Arbitrage
จากแนวคิดสู่การปฏิบัติ

Part VI: Merger & Event Arbitrage (บท 22–24)

Risk Arb, Special Situations, Event-Driven with Options

⚖️ อ่านก่อน: Event Arb สำหรับรายย่อย — ทำอะไรได้จริง และหางยาวอยู่ตรงไหน

Part นี้มีทั้งกลไกที่รายย่อยเข้าถึงได้ (ผ่านกองทุน/ETF) และกลไกที่เป็นของสถาบันล้วน — แต่ต่างจาก Part IV/V ตรงที่ความเสี่ยงเป็นแบบ **binary**: ดีลสำเร็จได้กำไรนิดเดียว, ดีลล่มขาดทุนหนัก การกระจายความเสี่ยงจึงไม่ใช่ทางเลือกแต่เป็น*เงื่อนไขบังคับ*

ทำได้ เข้าใจกลไก, ประเมิน deal เป็นรายตัว, เข้าถึงผ่านกองทุน/ETF merger arb

ระวัง spread (ส่วนต่างระหว่างราคาดีลกับราคาตลาดของหุ้นเป้าหมาย) ที่เห็นเป็น "20% ต่อปี" เป็นผลตอบแทน*เฉพาะกรณีสำเร็จ* — ยังไม่หักโอกาสล่ม และงานวิจัยชี้ว่าผลตอบแทนนี้คือ**ค่าตอบแทนการรับความเสี่ยงหางยาว** ไม่ใช่ของฟรี

เกินกำลัง ทำเองด้วยทุนน้อย (ต้องถือ 20–25 deal พร้อมกันเพื่อกระจาย), hedge stock deal ด้วยการ short acquirer, วิเคราะห์ antitrust (กฎหมายป้องกันการผูกขาด) เอง

มีหลักฐานวิจัยกำกับในกล่องของแต่ละบท + รายการอ้างอิงท้าย Part — ใช้กรอบ Evidence Tiers เดียวกับ Part IV/V

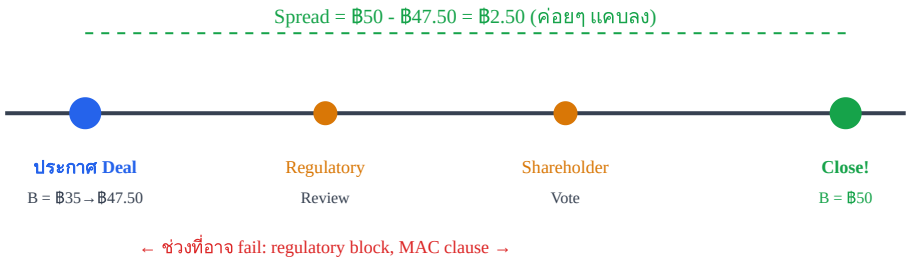
บทที่ 22: Merger Arbitrage (Risk Arb)

22.1 Cash Deal

```
Company A ซื้อ Company B ที่ ฿50/หุ้น (cash deal)
B ตอนนี้ซื้อขาย ฿47.50
Spread = 50 − 47.50 = ฿2.50
ผลตอบแทนถ้า deal สำเร็จ = 2.50 / 47.50 (เงินที่จ่ายจริง) = 5.26%
ถ้า close ใน 3 เดือน → Annualized ≈ 5.26% × 4 = ~21% ต่อปี
```

ระวังฐานการหาร: ต้องหารด้วย **ราคาที่จ่าย (47.50)** ไม่ใช่ราคา deal (50) — หารผิดฐานจะได้ 5.00% ซึ่งต่ำกว่าความจริง และตัวเลข "21% ต่อปี" นี้เป็นผลตอบแทน **เฉพาะกรณี deal สำเร็จ** ยังไม่ได้หักความน่าจะเป็นที่ deal ล่ม (ดูกล่องหลักฐานด้านล่าง)
⏳ และคำว่า "ต่อปี" อ่อนไหวมากต่อ**เวลาปิดดีล**: ถ้าถูกขอข้อมูลเพิ่มจากหน่วยงานกำกับจนเลื่อนจาก 3 เดือนเป็น 12 เดือน ตัวเลข ~21% จะเหลือ 5.26% ทันที *ทั้งที่ยังไม่มีอะไรผิดพลาดเลย*

> **Risk: Deal Break**
>
> ถ้า deal ไม่สำเร็จ → B อาจตกกลับไป ฿35 → เสีย ฿12.50 (คิดจากเงินที่จ่าย 47.50 = **−26.3%**)
> **Risk/Reward = เสีย ฿12.50 เพื่อได้ ฿2.50 → ต้องมั่นใจ >83.3% ว่า deal จะสำเร็จ** (P > 12.50/15 = 83.3%)



📊 **หลักฐานวิจัย: Merger Arb ได้ผลจริง — แต่เป็น "การขายประกันภัยตลาด"**

งานวิจัยปี 2001[1] ศึกษาดีล **4,750 รายการ (1963–1998)** พบผลตอบแทนส่วนเกิน **~4% ต่อปี หลังหักต้นทุนแล้ว** — มีจริง แต่ไม่ใช่ตัวเลขหวือหวาแบบที่ spread รายดีลชวนให้คิด

