

เข้าใจ..การทำอาร์บิทราจ



กวี นำพาเจริญ , CFA, FRM

รองผู้จัดการฝ่ายธุรกิจอนุพันธ์

บมจ. หลักทรัพย์ บัวหลวง

26 กุมภาพันธ์ 2552

กฎราคาเดียว (Law of One Price)

หากผมบอกคุณว่า สินค้าอย่างเดียวกันจะต้องมีราคาเท่ากัน คงจะมีคนจำนวนมากที่แย้งว่าไม่จริง ซึ่งสิ่งที่เขาแย้งนั้นผมก็เห็นด้วย เพียงแค่ผมเดินอยู่ในถนนสีลมเพื่อจะซื้อน้ำอัดลมหนึ่งกระป๋องมาดื่ม โดยราคาในร้านสะดวกซื้อกับราคาในซูเปอร์มาร์เก็ตก็ไม่เท่ากัน ถึงตรงนี้ หลายคนอาจจะสงสัยว่าผมจะพูดถึงกฎราคาเดียวนี้อะไรไหม ทั้งๆ ที่กฎข้อนี้ไม่สามารถที่จะใช้ได้กับสถานการณ์ง่าย ๆ ที่พบเจอได้ในชีวิตประจำวัน

แต่ถ้า หากเราเดินบนถนนเยาวราชแล้วมีร้านทองสองร้านติดราคารับซื้อและขายทองคำแท่งที่มีคุณภาพและขนาดเท่ากันแต่ราคาต่างกัน โดยร้านทองที่ 1 ติดราคารับซื้อและขายไว้ที่ 13,000 บาทต่อบาททองคำ ในขณะที่ร้านทองที่ 2 ติดราคารับซื้อและขายไว้ที่ 13,500 บาทต่อบาททองคำ ผลต่างที่เราเห็นคือ 500 บาท แน่นอนว่าคนธรรมดาที่เดินผ่านร้านทองทั้งสองนี้สามารถเดินเข้าไปซื้อทองคำแท่งจากร้านทองที่ 1 ในราคา 13,000 บาทต่อบาททองคำ ต่อจากนั้น ก็นำทองคำแท่งดังกล่าวไปขายให้ร้านทองที่ 2 ในราคา 13,500 บาทต่อบาททองคำ ซึ่งจะทำให้ตนได้กำไร 500 บาทต่อบาททองคำ หากมีคนที่เดินผ่านไปผ่านมาที่ร้านทองทั้งสองแห่งและทำกำไรโดยใช้วิธีดังกล่าวไปเรื่อย ๆ ผลที่ตามมาคือผลต่างของราคาทองคำระหว่างร้านทองทั้งสองคงจะค่อย ๆ ลดลงจนเท่ากันที่สุดในที่สุด

ทั้งสองสถานการณ์ข้างต้นนั้นมีความแตกต่างกันอยู่ 2 จุด ได้แก่ ร้านทองสองร้านติดกันจึงเปรียบเสมือนว่าอยู่ในที่เดียวกัน ในขณะที่ร้านสะดวกซื้อกับซูเปอร์มาร์เก็ตมีสถานที่อยู่ห่างกันทำให้ร้านที่อยู่ในสถานที่ที่มีคนเดินผ่านเยอะกว่าอาจจะตั้งราคาได้สูงกว่า ยิ่งไปกว่านั้นร้านสะดวกซื้อและซูเปอร์มาร์เก็ตยังไม่รับซื้อสินค้าใด ๆ คืนด้วย มีแต่ขายให้ลูกค้าอย่างเดียวนั่นเอง ถึงราคาจะต่างกันก็ไม่มีใครเดินไปซื้อของจากร้านหนึ่งแล้วมาขายให้อีกร้านหนึ่งได้ เราจึงสรุปได้เลยว่ากฎราคาเดียวจะเป็นจริงได้ก็ต่อเมื่ออยู่ในสภาพแวดล้อมที่เหมาะสมเท่านั้น แล้วสภาพแวดล้อมที่เหมาะสมคืออะไรกันแน่

