ฝีมือดีของเกาหลีเหนือได้ใช้ช่องทางนี้ในการฟอกเงิน โดย Lazarus Group นั้นมีส่วนเกี่ยวข้องกับการ Hack บล็อกเชน Ronin ของเกม Axie Infinity ที่มีมูลค่าสูงสุดตลอดกาลในตลาดคริปโต 4 กว่า 620 ล้านดอลลาร์สหรัฐด้วย และนอกจากนั้น Tornado Cash เองก็เป็นช่องทางที่มีคนใช้ฟอกเงินกว่า 7,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐนับตั้งแต่มีการก่อตั้งขึ้นมาตั้งแต่ปี 2019

และในเวลาต่อมาทาง Centre ที่เป็นองค์กรที่คอยดูแล USDC ก็ได้ทำตามการ Sanction ของ OFAC โดยการแบล็กลิสต์ Wallet ของ Tornado Cash เพื่อระงับการใช้งาน USDC ที่อยู่ในทุก Wallet ที่มีการเกี่ยวข้องกับ Tornado Cash ตามการรายงานของ OFAC รวมมูลค่ากว่า 75,000 ดอลลาร์สหรัฐ

สิ่งนี้จึงเป็นสิ่งที่บ่งบอกได้อย่างชัดเจนว่า Stablecoin ที่ถูกดูแลโดยบริษัทเอกชนและถูกควบคุมโดยรัฐบาลอีกทีหนึ่งนั้นมีความรวมศูนย์ (Centralization) ไม่ต่างจากเงินในธนาคารปกติเลย เพียงแต่อยู่บนบล็อกเชนเท่านั้น

1.3) Binance USD (BUSD)



(Source: binance.com)

BUSD คือ Stablecoin อีกสกุลหนึ่งที่ถูกก่อตั้งโดย Paxos และ Binance โดยทาง Paxos อยู่ภายใต้การควบคุมของ New York Department of Financial Services (NYDFS) ส่วนในแง่การทำงานเบื้องหลังของ BUSD ก็คือ Fiat-Backed Stablecoin รูปแบบเดียวกับ USDT และ USDC ที่มีมูลค่า 1 ต่อ 1 กับสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ และจะมีจำนวนเหรียญไม่เกินเงินที่เก็บไว้กับ Paxos เพื่อที่จะใช้เป็นเงินในคลังสำรองได้ครบทุกเหรียญ ซึ่งบริษัทกล่าวว่าได้เก็บเงินคลังสำรองนี้ไว้ในธนาคารที่ถูกรับรองโดย Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ที่เป็นหน่วยงานรับประกันเงินฝากของสหรัฐ และอาจมีบางส่วนเก็บไว้ใน U.S. Treasury bills

BUSD นั้นสามารถเข้าถึงได้ง่ายและสะดวกผ่านทาง Paxos หรือไม่ก็ Binance ซึ่งผู้ที่ต้องการใช้งานสามารถซื้อได้ผ่าน Exchange ของ Binance หรือบริการ Gateway ต่าง ๆ หรือจะส่งเงินดอลลาร์ผ่าน Paxos แล้วให้ Paxos สร้าง BUSD อันใหม่ให้ก็ได้ โดยบล็อกเชนที่รองรับ BUSD มี 3 บล็อกเชนคือ Ethereum (ERC-20), BNB Beacon Chain (BEP2) และ BNB Smart Chain (BEP-20) ซึ่ง BNB Beacon Chain และ BNB Smart Chain นั้นเป็นบล็อกเชนของ Binance ที่มีจุดเด่นเรื่องค่าธรรมเนียมที่ถูกทำให้ผู้ใช้งานสามารถโอน Stablecoin อย่าง BUSD ด้วยค่าธรรมเนียมเพียง 0.5 BUSD ผ่าน BEP-2 หรือหากเป็นเครือข่าย BEP-20 นั้นผู้ใช้งานจะสามารถโอนได้โดยไม่เสียค่าธรรมเนียมเลย ในขณะที่เครือข่าย ERC-20 ของ Ethereum นั้นต้องเสียค่าธรรมเนียมสูงถึง 9 BUSD หรือประมาณ 320 บาท

1.3.1) Tokenomics ของ BUSD

กลไกของการทำให้ BUSD คงที่ นั้นเข้าใจได้ง่ายและเหมือนกับ USDT และ USDC ที่เคยเล่าไปก่อนหน้านี้ แต่จะเป็นการก่อสร้างและแลกคืนกับคลังสำรองของ Paxos เพื่อให้ตัวเหรียญถูกเผาทั้งและส่งเงินดอลลาร์กลับมา กลไกนี้ทำให้อุปทานและเงินในคลังมีจำนวนเท่ากันอยู่เสมอ

เมื่อไหร่ก็ตามที่ราคาของเหรียญ BUSD นั้นเริ่มต่ำกว่า \$1 ต่อหนึ่ง BUSD นักทำกำไรแบบ Arbitrage จะเล็งเห็นโอกาสในการทำกำไรจากส่วนต่าง โดยการซื้อ BUSD เป็นจำนวนมาก เพื่อที่จะเอาไปแลกกลับไปเป็นเงินดอลลาร์สหรัฐ เมื่อความต้องการของ BUSD นั้นมากขึ้นจะทำให้ราคาของ BUSD ขึ้นกลับไป 1 ดอลลาร์สหรัฐตามธรรมชาติ กลายเป็นอัตรา 1 ต่อ 1 เหมือนเดิม

1.3.2) BUSD Reserves Breakdown

Monthly Attestation Reports

+ Pax Dollar (USDP) Attestations
↓ Binance USD (BUSD) Attestations
Paxos Trust Company has engaged Withum, a nationally top-ranking auditing firm, to independently verify at specific points in time that the entire supply of Binance USD (BUSD) tokens is consistent with USD in reserve accounts at U.S. banks held and managed by Paxos. Withum performs month-end attestations of these accounts using standards established by the AICPA. Every attestation report that has been published since the launch of BUSD can be viewed below. June 30, 2022 \$17,492,602,397.83 BUSD \$17,492,602,397.83 USD

(Source: paxos.com/attestations)

บริษัท Paxos Trust ได้ทำการจ้างบริษัท Withum ซึ่งมีชื่อเสียงด้านการตรวจบัญชีอันดับให้มีการตรวจสอบเงินในคลังสำรองที่ใช้สำรองมูลค่าของ BUSD ทุกเดือน โดย Attestation นี้จะใช้มาตรฐาน American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) ทุกครั้ง

จากข้อมูลของรอบการตรวจเดือนมิถุนายน 2022 พบว่ามีการสร้าง 17,492,602,397.83 BUSD และมีเงินในคลังสำรองอยู่ที่ 17,492,602,397.83 ดอลลาร์สหรัฐเท่ากันพอดี

1.3.3) ข้อดีของ BUSD

BUSD นั้นมีข้อดีในภาพรวมไม่ต่างอะไรกับ USDT และ USDC เพราะมีทั้งรูปแบบการสร้างและแลกเปลี่ยนที่เหมือนกัน แต่สิ่งหนึ่งที่ทำให้ BUSD นั้นมีความได้เปรียบเหนือทั้งสองเหรียญที่กล่าวมานั้นคือมี Exchange อันดับของโลกอย่าง Binance เป็นผู้สร้างทำให้ BUSD ได้รับสิทธิพิเศษต่าง ๆ ที่สกุลอื่นที่ไม่ได้มี Exchange เป็นของตัวเองนั้นทำไม่ได้ ยกตัวอย่างเช่น

- **Binance ไม่คิดค่าธรรมเนียมหากซื้อขายคริปโท ๔ ด้วย BUSD**



(Source: twitter/binance)

โดยปกติแล้ว การซื้อขายสินทรัพย์ใน Centralized Exchange จะมีค่าธรรมเนียม Maker Fee สำหรับผู้ตั้งราคาขาย แล้ว Taker Fee สำหรับผู้ที่ซื้อในราคาตลาด ซึ่งจะมีการคิดเปอร์เซ็นต์ที่แตกต่างกันไปแล้วแต่การกำหนดของ Exchange เช่น Binance คิดที่ 0.1%, Zipmex คิดที่ 0.2%, และ Bitkub คิดที่ 0.25% เป็นต้น

Due to popular demand, we will extend the following two BUSD promotions again for another six months to **2022-12-31 00:00 AM (UTC)**.

1) **BUSD Zero Maker Fee Promotion:**

- The **zero maker fee** promotion will apply to all spot and margin BUSD trading pairs.
- The promotion does NOT apply to all BUSD-Margined Futures Contracts on Binance.

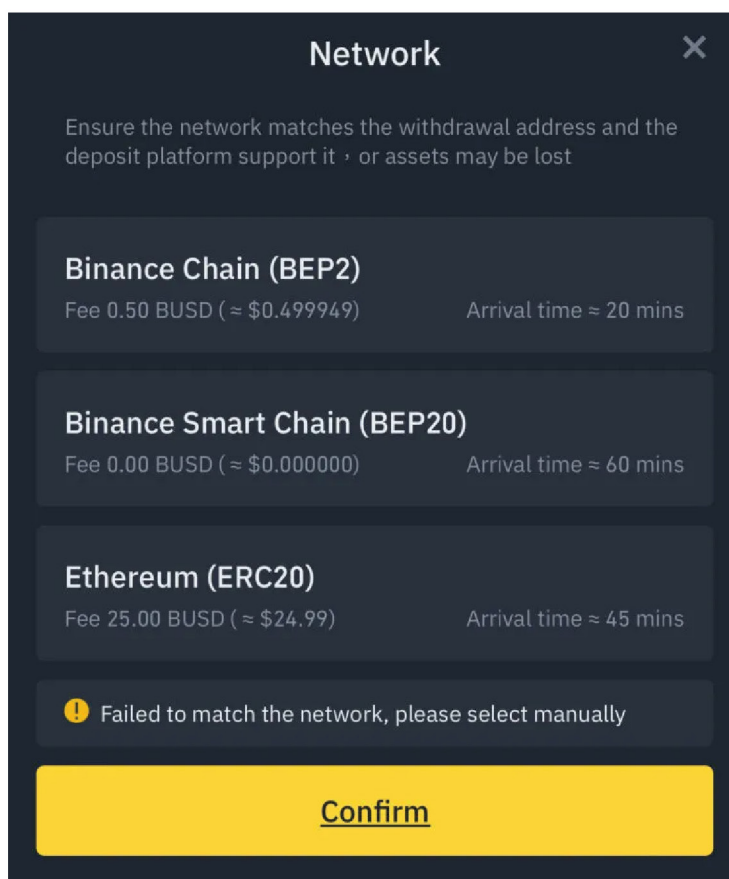
2) **Zero Trading Fee Promotion for All USD Stablecoin Trading Pairs** will be extended for these **seven spot trading pairs** only: BUSD/USDT, TUSD/BUSD, TUSD/USDT, USDC/BUSD, USDC/USDT, USDP/BUSD, and USDP/USDT.

- During the promotion period, the trading volume on the BUSD/USDT, TUSD/BUSD, TUSD/USDT, USDC/BUSD, USDC/USDT, USDP/BUSD, and USDP/USDT spot trading pairs will be excluded from VIP-tier volume calculation.
- BNB discounts, referral rebates, and any other adjustments will not be applied to BUSD/USDT, TUSD/BUSD, TUSD/USDT, USDC/BUSD, USDC/USDT, USDP/BUSD, and USDP/USDT spot trading volume during the promotion.
- Standard trading fees apply after the promotion ends. Please refer to the **VIP tier fee structure** for details.

(Source: binance.com)

แต่ Binance มักจะมีโปรโมชั่นให้ผู้ใช้งาน BUSD อยู่เสมอ โดยหลัก ๆ แล้วจะเป็นการยกเลิกค่าธรรมเนียมสำหรับฝั่ง Maker และการยกเลิกค่าธรรมเนียมการแลกเปลี่ยน Stablecoin โดยในขณะนี้ก็มีทั้งหมด 7 คู่ซื้อขาย คือ BUSD/USDT, TUSD/BUSD, TUSD/USDT, USDC/BUSD, USDC/USDT, USDP/BUSD, และ USDP/USDT ซึ่งการยกเลิกค่าธรรมเนียมในลักษณะนี้สามารถกระตุ้นให้มีการใช้งาน BUSD มากขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง และยังเป็นเรื่องที่ดึงดูดให้คนเข้ามาใช้งาน Binance มากขึ้นอีกด้วย

- **Binance ไม่คิดค่าธรรมเนียมการถอน BUSD ผ่าน BNB Smart Chain**



(Source: thefipharacist.com)

นอกจากจะไม่คิดค่าธรรมเนียมแล้ว การถอน BUSD ออกจาก Binance ด้วยเครือข่าย BNB Smart Chain ก็ไม่คิดค่าธรรมเนียมเช่นกัน สิ่งเหล่านี้จะไม่สามารถเกิดขึ้นได้เลยหาก Binance นั้นไม่ใช่เจ้าของ BUSD โดยตรง

- **Binance เปิดให้นำ BUSD เป็นเงินในการระดมทุนบน Launchpad**



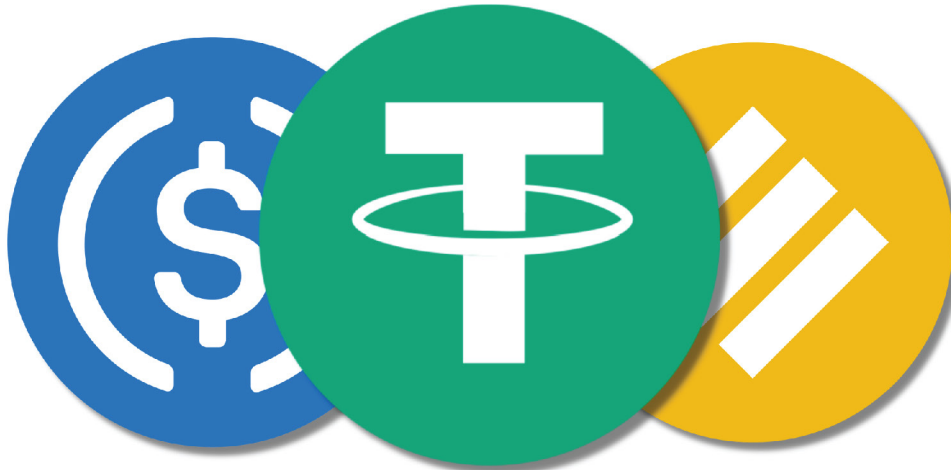
(Source: tokeny.pl)

Binance Launchpad คือการเปิดระดมทุนของโปรเจกต์ด้าน Cryptocurrency ที่ทาง Binance เองได้คัดมาระดับหนึ่งแล้วว่ามีความน่าสนใจและไม่หลอกลวง ซึ่งสามารถเปรียบเทียบการเปิด Launchpad ได้คล้ายกับบริษัทที่ต้องการจดทะเบียนขึ้นขายในตลาดหลักทรัพย์ ก็จะเริ่มจากการทำ Initial Public Offering (IPO) เพื่อระดมทุนในรอบแรกก่อน โดยผู้ดูแลก็จะเป็นหน้าที่ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) เป็นผู้คัดกรองและตรวจสอบความถูกต้อง จึงอาจสามารถเปรียบ Launchpad เป็นการ IPO และ Binance เป็น กลต. เพื่อความเข้าใจได้ง่ายยิ่งขึ้น

1.3.4) ข้อเสียของ BUSD

BUSD นั้นมีข้อเสียด้านการสร้างไม่ต่างอะไรกับ USDT และ USDC ดังนั้นความเสี่ยงทุกอย่างเช่นเงินในคลังสำรองถูกแอบนำไปลงทุนจนขาดทุน หรือหน่วยงานรัฐสามารถใช้กฎหมายบังคับบริษัทผู้ดูแล BUSD จนจำเป็นต้องปิดตัวได้ในอนาคตนั้นเหมือนกันกับสกุลอื่นทั้งหมด

1.4) อุปสรรคของ Fiat-backed Stablecoin



จากตัวอย่าง Fiat-backed Stablecoin ทั้งสามเหรียญนั้นพอจะสรุปได้ว่าเป็น Stablecoin ประเภทที่ต้องอาศัยความเชื่อใจในตัวบริษัทที่ออกเหรียญอย่างมาก ซึ่งการเสริมสร้างความมั่นใจนั้นก็ด้วยกันตั้งแต่การจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้นักลงทุนเชื่อมั่นว่าบริษัทจะต้องรับผิดชอบหากเกิดความเสียหายอะไรขึ้นมา หรือการจ้างบริษัทบัญชีคอยตรวจสอบทุกเดือน และการเก็บเงินในคลังสำรองในรูปเงินสด เงินฝากธนาคารและตราสารหนี้ระยะสั้น สุดท้ายคือการผ่านวิกฤตมาหลาย ๆ ครั้ง ซึ่งจะเจอการทำ Stress Test อย่างเช่นการไถ่ถอนคืนจำนวนมาก บริษัทจะมีเงินเพียงพอในการรองรับหรือไม่ ซึ่งจากที่ผ่านมามีทั้งสามตัวนี้สามารถรับมือได้หมด จึงถือว่ามีความแข็งแกร่งและเพิ่มความเชื่อมั่นในการใช้งานได้อย่างมาก

แต่อย่างไรก็ตาม Fiat-backed Stablecoin เหล่านี้สามารถถูก Freeze หรือติด Blacklist ได้โดยบริษัทที่เป็นคนออก Stablecoin นั้น ๆ โดย Address ที่ติด Blacklist จะไม่สามารถเคลื่อนย้าย Stablecoin ได้ ซึ่งความตั้งใจแรกที่มีฟังก์ชันนี้ก็เพื่อที่จะสามารถอายัดหรือจำกัดการเคลื่อนไหวของเงินได้อย่างทันทีทั้งที่สำหรับในกรณีนี้ Address นั้นเกี่ยวข้องกับการทุจริต, Hack, หรือการฟอกเงิน รวมถึงการบังคับใช้กฎหมายจากหน่วยงานรัฐที่ทางบริษัทผู้ออก Stablecoin ต้องทำตาม

ซึ่งถ้าผู้ใช้งานไม่ได้ทำอะไรผิดก็คงไม่ต้องกังวล แต่บางทีเราอาจจะโดนลูกหลงจากความผิดพลาดนั้นโดยที่เราไม่ได้ตั้งใจหรือมีคนแกล้งก็ได้ เช่นกรณีที่ Address ที่เข้าข่ายทุจริตแกล้งโอนเศษเหรียญให้กับทุกคนที่เคยใช้งาน DApp หนึ่ง ๆ จนทำให้ผู้ใช้งานคนอื่นเข้าข่ายทุจริตไปด้วยทำให้อาจโดน Freeze เงินโดยไม่ได้มีความผิดอะไร และมากกว่านั้นผู้ใช้งานเองก็อาจคิดไม่ได้ว่าในอนาคตจะมีการใช้ฟังก์ชันนี้ในลักษณะอื่นที่ไม่ควรจะเป็นหรือไม่ ทำให้ผู้ใช้งานไม่สามารถมั่นใจได้เต็มร้อยว่า Stablecoin ที่อยู่กับเรานั้นจะเป็นของเรารจริง ๆ

2. Crypto-backed Stablecoins



(Source: cryptomind)

ด้วยความที่ Fiat-backed Stablecoin จะทำให้เห็นว่านักลงทุนต้องพึ่งพาความเชื่อใจต่อบริษัทหรือบุคคลที่เป็นตัวกลางซึ่งขัดกับอุดมคติในการพยายามลดทอนอำนาจของการมีตัวกลาง (Decentralization) จึงมีแนวคิดในการนำ Cryptocurrency ที่มีความกระจายศูนย์มาเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันในการสร้าง Stablecoin ซึ่งเรียกสกุลเงินในหมวดนี้ว่า **“Crypto-backed Stablecoin”**

โดย Stablecoin ที่ใช้หลักการนี้แล้วค่อนข้างประสบความสำเร็จนั้นคือ DAI ของ MakerDAO และ MIM ของ Abracadabra นอกจากนี้ยังมีไอเดียการต่อยอด DAI จนเป็นเหรียญ UXD Stablecoin ของ UXD Protocol โดยการสร้าง Stablecoin ในลักษณะนี้จะทำผ่าน Open Source Smart Contract ซึ่งไม่ต้องพึ่งตัวกลางใด ๆ ซึ่งแต่ละเหรียญมีรายละเอียดดังนี้

ตัวอย่างของ Crypto-Backed Stablecoins

2.1) DAI



(Source: wikipedia.org)

เหรียญ DAI เป็น Stablecoin ประเภท Crypto-backed ตัวแรกที่ถูกสร้างผ่าน Smart Contract ผ่านแพลตฟอร์มที่ชื่อว่า MakerDAO บน Ethereum Blockchain ซึ่งการที่จะสร้าง DAI ขึ้นมาได้ต้องใช้สินทรัพย์ค้ำประกันมากกว่าวงเงินที่กู้ (Overcollateral) โดยเหรียญ DAI นั้นถูกเปิดตัวครั้งแรกเมื่อเดือนธันวาคม 2017 ซึ่งจุดประสงค์ของการสร้างเหรียญ DAI ขึ้นมาเพื่อใช้งานใน MakerDAO ซึ่งเป็นแพลตฟอร์มสำหรับการกู้ยืม (Lending) นั่นเอง

ซึ่งเดิมทีก่อนที่จะมาเป็น MakerDAO แพลตฟอร์มดังเดิมมีชื่อว่า Maker Protocol เปิดตัวมาก่อนแล้วตั้งแต่ปี 2014 โดยผู้ก่อตั้งที่ชื่อว่า Rune Christensen และทำงานร่วมกับทีมงานอื่น ๆ ภายใต้องค์กรชื่อ Maker Foundation โดยทาง Maker Protocol ได้รับการระดมทุนจำนวน 54.5 ล้านดอลลาร์สหรัฐ นำโดย VC ชื่อดังมากมาย ตัวอย่างเช่น Bloccelebrate, Paradigm Capital Management, Dragonfly Capital Partners, Andreessen Horowitz, Polychain Capital เป็นต้น แต่ภายหลังจาก Maker Foundation ก็ลดบทบาทของตน และตั้ง Decentralized Autonomous Organization (DAO) ออกมาควบคุมดูแล Protocol แทน Maker Protocol จึงได้เปลี่ยนชื่อเป็น MakerDAO ในปัจจุบัน

ในระยะแรกเริ่มเดิมทีเราสามารถใช้อำนาจ ETH ไปวางเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันได้เพียงตัวเดียวเท่านั้น ซึ่งเรียกว่า Single-Collateral DAI (SCD) หรือ SAI แต่ในเดือนพฤศจิกายน 2019 ทาง Protocol ก็ได้ยกเลิก SAI แล้วเปลี่ยนไปเป็น Multi-Collateral DAI (MCD) หรือ DAI แทน ซึ่งหลังจากนั้นเราสามารถใช้อำนาจอื่น ๆ ไปเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันได้ โดยสินทรัพย์ตัวแรกที่ได้รับการโหวตให้มาใช้ได้คือเหรียญ BAT (Basic Attention Token)

Top Stablecoin Tokens by Market Capitalization

This page lists the most valuable stablecoins. They are listed by market capitalization with the largest first and then descending in order.