ข้อค้นพบที่สำคัญที่สุดของงานนี้: ผลตอบแทน merger arb **ไม่สัมพันธ์กับตลาดในภาวะปกติ แต่สัมพันธ์เชิงบวกอย่างแรงเมื่อตลาดดิ่งหนัก** — ผู้เขียนสรุปว่ามันมีลักษณะเหมือน **"การขาย put ดัชนีแบบไม่มีของค้ำ" (selling uncovered index put options)**

แปลเป็นภาษาคน: คุณเก็บเบี้ยประกันทีละนิดในวันปกติ แล้วจ่ายก้อนใหญ่ในวันที่ตลาดพัง — ซึ่งเป็นวันเดียวกับที่พอร์ตส่วนอื่นของคุณกำลังเจ็บพอดี

ระวัง นี่คือเหตุผลที่ **ห้ามใช้ leverage กับกลยุทธ์นี้** ทั้งที่ spread บางๆ ชวนให้อยากกู้ — เพราะการขาดทุนจะกระจุกตัวในช่วงที่โดน margin call พอดี

📊 **หลักฐานวิจัย: ทำไมส่วนต่างนี้ถึงไม่หายไป (และทำไมรายย่อยอยู่ผิดฝั่ง)**

งานวิจัยปี 2002[2] (ดีล 1,901 รายการ, 1981–1996) พบผลตอบแทนผิดปกติ **0.6–0.9% ต่อเดือน** และอธิบายว่าทำไมมันอยู่ได้: จำนวนคนทำ arb มีจำกัดและ**รับความเสี่ยงได้จำกัด** — ส่วนต่างจึงเป็น *ค่าตอบแทนของการแบกความเสี่ยง deal ล่ม* ไม่ใช่ความผิดพลาดของตลาด

สองข้อค้นพบที่รายย่อยต้องอ่านให้ดี:

- ผลตอบแทน**ลดลงเมื่อเงินทุน arb ไหลเข้ามากขึ้น** — เป็น capacity-constrained premium ที่บางลงตามการแข่งขัน
- ผลตอบแทน**สูงที่สุดในดีลที่เสี่ยงล่มมากที่สุดและขนาดใหญ่ที่สุด** — ของที่จ่ายดีคือของที่น่ากลัวและกินทุน

เกินกำลัง แปลว่ารายย่อยอยู่ผิดฝั่งของสมการทั้งสองด้าน: ทุนน้อยกว่า และเครื่องมือวิเคราะห์ (กฎหมาย/antitrust) ด้อยกว่า

⚠️ **เลขคณิตที่โหดร้าย: ทำไม 95% สำเร็จถึงยังไม่พอ**

ข้อมูลอุตสาหกรรมยุคใหม่ (นับเฉพาะดีลที่เซ็นสัญญาแล้ว) ชี้ว่า **~94–95% ของดีลปิดสำเร็จ**[3] ฟังดูปลอดภัย — จนกระทั่งดูขนาดของความเสียหายเวลาล่ม:

ดีล	เหตุการณ์	ราคาหุ้นเป้าหมาย
JetBlue / Spirit	ศาลบล็อก (ม.ค. 2024)	**−47% ในวันเดียว**
Tapestry / Capri	FTC ขอคำสั่งห้าม (ต.ค. 2024)	**−49%**

คิดเป็นตัวเลข: ดีลเงินสดทั่วไปถือ ~3 เดือนได้กำไรราว 1.5–2% ถ้าเจอดีลล่มระดับ −45% หนึ่งครั้งต้องใช้ดีลที่สำเร็จ **ราว 20–30 ดีล** เพื่อกลบ
→ edge ทั้งหมดของกลยุทธ์นี้อยู่ที่ **การหลบดีลที่จะล่มให้ได้** ซึ่งเป็นการตัดสินเชิงกฎหมาย/antitrust ไม่ใช่การประเมินมูลค่า

⚠️ **อย่าเอาสองตัวเลขนี้มาคูณกันตรงๆ แล้วสรุปว่ากลยุทธ์นี้ขาดทุน** — เพราะ −45/−49% คือ*กรณีหางที่รุนแรงที่สุด* (โดนหน่วยงานแข่งขันฟ้องบล็อก) ไม่ใช่ค่าเฉลี่ยของดีลที่ล่ม และที่สำคัญกว่า: **ดีลที่ตลาดมองว่าเสี่ยงจะมี spread กว้างกว่ามาก** คนที่รับความเสี่ยงนั้นจึงได้ค่าตอบแทนสูงกว่า 1.5–2% ที่ยกมา — นี่คือเหตุผลที่หลักฐาน [1] ยังพบผลตอบแทนส่วนเกินเป็นบวก ทั้งที่หางน่ากลัวขนาดนี้

ข้อสังเกตเพิ่ม: เวลาดีลล่ม **หุ้นผู้ซื้อมักขึ้น** — ถ้าคุณ hedge แบบ long target + short acquirer จะเจ็บ*ทั้งสองขาพร้อมกัน*