ตามหลักเศรษฐศาสตร์แล้ว สภาพแวดล้อมที่ทำให้กฎราคาเดียวเป็นจริงเสมอ เรียกว่า “ตลาดที่สมบูรณ์” โดยความหมายของตลาดที่สมบูรณ์ในที่นี้สามารถสรุปง่าย ๆ คือ ตลาดที่มีลักษณะ อันได้แก่ ไม่มีค่าธรรมเนียมในการซื้อขายใด ๆ เลย ไม่มีส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย สามารถซื้อและขายได้ในจำนวนที่ไม่จำกัดโดยไม่มีผลกระทบต่อราคา และสามารถขายก่อนแล้วค่อยซื้อคืนที่หลังได้ เป็นต้น ดังนั้นสภาพแวดล้อมที่เหมาะสมที่ผมพูดไปในข้างต้นก็คือสภาพตลาดที่สมบูรณ์ และจากที่อธิบายไป เราอาจจะพอเห็นว่าตลาดที่สมบูรณ์นั้นคือตลาดอุดมคติที่ไม่มีอยู่จริง และจะค่อนข้างไกลความจริงมากโดยเฉพาะในโลกของการซื้อขายทั่วไป ด้วยหลาย ๆ สาเหตุ เช่นว่า ไม่มีร้านค้าร้านไหนตั้งราคาขายและราคาซื้อคืนเท่า

กัน เพราะว่าไม่ทำให้ร้านของตนได้กำไร ถ้าราคาเท่ากันก็อาจจะมีส่วนค่าธรรมเนียมซื้อขายบางอย่างอยู่ดี และไม่ใช้ร้านค้าทุกร้านจะรับซื้อสินค้าคืน เป็นต้น

แม้ว่าตลาดที่สมบูรณ์อาจจะไม่มีอยู่จริง แต่ทว่าหลักการของกฎราคาเดียวนั้นยังสามารถนำมาประยุกต์ใช้ได้ โดยเฉพาะกรณีที่นำกฎราคาเดียวมาใช้กับตลาดการเงิน ยกตัวอย่างเช่นว่า ถ้ามีหุ้นของบริษัท ABC ซื้อขายในตลาดหุ้นสองแห่งในประเทศเดียวกัน หุ้นของบริษัท ABC ในตลาดหุ้นทั้งสองแห่งจะต้องมีราคาเท่ากันตามกฎราคาเดียว ถ้าตลาดทั้งสองแห่งเป็นตลาดที่สมบูรณ์ตามกฎหมาย แต่ในโลกของการซื้อขายจริง ๆ แล้ว ตลาดหุ้นแต่ละแห่งก็มีค่าธรรมเนียมซื้อขายและมีส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อ-ขาย จึงอาจจะทำให้หุ้นของบริษัท ABC ในตลาดหุ้นทั้งสองแห่งมีราคาไม่เท่ากัน อย่างไรก็ตาม ราคาของหุ้นทั้งสองนั้นก็คงจะไม่แตกต่างกันมากอยู่ดี เพราะถ้าแตกต่างกันมาก ก็จะมีนักลงทุนเข้ามาทำกำไรได้โดยการซื้อหุ้นในตลาดที่มีราคาถูกกว่าและขายในตลาดที่มีราคาสูงกว่า (เฉพาะกรณีที่หักค่าธรรมเนียมต่าง ๆ แล้วยังได้กำไร)

จากตัวอย่างของบริษัทหนึ่งแห่งซึ่งมีหุ้นของตนซื้อขายในตลาดหุ้นสองแห่งในประเทศเดียวกัน เราจะเห็นว่าแม้ตลาดหุ้นทั้งสองแห่งจะไม่สมบูรณ์ ราคาหุ้นที่ซื้อขายกันในตลาดทั้งสองแห่งก็จะไม่แตกต่างกันมาก ในทำนองเดียวกันนี้ ถ้าเรานำกฎราคาเดียวมาปรับใช้กับการซื้อขายทองคำแท่ง ซึ่งมีซื้อขายกันอยู่ทั่วโลกเราก็จะพบว่าราคาทองคำแท่งที่เทียบเคียงในหน่วยความบริสุทธิ์และเงินสกุลเดียวกัน ณ เวลาเดียวกันนั้นควรจะมีความใกล้เคียงกันเสมอ ตามกฎราคาเดียว แต่เนื่องจากตลาดไม่สมบูรณ์ ราคาทองคำแท่งที่เทียบเคียงในหน่วยความบริสุทธิ์และเงินสกุลเดียวกัน ณ เวลาเดียวกันนั้นอาจจะแตกต่างกันได้แต่ก็ควรจะใกล้เคียงกันและนี่จึงเป็นเหตุผลว่าทำไมราคาทองคำที่ซื้อขายกันทั่วโลกนั้นจึงมีราคาใกล้เคียงกันและมีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนไปในทิศทางเดียวกันเป็นประจำ