Market Cap

\$153,371,417,429

▼ 0.05%

Trading Volume

\$64,894,085,958

▼ 9.84%

★ Watchlist

📁 Portfolio

Cryptocurrencies

Categories

DeFi

NFT

Metaverse

Polkadot

BNB Chain

Solana

Avalanche

Show rows

100 ▼

# ▲	Name	Price	1h %	24h %	7d %	Market Cap ⓘ	Volume(24h) ⓘ	Circulating Supply ⓘ	Last 7 Days
☆ 3	 Tether USDT	\$1.00	▼ 0.00%	▼ 0.01%	▲ 0.01%	\$66,423,732,610	\$51,083,483,631 \$1,074,943,507 USDT	66,412,627,906 USDT	
☆ 4	 USD Coin USDC	\$1.00	▲ 0.01%	▲ 0.02%	▲ 0.04%	\$54,399,847,876	\$5,939,596,606 \$5,938,120,387 USDC	54,386,327,408 USDC	
☆ 7	 Binance USD BUSD	\$1.00	▼ 0.01%	▲ 0.02%	▼ 0.04%	\$17,905,229,995	\$6,228,218,878 \$6,228,200,138 BUSD	17,905,176,113 BUSD	
☆ 12	 Dai DAI	\$1.00	▲ 0.03%	▲ 0.10%	▲ 0.09%	\$7,400,480,062	\$688,585,686 \$688,392,762 DAI	7,398,406,634 DAI	

(Source: coinmarketcap.com)

โดยตั้งแต่เปิดตัวมาเหรียญ DAI ก็มีขนาด Market Cap ที่เติบโตต่อเนื่องตาม Use Case ที่เพิ่มขึ้น เช่น สามารถนำเหรียญไปปล่อยกู้ นำไปทำ Farming ตามแพลตฟอร์มต่าง ๆ หรือใช้เป็นคู่เทรดได้ทั้งบน Decentralized Exchange และ Centralized Exchange หรือนำไปแลกกับ Dai Saving Rate (DSR) เพื่อรับ Reward ซึ่งการใช้งานดังกล่าวได้ทำให้ขนาด Market Cap ของ DAI ขึ้นไปทำจุดสูงสุดราว 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐในช่วงเดือนกุมภาพันธ์ 2022 โดยในปัจจุบันมี Market Cap ลดลงมาอยู่ที่ประมาณ 7,400 ล้านดอลลาร์สหรัฐ จัดอยู่เป็นอันดับที่ 4 และมี Market Share อยู่ที่ประมาณ 4.8% ในช่วงเดือนกรกฎาคม (Source: The Block)

Dai to USD Chart



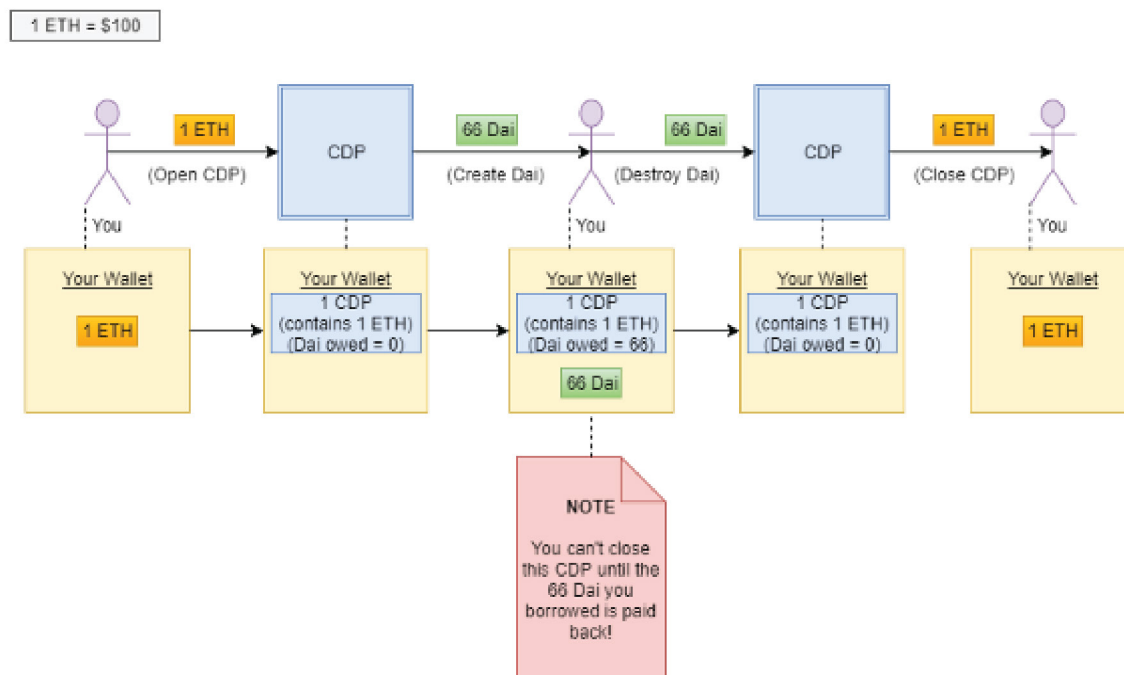
(Source: coinmarketcap.com)

สำหรับในแง่ของความเสถียรของราคา ในช่วงแรก ๆ ราคาจะค่อนข้างแกว่ง แต่ราคาก็สามารถ Peg ได้นิ่งขึ้นตามการเติบโตของ Market Cap โดยราคาเคยขึ้นไปสูงสุดที่ \$1.14 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ Black Thursday ในเดือนมีนาคม 2020 และเคยลงไปต่ำสุดที่ \$0.903 ในเดือนพฤศจิกายน 2019 ซึ่งในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา ราคา DAI สามารถรักษาระดับอยู่ในช่วงราคา \$0.992 - \$1.03 ได้

ส่วนเหตุการณ์ที่ทำให้ราคา DAI พุ่งไปที่จุดสูงสุดประมาณ \$1.14 เกิดขึ้นในเหตุการณ์ Black Thursday ในเดือนมีนาคม 2020 ที่เป็นช่วงตลาดคริปโท ๙ ตกลงอย่างหนักและราคา Gas Fee บน Ethereum Chain พุ่งขึ้นสูงมาก ด้วยราคาของ ETH ที่ตกอย่างรุนแรงทำให้เกิดการ Liquidate ส่งผลทำให้เกิด Demand ของ DAI เพิ่มขึ้นสูงจากความต้องการนำมาใช้เพื่อปิดหนี้ ในขณะที่เดียวกันด้วยสภาวะตลาดผันผวนและค่า Gas Fee ที่เพิ่มขึ้นสูง ส่งผลทำให้เกิดปัญหาเรื่อง Liquidity ไม่เพียงพอเป็นผลทำให้ราคา DAI พุ่งขึ้นตามที่แสดงในรูปข้างต้น

2.1.1) Tokenomics ของ DAI

ในการสร้างเหรียญ DAI จะต้องนำสินทรัพย์ค้ำประกัน (Collateral) ไปวางในแพลตฟอร์ม ซึ่งดังที่กล่าวไปในตอนต้น แรกเริ่มเดิมทีเราต้องใช้เหรียญ ETH แต่ในปัจจุบันเราสามารถเลือกวางเหรียญอื่น ๆ เป็นสินทรัพย์ค้ำประกันได้ด้วย ตัวอย่างเช่น WBTC, TUSD, USDC, WSTETH (Liquid-Staked ETH uu Lido Finance), Real World Assets เป็นต้น ซึ่งเหรียญที่จะนำมาเป็น Collateral สามารถโหวตได้ผ่าน MakerDAO Governance โดยผู้ถือเหรียญ MKR

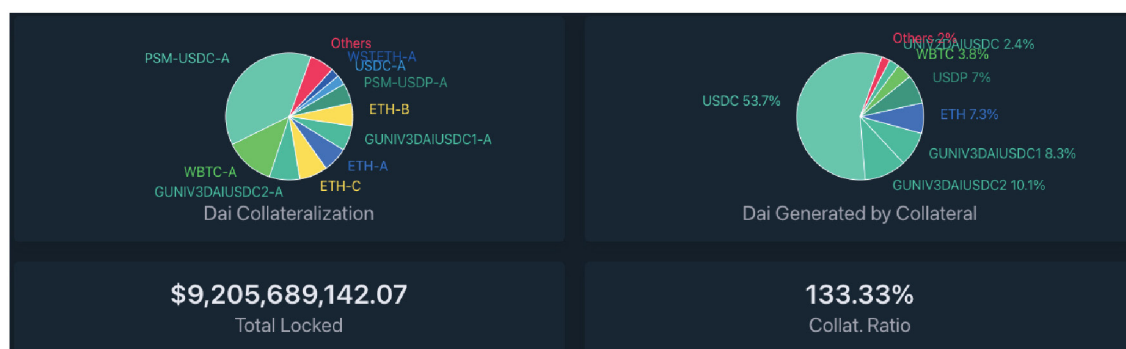


(Source: medium.com/cryptolinks)

ระบบในการสร้างเหรียญ DAI มีชื่อว่า Collateralized Debt Positions (CDPs) ซึ่งเป็น Smart Contract ที่ทำหน้าที่เหมือนสัญญาเงินกู้ ซึ่ง CDPs จะสร้าง DAI ขึ้นมาถ้าเราไปวาง Collateral ตามจำนวนที่กำหนด โดย Collateral ที่นำไปค้ำจะถูกนำไปเก็บไว้ใน Vault ของ Maker ซึ่งตามปกติจะต้องใช้ Collateral Ratio อย่างต่ำที่ 150%

ตัวอย่างเช่น ถ้าเราต้องการ DAI จำนวน \$1000 เราจะต้องวาง ETH มูลค่า \$1500 ในทางกลับกัน CDPs จะคืน Collateral ให้เราถ้าเรานำ DAI ไปคืน ซึ่ง DAI ที่นำมาคืนจะถูก Burn ทั้งไปจากระบบ นอกจากนี้เมื่อเรานำ DAI มาคืน จะต้องเสีย Stability Fee หรือ ดอกเบี้ยเงินกู้ (อัตราอยู่ในช่วงประมาณ 0.5-2.5% ต่อปี) ที่จะต้องจ่ายเป็นเหรียญ MKR

จะเห็นได้ว่าการสร้าง DAI จะเกี่ยวกับการที่เรากู้ DAI ออกมาโดยการวาง Collateral นั้นเอง ซึ่งโดยทั่วไปผู้ใช้งานมักจะใช้ Collateral Ratio ให้เกิน 150% เพื่อลดความเสี่ยงการถูก Liquidation และในกรณีที่มูลค่าของสินทรัพย์ค้ำประกันลดลงและผู้กู้ไม่สามารถนำเหรียญ DAI มาคืนหรือเติม Collateral ได้ จน Collateral Ratio ลดต่ำกว่า 150% ก็จะเกิดการ Liquidation ซึ่งก็คือการที่ Collateral ทั้งหมดหรือบางส่วนจะถูกนำไปขาย พร้อมกับถูกหักค่าปรับหรือ Liquidation Penalty เป็นจำนวนถึง 13%

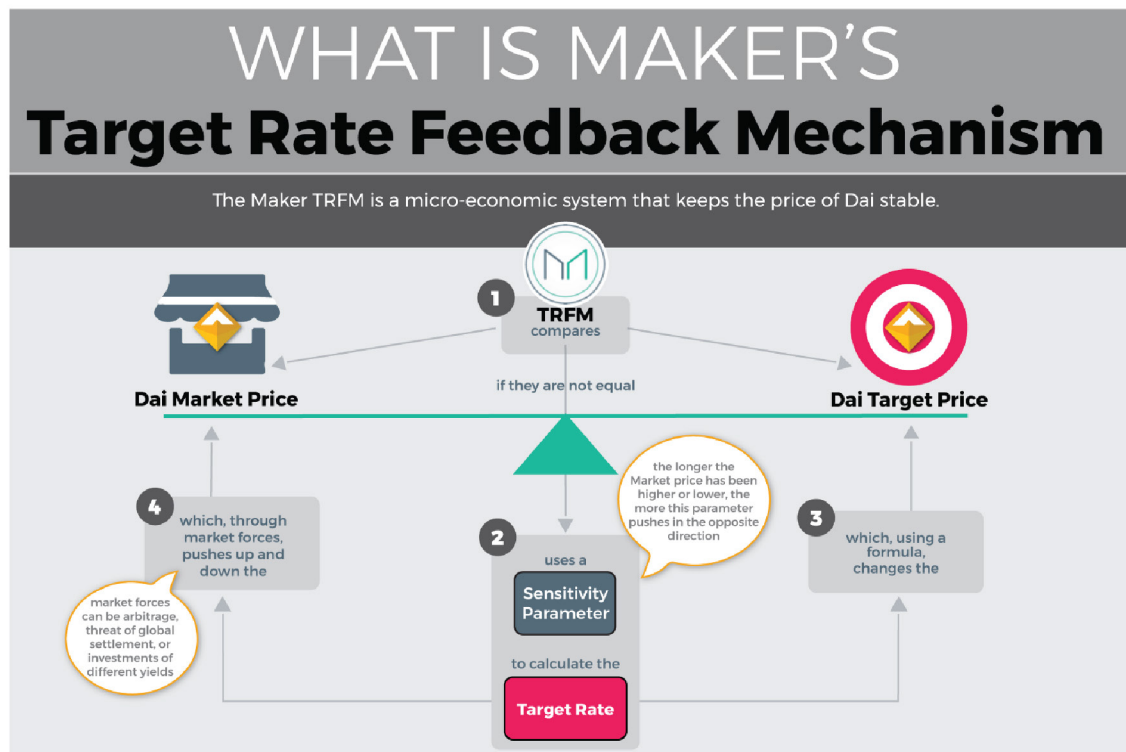


(Source: daistats.com)

โดยในช่วงเดือนกรกฎาคม DAI มี Market Cap อยู่ที่ประมาณ 6,900 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และมี Market Share ที่ประมาณ 5% โดยประเภทสินทรัพย์ที่ถูกนำวางเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันมากที่สุดคือ ETH ที่สัดส่วน 41% และรองลงมาคือ USDC ที่สัดส่วน 29% ในทางกลับกันสัดส่วนมูลค่าสินทรัพย์ที่ค้ำ DAI อยู่จริงกลับเป็น USDC ที่มีสัดส่วนสูงที่สุดที่ 47.8% รองลงมาเป็น ETH ที่ 16.8%

ข้อมูลดังกล่าวแสดงว่าสินทรัพย์ที่มีราคาผันผวนอย่าง ETH มีการใช้ Collateral Ratio ที่สูงกว่า USDC ที่เป็น Stablecoin โดยถ้าคิดเฉลี่ยรวมทุกสินทรัพย์ Collateral Ratio จะมีค่าอยู่ที่ 133.33%

2.1.2) กระบวนการรักษาราคาของ DAI



(Source: medium.com/coinmonks)

กระบวนการรักษาราคา Peg ของ DAI ที่ 1 ดอลลาร์สหรัฐ จะขึ้นกับกระบวนการที่เรียกว่า Target Rate Feedback Mechanism (TRFM) ที่มีหลักการคล้ายกับการจ่ายดอกเบี้ยของธนาคาร ซึ่งโดยปกติแล้วถ้ามีคนมากู้ธนาคารเยอะมากกว่าฝาก ธนาคารจะเพิ่มดอกเบี้ยเพื่อให้คนนำเงินมาฝากมากขึ้น ในทางกลับกันถ้ามีคนนำเงินมาฝากธนาคารเยอะกว่าจำนวนคนมากู้ ทางธนาคารก็จะลดดอกเบี้ยเพื่อเพิ่มจำนวนคนมากู้ให้มากขึ้น

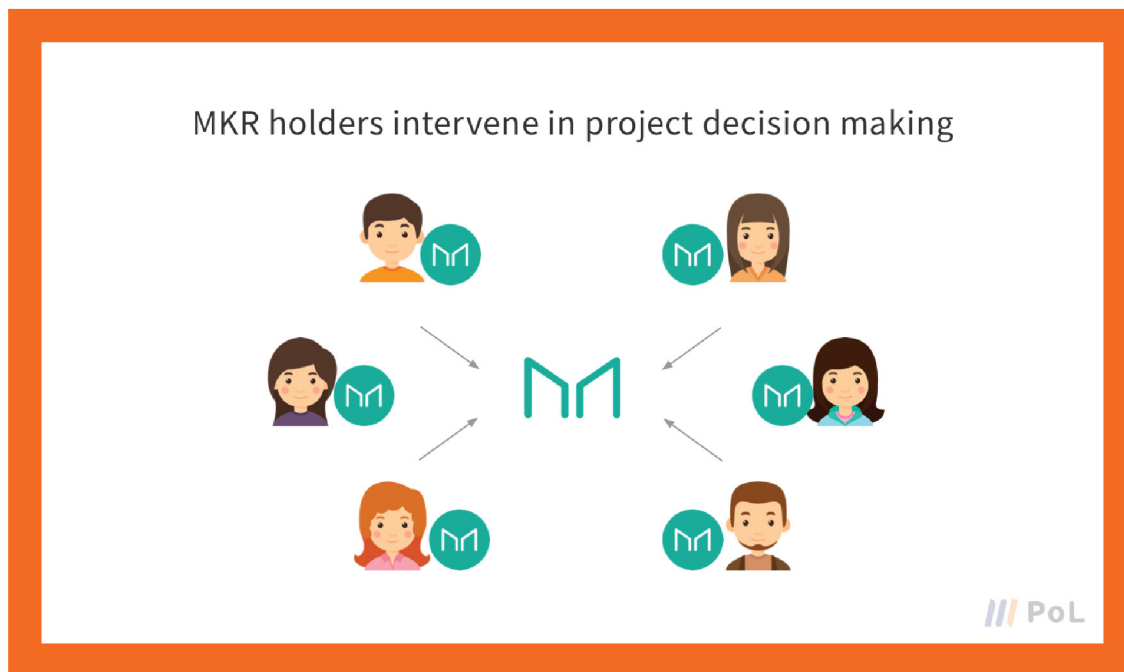
โดยถ้าเปรียบเทียบกับการทำงานของธนาคาร TRFM จะเป็นระบบที่คอยดูว่ามีจำนวนเงินฝาก (ผู้ถือ DAI) เทียบกับจำนวนเงินกู้ (ผู้กู้ DAI ผ่าน CDP) มากหรือน้อยกว่ากันเท่าไรโดยการเทียบราคา Market Price (มี Oracle คอยส่งข้อมูลราคาตลาด) และ Target Price

โดยในกรณีที่ Market Price มากกว่า Target Price หมายถึงว่ามีจำนวนเงินฝากมากกว่าเงินปล่อยกู้ และในกรณีที่ Market Price น้อยกว่า Target Price ซึ่งหมายถึงว่ามีจำนวนเงินฝากน้อยกว่าจำนวนเงินปล่อยกู้นั่นเอง

โดย TRFM จะปรับ Target Rate (เหมือนกับดอกเบี้ยธนาคาร) ให้เข้ากับการแต่ละสถานการณ์นั่นเอง ตัวอย่างเช่น ถ้าราคาตลาด DAI < 1 ดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งถ้าเปรียบเทียบกับการทำงานของธนาคารก็ต้องจูงใจให้คนมาฝากเงินเพิ่มและกู้เงินน้อยลง ซึ่งกรณีนี้ TRFM จะเพิ่ม Target Rate ทำให้ราคา DAI ในแพลตฟอร์มเพิ่มขึ้น ซึ่งผลคือทำให้กระบวนการสร้าง DAI โดย CDPs มีค่าใช้จ่ายที่แพงขึ้น ซึ่งช่วยลดการกู้ DAI ในขณะเดียวกันด้วยราคาของ DAI ในตลาดที่มีราคาถูก จึงเป็นโอกาสในการ Arbitrage โดยคนจะไปซื้อซื้อ DAI มาจากตลาด แล้วนำมาคืนปิดหนี้ผ่าน CDPs ซึ่งผลทั้งหมดทำให้ Supply ของ DAI ลดลงและเพิ่ม Demand จนทำให้ราคา กลับเข้า Peg ในที่สุด

ในทางตรงกันข้าม ถ้าราคาตลาด DAI > 1 ดอลลาร์สหรัฐ ถ้าเปรียบเทียบกับการทำงานของธนาคารก็ต้องจูงใจให้คนมากู้เพิ่ม ซึ่งกรณีนี้ TRFM จะลด Target Rate เพื่อลดราคา DAI บนแพลตฟอร์ม และทำให้เกิดแรงจูงใจให้คนมากู้ DAI แล้วนำไปขายในตลาด ส่งผลให้ Supply ของ DAI เพิ่มขึ้นและลด Demand ทำให้ราคากลับเข้า Peg

2.1.3) Tokenomics ของ MKR



(Source: pol.techtec.world)

อีกหนึ่งส่วนประกอบสำคัญของ DAI ก็คือเหรียญ MKR ซึ่งเป็น Governance Token ของแพลตฟอร์ม โดยผู้ Stake เหรียญ MKR มีสิทธิในการโหวตเพื่อปรับพารามิเตอร์ต่าง ๆ ได้ เช่น โหวตปรับ Dai Saving Rate (DSR) หรือปรับเพิ่มลด Collateral ที่สามารถใช้ค้ำ และผู้ Stake MKR ยังจะได้รับค่า Fee ต่าง ๆ เช่น Stability Fee, Liquidation Penalties นอกจากนี้เหรียญ MKR ยังมีหน้าที่ Cover หนี้เสีย กรณีเกิดหนี้เสียทางแพลตฟอร์มจะผลิต MKR ขึ้นมาและขายในตลาดเพื่อ Cover ในส่วนนี้

Currencies				
rank	token	USD value / percentage		token balance
1	 MKR MKR	\$83,320,655.7	98.8 %	76,975.9
2	 ENS ENS	\$759,774.7	0.9 %	46,296.3
3	 AAVE AAVE	\$146,621.4	0.2 %	1,494.9
4	 stkAAVE stkAAVE	\$143,885.3	0.2 %	1,467.1

(Source: deepdao.io)

นอกจากนี้ทาง Protocol ยังมีเงินสำรองที่อยู่ในส่วนของ MakerDAO Treasury ที่ผู้ถือเหรียญ MKR สามารถโหวตนำไปใช้ในกรณีต่าง ๆ หรือเพื่อรักษาเสถียรภาพของราคา DAI ได้ โดยในช่วงเดือนกรกฎาคม - สิงหาคม 2022 MakerDAO Treasury มี Asset ทั้งหมดมูลค่าประมาณ 84.3 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งประกอบไปด้วย

- MKR มูลค่า 83.32 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (98.8%)
- ENS มูลค่า 759,774 ดอลลาร์สหรัฐ (0.9%)
- AAVE มูลค่า 146,621 ดอลลาร์สหรัฐ (0.2%)
- stkAAVE มูลค่า 143,885 ดอลลาร์สหรัฐ (0.2%)

2.1.4) ข้อดีของ DAI

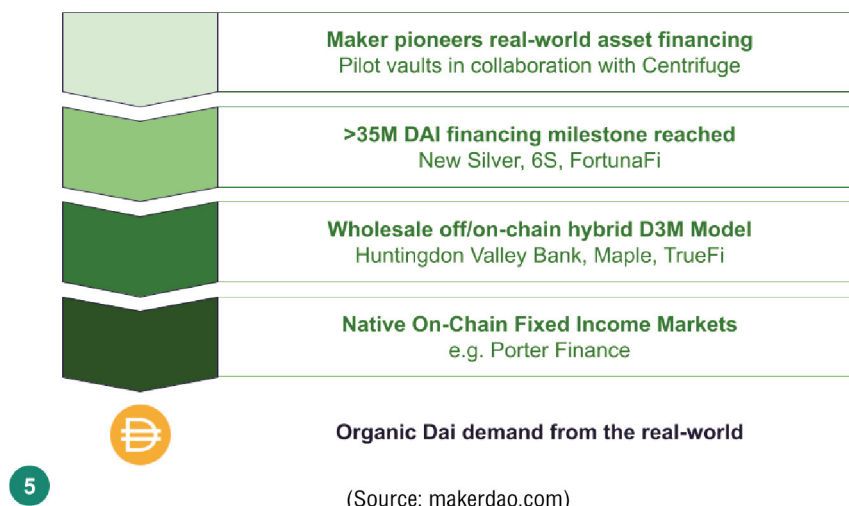
ข้อดีที่เด่นชัดของเหรียญ DAI คือมีความ Decentralize สูง ด้วยขั้นตอนการสร้างเหรียญเป็น Permissionless และมีความโปร่งใส เพราะสามารถตรวจสอบข้อมูลได้บนบล็อกเชนโดยใครก็สามารถสร้างเหรียญ DAI ได้โดยสามารถเลือก Asset ที่จะนำมาใช้เป็น Collateral ได้หลากหลายและมีแนวโน้มว่าจะมีสินทรัพย์มาเพิ่มอีกเรื่อย ๆ ที่จะช่วยรองรับการเติบโตและความแข็งแกร่งของ DAI โดยในปัจจุบันเราสามารถเลือกใช้ Asset ดังต่อไปนี้

- ETH, WSTETH, WBTC, renBTC, LINK, UNI, YFI, MANA, MATIC, GUSD, USDC
- **LP Token จากแพลตฟอร์ม Uniswap และ Curve** ตัวอย่างเช่น ETH-DAI, WBTC-ETH, USDC-ETH, DAI-USDC, UNI-ETH, WBTC-DAI, ETH-stETH เป็นต้น
- **Real World Assets (RWAs)** ประกอบด้วย Assets ของ บริษัทต่าง ๆ ที่ถูก Tokenize ผ่านแพลตฟอร์ม Centrifuge* ตัวอย่างเช่น Mortgage Loan, Loan Credits, Trade Credits, Invoices, อสังหาริมทรัพย์

ตัวอย่าง Real World Assets ที่สามารถใช้กู้ DAI ในปัจจุบัน เช่น New Silver Loan Credits, บริษัท ConsolFreigh (บริษัท Logistics Software), Harbor Trade Credit (Supply Chain Finance Provider), Fortunati (บริษัท Fund Management), 6s Capital (บริษัทปล่อยเงินกู้)