22.2 Stock Deal

```
A ซื้อ B ด้วยหุ้น A ในอัตรา 0.8 หุ้น A ต่อ 1 หุ้น B
→ Long B + Short 0.8×A = ล็อกส่วนต่างได้ก็ต่อเมื่อ deal ปิดจริง
กำไร = 0.8×A − B − ต้นทุนธุรกรรม − ค่ายืมหุ้น − เงินปันผลที่ต้องจ่ายฝั่ง short
```

⚠️ อ่านสูตรให้ถูกทิศ: ต้อง **0.8×A > B ตั้งแต่ตอนเข้า** จึงจะมีส่วนต่างให้เก็บ (คือหุ้นเป้าหมายซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าดีล)
และคำว่า "ล็อก" ใช้ได้เฉพาะกรณีดีลปิด — **ถ้าดีลล่ม หุ้นเป้าหมายร่วงและหุ้นผู้ซื้อมักเด้งขึ้น = เจ็บทั้งสองขาพร้อมกัน** อีกทั้งรายย่อยต้องหา borrow (ยืมหุ้นผู้ซื้อมา short) ให้ได้ก่อน ซึ่งมักเป็นข้อจำกัดที่ทำให้ทำไม่ได้จริง

22.3 Risk Analysis

Risk Factor	ตัวอย่าง	ผลต่อ Spread
Regulatory	หน่วยงานกำกับการแข่งขันไม่อนุมัติ (สหรัฐ: FTC/DOJ, ไทย: กขค.)	Spread กว้างขึ้น / deal fail
Financing	กู้เงินไม่ได้	Deal fail → target ตก
MAC Clause (Material Adverse Change — ข้อสัญญาที่ให้ผู้ซื้อถอนตัวได้ถ้าเป้าหมายเจอเหตุร้ายแรง)	ผลประกอบการทรุด/เจอคดีใหญ่หลังเซ็นสัญญา	Acquirer ยกเลิก
Shareholder Vote	ผู้ถือหุ้นไม่เห็นด้วย	Deal fail
Competing Bid	มีคนเสนอราคาสูงกว่า	Spread แคบลง (ดี!)

บทที่ 23: Special Situations

23.1 Spin-Off Arbitrage

Parent แยก SpinCo ออก → นักลงทุนขาย SpinCo เพราะไม่ต้องการ (forced selling) → **SpinCo อาจถูกกดราคาชั่วคราว**

⚠️ ผลตอบแทนส่วนเกินของ spin-off ที่งานวิจัยยุค 1990 พบ เดินตามรอยเดียวกับ index effect ในหัวข้อถัดไป: **เมื่อกลไกเป็นที่รู้กันทั่ว ก็มีคนดักหน้าไปแล้ว** — ก่อนเชื่อว่า "ถูกเกินไป" ต้องตอบให้ได้ว่า *ใครยังเป็นฝ่ายถูกบังคับขายอยู่ และเขาขายเมื่อไร*

23.2 Index Rebalancing

```
หุ้นเข้า index → index funds ต้องซื้อ → demand spike → ราคาขึ้นชั่วคราว
หุ้นออก index → index funds ต้องขาย → supply spike → ราคาลงชั่วคราว
→ ตำราคลาสสิกบอก: ซื้อก่อนวัน rebalance → ขายหลัง index funds ซื้อเสร็จ
```

📊 **หลักฐานวิจัย: "Index Effect" หายไปแล้ว — อย่าเรียนเพื่อไปเทรด**

นี่คือกรณีศึกษาที่ดีที่สุดของ **arb ที่ตายต่อหน้าต่อตา** งานวิจัยปี 2025[4] วัดผลตอบแทนผิดปกติของหุ้นที่ถูกเพิ่มเข้า S&P 500:

ยุค	ผลตอบแทนผิดปกติ (หุ้นเข้า index)
ทศวรรษ 1990	**ราว +7%** — ของจริง ทำเงินได้
ทศวรรษล่าสุด	**ไม่ถึง +1%** — หดจนแทบไม่เหลือ

ฝั่งหุ้นที่ถูกถอดออกก็เดินทางเดียวกัน: เคยติดลบแรงในยุค 90 เหลือใกล้ศูนย์ในช่วงปี 2010–2020

ที่น่าสนใจคือมันหายทั้งที่เงินใน index fund โตขึ้นมหาศาล — สวนทางกับสามัญสำนึก เหตุผลหลักที่งานวิจัยเสนอคือ **องค์ประกอบของการเข้า index เปลี่ยนไป**: หุ้นที่เข้า S&P 500 ส่วนใหญ่*ย้ายขึ้นมาจาก index กลาง* — กองทุนที่อิง index ใหญ่ต้องซื้อ ขณะที่กองทุนที่อิง index กลางต้องขายพอดี แรงซื้อ-แรงขายจึงหักล้างกัน ไม่เกิด demand shock จริง; เสริมด้วยการที่รายการเข้า/ออกคาดเดาง่ายขึ้นจนมีคนซื้อดักหน้า

ข้อควรระวังในการอ่าน: ตัวเลข "แทบไม่เหลือ" คือ*ค่าเฉลี่ยรวม* — หุ้นที่เข้า index แบบไม่ได้ย้ายมาจาก index กลาง (direct addition) ยังพอมีผลอยู่บ้าง แต่ก็เล็กเกินกว่ารายย่อยจะเก็บได้หลังหักต้นทุน