อาร์บิทราจ (Arbitrage) คืออะไร

โดยปกติแล้ว อาร์บิทราจ หมายถึง การทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงและไม่ต้องใช้เงินทุนของตนเองเลย อาทิเช่น บริษัท ABC ได้ทำคำเสนอซื้อหุ้นของบริษัท DEF คืนทั้งหมด (Tender Offer) ที่ราคา 105 บาทต่อหุ้น ในอีก 1 เดือนข้างหน้า ถ้าปัจจุบันราคาหุ้นของบริษัท DEF เท่ากับ 100 บาทต่อหุ้น ถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เท่ากับ 12 % ต่อปี และค่าธรรมเนียมซื้อขายสุทธิเท่ากับ 0.30% ต่อมูลค่าหุ้น เราสามารถทำอาร์บิทราจได้โดย

1. ซื้อหุ้นจำนวน 100 บาท โดยมีค่าธรรมเนียมเท่ากับ 0.30 บาท
2. กู้ยืมเงินมา 1 เดือน จำนวน 100.30 บาท ที่อัตราดอกเบี้ยเท่ากับ 12 % ต่อปี (1% ต่อเดือน)
3. 1 เดือนต่อมา ขายหุ้นให้กับบริษัท ABC ที่ราคา 105 บาท (ไม่เสียค่าธรรมเนียม)
4. จ่ายเงินต้น 100.30 บาท พร้อมดอกเบี้ย $100.30 \times 1\% = 1.003$ บาท คืนให้กับผู้ให้กู้

จากกระแสเงินสดของการทำอาร์บิทราจดังกล่าวที่แสดงไว้ในตารางที่ 1 เราจะเห็นว่าในการทำอาร์บิทราจ 1 หุ้นจะได้กำไร 3.697 บาท ถ้าเราสามารถทำได้เป็นจำนวนมาก ๆ เช่น 10 ล้านหุ้น เราจะได้กำไรถึง 36.97 ล้านบาท อย่างไรก็ตามในทางปฏิบัติการทำอาร์บิทราจจำนวนมาก ๆ นี้ก็มีข้อจำกัดอยู่บ้าง เช่น ราคาหุ้น DEF อาจจะปรับตัวสูงขึ้นถ้าซื้อจำนวนมาก ๆ และการกู้ยืมเงินมาก ๆ นั้นอาจจะไม่สามารถทำได้หรือทำ

ได้แต่ไม่ทันที่ถ้าเราเป็นเพียงบุคคลธรรมดา อย่างไรก็ตาม เราคงไม่ใช่คนเดียวที่เห็นโอกาสในการทำอาร์บิทราจ

ตารางที่ 1 : สรุปกระแสเงินสดของการทำอาร์บิทราจในกรณี Tender Offer

	กระแสเงินสด ณ วันที่ 1	กระแสเงินสด ณ 1 เดือนต่อมา
ซื้อหุ้น DEF จำนวน 1 หุ้น	จ่ายเงิน 100 บาท	
เสียค่าธรรมเนียม	จ่ายเงิน 0.30 บาท	
กู้ยืมเงินเพื่อจ่ายค่าหุ้นและค่าธรรมเนียม	รับเงิน 100.30 บาท	
ขายหุ้น DEF ให้กับบริษัท ABC		รับเงิน 105 บาท
จ่ายเงินต้น		จ่ายเงิน 100.30 บาท
จ่ายดอกเบี้ย		จ่ายเงิน 1.003 บาท
กระแสเงินสดสุทธิ	0 บาท	รับเงิน 3.697 บาท

ในทางปฏิบัติ การทำอาร์บิทราจ เป็นการทำการใดโดยปราศจากความเสี่ยง ซึ่งไม่ขึ้นกับทิศทางของราคาสินค้าว่าจะขึ้นหรือลง ดังนั้น จึงเป็นกลยุทธ์ที่สามารถทำได้ในทุกสภาวะของตลาด ขอเพียงแค่ราคาตลาดของสินค้านั้น ๆ ไม่อยู่ในภาวะสมดุลก็พอ