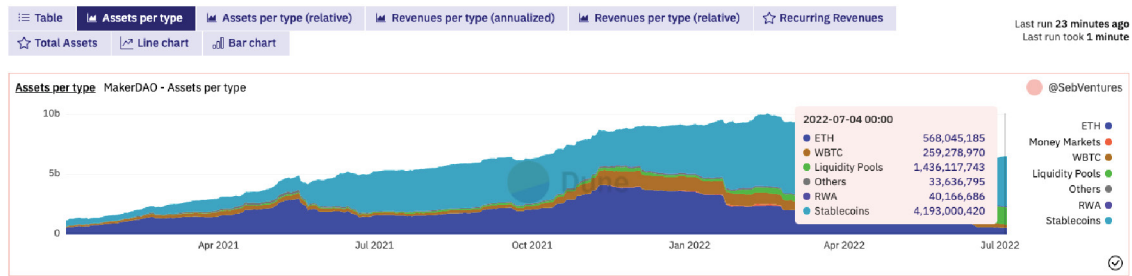
**Centrifuge คือแพลตฟอร์มที่ให้บริการนำสินทรัพย์จากโลกจริง (RWAs) มาทำเป็น Tokenized Assets เพื่อให้สามารถนำไปใช้งานในโลก DeFi ได้ โดย Centrifuge ได้ Partner กับ MakerDAO ในปี 2021 ทำให้สามารถนำสินทรัพย์จากโลกจริง (RWAs) มาใช้เป็นสินทรัพย์ค้ำประกันเพื่อกู้ DAI บนแพลตฟอร์ม MakerDAO ได้*

Fulfill the Promise of DeFi by Bringing Dai to the Real World Bold but measured approach as the real-world and crypto converge



กลยุทธ์ของ MakerDAO ในส่วนของ Real World Assets คือหนึ่งในวิธีการนำ DAI เข้าสู่การใช้งานในโลกจริง โดยบริษัทต่าง ๆ ที่ต้องการสภาพคล่องสามารถนำสินทรัพย์มา Tokenize ผ่าน Centrifuge และนำ Tokenized Asset ไปวางค้ำและทำการกู้ผ่าน Smart Contracts ได้ ทำให้เกิด Demand ของ DAI เพิ่มขึ้นและเติบโตได้ในอนาคต

ตัวอย่างเช่น เมื่อวันที่ 30 มีนาคม 2022 ที่ผ่านมา บริษัท 6s Capital ซึ่งเป็นหนึ่งในบริษัทที่ได้รับสภาพคล่องในรูปแบบของ DAI จากแพลตฟอร์ม MakerDAO ได้ทำการปล่อยกู้เงินจำนวน 7.8 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ให้กับบริษัท Tesla เพื่อนำไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

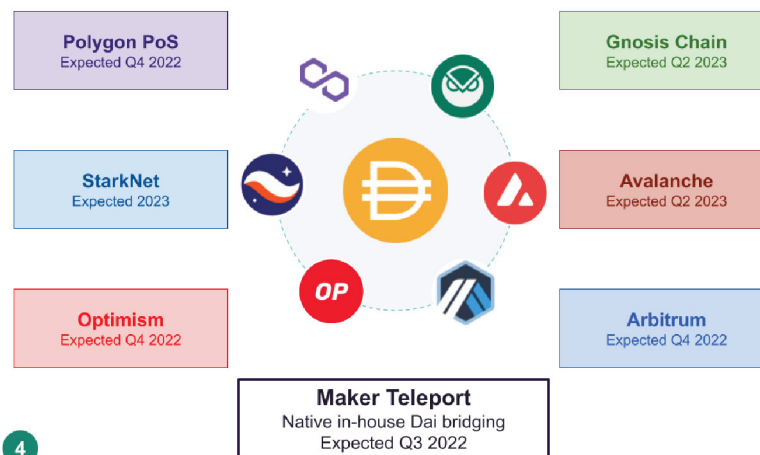


จำนวนของ Collateral asset แต่ละประเภท ที่ใช้ค่าในการกู้ DAI (Source: dune.com/SebVentures)

ซึ่งเหรียญ DAI ก็มีประวัติที่ยาวนานและถูกทดสอบมาแล้วในหลาย ๆ สภาพตลาด และจากประวัติราคา ถึงแม้ช่วงแรกจะมีความผันผวน แต่ก็สามารถรักษาราคาได้นิ่งขึ้นเรื่อย ๆ และแม้ในช่วงที่ราคาสคริปโท ๆ ตกรุนแรงในเดือนพฤษภาคม 2022 ราคา DAI ก็ยังคงเสถียรภาพไว้ได้ นอกจากนี้จากภาพข้างต้นจะเห็นว่าการใช้ Stablecoin เป็นสินทรัพย์ค้ำประกันมากขึ้น และภายหลังกยังมีสินทรัพย์ประเภท Real World Assets ซึ่งอาจเป็นหนึ่งในปัจจัยสนับสนุนที่ทำให้ราคา DAI มีเสถียรภาพมากขึ้นตามมา

Native Retail Adoption in a Multi-Chain Universe

Driving native Layer 2 and multi-chain Dai is key for retail growth



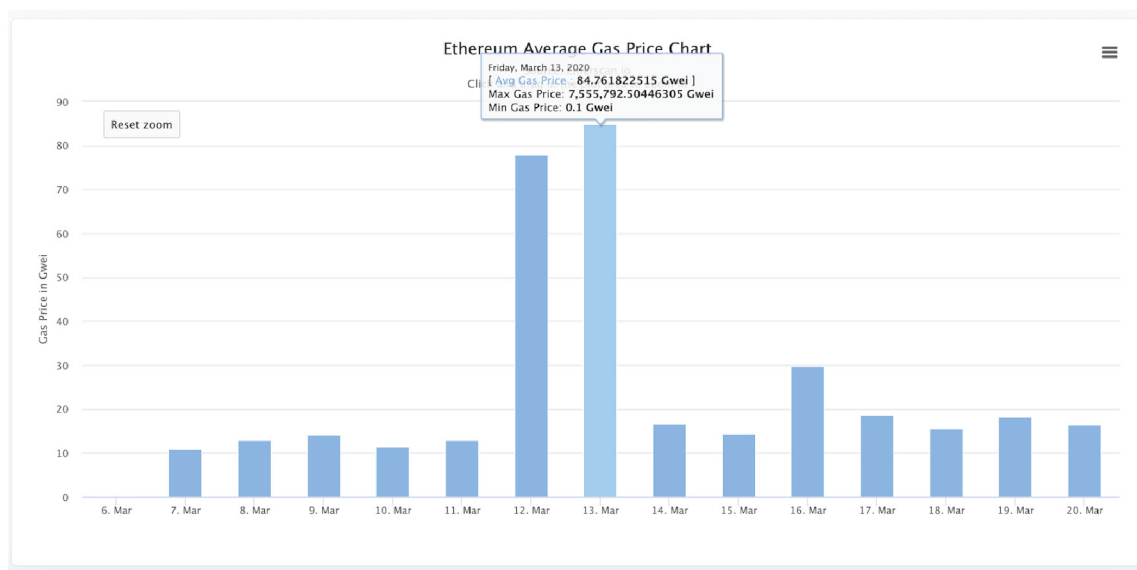
Source: MakerDAO

นอกจากนี้ปัจจัยที่น่าจับตามองสำหรับ DAI คือการขยายไปสู่ Multi-Chain และ Ethereum Layer 2 เพื่อเป็นการเข้าถึงผู้ใช้งานที่มากขึ้น นอกจากนี้ยังช่วยลด Transaction Fee และเพิ่มความเร็วของการทำธุรกรรมบน MakerDAO ซึ่งได้ประกาศร่วมมือกับโปรเจกต์ต่าง ๆ เช่น StarkNet, Optimism, Arbitrum, Polygon, Avalanche และ Gnosis Chain ไปเป็นที่เรียบร้อยแล้ว และมีแผนที่จะเปิดตัวภายในปี 2022 - 2023

2.1.5) ข้อเสียของ DAI

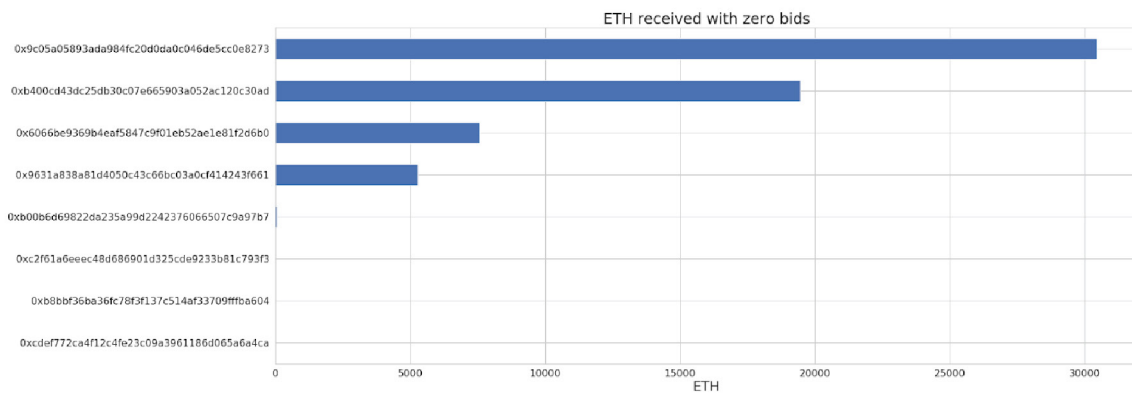
1.) Liquidation

ด้วยความที่กระบวนการการสร้างเหรียญ DAI อยู่บน Smart Contract จึงมีความเสี่ยงเรื่องการถูก Hack และโจมตีจากช่องโหว่ได้ และยังมีความเสี่ยงในเรื่องการ Liquidation โดยในแง่ผู้ใช้งานอาจมีความเสี่ยงการถูก Liquidate สินทรัพย์ที่นำไปค้ำ และในแง่แพลตฟอร์มถ้ากระบวนการ Liquidate ทำงานไม่ถูกต้องอาจเกิดหนี้เสียหรือมีผู้มาโจมตีตรงนี้ก็ทำให้แพลตฟอร์มเสียหายหนักได้เช่นกัน



(Source: blog.makerdao.com)

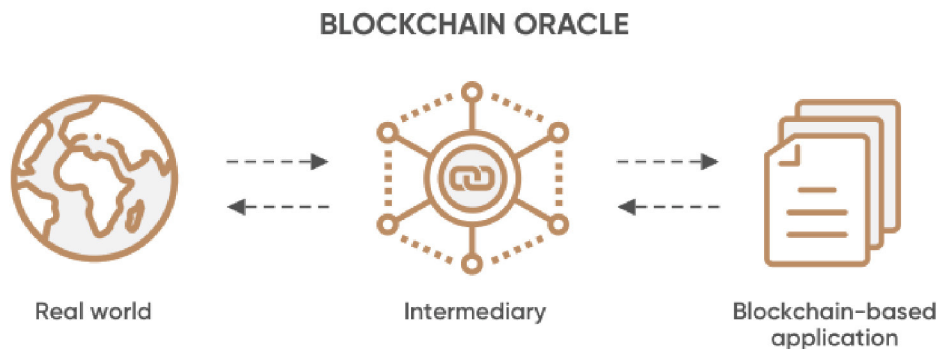
ยกตัวอย่างความเสี่ยงโดยยกจากเหตุการณ์ Black Thursday ในวันที่ 12-13 มีนาคม 2020 ที่ราคา Cryptocurrency ร่วงหนัก ทำให้ราคา ETH ที่นำมาเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันร่วงตามไปด้วย ส่งผลให้เกิดหนี้เสียขึ้นโดยมี DAI จำนวน 5.67 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ที่ไม่มีสินทรัพย์ค้ำประกัน ซึ่งถ้าเป็นเหตุการณ์ปกติจะต้องมี Liquidator Bot มาทำการประมูลซื้อ Liquidated ETH และนำไปคืนหนี้เสียที่เกิดขึ้น แต่ในขณะนั้นค่า Gas Fee บน Ethereum พุ่งขึ้นสูงมากตามรูปด้านบน ทำให้เปิดช่องว่างให้ Liquidator บางกลุ่มเจอช่องว่างที่สามารถเข้ามาประมูล Liquidated ETH ไปได้แบบฟรี ๆ



Liquidator จำนวน 8 รายที่สามารถประมูล ETH ไม่ได้ฟรี รวมทั้งหมด 35,000 ETH
(Source: medium.com/@whiterabbit_hq)

ซึ่งจากเหตุการณ์นี้ทำให้ ETH จำนวน 62,892 ETH ถูกประมูลไปแบบฟรี ๆ ซึ่งนับเป็นความเสียหายครั้งใหญ่ที่สุดครั้งหนึ่งบน MakerDAO ซึ่งหลังจากนั้นทาง MakerDAO ก็ได้แก้ปัญหาหนี้เสียด้วยการเปิดประมูลเหรียญ MKR จำนวน 20,980 MKR โดยได้เงินมาจำนวนทั้งหมด 5.3 Million DAI

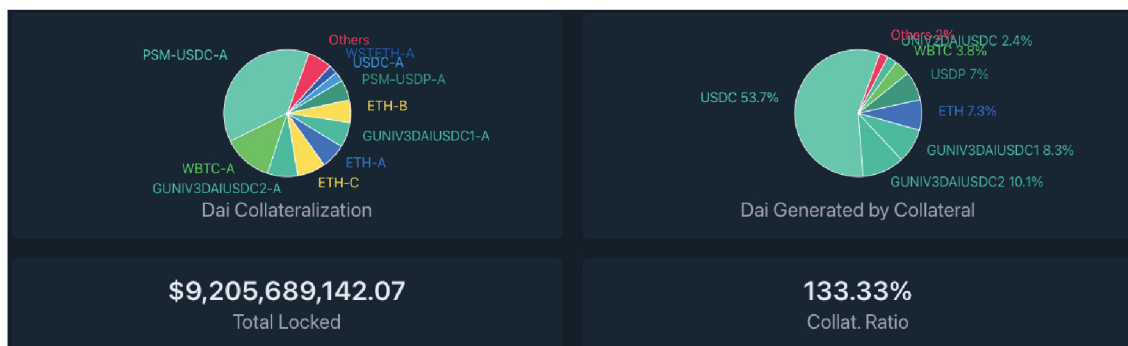
2.) Oracle Risk



(Source: capital.com)

นอกจากความเสี่ยงที่กล่าวไปข้างต้นแล้ว กระบวนการ Peg ราคาของ DAI ก็ค่อนข้างมีความซับซ้อนและขึ้นอยู่กับทั้งปัจจัยภายในและภายนอก โดยปัจจัยภายนอก เช่น Oracle, Arbitrager, Gas Price อาจจะเป็นปัจจัยที่ควบคุมได้ยากและอาจเกิดความผิดพลาดได้ ซึ่งในอดีตก็เคยมีเหตุการณ์ที่ Oracle ส่งข้อมูลราคาผิดพลาดมาแล้ว

3.) Capital Inefficiency



(Source: daistats.com)

ข้อเสียอีกอย่างของ DAI ก็คือเนื่องจากต้องใช้สินทรัพย์ค้ำประกันแบบ Overcollateral ยกตัวอย่างในปัจจุบัน DAI มีสินทรัพย์ค้ำประกันอยู่มากถึง 133.33% แปลว่าสินทรัพย์รูปแบบต่าง ๆ มูลค่ารวม 133.33 ดอลลาร์สหรัฐถูกใช้เป็นเงินค้ำประกันเพื่อออก DAI มูลค่า 100 ดอลลาร์สหรัฐมาใช้งาน ซึ่งหากมองในมุมหนึ่งก็เป็นความปลอดภัยต่อการใช้งาน DAI ที่มีสินทรัพย์ค้ำประกันเกินวงเงิน แต่หากมองในมุมประสิทธิภาพในการใช้เงิน (Capital Efficiency) นั้น DAI ถือว่ามีประสิทธิภาพที่ต่ำมาก

Reserve Ratio

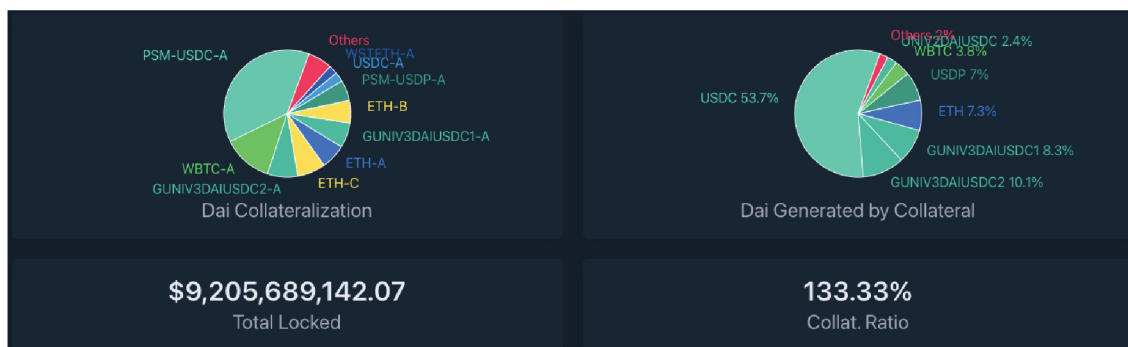
$$\text{Reserve Ratio Formula} = \text{Deposits} \times \text{Reserve Requirement}$$



(Source: wallstreetmojo.com)

ต่างจากระบบการเงินของธนาคารในปัจจุบันที่การ Leverage ให้ปล่อยกู้ได้มากกว่าที่มี โดยสัดส่วนที่เราสามารถปล่อยกู้ได้เรียกว่า Reserve Requirement Ratio (RRR) ซึ่งตั้งที่เท่าไรจะขึ้นอยู่กับนโยบายธนาคารแห่งชาติแต่ละประเทศ ยกตัวอย่างเช่น ประเทศไทย ให้ RRR ที่ 1% แปลว่าหากมีเงินฝาก 100 บาท จะต้องเก็บ 1 บาทไว้กับธนาคาร ส่วนเงิน 99 บาทสามารถนำไปลงทุนเพื่อหาทำไร เช่น ปล่อยกู้ได้ สิ่งที่ทำให้เงินใช้ได้มีประสิทธิภาพมากขึ้นคือ 99 บาทที่เหลือให้ลงทุนนั้น หากไปปล่อยกู้ต่อก็จะเก็บเพียงแค่ 0.99 บาท อีก 98.01 บาทนั้นสามารถไปกู้ได้ วิธีการนี้เรียกว่า Money Multiplier ซึ่งหากทำไปเรื่อย ๆ เงินต้น 100 บาทและ RRR ที่ 1% สามารถกลายเป็นเงินลงทุนได้มากถึง 10,000 บาทเลยทีเดียว มองในมุมหนึ่งก็เป็นการใช้เงินที่มีประสิทธิภาพกว่า DAI ที่ไม่สามารถใช้เงินได้เต็มวงเงินด้วยซ้ำ แต่อีกมุมหนึ่งก็เป็นการสร้างฟองสบู่ลูกใหญ่มากนั่นเอง

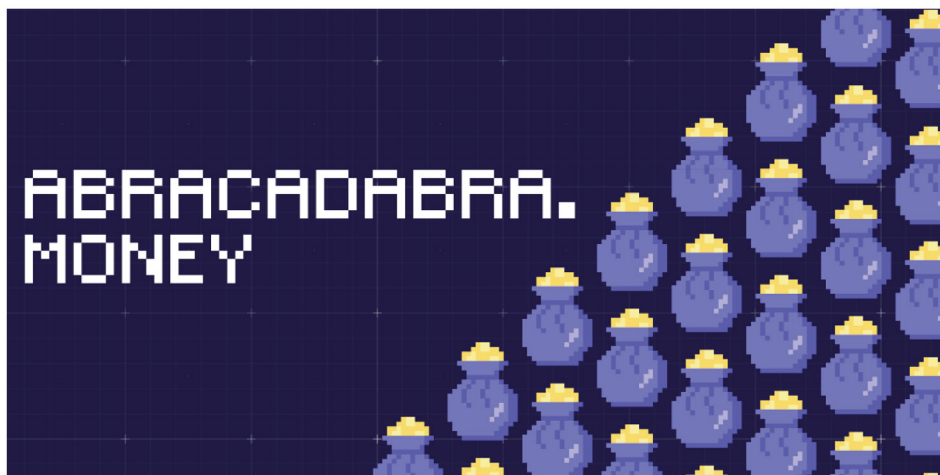
4.) Centralized Collateral



(Source: daistats.com)

แม้ว่าการสร้างเหรียญ DAI จะมีความอิสระในการสร้างโดยไม่ต้องอาศัยความเชื่อใจคนกลางใดนอกจาก Code ที่ MakerDAO เขียนไว้และมีการมีพิสูจน์หาข้อโหว่มานานหลายปีแล้ว แต่ DAI นั้นก็ไม่สามารถเรียกตัวเองว่าเป็น Decentralized Stablecoin ได้ สมบูรณ์แบบเนื่องจากสินทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันเช่น USDC ที่มีการวางค้ำถึง 53.7% หาก Circle ทำให้ความมั่นใจในการใช้งาน USDC ลดลงจนคนเริ่มเทขาย USDC จนมูลค่าหลุดจาก 1 ดอลลาร์สหรัฐ เมื่อนั้นอาจจะเกิดการล้างสถานะของ DAI ที่ใช้ USDC ค้ำ อย่างมหาศาลได้ ทำให้จริง ๆ แล้ว DAI นั้นก็ยังมีควมรวมศูนย์อยู่ระดับหนึ่งจากสินทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกัน และจากเหตุการณ์ Blacklist ของ USDC ที่ได้เข้ามาก่อนหน้านี้ในพาร์กของ USDC ก็แสดงให้เห็นถึงการรวมศูนย์ชัดเจนไปอีก ซึ่งทำให้ในอนาคตทาง MakerDAO ก็อาจจะลดการใช้ USDC ในการค้ำประกันเพื่อลดปัญหาดังกล่าว

2.2) Magic Internet Money (MIM)

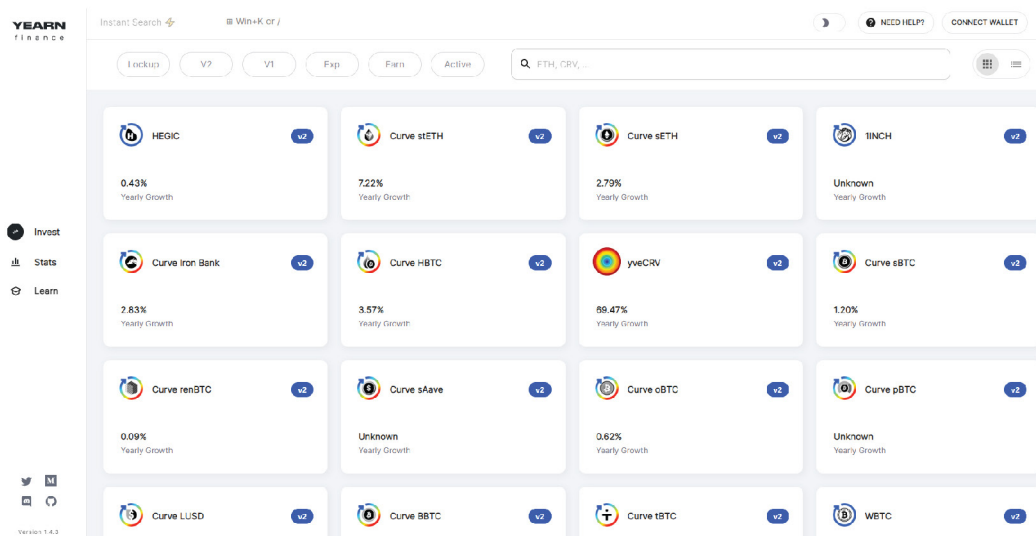


(Source: legacy.abracadabra.money)

Magic Internet Money (MIM) เป็น Stablecoin ประเภท Crypto-backed เช่นเดียวกับกับ DAI เพียงแต่ความพิเศษของ MIM นั้นอยู่ที่การสินทรัพย์ที่นำมาใช้ค้ำประกันนั้นเป็น Interest-bearing Tokens (ibTKNs)