เกินกำลัง สำหรับรายย่อย: ถ้ามืออาชีพยังดักหน้ากันจนเหลือไม่ถึง 1% ก่อนหักต้นทุน — รายย่อยที่เข้าทีหลังและจ่าย spread แพงกว่า จะได้ผลตอบแทน**ติดลบ**

ทำได้ สิ่งที่ควรเก็บจากบทนี้คือ *บทเรียนเรื่องกลไก* (forced flow สร้าง price pressure) ไม่ใช่ตัวกลยุทธ์ — และเป็นตัวอย่างชั้นดีว่า **ตำราที่ไม่อัปเดตจะสอนของที่ตายแล้ว**

23.3 Stub Trading

```
Parent ถือ SpinCo 80% + Other Business
Other Value = Parent Market Cap - 0.8 × SpinCo Market Cap
ถ้า Other Value ≤ 0 → ตลาดให้ราคา Other = ศูนย์หรือติดลบ! → ซื้อ Parent Short SpinCo
```

กรณีศึกษา: Yahoo / Alibaba (2015)

Yahoo ถือหุ้น Alibaba → มูลค่า stake สูงกว่า market cap ของ Yahoo ทั้งบริษัท → **ดูเหมือนตลาดให้ราคา core business ของ Yahoo ติดลบ**

Stub trade: Long Yahoo + Short Alibaba → รอให้ส่วนต่างแคบลง (ใช้เวลาเป็นปี)

⚠️ **บทเรียนที่สำคัญกว่าตัวเลข:** "stub ติดลบ" ที่เห็นมักไม่ใช่ของฟรี — ส่วนใหญ่อธิบายได้ด้วย **ภาระภาษีแฝง** (ถ้าบริษัทแม่ขาย stake ที่กำไรมหาศาลออกมา ต้องเสียภาษีก้อนใหญ่ มูลค่าที่ผู้ถือหุ้นได้จริงจึงต่ำกว่าราคาตลาดของ stake) บวกกับต้นทุน holding company และความไม่แน่นอนว่าจะ unlock เมื่อไร
ก่อนสรุปว่า "ตลาดโง่" ให้ถามก่อนว่า *ส่วนต่างนี้อธิบายด้วยภาษี/ต้นทุน/เวลาได้เท่าไร* — เหลือเท่าไรจึงเป็น mispricing จริง

จาก Special Situations ที่เป็น "เหตุการณ์ระดับบริษัท" (M&A, Spin-Off, Index Rebalancing) ตอนนี้เราจะขยายไปสู่ **เหตุการณ์ที่เกิดซ้ำๆ** เช่น ประกาศผลประกอบการ การประชุม Fed — และใช้ Options เป็นเครื่องมือ:

บทที่ 24: Event-Driven with Options

24.1 Earnings Arbitrage: IV vs Realized Move

```
ก่อนประกาศผล: IV (implied volatility — ความผันผวนที่ตลาดฝังไว้ในราคา option)
พุ่งสูง
สมมติค่าเฉลี่ยการเคลื่อนไหววันประกาศผล ≈ 1.6%
แปลงเป็น σ: 1.6% ÷ 0.8 ≈ 2.0% ต่อวัน → × √252 ≈ 32% ต่อปี
ถ้า IV = 45% → overpriced ≈ 13 vol points
→ ขาย straddle/strangle (ขาย call+put พร้อมกัน = เดิมพันว่าราคาจะนิ่งกว่าที่ตลาด
คิด) [Lv.4 Structured — Heuristic]
```

⚠️ **กับดักสถิติที่ทำให้ "ส่วนเกิน" ดูใหญ่เกินจริง:** ค่าเฉลี่ยของ*ขนาด*การเคลื่อนไหว (mean absolute move) ไม่เท่ากับ σ — สำหรับการแจกแจงปกติ ค่าเฉลี่ยขนาด ≈ 0.8σ ดังนั้นต้อง**หารด้วย 0.8 ก่อน** ถ้าเอา 1.6% ไปคูณ √252 ตรงๆ จะได้ 25% ซึ่ง*ต่ำกว่า σ จริง* แล้วทำให้ตัวเลข overpriced พองจาก ~13 เป็น ~20 points และวิธีที่ถูกต้องกว่าคือเทียบ **implied move (ราคา straddle ÷ ราคาหุ้น)** กับ**การกระจายตัว**ของการเคลื่อนไหวในอดีต (ดูทั้งค่ากลาง*และเดไซล์ที่แย่ที่สุด*) — เพราะค่าเฉลี่ยคือสถิติที่ซ่อนหางซึ่งเรากำลังขายพอดี