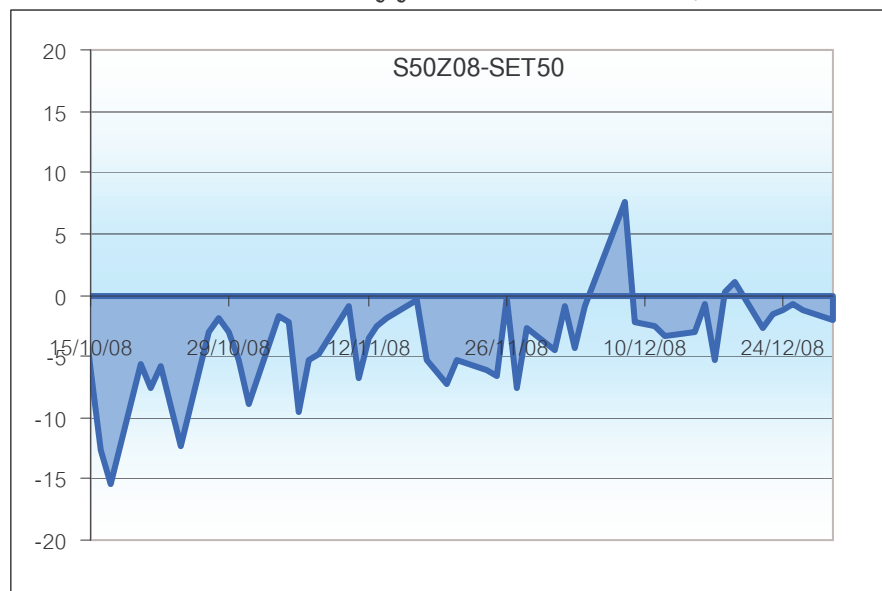
การบรรจบกันของราคา (Price Convergence)

การทำอาร์บิทราจนั้นเป็นกลไกที่ทำให้สินค้าสองสิ่งที่มีลักษณะเหมือนกันแต่มีราคาซึ่งไม่อยู่ในภาวะสมดุลกลับเข้าสู่ภาวะสมดุลได้ หรือที่เราเรียกว่า การบรรจบกันของราคา ยกตัวอย่างเช่น ราคาหุ้นของบริษัทหนึ่งที่ซื้อขายอยู่ในตลาดหุ้นต่างกัน ราคาน้ำมันที่ซื้อขายในตลาดต่างกัน และราคาทองคำที่ซื้อขายในตลาดต่างกัน เป็นต้น นอกจากนี้ ถ้าสภาพแวดล้อมของการซื้อขายสินค้านั้นเป็นตลาดที่สมบูรณ์แล้ว ราคาของสินค้าสองสิ่งที่มีลักษณะเหมือนกันย่อมมีราคาเท่ากันตามกฎราคาเดียว เราจึงสามารถกล่าวได้ว่าตลาดยิ่งใกล้เคียงตลาดสมบูรณ์มากเท่าใด ตลาดนั้นย่อมมีโอกาสการทำอาร์บิทราจน้อยลงด้วย

สำหรับตลาดการเงินนั้น ความเหมือนกันของสินค้าสองสิ่ง อาจจะดูค่อนข้างง่ายกว่าสินค้าอย่างอื่น เช่น อัตราแลกเปลี่ยนดอลลาร์เยน ราคาน้ำมันดิบ และราคาทองคำ เป็นต้น ไม่ว่าสินค้าเหล่านี้จะซื้อขายที่ไหนราคาของสินค้าที่เหมือนกันย่อมจะถูกบังคับให้ไปในทิศทางเดียวกันด้วยกลไกการทำอาร์บิทราจ ยกตัวอย่างเช่น ราคาทองคำในตลาดโตเกียวปรับตัวขึ้นไป 3 % ในขณะที่ราคาในตลาดไทยยังไม่เปลี่ยนแปลง ย่อมมีคนที่ต้องการทำอาร์บิทราจโดยการขายทองคำแท่งในตลาดโตเกียวและซื้อทองคำแท่งในตลาดไทย พร้อมกับป้องกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนไว้ด้วย ถ้ามีคนทำอาร์บิทราจมากขึ้นเรื่อย ๆ ราคาทองคำแท่งในตลาดไทยก็จะต้องปรับตัวสูงขึ้นเข้าหาราคาที่ตลาดโตเกียว หรือ ราคาทองคำแท่งในตลาดโตเกียวก็ต้องปรับตัวลดลงเข้าหาราคาที่ตลาดไทยด้วย จนกระทั่งราคาทองคำในตลาดทั้งสองแห่งใกล้เคียงกันจนไม่สามารถทำอาร์บิทราจได้ การบรรจบกันของราคาทองคำในตัวอย่างนี้ต่างจากการที่ตลาดหุ้นในต่างประเทศปรับตัวสูงขึ้นและตลาดหุ้นไทยปรับตัวขึ้นตามตรงที่ ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นตาม ๆ กันอาจจะมีสาเหตุมาจากการซื้อของกองทุนขนาดใหญ่พร้อม ๆ กัน แต่ทว่าการปรับขึ้นของราคาทองคำและสินค้าโภคภัณฑ์ตามตลาดต่างประเทศนั้นไม่ได้มาจากการบรรจบของราคาที่สามารถอธิบายได้โดยกฎราคาเดียวและการทำอาร์บิทราจ