แม้ว่าปัจจุบันนี้ DAI จะเปิดให้ใช้ ibTKNs ด้วยได้แล้ว แต่ไอเดียแรกเริ่มที่ทำให้หลักการนี้กลายเป็นกระแสหลักได้คือ Abracadabra บน Ethereum ซึ่งสร้างขึ้นโดย **Daniele Sestagalli** ที่เป็นนักพัฒนาที่มีชื่อเสียงอย่างมากเกี่ยวกับการสร้างแพลตฟอร์ม DeFi ด้วยไอเดียแปลกใหม่ที่ต่อยอดไปจากของเดิมหรือที่เราเรียกกันว่า **“DeFi 2.0”** โดยนอกจาก Abracadabra แล้วโปรเจกต์อื่นที่เขาทำได้แก่ Popsicle Finance และ Wonderland

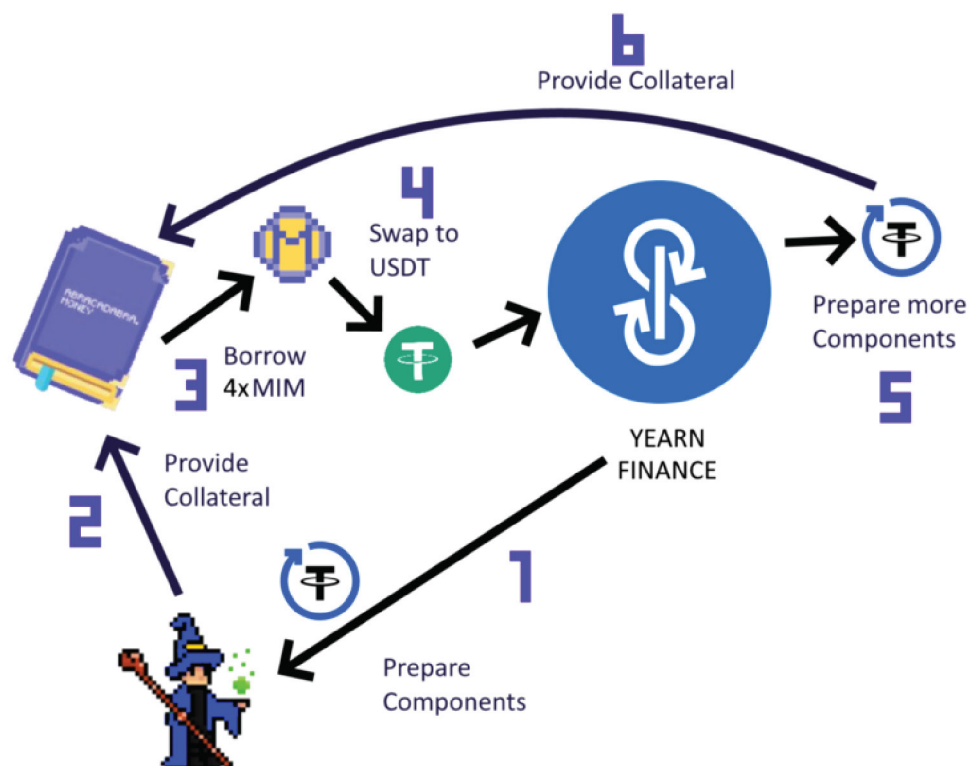
2.2.1) Capital Efficiency



(Source: yearn.fi/invest)

โดยปกติแล้วการฝากสินทรัพย์เข้าไปในแพลตฟอร์มการกู้ยืมทั่วไปจะต้องมีการส่งหลักฐานกลับมาให้ผู้ฝากเพื่อเป็นการแสดงสิทธิ์ว่าเราเคยไปฝากบนแพลตฟอร์มนั้นจริงด้วยมูลค่าเท่าไร ยกตัวอย่างเช่นการฝาก 100 USDT เข้าไปในแพลตฟอร์ม Yearn Finance ที่ให้ดอกเบี้ยฝาก 5% ก็จะได้รับ 100 yvUSDT คืนกลับมาให้ผู้ฝาก เป็นต้น

ซึ่งหากเปรียบเทียบกันตามตรงแล้ว ใบเสร็จอย่าง yvUSDT นอกจากจะเป็นหลักฐานว่านักลงทุนฝากเงินใน Yearn Finance ไปเท่าไร สิ่งพิเศษมากกว่านั้นคือดอกเบี้ยที่ได้จากการฝากนั้นก็พอพูนค่าไปในมูลค่าตัวเหรียญนั้นในทุก ๆ วันอีกด้วย ยกตัวอย่างเช่นเมื่อเวลาผ่านไป 100 yvUSDT จะมูลค่าค่อย ๆ เพิ่มขึ้นจากดอกเบี้ยที่ได้รับทุกวัน และเมื่อฝากครบ 1 ปี 100 yvUSDT จะมีมูลค่า 105 USDT ตามดอกเบี้ยที่ Yearn Finance ให้ ดังนั้นอีกนัยหนึ่ง yvUSDT นั้นเราจะเรียกว่า Interest-bearing Tokens (ibTKNs) หรือเหรียญที่มีดอกเบี้ยทบมูลค่าอยู่ภายในนั่นเอง



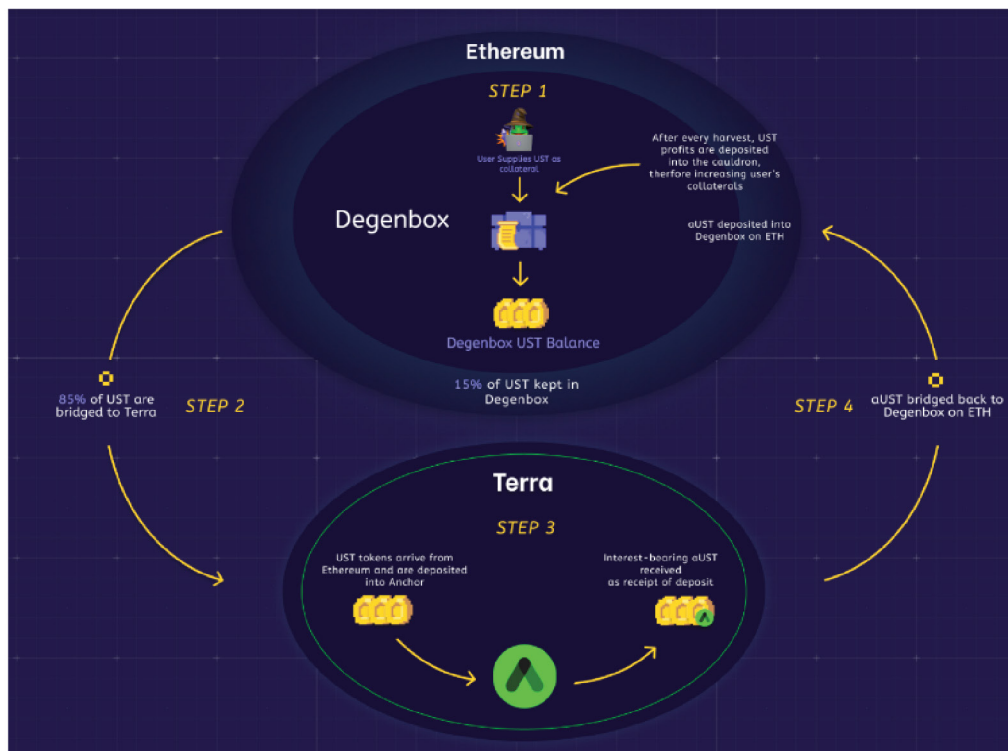
(Source: docs.abracadabra.money/intro/leveraged-positions)

Daniele ได้สังเกตเห็นว่าการจะถือ ibTKNs ไว้ในกระเป๋าโดยไม่ทำอะไรนั้นเป็นเรื่องที่น่าเสียดายมาก เพราะ ibTKNs นั้นก็เป็นเหรียญที่มีมูลค่าไม่ต่างอะไรกับเงินที่ฝากไว้ใน Yearn Finance และที่พิเศษกว่าคือมูลค่าค่อย ๆ โตขึ้นอีกด้วย จึงเหมาะมากที่จะเอาไปใช้เป็นสินทรัพย์ค้ำประกันเพื่อถือต่อ ดังนั้นเขาจึงสร้าง Abracadabra แพลตฟอร์มสำหรับกู้ยืม MIM Stablecoin ขึ้นมาโดยเปิดทางเลือกให้นักลงทุนสามารถนำ ibTKNs มาค้ำประกัน

จากรูปจะเป็นการอธิบายหลักการทำงานคร่าว ๆ คือเริ่มจากนำ USDT ไปฝากที่ Yearn เพื่อรับดอกเบี้ย 5% และได้รับ yvUSDT กลับมาด้วย หลังจากนั้นก็นำ yvUSDT มาค้ำประกันใน Abracadabra เพื่อกู้ MIM ออกมา หลังจากนั้นก็ขาย MIM เป็น USDT แล้วก็นำกลับไปค้ำที่ Yearn เพื่อรับดอกเบี้ย 5% และ yvUSDT ต่อวนไปเรื่อย ๆ

ซึ่งวิธีการเหล่านี้นักลงทุนไม่ต้องทำเอง เพราะ Abracadabra ได้อำนวยความสะดวกโดยการสามารถปรับค่าการ Leverage ได้เลย ว่าต้องการวนกี่ครั้งหรือกำหนดให้มีจุด Liquidation Price ที่เท่าไหร่

2.2.2) Degenbox Strategy

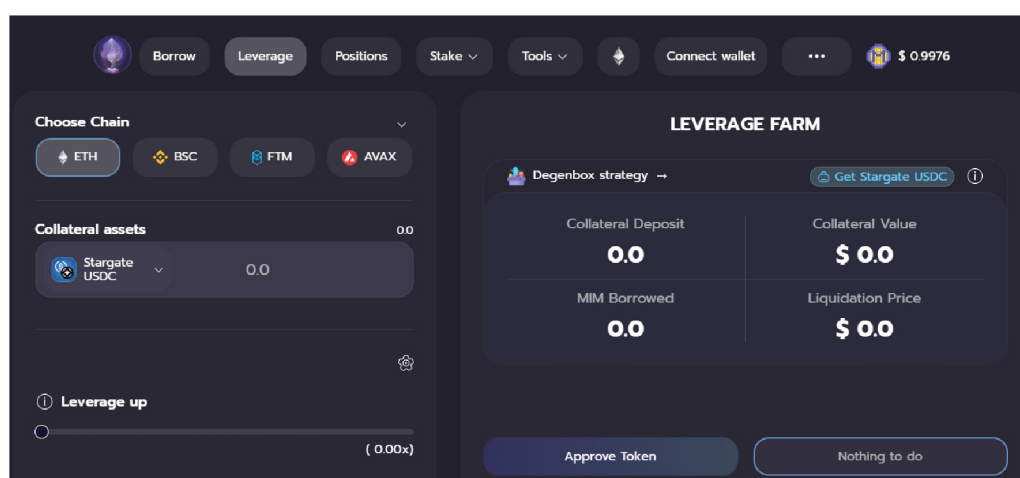


MIM & UST Degenbox (Source: medium.com/abracadabra-money)

นอกจาก Abracadabra จะเปิดบริการฝากด้วย ibTKNs ก็ยังเปิดรับ Cryptocurrency ปกติอีกด้วย ซึ่งบางครั้งนั้นเหรียญเหล่านี้ก็สามารถนำไปลงทุนแล้วนำไปเสริมจนกลับมาลงทุนแบบเดียวกับ ibTKNs ได้เช่นกัน เราเรียกว่า **DegenBox Strategy**

ในตัวอย่างด้านบน คือ UST Degenbox ซึ่งปัจจุบันยกเลิกไปแล้วแต่มันเป็นตัวอย่างที่ดีเพราะ UST บน Ethereum นั้นได้ดอกเบี้ยน้อยกว่าการโอนกลับไปฝากที่ Anchor protocol บน Terra Blockchain ที่ให้ดอกเบี้ย 20% ต่อปี

Degenbox จะเปิดให้นักลงทุนฝาก UST เข้าไปใน Abracadabra แล้ว Degenbox จะเป็นคำสั่งอัตโนมัติที่จะโอน UST จำนวน 85% ของที่ฝากไปที่ Terra เพื่อฝากใน Anchor Protocol เพื่อรับดอกเบี้ยโดยรวมประมาณ 16.5% พร้อมกับได้ aUST ที่เป็น ibTKNs มาด้วยซึ่งจะวนกลับมาฝากได้ใน UST Degenbox อีกที ซึ่งถ้าเรากู้ 90% ของเงินต้นและปรับ Leverage ให้อุ่นทั้งหมด 10 รอบ จะเปรียบเสมือนได้ผลตอบแทนเพิ่มขึ้นอีก 6.51 เท่าด้วยการใช้ UST เท่านั้น



(Source: abracadabra.money/leverage/31)

แม้ว่าในตอนนี UST Degenbox จะหายไปแล้ว แต่ปัจจุบันก็ยังมี USDC และ USDT ของ Stargate ที่เป็น Cross-Chain Bridge ให้ลงทุนแบบ Degenbox ได้อยู่เช่นกัน

2.2.3) Sifu Case Study

Magic Internet Money Price Chart (MIM/USD)

Last updated 06:49AM UTC. Currency in USD.



MIM Market Capitalization (Source: coingecko.com)

Market Cap ของ MIM เคยเติบโตไปสูงสุดอยู่ที่ประมาณ 4,700 ล้านดอลลาร์สหรัฐ แต่เนื่องด้วยการใช้งานที่ยังไม่ได้มีแพร่หลาย และมีหลายเหตุการณ์ที่ทำให้ DeFi 2.0 หรือ Protocol ต่าง ๆ ที่ Daniele ไปมีส่วนร่วมเกิดปัญหา เช่น กรณีของ Sifu และ Wonderland Protocol



(Source: twitter.com/zachxbt)

Wonderland เป็น Protocol ที่ Daniele สร้างและ Sifu เป็นหนึ่งในคนที่ Daniele เลือกเข้ามาช่วยทำโปรเจกต์นี้โดยให้ดูแลในส่วน Treasury Manager ให้กับ Wonderland ทั้ง ๆ ที่รู้ว่าประวัติเบื้องหลังของ Sifu นั้นเคยเป็นบุคคลที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการโกงของ QuadrigaCX และ Sifu ก็ได้ทำการทวงถาม Treasury ของ Wonderland เช่นกัน ทำให้ความเชื่อมั่นต่อ Daniele และ MIM ค่อย ๆ ลดลงจนปัจจุบัน Market Cap ของ MIM ตกลงมาอยู่ที่ประมาณ 1,900 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

Magic Internet Money Price Chart (MIM/USD)

Last updated 06:49AM UTC. Currency in USD.



ราคาของ MIM เทียบกับดอลลาร์ (Source: coingecko.com)

ส่วนความเสถียรในการคงมูลค่าให้เท่ากับ 1 ดอลลาร์นั้น มักจะเกิดความผันผวนของราคาเป็นอย่างสูงเวลาเกิดเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับ Daniele เช่นตอนเหตุการณ์ Wonderland และ Sifu ที่ถึงแม้จะเป็นคนละ Protocol กับ Abracadabra แต่ในตอนที่เกิดเหตุ เหรียญ MIM ก็ตรึงราคาไว้ได้ไม่ยุบจนตกลงไปเหลือประมาณ \$0.85 หากแลกเปลี่ยนผ่าน Uniswap บน Ethereum และภายหลังจากนั้นถึงแม้ราคาจะกลับมาอยู่ที่ประมาณ \$0.993 แต่การยอมรับของเหรียญ MIM ก็ยังไม่ได้เป็นที่แพร่หลายอยู่ดี

2.2.4) Tokenomics ของเหรียญ MIM

COMPONENT	TOTAL MIM BORROWED	MIMS LEFT TO BORROW	INTEREST	LIQUIDATION FEE
 FTT	68.89M	6.96	2%	7.5%
 cvxtricro2	35.66M	1M	3.5%	5%
 yvWETH v2	13.51M	1M	0%	7.5%
 Stargate USDC	25M	44M	0%	0.5%

(Source: legacy.abracadabra.money/stand)

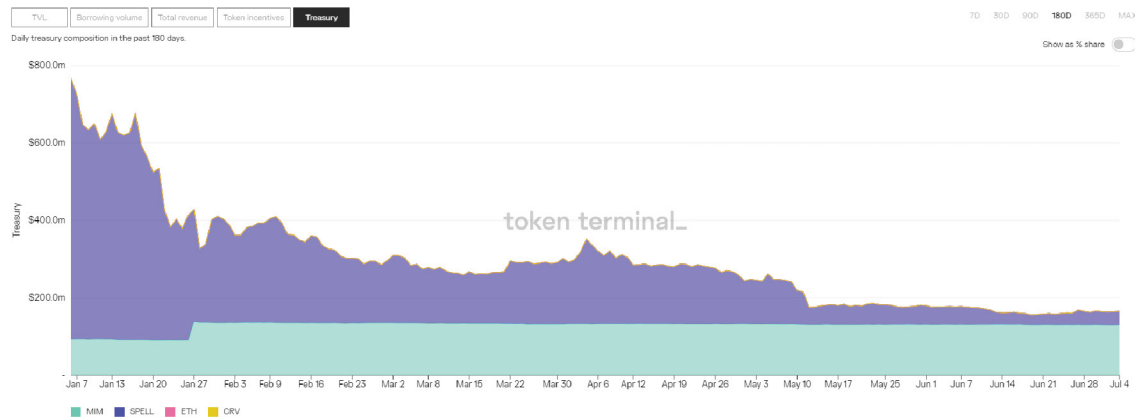
ในการจะสร้างเหรียญ MIM นั้นต้องนำสินทรัพย์ในรูปแบบของ Interest-bearing Tokens (ibTKNs) มาวางในแพลตฟอร์ม Abracadabra โดยตอนแรกสินทรัพย์ที่สามารถมาวางค้ำประกันได้คือ yvWETH, yvUSDC, yvYFI, yvUSDT, xSUSHI ซึ่งเป็น Token ที่เป็นตัวแทนสินทรัพย์หลังจากที่ได้นำไป Lend หรือ Stake ใน แพลตฟอร์มอื่น ๆ มา โดยภายหลังก็ได้เปิดรับ ibTKNs จากหลากหลายที่มากขึ้น ซึ่งจำนวน MIM ที่สามารถกู้ไปได้จากการมาฝาก ibTKNs แต่ละตัวนั้นจะไม่เท่ากันโดยขึ้นอยู่กับ Loan to Value ratio (LTV) ซึ่งทางแพลตฟอร์ม Abracadabra เป็นผู้กำหนดเช่น

- yvUSDC & yvUSDT มี LTV = 90% เนื่องจากมีความผันผวนของราคาที่น้อย
- ส่วน yvWETH, yvYFI, xSUSHI มี LTV = 75% เนื่องจากมีความผันผวนของราคาที่มากกว่า
- แต่ในปัจจุบันได้มีการเพิ่มสินทรัพย์ที่สามารถนำมาเป็น Collateral หลากหลายมากขึ้น (สามารถไปดูรายละเอียดได้ที่ <https://docs.abracadabra.money/our-ecosystem/our-contracts>) โดยภาพด้านบนจะแสดง Collateral ที่ถูกนำมาใช้ในการค้ำประกันและกู้ยืม MIM ออกไปมากที่สุด 4 อันดับแรก

Collateral	LTV	Initial Max	Interest
yvWETH	75%	300M	1.5%
yvUSDC	90%	300M	0.8%
yvYFI	75%	80M	1.5%
yvUSDT	90%	300M	0.8%
xSUSHI	75%	80M	1.5%

(Source: blockchain-review.co.th)

ดอกเบี้ยในการกู้ MIM ที่ค้ำประกันด้วย USDC หรือ USDT จะเสียดอกเบี้ยที่ 0.8% ซึ่งน้อยกว่าการกู้ที่ค้ำประกันด้วย WETH, YFI, SUSHI ซึ่งเสียดอกเบี้ยอยู่ที่ 1.5% และเพื่อควบคุมให้ Supply มีความสมดุลกับ Demand ทาง Abracadabra จึงมีการกำหนด จิตจำกัดในการกู้ยืม MIM ต่อช่วงเวลาหนึ่ง ซึ่งทาง Abracadabra ก็ได้ใช้เหรียญ SPELL ซึ่งเป็นเหรียญ Governance Token ที่ใช้ออกเสียงเพื่อปรับเปลี่ยน Parameter ต่าง ๆ เช่น ปริมาณ MIM ที่จะยอมให้ปล่อยกู้ทั้งหมด, ค่าธรรมเนียมที่ได้จากการเกิด Liquidation, การคัดเลือกสินทรัพย์ดิจิทัลที่จะมีโอกาสถูกนำมาใช้เป็นสินทรัพย์ค้ำประกันในอนาคต และนอกจากนั้นตลอดช่วงเวลาที่นำมา Stake เพื่อรอโหวตก็จะได้รับแบ่งค่าธรรมเนียมของ Protocol ไปด้วย



Abracadabra Protocol Treasury (Source: tokenterminal.com)

นอกจากนี้จาก Abracadabra Protocol ก็ได้มีเก็บเงินสำรอง (Treasury) ไว้ใช้ในกรณีต่าง ๆ หรือใช้ในการคงมูลค่า (Peg) ไว้ให้ใกล้เคียงกับ \$1 โดยมูลค่าของ Abracadabra Treasury เคยมีอยู่สูงที่สุดถึงประมาณ 800 ล้านดอลลาร์สหรัฐ แต่ในขณะที่ยื่นช่วงต้นเดือนกรกฎาคมมูลค่าของ Treasury เหลือเพียงประมาณ 165.4 ล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยแบ่งเป็น MIM มูลค่า 130 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และ SPELL มูลค่า 35.4 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

2.2.5) ข้อดีของ MIM

ในการกู้ยืมแบบมีสินทรัพย์ค้ำประกันเป็น Interest-bearing Token นั้นเมื่อเวลาค่อย ๆ ผ่านไปมูลค่าของสินทรัพย์ค้ำประกันนั้นก็ค่อย ๆ เพิ่มขึ้น ทำให้อัตราส่วนระหว่างหนี้กับสินทรัพย์ค้ำประกันค่อย ๆ ลดลงก็จะลดโอกาสในการถูก Liquidation หรือสามารถได้เพิ่มขึ้น ซึ่งมองในมุมหนึ่งก็เหมือนกับการได้เงินฟรี เพียงแค่รอเวลาที่ดอกเบี้ยที่ได้รับจาก Interest-bearing Token มาจ่ายดอกเบี้ยจ่ายของทาง Abracadabra ไปเรื่อย ๆ จนได้ดอกเบี้ยครบทั้งหมด หรือจะมองในมุมเครื่องผลิตเงินก็ได้ เพราะยิ่งเวลาผ่านไป Interest-bearing Token จะสะสมมูลค่าเงินต้นของเราให้มีขนาดใหญ่ขึ้นเรื่อย ๆ เปิดโอกาสให้เราสามารถกู้ MIM ออกมาได้มากขึ้นเรื่อย ๆ เช่นกัน

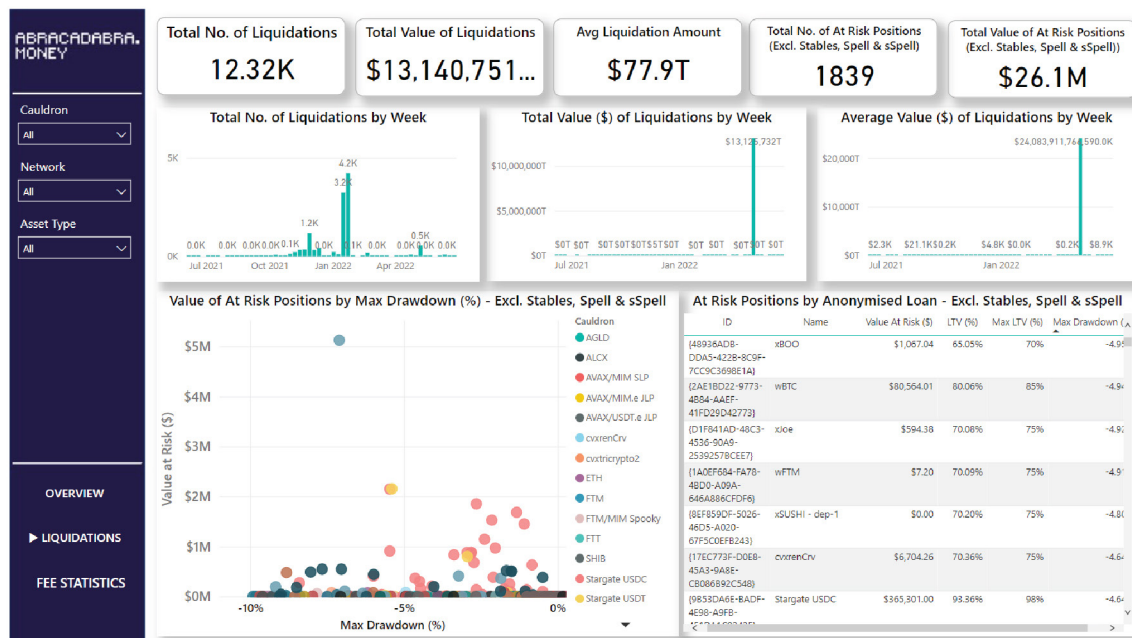
2.2.6) ข้อเสียของ MIM

ในการกู้ยืมในลักษณะของการนำสินทรัพย์มาค้ำประกันก็จะมีความเสี่ยงที่จะโดนยึดสินทรัพย์นั้นถ้าหากมูลค่าสินทรัพย์ถึงจุด Liquidation Point รวมถึงความเสี่ยงในด้านของ Smart Contract ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับ DAI แล้ว MIM จะถือว่ามีความเสี่ยงที่สูงกว่าเนื่องจากว่าการกู้เหรียญ MIM นั้นต้องใช้ผ่านอย่างน้อย 2 แพลตฟอร์มซึ่งก็คือ Abracadabra และอีกแพลตฟอร์มหนึ่งที่ผู้ใช้งานนำสินทรัพย์ไปฝากแล้วได้มาเป็น Interest-bearing Token หมายความว่าถ้าหากมีความบกพร่อง เช่นมี Bug หรือโดน Exploit ต่อแพลตฟอร์มใดแพลตฟอร์มหนึ่งก็จะมีโอกาสส่งผลต่อเหรียญ MIM ได้