> 📊 **หลักฐานวิจัย: IV > RV มีจริง — แต่มันคือ "เบี้ยประกัน" ไม่ใช่ความผิดพลาดของตลาด**
>
> ส่วนต่าง IV เหนือ RV เรียกว่า **variance risk premium (VRP)** และเป็นหนึ่งในปรากฏการณ์ที่มีหลักฐานหนาแน่นที่สุดในวิชาการเงิน — งานวิจัยปี 2009[6] พบว่าราคา variance ที่ตลาดคิด**สูงกว่า**ความผันผวนที่เกิดขึ้นจริงอย่างเป็นระบบในดัชนีหลัก และงานปี 2003[7] พบว่าพอร์ต option ที่ hedge delta แล้ว**ให้ผลตอบแทนติดลบ** — คือคนซื้อ option จ่ายเบี้ยเกินอย่างเป็นระบบ
>
> **แต่คำอธิบายของมันคือ "ค่าตอบแทนการรับความเสี่ยงวิกฤต" ไม่ใช่ของฟรี** — เหมือนกับ merger arb ในบท 22 ที่เป็นการ "ขาย put ดัชนี" นี่คือ**รูปแบบเดียวกัน**: เก็บเบี้ยเล็กๆ สม่ำเสมอ แล้วจ่ายก้อนใหญ่ในวันที่ตลาดพัง
>
> **ข้อจำกัดที่แหลมคมที่สุด:** งานวิจัยปี 2009 อีกชิ้น[8] ชี้ว่าผลตอบแทนมหาศาลของการขาย put นั้น**ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ** เมื่อทดสอบอย่างเข้มงวด เพราะการแจกแจงมันสุดโต่งเกินกว่าเครื่องมือสถิติปกติจะรับมือ และ*ตัวอย่างในอดีตมีวิกฤตน้อยเกินไป* — แปลว่าแม้แต่สถาบันที่มีข้อมูล 35 ปีก็ยัง**ประมาณค่าเฉลี่ยที่แท้จริงของกลยุทธ์นี้ไม่ได้** แล้วรายย่อยที่ชนะติดกัน 18 เดือนจะรู้อะไรได้?

💀 **Tail Risk — ทำไม "ชนะ 9 ใน 10" ถึงยังไม่พอ**

5 ก.พ. 2018 "Volmageddon": VIX พุ่งจาก 17.31 เป็น 37.32 (**+116% ในวันเดียว** — มากที่สุดในประวัติศาสตร์) กองทุน ETN ที่ short vol อย่าง XIV **ขาดทุนราว 96% ในวันเดียว** และถูก**ปิดกองถาวร** — ผู้ถือไม่มีโอกาส "รอให้กลับมา" เพราะกองถูกยุบ

วันเดียวกันนั้น กองทุนรวมที่ขาย option บน margin ชื่อ *LJM Preservation & Growth* (สังเกตคำว่า "Preservation" = การรักษาเงินต้น) **ขาดทุน ~80% ใน 2 วัน** เงินลงทุนราว $600 ล้านหายไป

ทำไม "กระจายหลาย earnings" ไม่ช่วยอย่างที่คิด: Law of Large Numbers ต้องการเหตุการณ์ที่*เป็นอิสระต่อกัน* — แต่วันที่ตลาดพัง หุ้นทุกตัวเคลื่อนไหวพร้อมกัน การขาย vol 20 ตัวจึงกลายเป็น**เดิมพันเดียว** ในวันที่สำคัญที่สุด (หลักการเดียวกับที่ดีล merger ล่มพร้อมกันในบท 22)

เกินกำลัง **ขาย straddle/strangle เปล่า (naked) ด้วยบัญชี margin = สิ่งที่รายย่อยไม่ควรทำ** — ขาดทุนไม่จำกัด, โบรกเพิ่ม margin ตอนตลาดผันผวนพอดี, และถูกบังคับปิดสถานะที่จุดแย่ที่สุด (ตอน IV สูงสุด) ซึ่งตรงข้ามกับการ mean-revert ที่กลยุทธ์นี้พึ่งพา

ตัวเลข Sharpe สวยๆ ของกลยุทธ์ขาย put ที่มักถูกอ้าง มาจากดัชนีที่ **วางเงินสดค้ำเต็มจำนวน (fully cash-collateralized) และไม่ใช้ leverage เลย** — ผลลัพธ์คือ "ผลตอบแทนใกล้เคียงหุ้น แต่ drawdown ราว 2 ใน 3 ของหุ้น" ซึ่งเป็นเครื่องมือจัดพอร์ตที่ชอบธรรม **แต่ไม่ใช่ "รายได้สม่ำเสมอ"** และไม่ใช่สิ่งเดียวกับที่คนขาย option บน margin กำลังทำ

24.2 Binary Events: FDA, Election

เหตุการณ์ที่ผลออก 2 ทาง → ราคากระโดด → **ใช้ PM probability cross-check กับ IV**

PM + Options — อ่านส่วนต่างให้ถูก

PM (prediction market — ตลาดทำนายผล) ให้ "FDA approve" = 65% แต่ options implied probability = 50% → **ส่วนต่าง 15 จุดความน่าจะเป็น**

ระวัง **15 จุด ≠ กำไร 15%** — ผลตอบแทนจริงขึ้นกับราคาและโครงสร้าง option ที่ใช้ ไม่ใช่ผลต่างความน่าจะเป็น

และก่อนจะเรียกว่า edge ต้องผ่าน 3 คำถามนี้ก่อน:

- **เป็นเหตุการณ์เดียวกันจริงไหม?** วันหมดอายุ option กับวันที่ PM ใช้ตัดสิน มักไม่ตรงกัน
- **ความน่าจะเป็นจาก option เป็นแบบ risk-neutral** ซึ่งฝัง*เบี้ยความเสี่ยง*ไว้ — มันจึงไม่เท่ากับความน่าจะเป็นจริงโดยธรรมชาติ ส่วนต่างที่คงอยู่จึง "คาดหวังได้" ไม่ใช่ arb
- **ราคา PM ก็ไม่ใช่ความน่าจะเป็นสะอาด** — มีค่าธรรมเนียม, spread, สภาพคล่องบาง และอคติชอบเดิมพันม้ารอง

ถ้าจะเทียบให้ตรงกันจริง ต้องใช้ **call spread แคบๆ** (จำลอง payoff แบบ binary) ไม่ใช่ซื้อ call เปล่า — เพราะ call เปล่าคุณ*ถือ vega และ theta ติดมาด้วย* ทายผลถูกแต่ขาดทุนจาก IV ที่ยุบหลังประกาศได้

สันนิษฐานเริ่มต้นที่ดีต่อส่วนต่าง 15 จุด: "เราอ่านตัวเลขใดตัวเลขหนึ่งผิด หรือมันคนละเหตุการณ์กัน" — วินัยเดียวกับกล่อง breakeven ในบท 22

เรื่องจริง: Porsche-VW Squeeze (2008)

Porsche ค่อยๆ สะสมหุ้น VW + options จนถือ 74% โดยไม่มีใครรู้ → ประกาศ → short sellers ต้องซื้อคืน (short squeeze) → VW กลายเป็นบริษัทที่ market cap สูงสุดในโลกชั่วคราว (€1,000/หุ้น จาก €200!)

บทเรียน: Merger/Event arb มี hidden risks ที่ model ไม่จับ — ใครจะคิดว่า VW จะเป็นหุ้นแพงสุดในโลก?

ลองคิดดู (บท 22–24)

1. Deal: A ซื้อ B ที่ ฿80, B ตอนนี้ ฿76, close ใน 6 เดือน → annualized return (ถ้าสำเร็จ)?
2. ก่อน earnings: IV=50% หุ้นนี้มี**ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานรายวัน (daily vol) ≈ 2%** → annualized vol ≈ ? overpriced กี่ vol points?
3. ข้อ 1 ถ้าประเมินว่า deal ล่มแล้ว B ตกไป ฿64 → ต้องมั่นใจกี่ % ว่า deal สำเร็จจึงคุ้ม?

เฉลย: 1. Spread ฿4 ÷ ฿76 (เงินที่จ่าย) = 5.26% ใน 6 เดือน → annualized ≈ 10.5% ***เฉพาะกรณีสำเร็จ*** *2. 2%×√252=31.7% → overpriced 50−31.7=18.3 vol points → sell vol 3. ได้ +4 / เสีย −12 → breakeven P = 12/(12+4) =* ***75%*** *— ต่ำกว่านี้คือ EV ติดลบ*

สรุป Part VI (บท 22–24) — Part 7/9 ✓

✓ **Merger Arb**: Spread หารด้วย*ราคาที่จ่าย*, คิด breakeven probability เสมอ
✓ **รูปร่างความเสี่ยง**: เหมือนขาย put ดัชนี — เจ็บพร้อมตลาด จึงห้ามใช้ leverage
✓ **Spin-Off**: Forced selling → mispricing
✓ **Index Rebalancing**: กลไกยังจริง แต่ **edge หายไปแล้ว** (ราว 7% → ไม่ถึง 1%)
✓ **Stub Trading**: ส่วนต่างมักอธิบายด้วยภาษีแฝง ไม่ใช่ของฟรี
✓ **Earnings Vol**: VRP มีจริงแต่เป็น*เบี้ยประกัน* — ขาย naked บน margin = 🔴 สำหรับรายย่อย
✓ **Binary Events**: ส่วนต่าง PM กับ options เป็น*จุดความน่าจะเป็น* ไม่ใช่กำไร % และ risk-neutral ≠ ความน่าจะเป็นจริง

🗂️ Evidence Tiers ของ Part VI — ใครยังเล่นได้

ใช้กรอบเดียวกับ Part IV/V (จัดระดับหลักฐาน ไม่ใช่ผ่าน/ตก) — จัดทุกกลยุทธ์ในบท 22–24 ลงระดับสำหรับ**รายย่อย**:

กลยุทธ์	Tier (รายย่อย)	เหตุผลจากหลักฐาน
Index rebalancing arb	🔴 Reject	edge หดจากราว 7% เหลือไม่ถึง 1%[4] — ต่ำกว่าต้นทุนรายย่อย
Merger arb ทำเอง (ทุนน้อย)	🔴 Reject	ต้องถือ 20–25 ดีลเพื่อกระจาย; ดีลล่ม −45%[3] กลบกำไร 20–30 ดีล
Stock deal (hedge ด้วย short acquirer)	🔴 Reject	ต้องหา borrow + เจ็บสองขาเมื่อดีลล่ม
Stub / spin-off เป็นรายตัว	🟡 Watchlist	ส่วนต่างมักมีเหตุผล (ภาษี/ต้นทุน/เวลา) — ต้องพิสูจน์ว่าเหลือ mispricing จริง
Cash deal รายตัว (ไม่ hedge)	🔵 Research candidate	ทำได้ทางเทคนิค แต่ต้องมีวินัย breakeven probability + size เล็ก
กองทุน/ETF merger arb	🟢 Trade (size เล็ก)	แก้ปัญหาการกระจายและ borrow ให้ — แต่ผลตอบแทนระดับ cash-plus (ดูด้านล่าง)
ขาย straddle ก่อน earnings (naked, บน margin)	🔴 Reject	VRP มีจริง[6][7] แต่ประมาณค่าไม่ได้[8], หางไม่จำกัด[10], ต้นทุน bid-ask ของ option รายย่อยกินส่วนเกิน และมีหลักฐานว่ารายย่อย**ขาดทุน**ในเกมนี้[9]
ขาย vol แบบวางเงินสดค้ำเต็ม ไม่ใช้ leverage	🔵 Research candidate	เป็นเครื่องมือจัดพอร์ตที่ชอบธรรม (ผลตอบแทนใกล้หุ้น drawdown น้อยกว่า) — แต่ไม่ใช่ "รายได้สม่ำเสมอ" และกินทุนสูง
PM เทียบ options implied probability	🟡 Watchlist	ต้องพิสูจน์ก่อนว่าเป็นเหตุการณ์เดียวกันและฝั่งไหนถูก — risk-neutral ≠ ความน่าจะเป็นจริง

🛠️ ลงมือทำ: ประเมิน Deal อย่างมีวินัย

⚠️ ส่วนนี้เพื่อ**การศึกษา ไม่ใช่คำแนะนำการลงทุน** — merger arb มีความเสี่ยงขาดทุนหนักแบบ binary และผลในอดีตไม่รับประกันอนาคต

สูตรเดียวที่ต้องจำ: Breakeven Probability

```
กำไรถ้าสำเร็จ = Deal Price − ราคาปัจจุบัน (เรียก G) ขาดทุนถ้าล่ม = ราคาปัจจุบัน − ราคาก่อนประกาศดีล (เรียก L) Breakeven P = L / (L + G) ถ้าคุณเชื่อว่าโอกาสสำเร็จ < P นี้ → EV ติดลบ → ไม่เข้า
```

สูตรนี้ยัง**มองโลกในแง่ดีเกินจริง 3 ทาง** ต้องเผื่อไว้เสมอ:
① **ยังไม่คิดค่าเสียโอกาสของเงิน** — เงิน ฿47.50 ถ้าฝากไว้เฉยๆ 3 เดือนก็ได้ดอกเบี้ย ถ้ารวมเข้าไปด้วย เกณฑ์จะขยับจาก 83.3% ขึ้นไปอีก
② **"ราคาก่อนประกาศ" ไม่ใช่พื้นที่แน่นอน** — เวลาดีลล่มจริง หุ้นมัก*หลุดต่ำกว่า*นั้น (ธุรกิจถูกรบกวนระหว่างรอดีล, ตราบาปดีลล่ม) ดูตัวอย่างในบท 22 ที่ร่วง −47/−49%
③ **ผลลัพธ์ไม่ได้มีแค่ 2 ทาง** — ดีลอาจถูก*ต่อรองราคาลง* หรือยืดเวลาออกไป ซึ่งไม่ใช่ทั้ง "สำเร็จเต็ม" และ "ล่ม"

> **ลองกับตัวอย่างในบท 22.1**
>
> Deal ฿50, ราคาปัจจุบัน ฿47.50, ราคาก่อนประกาศ ฿35
> G = 2.50, L = 12.50 → Breakeven P = 12.50 / 15 = **83.3%**
> **คำถามที่ต้องตอบให้ได้:** คุณมีเหตุผลอะไรที่จะเชื่อว่าดีลนี้สำเร็จ*เกิน* 83.3%? ถ้าตอบว่า "ก็ดีลส่วนใหญ่สำเร็จ ~95%" — ระวัง เพราะตลาดก็รู้ ดีลที่ spread กว้างผิดปกติมักกว้างเพราะ**มีเหตุผล** (antitrust, financing, MAC)

Checklist ก่อนแตะดีลใดๆ

ตรวจ	สัญญาณดี ✓	สัญญาณเตือน ✗
ประเภทดีล	Cash, เซ็นสัญญาแล้ว (definitive)	ข้อเสนอเบื้องต้น/ไม่ผูกพัน, hostile
Antitrust	คนละอุตสาหกรรม, ส่วนแบ่งตลาดรวมต่ำ	คู่แข่งตรงกัน, ต้องผ่านหลายประเทศ
Financing	ผู้ซื้อมีเงินสด/วงเงินยืนยันแล้ว	ต้องระดมทุนเพิ่ม, ผู้ซื้อเล็กกว่าเป้าหมาย
Spread เทียบเพื่อน	ใกล้เคียงดีลลักษณะเดียวกัน	**กว้างผิดปกติ** = ตลาดเห็นอะไรที่คุณไม่เห็น
Breakeven P	ต่ำกว่าความเชื่อของคุณอย่างมีเหตุผล	ต้องเชื่อ >90% ถึงจะคุ้ม
ขนาดตำแหน่ง	ล่มแล้วเสียหาย ≤ ~2% ของพอร์ต	ทุ่มดีลเดียว / ใช้ margin