นอกเหนือจากนี้ การเปรียบเทียบของราคายังปรากฏให้เห็นระหว่างราคาของสัญญาฟิวเจอร์สและสินค้าอ้างอิงของสัญญาฟิวเจอร์สด้วย ดังแสดงในแผนภาพที่ 1 ซึ่งเราจะเห็นว่าราคาของสัญญา S50Z08 นั้นค่อย ๆ บรรจบเข้าหาดัชนี SET50 เมื่อเวลาผ่านไป แต่ทว่าสาเหตุที่ทำให้ ณ วันซื้อขายสุดท้ายของสัญญา S50Z08 ราคาของ S50Z08 ไม่เท่ากับดัชนี SET50 ก็คือ ตลาดอนุพันธ์ใช้ราคาเฉลี่ยของดัชนี SET50 เป็นราคาที่ใช้ชำระราคาสุดท้าย (Final Settlement Price) อย่างไรก็ตามความแตกต่าง ณ วันซื้อขายสุดท้ายนี้จะไม่เกิดขึ้นกับ Gold Futures เพราะราคาทองคำที่ใช้คำนวณราคาที่ใช้ชำระราคาสุดท้าย (Final Settlement Price) ไม่ใช่ราคาเฉลี่ย จึงทำให้ราคา Gold Futures จะบรรจบเข้าหาราคาทองคำในตลาดลอนดอน (London Gold AM Fixing)

แผนภาพที่ 1: ผลต่างของราคาของสัญญาฟิวเจอร์สกับดัชนี SET50 (S50Z08 กับ SET50)



ในกรณีที่ Gold Futures ใกล้หมดอายุ และราคาทองคำในตลาดลอนดอนนั้นแตกต่างจากราคา Gold Futures มาก ย่อมมีผู้ที่เข้ามาทำอาร์บิทราจได้จากส่วนต่างของราคาทั้งสอง และทำให้ส่วนต่างของราคาทั้งสองนั้นค่อย ๆ ลดลงจนอยู่ในระดับที่ไม่สามารถทำอาร์บิทราจได้ แต่ทว่า สำหรับตลาดอนุพันธ์ของไทยนั้น การที่เราจะเห็นส่วนต่างของราคา Gold Futures กับราคาทองคำในตลาดลอนดอนนั้นกว้างมากก็เป็นไปได้สูง เพราะนักลงทุนในประเทศอาจจะไม่มีเงินทุนที่จะทำอาร์บิทราจได้สูงพอ ในขณะที่นักลงทุนต่างชาติอาจจะไม่สนใจใช้ Gold Futures ในประเทศไทยมากนัก เพราะปัจจุบัน Gold Futures มีซื้อขายอยู่ในหลายประเทศอยู่แล้ว เช่น สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น จีน และฮ่องกง เป็นต้น อีกทั้งนักลงทุนต่างชาติอาจจะไม่ต้องการมีความเสี่ยงในค่าเงินบาทของไทยด้วย นอกจากนี้ ก็ยังมีปัจจัยอื่น ๆ เช่นว่า การขายชอร์ตทองคำ (Short-sell) นั้นทำได้ยากมากในประเทศไทย ซึ่งทำให้โอกาสที่จะทำอาร์บิทราจนั้นจะมีอยู่ในช่วงระยะเวลาสั้นพอสมควร ตัวอย่างที่ดีก็คือ ตั้งแต่ตลาดอนุพันธ์ให้เริ่มซื้อขาย SET50 Index Futures มาจนถึงปัจจุบัน (ประมาณ เกือบ 3 ปี) การทำอาร์บิทราจระหว่างตะกร้าหุ้นอันเป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 และ SET50 Index Futures ก็ยังคงสามารถทำได้อยู่เรื่อย ๆ