ความเสี่ยงจากผู้สร้างแพลตฟอร์มก็เป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงเช่นกัน เนื่องจาก Daniele เป็นคนที่ออกแบบและมีส่วนร่วมในหลายแพลตฟอร์มเมื่อมีเหตุการณ์ที่ทำให้เกิดความเสียหายต่อแพลตฟอร์มที่ Daniele มีส่วนเกี่ยวข้องก็ส่งผลต่อความเชื่อมั่นต่อเหรียญ MIM เช่นกัน เหมือนกับเหตุการณ์ Wonderland และ Sifn ที่ได้กล่าวถึงไปก่อนหน้านี้

รวมถึง Use Case ในการใช้ MIM ก็ยังไม่ค่อยมีมากนักทำให้แพลตฟอร์ม Abracadabra พยายามคิดวิธีในการเพิ่ม Use Case ด้วยการทำ Degenbox เช่น MIM-UST ซึ่งเป็นการให้นำ aUST ที่เป็น Interest-bearing Token ของ UST จากการฝากใน Anchor Protocol ที่ซึ่ง ณ ตอนนั้นได้ดอกเบี้ยประมาณ 20% ต่อปี มากู้ MIM ได้ แต่ด้วยกลไกนี้ทำให้คนที่กู้ MIM มาแล้วไปเทขายกลับมาซื้อ UST และนำไปฝากซ้ำวนไปหลาย ๆ รอบ สิ่งที่เกิดขึ้นคือเกิดแรงจูงใจจำนวนมากต่อเหรียญ MIM ทำให้ MIM ตรึงราคาไว้ \$1 ไว้ไม่อยู่

ซึ่งจากเหตุการณ์ Degenbox ก็ทำให้เห็นจุดอ่อนของเหรียญ MIM อีกอย่างหนึ่งก็คือกลไกการ Peg ของ MIM นั้นไม่ค่อยแข็งแรง หรืออีกนัยหนึ่งคือไม่มีแรงจูงใจ (Incentive) ให้ Arbitrager มาคงมูลค่า MIM ให้เท่ากับ \$1 ณ วันที่เกิดการ Depeg

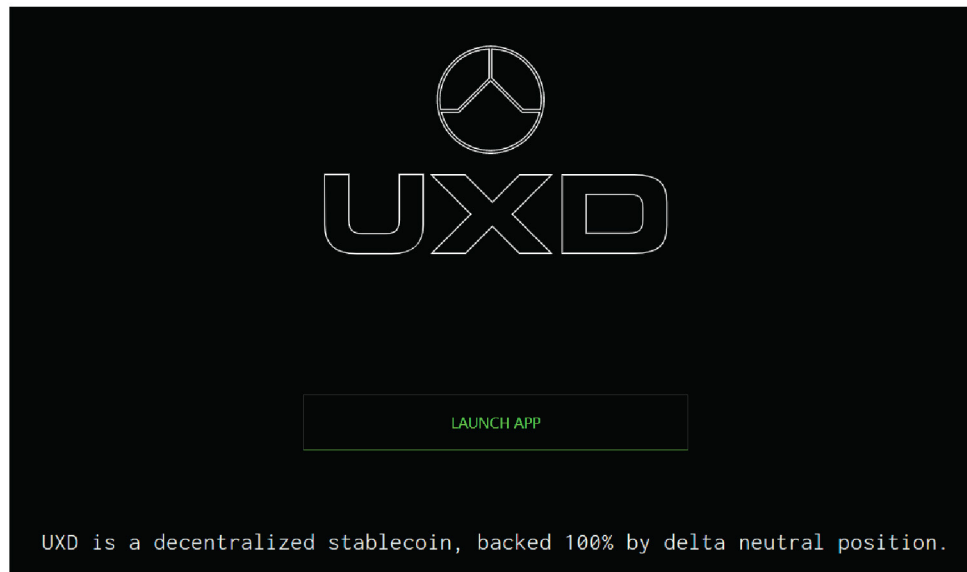


(Source: legacy.abracadabra.money)

สุดท้ายคือความเสี่ยงจากการโดน Liquidation เพราะการกู้ในแพลตฟอร์มนี้ไม่ต่างอะไรกับ DAI ของ MakerDAO เพียงแต่ว่าการกู้ที่มีประสิทธิภาพนั้นจะเกิดกับ ibTKNs ของกลุ่ม Stablecoin เช่น yvUSDC และ yvUSDT เพราะเงินต้นไม่ผันผวน มีแต่สูงขึ้นเรื่อย ๆ จากดอกเบี้ยที่ทบเข้ามา ต่างจากเหรียญอื่น ๆ ที่ราคาผันผวนได้เช่น yvWETH หรือ yvYFI ที่หากราคาตกไปที่จุดที่กำหนดก็ยิ่งโดน Liquidate ได้

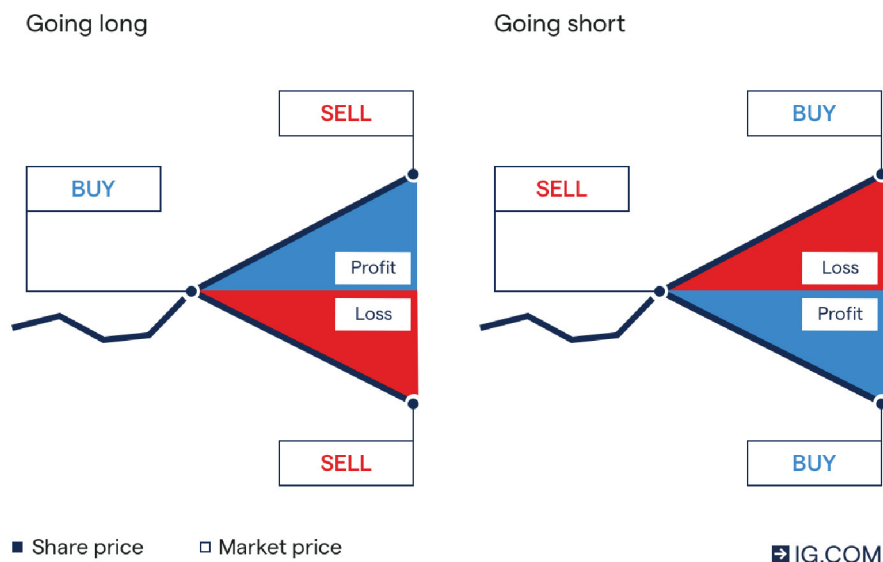
ดังนั้นโดยสรุปแล้ว MIM ของ Abracadabra นั้นเป็น Stablecoin ที่ต่อยอดไอเดียของ MakerDAO ขึ้นมาอีกขั้นด้วยการอนุญาตให้ใช้ ibTKNs เข้ามาเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันได้ ข้อดีสำคัญคือการทำให้เงินต้นใช้งานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม มันก็เป็นเหมือนการสร้างฟองสบู่ลูกใหม่ที่ระเบิดขึ้นมาเมื่อไหร่ก็จะกระทบถึงวงการได้ MIM จึงเป็นทั้งนวัตกรรมต่อยอดพร้อม ๆ กับความเสี่ยงใหม่เช่นกัน

2.3) UXD



(Source: uxd.fi)

ด้วยความที่ Crypto-backed Stablecoin มีข้อเสียที่เห็นได้ชัดคือการโดนบังคับขายเมื่อราคาสินทรัพย์ค่าประกันตกลงถึงจุดที่กำหนด (Liquidation) และการใช้เงินต้นอย่างไม่มีประสิทธิภาพ (Capital Inefficiency) แพลตฟอร์ม UXD Protocol จึงมีแนวคิดแก้ไขปัญหานี้โดยที่ยังรักษาความมั่นคงเชื่อมั่นในการที่มีสินทรัพย์ค่าประกันได้อีกด้วย

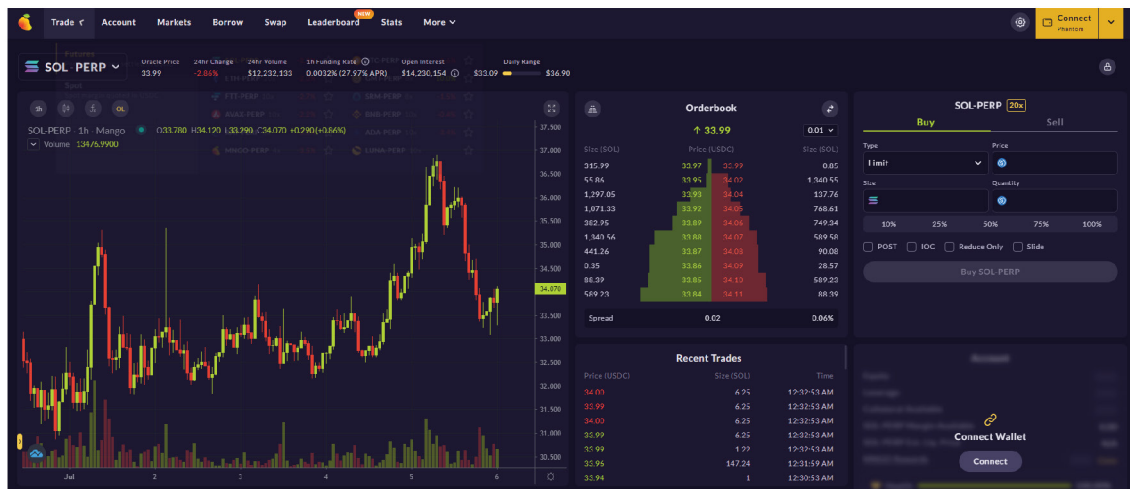


(Source: ig.com)

ก่อนที่จะมาเจาะเรื่อง UXD Protocol ทำงานอย่างไร สิ่งที่ต้องรู้พื้นฐานการลดความเสี่ยง (Hedging) ด้วยเครื่องมือทางการเงินที่เรียกว่าสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Future)

หากเราทำธุรกิจเกี่ยวกับการบิน น้ำมันถือเป็นต้นทุนสำคัญอย่างหนึ่งในการวัดว่าธุรกิจจะกำไรหรือขาดทุน ซึ่งเราไม่สามารถลงทุนซื้อน้ำมันทั้งหมดมาเก็บไว้ได้จึงจำเป็นต้องทยอยซื้อ แต่สิ่งที่ปัญหาคือราคาน้ำมันที่ผันผวนอยู่ตลอดเวลาทำให้เราไม่สามารถกำหนดได้ว่าควรตั้งราคาตั๋วเท่าไรถึงจะกำไร ซึ่งสิ่งที่มาแก้ปัญหานี้คือ (Future) โดยมีด้วยกันสองประเภทคือสัญญาซื้อล่วงหน้า (Long Future) และสัญญาขายล่วงหน้า (Short Future)

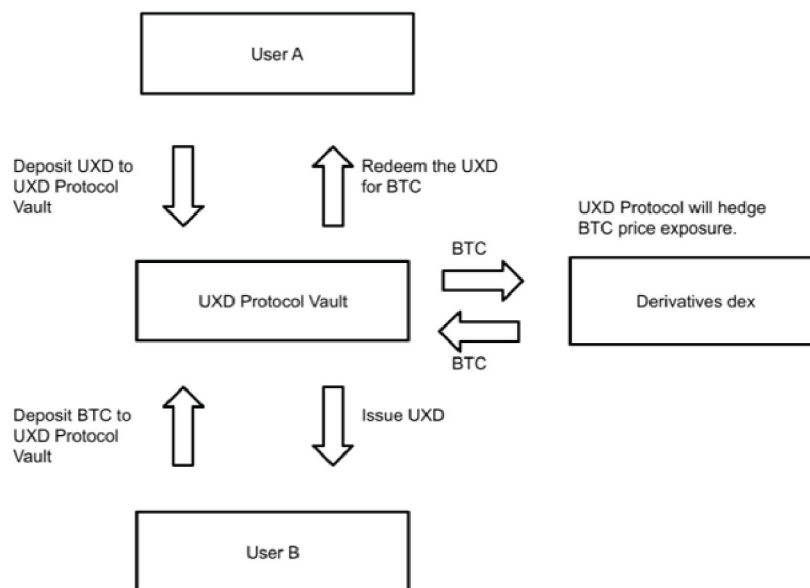
ซึ่งหากเราพึงพอใจกับราคาน้ำมันในปัจจุบัน เราก็ควรซื้อ Long Future เพื่อรับสิทธิในการซื้อน้ำมันในราคาปัจจุบัน แต่สำหรับอีกกลุ่มหนึ่งที่พึงพอใจกับราคายาในปัจจุบันจะทำการซื้อ Short Future เพื่อรับสิทธิในการขายในราคาปัจจุบัน ซึ่ง UXD Protocol ที่เป็นแพลตฟอร์มเจ้าของ Stablecoin บน Solana Blockchain เลือกใช้คือการผสมผสานการค้ำประกันและการซื้อ Short Future



(Source: trade.mango.markets)

สาเหตุที่เราซื้อ Short Future เนื่องจากการสร้าง USD Stablecoin นั้นมีหลักการเหมือนกับ MakerDAO ที่จำเป็นต้องใช้สินทรัพย์ค้ำประกันในการกู้ USD ออกมา แต่สิ่งที่พิเศษกว่า MakerDAO คือ USD Protocol จะนำสินทรัพย์ที่เรานำมาไปค้ำประกันที่ Mango Market ที่เป็นตลาด Future บน Solana ต่ออีกทอดหนึ่ง แล้วใช้สินทรัพย์นั้นค้ำประกันการซื้อ Short Future ของสินทรัพย์ตัวเดิมนั้นอีกทีเพื่อทำ Delta Neutral

Flow of Funds Diagram



(Source: docs.uxd.fi)

Delta Neutral คือการทำให้ความผันผวนของราคา (Delta) นั้นมีค่าเท่ากับศูนย์ ยกตัวอย่างของ USD Protocol คือ กำหนดให้ผู้ใช้งานที่ต้องการจะใช้ SOL มูลค่า 30 ดอลลาร์สหรัฐ ในการ mint USD ทาง USD Protocol จะนำ SOL ไปค้ำประกัน (Collateral) ไว้ใน Mango Market และทำการซื้อ Short Future SOL ที่เท่ากันในมูลค่า 30 ดอลลาร์สหรัฐ เพื่อตรึงราคาของ USD ให้คงที่อยู่เสมอ

ซึ่งข้อดีของการทำ Delta Neutral คือเมื่อ Funding Rate ของ SOL ใน Mango Market เป็นบวก แปลว่าราคา SOL ใน Future สูงกว่าราคา Spot ดังนั้นคนซื้อ Long Future จะต้องจ่าย Funding Rate ให้คนซื้อ Short Future ดังนั้น Short Position ที่ซื้อไว้จะสามารถหารายได้ให้กับคนที่ Mint USD จาก Position นี้อีกด้วย ซึ่งรายได้ในส่วนนี้จะเข้าไปที่ Insurance Fund ของ Protocol

แต่ในทางกลับกันหาก Funding Rate เป็นลบ Protocol จะใช้เงินจาก Insurance Fund ในการมาจ่ายให้แทน โดยในปัจจุบัน Insurance Fund มีเงินอยู่มากกว่า 57 ล้านดอลลาร์

Time (UTC)	Funding Rate
2022-08-02 00:00:00	0.0100%
2022-08-01 16:00:00	0.0100%
2022-08-01 08:00:00	0.0100%
2022-08-01 00:00:00	0.0094%
2022-07-31 16:00:00	0.0100%
2022-07-31 08:00:00	0.0100%
2022-07-31 00:00:00	0.0100%

(Source: ByBit)

จากการทดสอบกับข้อมูลราคา SOL ย้อนหลัง (Backtest) ในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2021 Funding Rate ที่เกิดขึ้นในช่วงนั้นเป็นบวก ทำให้ Insurance Fund เพิ่มขึ้นไปที่ 140 ล้านดอลลาร์เลยทีเดียว ซึ่งหากในอนาคตมีการกระจายรายได้ของ Positive Funding Rate เข้า Insurance Fund และคนที่ Mint UXD อย่างเหมาะสมด้วยก็น่าสนใจว่า UXD Protocol จะเป็นอย่างไรต่อไป

2.3.1) ข้อดีของ UXD

เงินทุนที่มีประสิทธิภาพ: ปกติแล้วการกู้แบบใช้สินทรัพย์ค้ำประกันจำเป็นต้องวางเงินเกินวงเงินที่จะกู้ระดับหนึ่งเพื่อราคาสินทรัพย์ที่วางค้ำประกันตกเกินกว่ามูลค่าที่กู้ออกไปจะได้ทำการบังคับขายก่อนได้ทันทั่วทั้งที่ แต่สำหรับ UXD Protocol นั้นมีการใช้ Capital Efficiency ที่ดีมากระดับที่การวางเงินค้ำประกันนั้นเท่ากับที่กู้ออกไป ต่างกับ MakerDAO ที่ต้องวางอย่างน้อย 150% ของเงินกู้

รายได้เสริมให้แพลตฟอร์ม: การใช้ Short Future กับสินทรัพย์ที่ไม่มีวันหมดอายุ (Perpetual Contract) จะมีการจ่าย Funding Rate ให้ฝั่งที่เสียเปรียบทุกหนึ่งชั่วโมง ซึ่งโดยสถิติย้อนหลังแล้ว Funding Rate ของ SOL, BTC และ ETH นั้นจะบวกเล็กน้อยเสมอ ทำให้ UXD Protocol ที่นำสินทรัพย์ของลูกค้าย้อนไปเปิด Short Future นั้นมีรายได้เข้ามาแบบสม่ำเสมอ ช่วยให้มูลค่าเหรียญ UXP ซึ่งเป็น Governance Token นั้นมีมูลค่าสะสมที่สูงขึ้นเรื่อย ๆ

โอกาสน้อยที่จะโดนล้างสถานะ: ในช่วงตลาดขาลง นักลงทุนหลายคนที่ถูกเงินออกมานั้นจะรับคืนเงินเนื่องจากกลัวว่าสถานะของตัวเองจะถูกบังคับขายแล้วต้องโดน Penalty Fee ต่าง ๆ ที่ทางแพลตฟอร์มปล่อยกู้ได้ตั้งไว้ แต่สำหรับคนที่กู้ UXD จาก UXD Protocol แทบไม่ต้องกลัวความเสี่ยงเรื่องนี้เนื่องจากสถานะของตัวเองทำ Delta Neutral ไว้แล้ว ราคาเหรียญจะขึ้นหรือลงก็ไม่มีผลใด ๆ ทั้งสิ้นกับเงินต้นที่วางค้ำประกันไว้

2.3.2) ข้อเสียของ UXD

UXD Protocol นั้นเป็นแพลตฟอร์มที่ออกแบบมาตอบโจทย์ได้ดีมากสำหรับคนที่ต้องการลดความเสี่ยงเรื่อง Liquidation แต่สิ่งนี้ก็ต้องแลกมาด้วยโอกาสหลายอย่างของเหรียญ รวมถึงความเสี่ยงอื่น ๆ เช่นกัน ยกตัวอย่างคือ

ความไม่ยั่งยืนในช่วง Negative Funding Rate: ถ้าราคา Future Price ต่ำกว่า Spot Price ซึ่งแปลว่ามันคือการที่มีนักลงทุนเปิด Short Future มากเกินไปจนราคาต่ำกว่าความเป็นจริง ทำให้ Funding Rate เป็นลบส่งผลเสียให้โมเดลของ UXD Protocol ที่อาศัยการเปิด Short Future ต้องจ่ายค่า Funding ทุกชั่วโมงอีกด้วย ซึ่งหากเกิดเพียงชั่วคราวก็จะไม่เกิดความเสียหายมากนัก แต่ถ้าเป็นในช่วงตลาดขาลงแรง ๆ ก็อาจจะมีสิทธิ์ที่จะต้องดึงเงินจาก Insurance Fund มาชดเชยได้

พลาดโอกาสในการเติบโต: และในอีกด้านหนึ่งคือสินทรัพย์ที่ค้ำประกันจะไม่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นหรือลดลงในหน่วยดอลลาร์สหรัฐ เนื่องจากการนำ SOL ไปเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันในการเปิด Short SOL Future ทำให้เมื่อราคาขึ้น มูลค่า SOL ที่ใช้ค้ำประกันจะสูงขึ้นแต่ก็ขาดทุนในจำนวนที่เท่ากับจาก Short SOL Future สุดท้ายแล้วเมื่อปิดสถานะ จำนวน SOL ที่ได้กลับมาอาจจะลดลงแต่มูลค่าในหน่วยดอลลาร์สหรัฐนั้นยังเท่าเดิม และอาจขาดทุนหนักมาก

ในทางตรงกันข้ามที่ราคา SOL ต่ำลง มูลค่า SOL ที่ใช้ค้ำประกันจะมีมูลค่าลดลง แต่กำไรจาก Short SOL Future นั้นก็จะมากลบในมูลค่าที่เท่ากัน เมื่อปิดสถานะจะมี SOL มากขึ้นแต่จริง ๆ แล้วในหน่วยดอลลาร์สหรัฐนั้นมีมูลค่าเท่าเดิม โดยรวมแล้วทำให้การขึ้นของ SOL จะมากเท่าไร เงินค้ำประกันของเราก็จะถูกคงที่ให้มีมูลค่าอยู่เท่าเดิม

ผิดวัตถุประสงค์ของการทำ: หลายคนก็เลือกวางสินทรัพย์ค้ำประกันแล้วกู้ Stablecoin ออกไปลงทุนมักจะมีแนวคิดที่คล้ายกันคือ มองว่าสินทรัพย์ที่วางค้ำประกันนั้นมีโอกาสเติบโตในอนาคต จึงไม่อยากรายในตอนนี้ แต่ก็มีข้อเท็จจริงที่จะต้องใช้เงินสดเช่นกัน จึงเลือกที่จะเอามาวางค้ำประกันแล้วกู้ Stablecoin ออกไป ดังนั้นการใช้ UXD Protocol ที่จะทำการ Short Future เงินค้ำประกันของเราเอาไว้มันจึงผิดหลักการที่นักลงทุนต้องการอย่างมากเพราะสินทรัพย์จะไม่มีโอกาสเติบโตได้เลย ซึ่งอนาคตอาจจะมีการปรับเปลี่ยน Parameter ให้เลือกที่ต้องการเปิด Short Future ที่ที่เปอร์เซ็นต์ของพอร์ต

ความเสี่ยงอื่น ๆ : นอกจากนี้ยังมีความเสี่ยงด้าน Smart Contract Risk และ Protocol Risk โดยเฉพาะ UXD ที่ต้องพึ่งพา Derivative DEX Protocol อื่นด้วยเช่นเดียวกัน ซึ่งหาก Platform ที่ UXD ไปเปิด Position ถูก Attack อาจจะทำให้ผู้ใช้งานมีความเสี่ยงในด้านนั้นด้วย แต่ก็นับได้ว่า UXD ถือเป็น Stablecoin ที่อาครื่องมือทางการเงินในโลกปัจจุบันมาประยุกต์ใช้ได้อย่างน่าสนใจ แม้ว่าปัจจุบันนี้ยังมีการใช้งาน UXD เพียง 32 ล้านดอลลาร์สหรัฐ แต่ UXD นั้นผ่านวิกฤต UST หลุด Peg และตลาดขาลงมาครั้งหนึ่งแล้ว และเหรียญ UXP ซึ่งเป็น Governance Token จะราคาตกมากไป 76% จาก All Time High แต่ UXD ก็ยังคงมูลค่าอยู่ได้ จึงนับว่าเป็นอีกโมเดลที่น่าสนใจมากเช่นกัน