⚠️ **การถือ 20–25 ดีลลดได้เฉพาะความเสี่ยงเฉพาะตัว** — ความเสี่ยงที่ฆ่าจริงคือความเสี่ยงร่วม: ตลาดสินเชื่อแข็งตัว (2008) หรือนโยบายกำกับการแข่งขันเปลี่ยน ทำให้ดีล**ล่มพร้อมกันหลายดีล** นี่คือกลไกเดียวกับที่หลักฐาน [1] พบว่าความสัมพันธ์กับตลาดโผล่มาเฉพาะตอนตลาดดิ่ง

📊 **ทางเลือกที่สมจริงกว่าสำหรับรายย่อย: กองทุน/ETF**

ETF/กองทุน merger arb แก้สองปัญหาที่รายย่อยแก้เองไม่ได้: **การกระจาย 20–25 ดีล** และ **การหา borrow เพื่อ hedge stock deal**

แต่ต้องคาดหวังให้ถูก — ETF merger arb ที่ใหญ่ที่สุดในสหรัฐทำผลตอบแทนราว **3% ต่อปีในรอบ 10 ปี**[5] คือระดับ *"cash-plus"* ไม่ใช่ตัวแทนหุ้น และค่าธรรมเนียมกินส่วนแบ่งจากผลตอบแทนที่บางอยู่แล้ว

ระวัง อย่าคาดหวังตัวเลข 7–11% จากงานวิจัยยุค 1980–90[2] — นั่นคือยุคก่อนที่เงินทุน arb จะไหลเข้ามาบีบผลตอบแทน (ซึ่งงานวิจัยชิ้นเดียวกันทำนายไว้เอง) และก่อนหักค่าธรรมเนียม

ทำได้ ใช้เป็น **ตัวกระจายความเสี่ยงที่สหสัมพันธ์ต่ำ** ในพอร์ต — โดยจำไว้ว่าความสัมพันธ์นั้น*หายไปตอนตลาดพัง* ตามหลักฐาน [1]

📚 อ้างอิง (References) — Part VI

งานวิจัย/ข้อมูลที่ใช้สนับสนุนกล่องหลักฐานในบท 22–24 — ใช้เป็นจุดเริ่มอ่านต่อ ไม่ใช่คำแนะนำการลงทุน

1. Mitchell, M., & Pulvino, T. (2001). "Characteristics of Risk and Return in Risk Arbitrage." *The Journal of Finance*, 56(6), 2135–2175. link
2. Baker, M., & Savasoglu, S. (2002). "Limited arbitrage in mergers and acquisitions." *Journal of Financial Economics*, 64(1), 91–115. link
3. สถิติอัตราการปิดดีลยุคใหม่ (~94–95%) และกรณีดีลล่ม JetBlue/Spirit (ม.ค. 2024, −47%) และ Tapestry/Capri (ต.ค. 2024, −49%) — ข้อมูลอุตสาหกรรมและรายงานข่าวการเงิน ตัวอย่างแหล่งข่าว (หมายเหตุ: ตัวเลขอัตราปิดดีลมาจากผู้จัดการกองทุน ไม่ใช่งานวิจัย peer-reviewed)
4. Greenwood, R., & Sammon, M. (2025). "The Disappearing Index Effect." *The Journal of Finance*, 80(2), 657–698. link
5. ข้อมูลผลตอบแทนย้อนหลังของ ETF merger arbitrage ในสหรัฐ (ระดับ ~3%/ปี รอบ 10 ปี) — ข้อมูลผู้ให้บริการกองทุน/เว็บข้อมูลการลงทุน *(ตรวจตัวเลขล่าสุดจากหนังสือชี้ชวนก่อนใช้อ้างอิง)*
6. Carr, P., & Wu, L. (2009). "Variance Risk Premiums." *The Review of Financial Studies*, 22(3), 1311–1341. link
7. Bakshi, G., & Kapadia, N. (2003). "Delta-Hedged Gains and the Negative Market Volatility Risk Premium." *The Review of Financial Studies*, 16(2), 527–566. link
8. Broadie, M., Chernov, M., & Johannes, M. (2009). "Understanding Index Option Returns." *The Review of Financial Studies*, 22(11), 4493–4529. link
9. de Silva, T., Smith, K., & So, E. C. "Losing is Optional: Retail Option Trading and Expected Announcement Volatility." *working paper*. link
10. Augustin, P., Cheng, I-H., & Van den Bergen, L. (2021). "Volmageddon and the Failure of Short Volatility Products." *Financial Analysts Journal*, 77(3). link

วิธีอ่านตัวเลข: ~4%/ปี ของ [1] เป็นผลตอบแทนส่วนเกิน*หลัง*หักต้นทุนแล้ว (ถือว่าซื่อสัตย์กว่าตัวเลข gross ที่มักเห็น); 0.6–0.9%/เดือน ของ [2] มาจากยุค 1981–1996 ก่อนเงินทุน arb ไหลเข้า — งานวิจัยชิ้นนี้*ทำนายเอง*ว่าผลตอบแทนจะลดลงเมื่อคนแห่เข้ามา ซึ่งตรงกับผลตอบแทนกองทุนยุคปัจจุบันใน [5]

จบ Part VI

Part VII: Execution & Risk Management