2.4) อุปสรรคของ Crypto-backed Stablecoin



(Source: cryptomind)

จากตัวอย่าง Crypto-backed Stablecoin ทั้งสามเหรียญนั้นพอจะสรุปได้ว่าเป็น Stablecoin ประเภทที่ต้องการปิดจุดอ่อนที่เกิดขึ้นกับ Fiat-backed Stablecoin นั่นคือการมีตัวกลางคอยควบคุม ดังนั้นจึงเปลี่ยนมาใช้ Cryptocurrency ในการค้าประกันและการกู้ยืมก็จะทำผ่านแพลตฟอร์ม DeFi ต่าง ๆ ที่มีการเขียน Code แบบเปิดเผยลงบน Smart Contract ทำให้เราไม่ต้องเชื่อใจใครแต่เชื่อ Code ที่เขียนลงไปเท่านั้น สิ่งเหล่านี้เป็นข้อดีสำคัญที่พัฒนาขึ้นมา แต่ในทางกลับกันก็มีข้อเสียที่เกิดขึ้นมาใหม่มากมาย ทั้งเรื่องการใช้เงินต้นแบบไม่มีประสิทธิภาพ (Capital Inefficiency), การโดนบังคับขาย (Liquidation)

และในช่วงเดือนสิงหาคมมูลค่าตลาดของ DAI อยู่ที่ประมาณ 7,400 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งมี USDC ที่ถูกนำมาค้าประกันทั้งหมดประมาณ 3,800 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็น 51.2% ของ DAI ทั้งหมดการใช้สินทรัพย์ค้าประกันที่ยังรวมศูนย์ (Centralized) อยู่ทำให้ Stablecoin ประเภทนี้ก็ยังไม่ได้แก้ไขปัญหาระบบตัวกลางที่อาจจะมีผลกระทบได้มากขนาดนั้น

ซึ่งก็เป็นแนวคิดแล้วแต่มุมมองของนักพัฒนาว่าต้องการหรือไม่ หากทาง MakerDAO ตั้งใจจะลดการรวมศูนย์จริงก็สามารถคิดเอาแต่สินทรัพย์ที่มีความกระจายศูนย์เท่านั้น แต่เลือกที่จะไม่ทำ ดังนั้นตอนนี้ DAI ของ MakerDAO จึงค่อนข้างเป็น Stablecoin ที่มีความผสมผสานอยู่ในตัวมันเอง ซึ่งมองในอีกมุมหนึ่งก็เป็นข้อดีเนื่องจาก USDC นั้นค่อนข้างได้รับความเชื่อถือและการใช้งานค่อนข้างกว้างขวาง ทำให้ความเสี่ยงค่อนข้างน้อยโดยแลกกับประโยชน์ในการเป็นสินทรัพย์ค้าประกันที่ดีและใช้งานง่าย

และแผนในอนาคตของ MakerDAO ยังมีการพยายามนำเอา Real-World Asset (RWA) หรือสินทรัพย์จากโลกจริงมาใช้เป็นหลักประกันในการค้าประกันได้อีกด้วย และแนวโน้มของการพัฒนา DAI จึงอาจไม่ใช้การลดการพึ่งพาสินทรัพย์ที่มีความรวมศูนย์แต่กลับเป็นเพิ่มประเภทของสินทรัพย์ค้าประกันให้กว้างมากที่สุด

โดยสังเกตุว่าการใช้เพียงคริปโท ๑ อาจจะเป็นกลุ่มที่เติบโตได้จำกัด แต่หากนำสินทรัพย์จากโลกจริงเข้ามาใช้งานใน MakerDAO ได้ การใช้งาน DAI อาจจะมากยิ่งขึ้นไปอีก ส่งเสริมให้สภาพคล่องของ DAI มีมากขึ้นเรื่อย ๆ จนรองรับการใช้งานที่กว้างขึ้นได้อีกด้วย ดังนั้นแนวทางการพัฒนาของ DAI จึงอาจจะไม่ได้ตรงตาม Concept แรกที่หลายคนมอง Crypto-Backed Stablecoin ว่าจะต้องมีความกระจายศูนย์เสมอไป

3. Algorithmic Stablecoins



(Source: cryptomind)

Algorithmic Stablecoin เป็นอีกหนึ่งแนวคิดในการสร้าง Stablecoin ที่ดีขึ้นมากกว่าทั้งสองรูปแบบที่เล่ามา ด้วยความที่ Fiat-Backed Stablecoin นั้นต้องเชื่อใจตัวกลางว่าจะสร้าง Stablecoin ไม่เกินเงินที่ค้ำประกัน และไม่แอบนำเงินนั้นไปลงทุนต่อให้เกิดความเสียหาย และ Crypto-Backed Stablecoin ที่มีความกระจายศูนย์มากกว่าแต่ก็ต้องแลกกับการใช้เงินลงทุนอย่างไม่มีประสิทธิภาพ และเสี่ยงต่อการบังคับขายสินทรัพย์ค้ำประกันในช่วงตลาดขาลง

จึงมีแนวคิดที่จะ Algorithm ในการควบคุมและดูแล Stablecoin เหล่านั้นแทน ทำให้ไม่จำเป็นต้องมีคนกลางที่เราไม่ทราบได้ว่าจะซื่อสัตย์จริงหรือไม่ แต่ให้ใช้ Algorithm ที่เขียนลงบน Smart Contract เป็นผู้ดูแล นอกจากนี้ก็ไม่จำเป็นต้องมีสินทรัพย์ค้ำประกันวางค้ำ เพียงแต่ใช้ Algorithm ในการรักษามูลค่าของ Stablecoin เหล่านั้นให้คงที่ ซึ่ง Algorithm นั้นก็มีหลากหลายรูปแบบ เช่น Mint & Burn ของ UST Stablecoin, แบบ Bond & Share ของ Tomb Stablecoin ที่คงมูลค่าเท่ากับ FTM และ AMPL Stablecoin ที่ใช้หลักการ Rebase มูลค่า โดยรายละเอียดต่าง ๆ ของทั้งสามรูปแบบจะถูกพูดถึงในลำดับถัดไป

ตัวอย่างของ Algorithmic Stablecoins

3.1) TerraUSD (UST)



(Source: currency.com)

TerraUSD (UST) หรือในชื่อปัจจุบันคือ TerraClassicUSD (USTC) เป็น Algorithmic Stablecoin ที่ไม่จำเป็นต้องมีสินทรัพย์ค้ำประกันในโลกจริงอย่าง Fiat-Backed Stablecoin หรือใช้ Cryptocurrency ในการค้ำเงินวงเงินอย่าง Crypto-Backed Stablecoin แต่เป็นการใช้ Algorithm ในการแปลงมูลค่าเหรียญ LUNA มาเป็น UST ซึ่งมีข้อดีที่โดดเด่นกว่าคือ Algorithm ทำงานเองโดยอัตโนมัติจึงเทียบเท่ากับการไม่มีตัวกลาง การไม่จำเป็นต้องมีสินทรัพย์ค้ำประกันและข้อจำกัดในการสร้างทำให้ UST เติบโตได้อย่างไม่จำกัด

UST ถูกคิดค้นโดย Terraform Labs (TFL) ที่ก่อตั้งโดย Do Kwon และ Daniel Shin ในปี 2018 และด้วยแนวคิดที่น่าสนใจทำให้ TFL ได้รับเงินทุนจาก Venture Capital ชื่อดังมากมาย เช่น Arrington Capital, Coinbase Ventures, Galaxy Digital, Lightspeed Venture Partners, Hashed, Pantera Capital รวมแล้วกว่า 200 ล้านดอลลาร์สหรัฐหรือประมาณ 7,000 ล้านบาท

ด้วยแนวคิดและการพัฒนาที่ค่อนข้างประสบความสำเร็จทำให้ครั้งหนึ่ง UST เคยมี Market Cap ขึ้นไปสูงสุดที่ 18,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในวันที่ 5 พฤษภาคม 2022 คิดเป็นอันดับ 3 ของ Stablecoin ทั้งหมด เป็นรองแค่ USDT และ USDC ซึ่งตอนตลาดกลงในช่วงต้นปี 2022 แต่ละเหรียญมีมูลค่าลดลงกว่า 20% ขึ้นไป มีเพียง LUNA ซึ่งเป็นเหรียญที่ใช้ในการสร้าง UST เท่านั้นที่ราคาทำ All Time High ครั้งใหม่ ถึงขนาดที่มีเหรียญเลียนแบบโมเดลการสร้าง Stablecoin ตาม UST-LUNA เพื่อต้องการ Pump ราคาเหรียญขึ้นตาม LUNA เลยด้วยซ้ำ จึงนับได้ว่าครั้งหนึ่ง UST เคยถูกยกย่องให้เป็นโมเดลที่ยอดเยี่ยมและมีทีมงานที่แข็งแกร่งมาก

TerraClassicUSD Price Chart (USTC/USD)

Last updated 12:08PM UTC. Currency in USD.



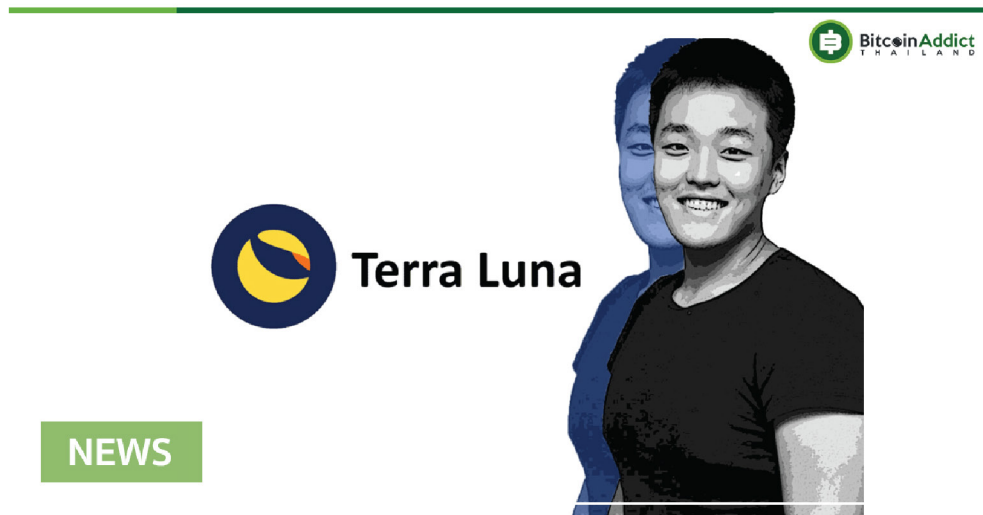
(Source: coingecko.com)

แต่หายนะของ UST ก็ได้เริ่มต้นในวันที่ 9 พฤษภาคม 2022 โดย UST มี Market Cap เหลือเพียง 1.3 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือลดลงกว่า 99.993% และมูลค่าของ UST จากคนที่ 1 ดอลลาร์สหรัฐก็ได้เหลือเพียง 0.12 ดอลลาร์สหรัฐในระยะเวลาเพียงแค่ 5 วันเท่านั้น และเหลือเพียง 0.03 ดอลลาร์สหรัฐในขณะนี้เขียน

อะไรคือจุดเปลี่ยนที่ทำให้เกิดการล่มสลายของ UST ในครั้งนี้ ?

ในส่วนต่อไปนี้จะพามาเจาะลึกทุกอย่างเกี่ยวกับ UST – LUNA ให้ทราบถึงที่มาที่ไปของเรื่องราวทั้งหมด

3.1.1) จุดประสงค์ของการสร้าง UST, LUNA และ Terra Blockchain



(Source: bitcoinaddict.org)

ก่อนจะเล่าเรื่อง UST นั้นจำเป็นต้องท้าวความมาที่จุดประสงค์ในการเกิดขึ้นมาของ Terra Blockchain ก่อน โดยจุดเริ่มต้นของการสร้าง Blockchain Infrastructure (Layer 1) เกิดจากความเชื่อและคำมั่นสัญญาที่สูงมากของ Ethereum ทำให้เกิดการแนวคิดในการสร้าง "Ethereum Killer" หรือ Blockchain ที่ดีกว่าให้ได้ โดยในช่วงนั้นแต่ละค่ายก็มีแนวทางเป็นของตัวเอง ทั้ง Binance Smart Chain (BNB Smart Chain ในปัจจุบัน) ที่ลดความกระจายศูนย์ลงเพื่อเพิ่มความเร็วให้มากขึ้น Solana ที่มีการใช้ Consensus แบบ Proof of History เข้ามาเสริมช่วยให้ทำธุรกรรมได้เร็วมากและค่าธรรมเนียมถูกระดับสตางค์ เป็นต้น

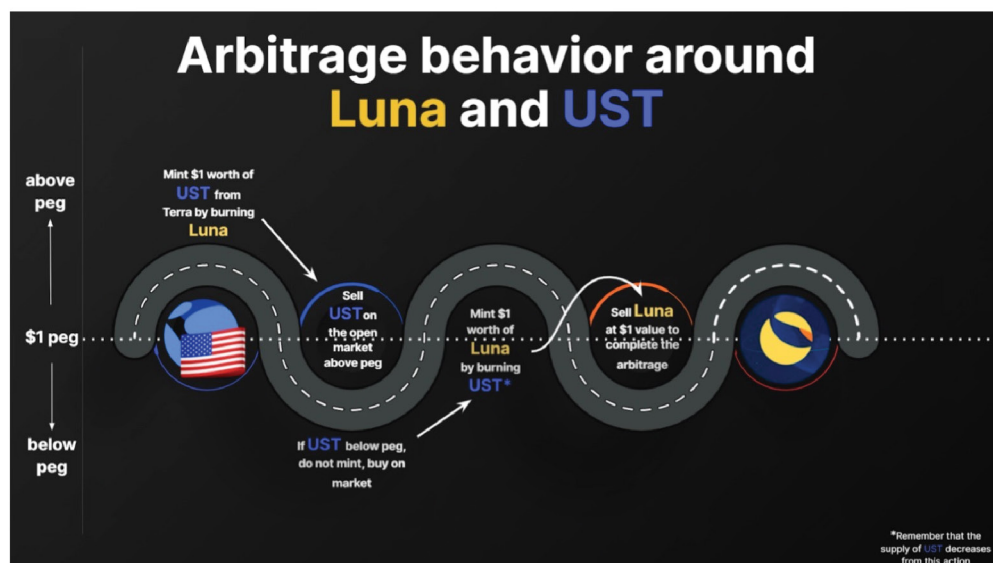


(Source: bitcoinaddict.org)

Terra เองก็เป็นหนึ่งในนั้น โดยจุดแข็งที่เลือกใช้คือการสร้าง Stablecoin เป็นของตัวเอง ต่างจากค่ายอื่นที่ใช้ Stablecoin จากบริษัทเอกชนด้านนอก หรือมี DeFi ในเซานั้นเป็นผู้สร้างเช่น DAI ของ MakerDAO

โดย Terra นั้นใช้ LUNA ที่เป็น Native Token มาทำงานร่วมกับ Algorithm ในการแปลงเป็น UST ซึ่งใช้เป็นค่าธรรมเนียมหลักใน Terra หรือสามารถแปลงเป็นสกุลเงินประเทศอื่น ๆ มากกว่า 20 ประเทศซึ่งหนึ่งในนั้นคือ THT หรือ TerraThaiBaht ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเคยออกมาเตือนว่าเป็นเงินที่ผิดกฎหมาย

3.1.2) วิธีการรักษาราคาของ UST



(Source: bitcoinmarketjournal.com)

ในตอนเริ่มต้นทางทีม Terra จะสร้าง LUNA จำนวน 1,000 ล้านเหรียญ และกำหนดให้การสร้าง UST นั้นจำเป็นต้องใช้หลักการแลกเปลี่ยนที่เท่าเทียมที่เรียกว่าการ “Mint & Burn” ระหว่าง UST และ LUNA โดยถ้าต้องการสร้าง UST มูลค่าในหน่วยดอลลาร์สหรัฐเท่าไร ก็จะต้องเผา LUNA ในมูลค่าที่เท่ากันในราคาตอนนั้นเพื่อเป็นการแลกเปลี่ยนในอัตรา 1:1 เสมอ ดังนั้นถ้ามีการใช้งาน UST มากขึ้นเท่าไร จำนวนเหรียญ LUNA ก็จะมีจำนวนลดน้อยลงไปเรื่อย ๆ ซึ่งส่งผลทางตรงให้ LUNA มีมูลค่าสูงขึ้น โมเดลนี้ยังใช้ในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนของ UST ให้คงที่ที่ 1 ดอลลาร์สหรัฐอีกด้วยโดยมีแนวคิดดังนี้

Terra's Algorithmic Market Module



(Source: cointelegraph.com)

กรณีที่ 1 - ราคา UST มากกว่า 1 ดอลลาร์สหรัฐ: สาเหตุมาจากความต้องการ UST ที่สูงมากในช่วงนั้นหรือเหตุผลอื่น ๆ ผลักดันให้เกิดการแย่งกันซื้อ UST จนราคาสูงกว่าความเป็นจริง ดังนั้นทางแก้ไขคือการสั่ง Algorithm ให้เพิ่ม Supply UST ให้มากขึ้นซึ่งตามหลัก Demand-Supply ของเศรษฐศาสตร์แล้ว ปริมาณเหรียญที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้มีเหรียญเพียงพอต่อความต้องการของทุกคน จนราคาลงสู่ 1 ดอลลาร์ตามปกติ โดยวิธีการก็คือการเผา LUNA ออกจากระบบเพื่อสร้าง UST ในมูลค่าเท่ากับที่เผาออกไปนั่นเอง

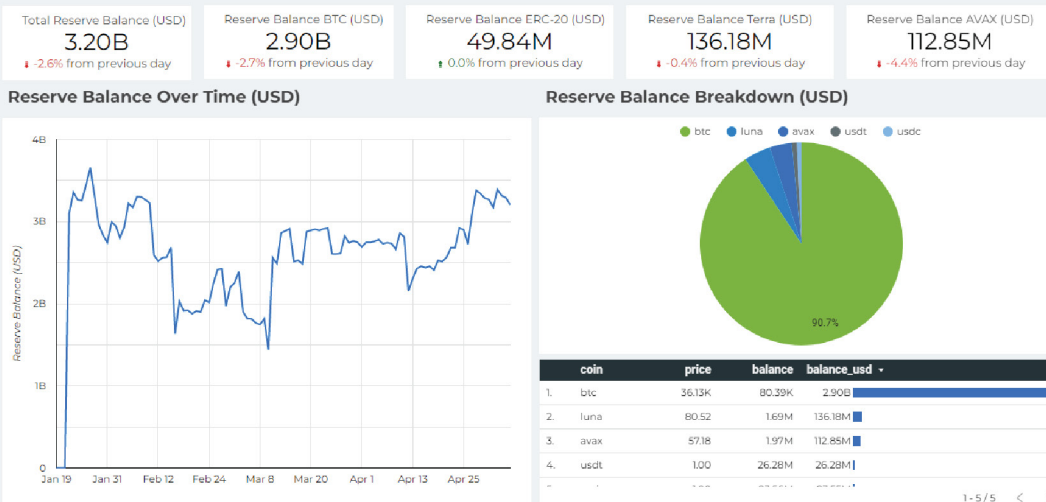
โดยปกติแล้ว หลักการนี้จะมี Bot หรือโปรแกรมอัตโนมัติที่คอยดูแลอยู่ ยกตัวอย่างให้ UST มูลค่า 1.1 ดอลลาร์สหรัฐ Bot จะนำ 1 ดอลลาร์สหรัฐ ที่ตัวเองมีไปซื้อ LUNA มูลค่า 1.1 ดอลลาร์สหรัฐ แล้วนำ LUNA ที่มีไปเผา เพื่อสร้าง 1.1 UST ขึ้นมาแล้วเทขาย 1.1 UST เป็น 1.1 ดอลลาร์สหรัฐ ได้กำไร 0.1 ดอลลาร์สหรัฐหรือ 10% แล้ว Bot จะทำซ้ำใหม่เพื่อทำกำไรไปเรื่อย ๆ จนกว่าราคา UST จะใกล้ 1 ดอลลาร์ หลักการนี้เรียกว่าการทำกำไรส่วนต่างโดยไร้ความเสี่ยง (Arbitrage)

กรณีที่ 2 - ราคา UST ต่ำกว่า 1 ดอลลาร์สหรัฐ: สาเหตุมาจากความต้องการ UST ในช่วงนั้นลดต่ำลงมากหรือจากเหตุผลอื่น ๆ จนเกิดแรงเทขาย UST เป็นสินทรัพย์อื่นมากเป็นพิเศษในช่วงนั้นจนราคา UST หลุด 1 ดอลลาร์ ดังนั้น ทางแก้ไขของโมเดลนี้คือการสั่ง Algorithm ให้ลด Supply UST เพื่อที่ว่าจำนวนเหรียญที่น้อยลงจะทำให้ UST หายากมากขึ้น โดยการเผา UST ออกจากระบบและสร้าง LUNA กลับขึ้นมาใหม่ในมูลค่าตามดอลลาร์สหรัฐที่เท่ากันจนราคาอาจจะกลับมาสูงขึ้นจนกลับมาที่ 1 ดอลลาร์

หลักการของ Bot ก็จะตรงกันข้ามกับกรณีที่ 1 ยกตัวอย่างให้ UST มูลค่าเท่ากับ 0.9 ดอลลาร์สหรัฐ Bot จะใช้ 1 ดอลลาร์สหรัฐ ที่มีซื้อ UST ในราคาตลาดได้ 1.11 UST หลังจากนั้นจะนำไปเข้า Algorithm ให้เผา 1.11 UST ให้สร้างเป็น LUNA มูลค่า 1.11 ดอลลาร์สหรัฐ หลังจากนั้นจะเทขาย LUNA เป็นเงิน 1.11 ดอลลาร์สหรัฐ กำไร 0.11 ดอลลาร์สหรัฐ หรือ 11% นั่นเอง แล้ว Bot ก็จะทำวนวิธีนี้ไปเรื่อย ๆ จน UST มีจำนวนลดลงในตลาด ทำให้ราคา UST กลับไปที่เดิม

ดังนั้น การรักษาราคาของ UST จึงมีลักษณะเป็น Soft-Pegged หรือก็คือการคุมราคาแบบกว้าง ๆ จาก Algorithm ซึ่งอาจมีความผันผวนได้ระดับหนึ่งแต่สุดท้ายราคาจะวิ่งกลับมาเข้าใกล้ 1 ดอลลาร์สหรัฐ

Luna Foundation Guard (LFG) Reserves



(Source: coincentral.com)

แต่การพึ่งพา Algorithm ในการแปลง LUNA เพียงอย่างเดียวก็อาจมีความเสี่ยงมากเกินไปหาก UST มีการใช้งานที่มากขึ้น ภายหลังเลยได้มีการจัดตั้ง Luna Foundation Guard (LFG) ที่เป็นมูลนิธิไม่แสวงหาผลกำไรของ Terra ที่สร้างขึ้นเพื่อสนับสนุนการเติบโตใน Terra Ecosystem และรักษาเสถียรภาพของ UST จึงได้จัดตั้งกองทุนสำรอง (LFG Reserve) และในวันที่ 24 กุมภาพันธ์ 2022 ทาง LFG ได้รับเงินทุน 1,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐจากการขาย LUNA ให้กับ Venture Capital ชื่อดังในตอนนี้อย่าง Three Arrows Capital (3AC) และ Jump Crypto โดยมีเงื่อนไขว่า LUNA จะถูก Lock ไว้ 4 ปี และ LFG จะนำเงินที่ได้นั้นไปซื้อ Bitcoin ซึ่งอาจจะใช้โมเดล Mint & Burn หรือการเทขาย Bitcoin เพื่ออุ้ม UST แล้วแต่การตัดสินใจของทีมงานในตอนนั้น

3.1.3) การสร้าง Use Case ของ UST



(Source: twitter.com/terrians)

จากภาพด้านบนจะเห็นว่าใน Terra Ecosystem นั้นเติบโตจนมี Application ต่าง ๆ มากมาย และยิ่ง Terra เติบโตมากเท่าไรก็จะมีการใช้ UST มากขึ้นเท่านั้น ซึ่งส่งผลทางตรงให้ Supply ของ LUNA มีจำนวนลดลงเรื่อย ๆ จากการถูกเผาไปเพื่อสร้าง UST จึงมีโอกาสที่ราคา LUNA พุ่งสูงขึ้น

ดังนั้น Terraform Labs (TFL) และ LUNA Foundation Guard (LFG) รวมถึง Co-Founder อย่าง Do Kwon จึงพยายามสนับสนุน DeFi Protocol ต่าง ๆ ใน Terra Ecosystem โดยเฉพาะโปรเจกต์ที่ทำให้ UST มีการใช้งานในชีวิตประจำวันมากขึ้น ซึ่งตัวอย่าง DeFi เหล่านี้มีดังนี้

- *Mirror Protocol*

Farm

Q

APR ▼

Ticker	Long	Short	Terraswap Price	Premium
MIR Mirror	1019.1% Long Farm >		2.06 UST	
mGS Goldman Sachs Group Inc.	3366.1% Long Farm >	77.2% Short Farm >	363.45 UST	-2.59%
mGME GameStop Corp	2978.9% Long Farm >	0% Short Farm >	229.34 UST	0.52%
mFB Facebook Inc.	2800.8% Long Farm >	46.4% Short Farm >	323.93 UST	-3.81%
mABNB Airbnb Inc.	2596.3% Long Farm >	951.5% Short Farm >	149.92 UST	0.91%
mAMC AMC Entertainment Holdings Inc.	2515.9% Long Farm >	0% Short Farm >	56.77 UST	-2.28%
mCOIN Coinbase Global, Inc.	2052.9% Long Farm >	119.1% Short Farm >	240.85 UST	0.5%
mETH Ethereum	2036.7% Long Farm >	558% Short Farm >	2,583.38 UST	-1.55%

(Source: docs.mirror.finance)

Mirror Protocol เป็นแพลตฟอร์มแรกของ Terra Blockchain ที่เราสามารถซื้อขายสินทรัพย์เสมือน (Synthetic Asset) ที่ตั้งราคาตามหุ้นในโลกจริงโดยใช้หลักการ Mint Burn และ Arbitrage สินทรัพย์นี้ (คล้าย ๆ กับหลักการของ UST) เพื่อให้ราคาของหุ้นในแพลตฟอร์มนั้นตรงกับราคาหุ้นในโลกจริงตลอดเวลา

หลังจากที่แพลตฟอร์มนี้ออกมา ทำให้ Terra Chain เริ่มได้รับความสนใจอย่างแพร่หลาย เพราะคนส่วนใหญ่ในเวลานั้นเข้าใจตลาดหุ้นมากกว่าเหรียญต่าง ๆ ในตลาดคริปโทที่ค่อนข้างมีความผันผวนสูง ทำให้ช่วงนั้นคนแห่มา “ฟาร์มหุ้น” ที่ Mirror Protocol กันมากมาย จนช่วงหนึ่ง Mirror Protocol เคยมี TVL สูงกว่า 2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ (70,000 ล้านบาท)

Mirror Protocol ถือเป็นแพลตฟอร์มแรกสุดของทาง Terra Chain ที่ดึงดูดให้ UST เกิดการใช้งานในโลก DeFi ได้จริง และเป็นที่ยอมรับอย่างแพร่หลายในช่วงเวลานั้น หลังจากความสำเร็จของ Mirror Protocol ทาง TFL ได้เห็นถึงความต้องการของผู้ใช้งาน ซึ่งสังเกตจากการที่ “การฟาร์มหุ้น” ได้รับความสนใจอย่างมาก ทำให้ TFL คิดว่าผู้ใช้งาน DeFi ส่วนใหญ่ไม่ได้ต้องการลงทุนในเหรียญคริปโทต่าง ๆ ที่มีความผันผวน

- Anchor Protocol

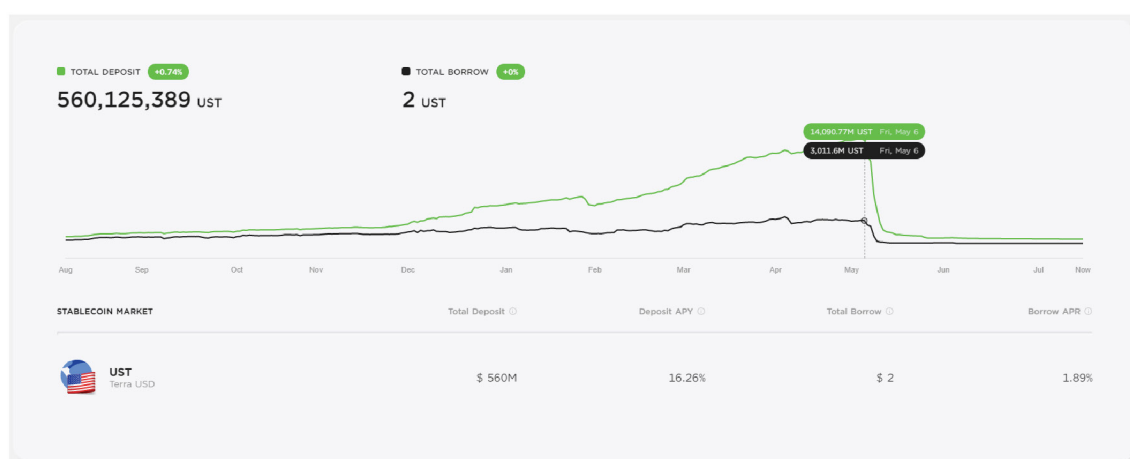


(Source: anchorprotocol.com)

Anchor Protocol เปิดตัวในปี 2020 ด้วย Concept “**Saving Protocol**” หรือเป็นที่ “**ออมเงิน**” ในโลก DeFi ซึ่งตอบโจทย์กับที่ทาง TFL สังเกตพฤติกรรมของผู้ใช้งานในโลก DeFi ว่า ผู้ใช้งานต้องการลงทุนในแพลตฟอร์มที่ Lower Risk , High Return โดยแพลตฟอร์มจะให้ผลตอบแทนคงที่ถึง 20% สำหรับการนำ **Stablecoin** ซึ่งในที่นี้ก็คือ UST มาฝาก

ดังนั้นสำหรับผู้ใช้งานก็ไม่ต้องคำนึงถึงความผันผวนของราคาเหรียญคริปโต ๆ ที่นำมาฟาร์ม และยังสามารถผลตอบแทนถึง 20% อีกต่างจาก DeFi Protocol อื่นที่ให้ดอกเบี้ยเฉลี่ยไม่เกิน 5% จึงเป็นจุดทำให้คนสนใจและหันมาถือ UST กันเพื่อที่จะไปหาผลตอบแทนต่อบน Anchor protocol

หลังจากความสำเร็จของ Anchor Protocol ก็มีหลาย ๆ แพลตฟอร์มเล็งเห็นถึงประโยชน์จากผลตอบแทนที่สูงบน Anchor จนทำให้มีหลาย ๆ แพลตฟอร์มมาใช้อีกโอกาสนี้ให้เกิดประโยชน์ เช่น แพลตฟอร์มชื่อ Abracadabra ที่มาทำ Leverage Yield Farming บน Anchor Protocol ทำให้ UST ยิ่งมีความต้องการใช้งานสูงขึ้นไปอีก จึงทำให้เกิดการ Mint UST ขึ้นมาจำนวนมหาศาลในช่วงเวลาอันสั้น



(Source: app.anchorprotocol.com)

และทำให้ Market Cap ของ UST เติบโตขึ้นจาก 2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ไปถึงจุดสูงสุดที่ประมาณ 18,700 ล้านดอลลาร์สหรัฐซึ่งใช้เวลาเพียง 11 เดือน โดยเป้าหมายของ UST ในตอนแรกสุดคือการถูกนำไปใช้จ่ายในชีวิตประจำวันในรูปแบบของ E-Commerce Payment เช่นการใช้งาน KRT (Korean Won Terra) ผ่าน Chai Wallet แต่สัดส่วนที่ถูกนำมาใช้ในลักษณะนี้ก็ยังถือว่าเป็นส่วนน้อย ซึ่ง UST ส่วนใหญ่ที่ผลิตมาถูกนำไปใช้ในการฝากเงินภายใน Anchor Protocol ซึ่งเคยมียอดฝากสูงที่สุด 14,000 ล้าน UST โดยถือเป็น 74.9% ของ UST ทั้งหมด ณ เวลานั้น

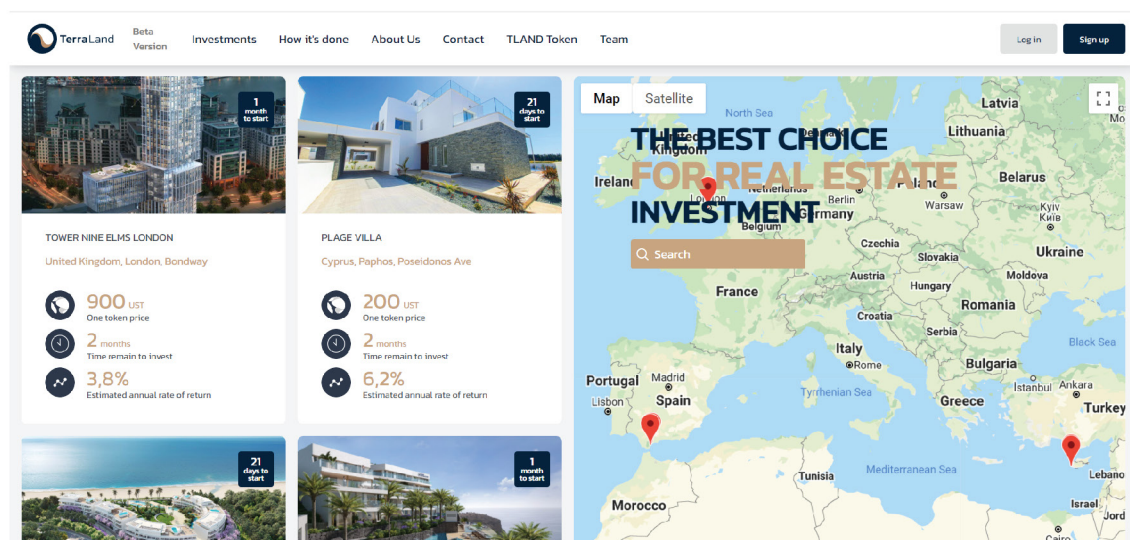
- Chai Wallet และ Terraland การใช้งานจริงของ UST ในชีวิตประจำวัน



(Source: medium.com/terry-money)

อย่างที่กล่าวไปข้างต้นว่าเป้าหมายของ UST ในตอนแรกสุดคือการถูกนำไปใช้จ่ายในชีวิตประจำวันในรูปแบบของ E-Commerce Payment จึงได้มีคนพัฒนา Application ที่ชื่อว่า Chai Wallet ที่สามารถใช้งาน Stablecoin ที่สร้างบน Terra Blockchain มาใช้จ่ายในชีวิตประจำวันได้ง่ายขึ้น ซึ่งในที่นี้เป็นการนำ KRT (Korean Won Terra) ที่เป็น Stablecoin มูลค่าเทียบเท่า Korean Won มาใช้จ่ายในเมือง Busan ประเทศเกาหลีใต้ โดยได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาลท้องถิ่นอนุญาตให้สามารถใช้เมือง Busan เป็นสถานที่ทดลองในการใช้งาน Chai Wallet อีกด้วย

โดยลักษณะของ Chai Wallet นี้ก็เหมือน E-payment Application ทั่ว ๆ ไปอย่างเช่น ApplePay, PayPal แต่สิ่งที่แตกต่างกันคือการทำงานของ Chai Wallet นั้นจะดำเนินการทำธุรกรรมผ่าน Terra Blockchain



(Source: terraland.io)

อีกหนึ่งโปรเจกต์ที่แสดงให้เห็นถึงการต้องการนำ UST มาใช้ในชีวิตประจำวันนั้นก็คือ TerraLand โดยมีการเอา Real Estate มาทำ Asset Tokenization แล้วเปิดให้ซื้อขายได้โดยใช้ UST ซึ่งตั้งแต่เริ่มมีการนำ Blockchain มาประยุกต์ใช้จนถึงปี 2021 นั้น มีน้อยโปรเจกต์มากที่จะมี Real World Use Case

ทั้งจากวิสัยทัศน์ของ Terraform Labs (TFL) ที่ต้องการทำให้ผู้คนเห็นว่า Terra Stablecoin สามารถถูกนำมาใช้ในชีวิตประจำวันได้จริง ๆ ซึ่งก็ได้ทำให้หลายคนเริ่มเชื่อมั่นและอยากจะเป็นหนึ่งในคนที่ช่วยผลักดันให้ระบบของ Terra ประสบความสำเร็จ (ปัจจุบัน Terraland ย้ายไปทำบน Ethereum แล้ว)

BINANCE STAKING

Locked Staking

Stake UST

APY Up to

19.63%

High Yield, Safe & Happy Earn

NEWS

BitcoinAddict THAILAND

(Source: bitcoinaddict.org)

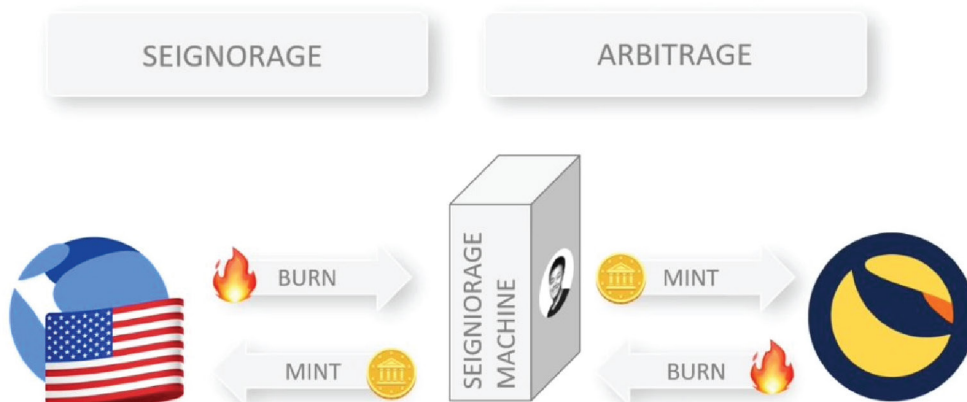
และยังมีโปรเจกต์อีกมากมาย เช่น Astroport, Terraswap, Prism, Edge และอื่น ๆ อีกมากมายที่ไม่ได้กล่าวถึงและยังรอเปิดตัวในอนาคต รวมถึงการร่วมมือกับ OKX และ Binance ซึ่งเป็น Centralized Exchange ที่มีชื่อเสียงในการรับฝาก UST ในแอปเพื่อไปลงไว้ใน Anchor Protocol อีกด้วย ซึ่งจะเห็นได้ว่าทีมพัฒนาของ Terra นั้นมีความเก่งกาจและสามารถหาช่องทางให้ UST มีการใช้งานที่มากขึ้นได้ดีมาก

3.1.4) จุดเด่นของ UST

การเติบโตของ UST ที่ครั้งหนึ่งเคยขึ้นไปอันดับที่ 3 เป็นข้อพิสูจน์ได้ชัดเจนว่าโมเดล Mint & Burn ก็มีข้อดีหลาย ๆ อย่างที่พัฒนาขึ้นมาจาก Stablecoin รูปแบบก่อน ๆ ที่ได้เล่าไป โดยในส่วนนี้จะมาอธิบายถึงข้อดีของ UST แยกทีละประเด็นให้เห็นภาพได้ชัดเจนขึ้น

- ความกระจายศูนย์จากการใช้ Algorithm

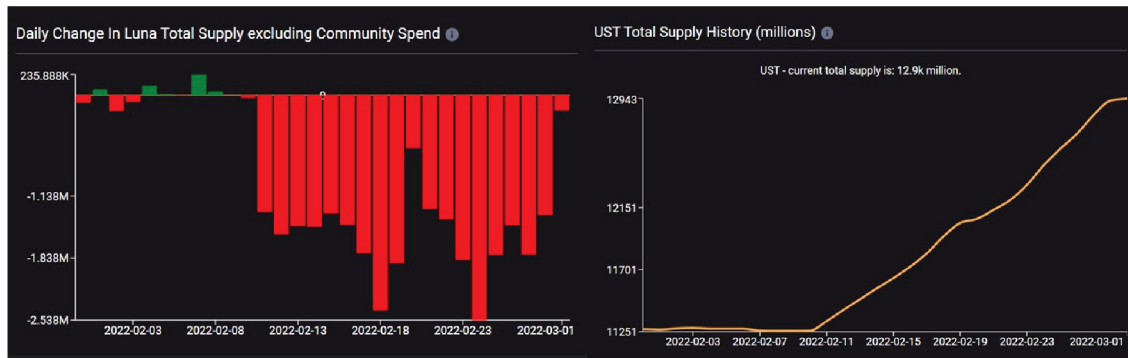
"To hold 1 UST fix to 1 US dollar, we need to create or destroy UST it based on demand"



(Source: twitter.com/jp12__)

ในตอนแรกที่ Terra ออกแบบ UST ขึ้นมาแล้ว การแทรกแซงหรือคุมราคา UST ให้มีมูลค่าเท่ากับ 1 ดอลลาร์ หรือการเพิ่ม Supply UST ให้มากขึ้นนั้นก็จะเป็นการคำนวณจาก Algorithm เป็นหลักและทำงานโดยอัตโนมัติตามความต้องการของตลาดในขณะนั้น แต่ถ้าหากโตได้มากพอจนยากต่อการโจมตีและไม่ต้องการคนดูแลแล้ว ก็อาจสามารถกลายเป็น Stablecoin ที่กระจายศูนย์ได้

- การเติบโตอย่างอิสระ



(Source: twitter.com/WuBlockchain)

การสร้าง UST เพิ่มขึ้นนั้นจำเป็นต้องเผา LUNA ในมูลค่าที่เท่ากันออกไป ซึ่งยิ่งราคา LUNA ถูกเผามากขึ้นเท่าไร ราคาที่มีแนวโน้มจะสูงขึ้นจาก Supply ที่ลดลง ซึ่งส่งผลให้การเผาในสร้าง UST ในครั้งต่อ ๆ ไปจะเผา LUNA ในจำนวนที่น้อยลงเนื่องจาก LUNA มีราคาสูงขึ้นกว่าครั้งก่อน

โดยในช่วงเดือนกุมภาพันธ์ 2022 ในตลาดมีความต้องการ UST มากทำให้มีการ Burn LUNA ออกไป 1-2 ล้าน LUNA ต่อวัน จนมาถึงในช่วงต้นเดือนพฤษภาคม LUNA มีจำนวนเหรียญลดลงจาก 1,000 ล้าน LUNA เหลือเพียง 350 ล้าน LUNA เท่านั้น การเติบโตจึงทำได้อิสระและเพิ่มขึ้นหรือลดลงได้ตลอดเวลาเนื่องจาก Algorithm ทำงานตลอด

แตกต่างจาก Fiat-Backed Stablecoin ที่บริษัทเอกชนต้องนำสินทรัพย์จริงมาเก็บไว้ในคลังแล้วจึงจะ Mint Stablecoin ออกมาได้ การสร้างเพิ่มจึงทยอยทำเป็นรอบ และการเติบโตจึงจำกัดตามเงินในคลังสำรองเท่านั้น ส่วน Crypto-Backed Stablecoin ก็เติบโตได้ตาม Cryptocurrency ที่วางค้ำประกัน และยังต้องวางเกินวงเงินที่กู้ (Over-Collateral) อีกด้วย ดังนั้น UST จึงเติบโตได้ง่ายกว่าอย่างชัดเจนเลย

- ยังใช้งานเยอะ ยิ่งทำให้ราคาเหรียญคู่ราคาสูงขึ้น

Terraradar (LUNC/USD)

อัปเดตล่าสุด: 09:19AM UTC ในสกุลเงิน USD



(Source: coingecko.com)

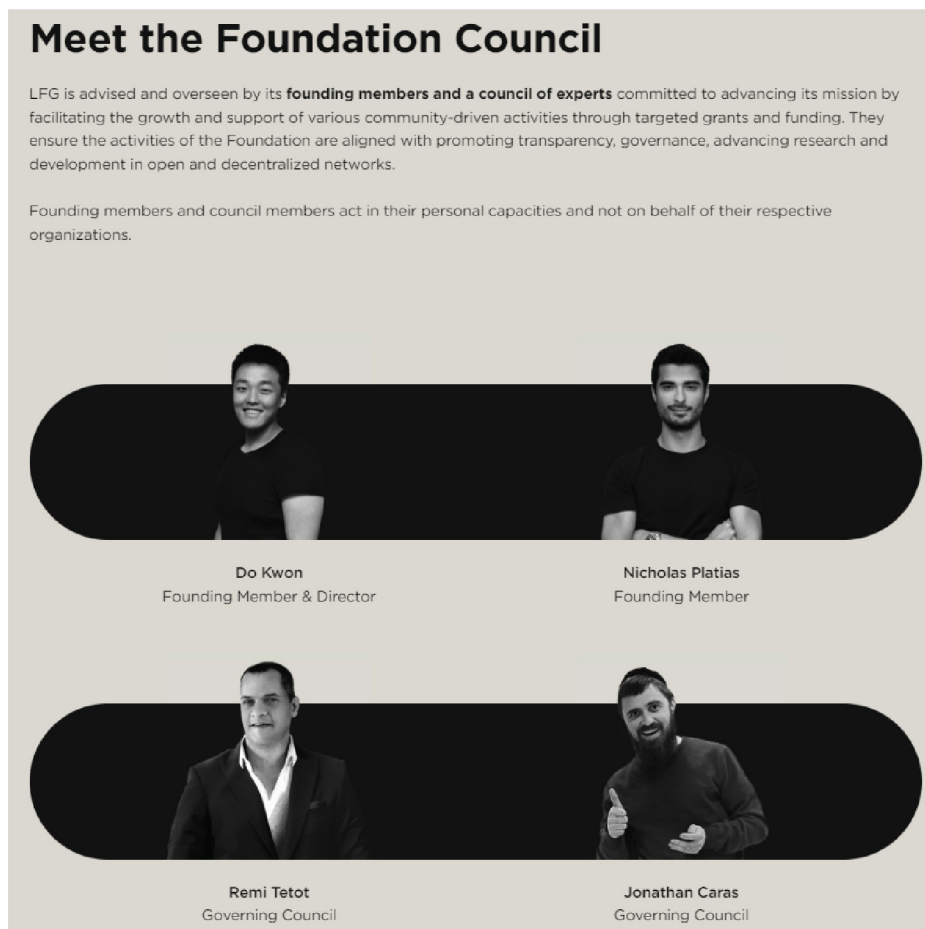
ผลทางอ้อมของการสร้าง UST คือราคา LUNA มีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นอย่างมากเนื่องจาก LUNA ถูกเผาทั้งออกไปจากระบบ ตามความต้องการของ UST ที่สูงขึ้น ดังนั้นจึงไม่น่าแปลกใจเลยว่าการเห็น UST-LUNA ทำแล้วประสบความสำเร็จจน Market Cap ของ UST สามารถขึ้นไปได้ถึงอันดับ 3 ของ Stablecoin และความต้องการของ UST ที่มากขึ้นทำให้ LUNA Supply ลดลงกว่า 65% จากตอนเริ่มต้น เป็นผลให้ราคา LUNA พุ่งสูงขึ้นไปสูงสุดที่ 119 ดอลลาร์สหรัฐจนเคยเป็นเหรียญติด Top 10 ของ Cryptocurrency ทั้งหมดอีกด้วย

สิ่งเหล่านี้ล้วนเป็นแบบอย่างให้โปรเจกต์อื่น ๆ สนใจและเปลี่ยนโมเดลมาทำตาม เช่น WAVES สามารถนำไป Lock แล้วสร้าง USDN Stablecoin ขึ้นมาได้ ส่วน Near เองก็มีทีม Decentral Bank ที่มีความใกล้ชิดกับ NEAR Foundation ได้เปิดทางเลือกให้สามารถสร้าง USN Stablecoin (จะลึกลงไปอีก) ด้วย NEAR ได้อีกด้วย และสุดท้าย TRX ของ Justin Sun สามารถนำไปสร้าง USDD Stablecoin และยังมีการสัญญาว่าจะแจกดอกเบี้ยกว่า 40% คงที่คล้าย Anchor Protocol อีกด้วย และผลลัพธ์ของโมเดลนี้ก็ทำให้เหรียญอย่าง WAVES, NEAR และ TRX แข็งกว่าตลาดในช่วงตลาดขาลงอีกด้วย

3.1.5) จุดด้อยของ UST

ถึงแม้ว่าข้อดีของ UST จะมีอยู่เยอะและปิดจุดอ่อนไปได้หลายอย่าง แต่ก็ทำให้เกิดสิ่งที่น่ากังวลเรื่องอื่นขึ้นมาหลายเช่นกัน ซึ่งจุดอ่อนเหล่านี้เป็นปัญหาจากแก่นการสร้าง Stablecoin รูปแบบ Algorithm โดยมีรายละเอียดดังนี้

- ความไม่กระจายศูนย์ในบางมุมมอง



(Source: lfg.org/team)

แม้ว่าการสร้าง UST จะพึ่งพา Algorithm ทั้งหมดจนขึ้นชื่อเรื่องความกระจายศูนย์ แต่ในอีกมุมมองหนึ่งที่ทางทีม Terra เป็นทั้งผู้สร้างเหรียญ LUNA ทั้งหมด แล้วนำไประดมทุนต่าง ๆ พร้อมทั้งแบ่งบางส่วนเข้าทีมพัฒนา และยังมีกรถือ LUNA อีกจำนวนหนึ่งจาก TFL และ LFG ดังนั้นผู้ที่ได้รับผลประโยชน์สูงสุดจากราคา LUNA ที่สูงขึ้นจึงเป็นทีมของ Terra เองทั้งหมด การควบคุมราคาที่สามารถทำได้เองเพราะเป็นกลุ่มคนที่เข้าใจระบบนี้มากที่สุดเช่นกัน และการจัดตั้ง LFG ของ Do Kwon ก็เหมือนเป็นบริษัทเอกชนที่มีหน้าที่คอยรักษาเสถียรภาพของ UST โดยคนเพียงไม่กี่คน ดังนั้นคนกลุ่มหนึ่งจึงไม่คิดว่า UST มีความกระจายศูนย์อย่างแท้จริงในมุมมองนี้

- UST จะหมดมูลค่าหาก LUNA มูลค่าเหลือศูนย์

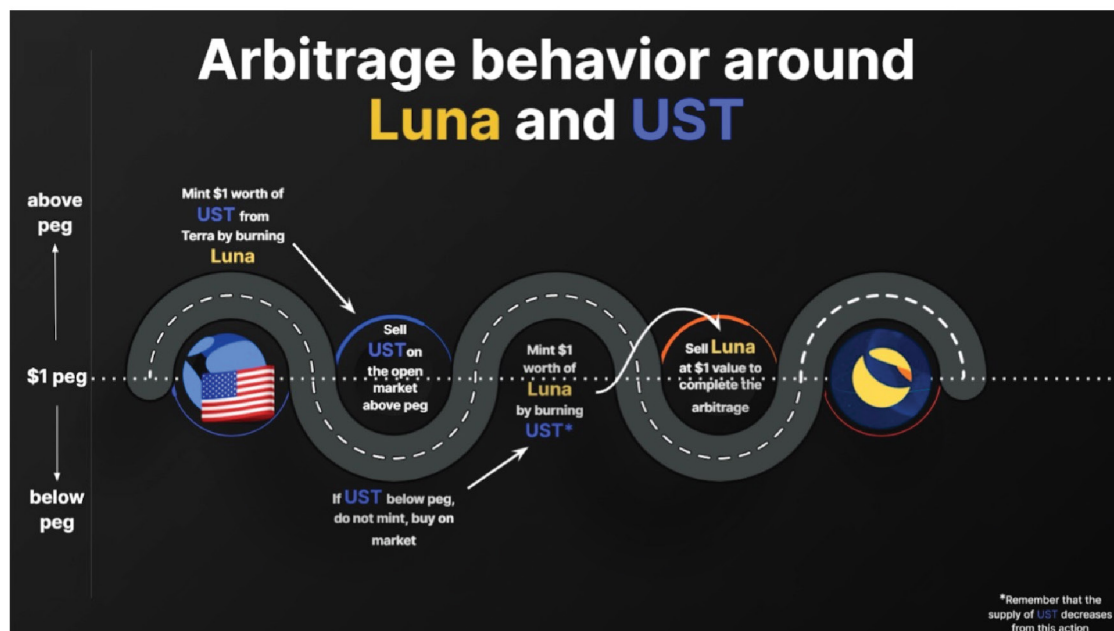


(Source: twitter.com/lfg_org)

ด้วยความที่ UST นั้นถูกสร้างขึ้นมาจาก Algorithm ที่แปลง LUNA มาเป็น UST ดังนั้นหากวันหนึ่งที่ LUNA หมดมูลค่าไป Algorithm ก็จะไม่สามารถทำงานได้เนื่องจากคู่เหรียญอีกฝั่งมูลค่าเป็นศูนย์ไปแล้ว หรือหากราคาเข้าใกล้ศูนย์การเผา UST ก็จะส่งผลให้เกิดการ Mint LUNA กลับมาใหม่อย่างมหาศาลจนส่งผลให้ราคา LUNA ตกลงไปอีก

ทาง LFG ทราบปัญหานี้ดีจึงมีการกระจายความเสี่ยงไม่ให้อยู่ที่ LUNA เพียงอย่างเดียว จึงลดการใช้ Algorithm แล้วซื้อ Cryptocurrency มาเก็บไว้ด้วยเช่นกัน โดยมีทั้ง BTC, AVAX, BNB, USDT, USDC และ UST เพิ่มเข้ามาใน LFG Reserve แต่สุดท้ายก็โดนบังคับขายจากวิกฤต Terra ที่จะเล่าในหัวข้อถัดไป

- Death Spiral : เกลียวคลื่นสู่จุดจบของโมเดล Mint & Burn



(Source: bitcoinmarketjournal.com)

หากนำหลักการของ Algorithm Mint & Burn มาวิเคราะห์ให้ละเอียดจะพบว่ามันมีตอนที่ “UST ต่ำกว่า 1 ดอลลาร์สหรัฐจะมีจุดอ่อนร้ายแรง” ที่สำคัญมากอยู่ซึ่งอาจทำให้ UST ไม่สามารถกลับขึ้นมาเท่ากับ 1 ดอลลาร์สหรัฐได้ เพราะว่าการทำงานคือ Supply UST จะต้องลดลงด้วยการเผา UST แต่สิ่งที่แลกกลับมาคือการ Mint LUNA กลับขึ้นมาใหม่ ดังนั้นก็เหมือนกับว่าคนที่ถือ LUNA กำลังโดน Dilution Effect โดยตรงเช่นกัน

หากคิดกันตามหลักการแล้ว นักลงทุนที่เข้าใจระบบนี้จริงจะไม่กล้าถือ LUNA หรือถ้าร้ายแรงที่สุดก็การ Short LUNA Future ด้วยก็ได้เพราะคาดการณ์ได้ว่าราคา LUNA จะร่วง ซึ่งถ้าระหว่างที่ Bot กำลังทำ Arbitrage เพื่อรักษาราคาอยู่ แต่ขั้นตอนการ Mint & Burn มี Delay ระยะเวลาหนึ่งที่ทำให้กว่า Bot จะได้รับ LUNA เพื่อทำการขายเอากำไร ราคาในตลาดก็ต่ำกว่าตอนก่อนเข้า Algorithm ไปแล้ว ดังนั้นจึงถือว่าการ Arbitrage นั้นทำไม่คุ้มค่าเพียงพอก็จะทำ ซึ่งอาจจะไม่มีใครทำแล้วปล่อยให้ราคา UST ลงไปเรื่อย ๆ ก็ได้

TerraClassicUSDราคากราฟ (USTC/USD)

อัพเดทล่าสุด: 09:06AM UTC ในสกุลเงิน USD



(Source: coingecko.com)

เหตุการณ์นี้เคยเกิดขึ้นในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี 2021 ที่ตลาดร่วงหนักจนทำให้ UST หลุด Peg ไปที่ 0.97 ดอลลาร์สหรัฐ และราคา LUNA ก็ร่วงหนักมากจาก 20 ดอลลาร์สหรัฐเหลือ 4 ดอลลาร์สหรัฐจน Bot ที่ทำ Arbitrage ไม่สามารถทำงานได้ทัน แต่โชคดีที่ในตอนนั้น Market Cap ของ UST อยู่ที่เพียง 2,100 ล้านดอลลาร์สหรัฐซึ่งเล็กเพียงพอที่ทีมของ Terra จะคุมสถานการณ์ได้

UST จึงกลับมา Repeg ได้ภายในระยะเวลา 10 วัน แต่ก็ยังเป็นข้อพิสูจน์หนึ่งว่าในอนาคตที่ UST มี Market Cap สูงมากและมีคนประสงค์ร้ายที่ต้องการจะโจมตี UST ขึ้นมาก็อาจจะไม่สามารถคุมสถานการณ์ได้

จากทั้งหมดที่ได้อธิบายไป จะเห็นว่า UST เป็นการสร้าง Algorithmic Stablecoin ที่น่าสนใจเป็นอย่างยิ่งแต่ก็ยังมีบางแง่มุมที่ยังเป็นจุดที่น่าเป็นห่วงอยู่ ซึ่งในที่สุดแล้ว การล่มสลายของ UST เกิดได้เกิดขึ้นจริงในช่วงเดือนพฤษภาคมปี 2022

3.1.6) บทบาทการล่มสลายของ Terra



(Source: bitcoinaddict.org)

จุดเริ่มต้นของหายนะครั้งนี้มาจากแพลตฟอร์มที่ได้รับความนิยมสูงสุดใน Terra Chain นั่นคือแพลตฟอร์ม **Anchor Protocol** ที่ยอมจ่ายเงินให้กับผู้ที่นำ UST มาฝากถึง 20% ต่อปีแบบคงที่เพื่อดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาใช้ Terra Ecosystem จนกระทั่งมี UST มากกว่า 50% ของปริมาณ UST ที่ทั้งหมดถูกฝากเพื่อรับดอกเบี้ย 20% นี้ แต่ในความจริงแล้ว รายได้ของแพลตฟอร์มยังไม่เพียงพอ กับรายจ่ายดอกเบี้ยฝากของแพลตฟอร์ม ทำให้ทางทีม TFL จำเป็นต้องเติมเงินเพื่อนำไปจ่ายให้กับผู้ฝากอยู่ตลอด



(Source: twitter.com/terra_money)

จากปัญหาเรื่องการโตแบบไม่ยั่งยืน (Inorganic Growth) จึงได้มีการก่อตั้ง **LUNA Guard Foundation (LFG)** ขึ้นมา โดย LFG นี้ ถูกตั้งมาเป็นองค์กรอิสระที่ทำหน้าที่รักษาความเชื่อมั่นและเสถียรภาพให้กับทาง UST โดยได้รับเงินทุนบริจาคมาจาก TFL ในรูปของ เหรียญ LUNA ที่สามารถนำไป Burn เป็น UST ที่เป็น Stablecoin ตามกลไก Algorithm ได้

โดยหลังจากที่ได้มีการก่อตั้ง LFG และได้รับเงินทุนมาจาก TFL ทาง LFG ได้ใช้ LUNA ที่ได้มาไปเผาเป็น UST เพื่อนำไปเติมใน Yield Reserve ให้กับ Anchor Protocol เป็นจำนวนเงิน 500 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และใช้ LUNA ส่วนหนึ่งไประดมทุนกับ Venture Capital เจ้าใหญ่ต่าง ๆ



(Source: twitter.com/terra_money)

ซึ่งการระดมทุนนี้ทาง LFG มีจุดประสงค์เพื่อการเพิ่มความมั่นใจของ UST ด้วยการขาย LUNA แบบ Over-The-Counter (OTC) ให้กับ VC ชื่อดังในเวลานั้น คือ Jump Crypto และ Three Arrows Capital (3AC) เป็นมูลค่ารวมกว่า **1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ** โดยเหรียญชุดนี้จะถูก Lock ไว้แบบทยอยขายได้เป็นเวลา 4 ปี แล้วนำเงินส่วนนี้ไปซื้อ Bitcoin มาเป็น Reserve ให้กับ UST

จนในตอนนี้มีวลีเด็ดจาก Do Kwon ว่า **“Decentralized Money need Decentralized Reserve”** ทำให้ Bitcoiner หลายคนหันมาสนใจ Terra Ecosystem ซึ่งแทบจะไม่มี DeFi หรือ Altcoin ตัวไหนสามารถทำได้มาก่อนแม้กระทั่ง Ethereum



(Source: twitter.com/LFG_org)

หลังจากความมั่นใจมาแบบเต็มเปี่ยม UST เริ่มกลับมาถูกพูดถึงในเชิงบวก Terra ก็ยังยืนยันที่จะผลักดันให้ UST โตแบบก้าวกระโดดต่อไป ด้วยการบริจาค LUNA จำนวนมหาศาลให้กับ LFG อีก เพื่อนำไปเผาเป็น UST แล้วนำไปซื้อ Bitcoin เข้ามาเป็น Reserve เพิ่มขึ้นไปอีก จนก่อนที่จะเกิดเหตุการณ์ขึ้น LFG มี BTC ใน Reserve กว่า 80,000 BTC

ทำให้ LUNA ในตอนนั้นถูก Burn ไปอย่างมหาศาล ส่งผลให้ Supply ของเหรียญลดลง ประกอบกับที่ตัวเลขปริมาณ UST ที่เติบโตขึ้นอย่างก้าวกระโดด จึงเป็นเหตุให้ราคาของเหรียญ LUNA พุ่งสูงขึ้นจากประมาณ 50 ดอลลาร์ในช่วงปลายเดือนกุมภาพันธ์ไปทำ All Time High ใหม่ที่ 116 ดอลลาร์โดยใช้เวลาเพียงประมาณ 2 เดือนเท่านั้น ซึ่งสวนทางกับสภาวะตลาดในเวลานั้นอย่างมาก

ซึ่งก่อนที่จะเกิดหายนะครั้งนี้ทั้ง LUNA & UST มีมูลค่าตลาดสูงติดอันดับ Top 10 by Market Cap ทั้งสองเหรียญ โดยมูลค่าตลาดของ UST ขึ้นไปจุดสูงสุดที่ 18,700 แส่นล้านดอลลาร์สหรัฐ และ มูลค่าตลาดของ LUNA ขึ้นไปจุดสูงสุดที่ 41,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

LFG | Luna Foundation Guard Retweeted



Do Kwon
@stablekwon

\$UST with **\$10B+** in **\$BTC** reserves will open a new monetary era of the Bitcoin standard.

P2P electronic cash that is easier to spend and more attractive to hold **#btc**

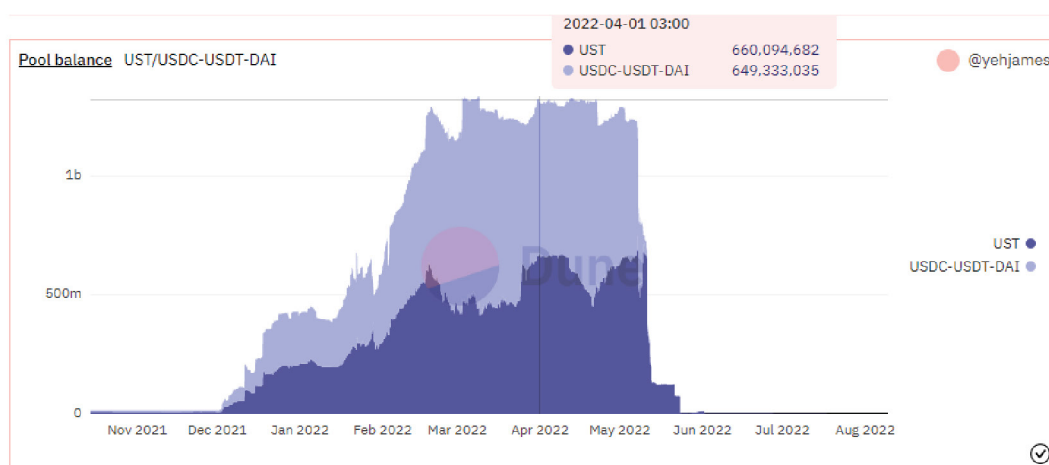
4:07 PM · Mar 14, 2022 · Twitter for iPhone

2,765 Retweets 654 Quote Tweets 17K Likes

(Source: twitter.com/stablekwon)

จากที่ LFG ซื้อ BTC เข้ามาเป็น Reserve ทำให้ตอนนี้ UST จึงเปรียบเสมือนเหรียญ Decentralized Stablecoin ที่มี BTC ที่เป็น Cryptocurrency ที่มีความ Decentralized มากที่สุดในความคิดของ Do Kwon มา Back ไว้จึงดูน่าเชื่อถือขึ้นมากในระดับเพราะไม่ต้องพึ่ง Algorithm เพียงอย่างเดียวซึ่งอาจผิดพลาดได้แม้ว่าการเลือก Stablecoin อย่าง USDT, USDC หรือ DAI มา Back จะทำให้เงินในคลังสำรองนั้นจะทำให้เงินในคลังมีเสถียรภาพมากกว่าการใช้เหรียญที่มีความผันผวนได้ แต่หากทำแบบนั้นก็จะทำให้ UST ขาดความ Decentralized เพราะเหรียญเหล่านั้นล้วนมีแต่มีตัวกลางคอยควบคุมทั้งสิ้น ไม่เว้นแม้แต่ DAI เองก็ตาม เพราะฉะนั้น การตัดสินใจเลือก BTC เป็นเงินในคลังสำรองจึงเป็นตัวเลือกที่สมเหตุสมผล แม้ว่าจะต้องแลกกับจุดอ่อนเรื่องความผันผวนของ BTC ระดับหนึ่งที่ Do Kwon คาดว่าราคาไม่อาจจะไม่ลงมากเท่าไรจากตลาดที่ใหญ่ขึ้นมากจากอดีตแล้วก็ตาม

นอกจากนี้ ในส่วนถัดไปที่ Do Kwon คิดว่า UST ยังมีปัญหาที่ต้องการได้รับการแก้ไขคือ คือ เรื่องของสภาพคล่องของ UST ที่ใช้ในการรองรับการแลกเปลี่ยนขนาดใหญ่



UST-3crv pool, 4 April 2022 (Source: dune.com/yehjames)

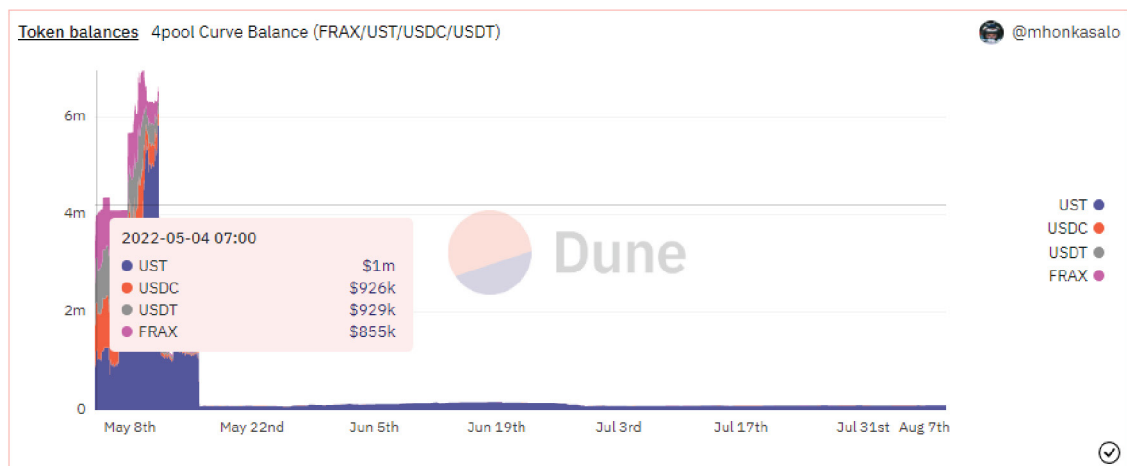
โดยหากดูสภาพคล่องของ UST ใน Curve Finance ซึ่งเป็น Decentralized Exchange ที่ใหญ่ที่สุดที่ออกแบบให้แลกเปลี่ยน Stablecoin โดยเฉพาะ จะเห็นได้ว่าในวันที่ 1 เมษายน 2022 กลุ่มเหรียญ UST-3crv ใน Curve Pool มีสภาพคล่องสำหรับการรองรับการแลกเปลี่ยน UST เป็นเหรียญอื่น ๆ เพียง 649 ล้านดอลลาร์สหรัฐ แต่ Market Cap ของ UST ในขณะนั้นมี Market Cap กว่า 16,500 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งจะเห็นได้ว่ามีสภาพคล่องสำหรับแลกเปลี่ยนประมาณ 4% เท่านั้น

ทางทีม Terra จึงต้องการเพิ่มสภาพคล่องในส่วนนี้เพื่อความยั่งยืนในการใช้งาน UST ให้เป็น Stablecoin ตัวหลักบนทุก ๆ บล็อกเชน จึงตัดสินใจเข้าร่วม Curve War หรือสงครามการแย่งสภาพคล่องใน Curve Finance โดยมีเจ้าเก่าที่ครองอยู่นานคือ DAI จาก MakerDAO ที่มี 3pool ซึ่งประกอบด้วย DAI-USDC-USDT แล้ว 3pool นี้จะเป็นพูลหลักที่นำไปร่วมกับเหรียญใหม่อื่น ๆ เช่น LUSD+3crv หรือ Frax+3crv เป็นต้น



(Source: twitter.com/stablekwon)

ในวันที่ 2 เมษายน 2022 ทางทีม Terra ได้ประกาศว่า Terra ได้จับมือกับ Frax Finance เพื่อหวังจะเปิด Pool ใหม่ที่มีชื่อว่า 4pool ซึ่งประกอบไปด้วยเหรียญ UST-FRAX-USDC-USDT แล้วใช้เหรียญ CVX ที่ทาง Terra และ Frax มีรวมกันสูงสุดไปโหวตผ่าน Convex Finance เพื่อให้ 4pool บน Curve Finance ที่จะเปิดตัวใหม่ได้รับผลตอบแทน (APR) สูง ๆ เพื่อที่จะได้ดึงดูดให้คนสนใจ Decentralized Stablecoin มากขึ้น และมีคนมาฝากเงินใน Pool เยอะขึ้น สภาพคล่องทั้งสองตัวนี้จะได้สูงจนคนอยากเข้ามาเพิ่มสภาพคล่องและจะส่งผลไปถึงความน่าเชื่อถือของทั้งสองเหรียญ



(Source: dune.com/mhonkasalo/4pool-Curve-FRAXUSTUSDCUSDT)

โดย 4pool นี้ได้เริ่มเปิดการใช้งานเมื่อวันที่ 4 พฤษภาคม 2022 แต่ระหว่างที่ 4pool เปิดให้เอาเงินเข้าไปฝากในวันแรกทำให้เงินใน UST-3crv บางส่วนถูกโยกย้ายมาพักรอไว้เพื่อนที่จะนำไปฝากบน 4pool ทำให้ระหว่างนั้นสภาพคล่องของ UST-3crv ลดลงมา

ในขณะที่ Liquidity ของ 4pool ก็ยังคงน้อยอยู่เนื่องจากการ Boost Yield จาก Curve war ยังไม่ได้ถูกนำมาใช้งานกับ 4pool ที่เพิ่งเปิดใหม่ ทำให้ในช่วงนี้สภาพคล่องสำหรับการแลก UST เป็นเหรียญ Stablecoin อื่น ๆ เหลือเบาบางมาก จึงเป็นจุดอ่อนของการโดนโจมตีครั้งนี้



(Source: [tradingview](https://tradingview.com))

ในวันที่ 5 พฤษภาคม 2022 ได้มีรายใหญ่เทขาย BTC จำนวนมาก ส่งผลให้ราคา BTC ร่วงลงกว่า 10% ใน 1 วัน และยังเป็นการหลุด Trend Line สำคัญในช่วงเวลานั้นที่หลาย ๆ คนคิดว่าจะเอาอยู่อีกด้วย แคมก่อนหน้านั้นก็มีแท่งเทียนเขียวที่ดูน่าจะเป็นสัญญาณการกลับตัวที่ดีได้ ซึ่งการเทขายในครั้งนี้ก็ทำให้ตลาดเกิดความกังวลไม่น้อยและแน่นอนว่าการปรับตัวลงของ BTC ขนาดนี้ก็ได้ดึงดูดทั้งตลาดคริปโท ๔ ลงไปด้วย แต่โดยรวมก็ยังดูเป็นเหมือนความผันผวนที่เป็นปกติของตลาดนี้เท่านั้น



Restricted Content

Report ฉบับเต็มสำหรับ Subscriber
ระดับ Pro หรือ Yearly Pro เท่านั้น