

Vol. 03 | Jun 2024

THAILAND

# Digital Assets

Policy Knowledge Series



# GAPS

ช่องว่าง  
การกำกับดูแล  
สินทรัพย์ดิจิทัลไทย



# THAILAND DIGITAL ASSETS POLICY KNOWLEDGE SERIES

ซีรีส์องค์ความรู้แนวทางในการออกแบบและ  
ดำเนินนโยบายสินทรัพย์ดิจิทัล

**ช่องว่างการกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลไทย**

จัดทำโดย

สถาบันอนาคตไทยศึกษา

โดยได้รับทุนสนับสนุนจากกองทุนส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุน

(Thailand Capital Market Development Fund: CMDF)





## ดร. ณภัทร จาตุศรีพิทักษ์

Managing Director, Thailand Future Foundation

ตลาดทุนทั่วโลก รวมถึงตลาดทุนไทย กำลังเคลื่อนไปในทิศทางที่เปิดโอกาสให้เกิดการเข้าถึงและใช้งานตลาดทุนได้ผ่านช่องทางและกลุ่มสินทรัพย์ที่มีความหลากหลายมากขึ้นผ่านนวัตกรรมทางการเงินรูปแบบใหม่ท่ามกลางความเคลื่อนไหวนี้ การเกิดขึ้นและแพร่หลายของสินทรัพย์ที่เรียกกันว่า **สินทรัพย์ดิจิทัล (“Digital Assets”)** นั้นได้รับความสนใจในวงกว้าง ทั้งในเชิงเพิ่มประสิทธิภาพและโอกาสในการเข้าถึงตลาดทุนอย่างไร้พรมแดน ในเชิงแนวทางการทำงานแบบพึ่งพาตัวกลางน้อยลง และในเชิงการปฏิวัติเทคโนโลยีอินเทอร์เน็ตเข้าสู่ยุค Web 3.0 ทว่าการมาและดำรงอยู่ของ Digital Assets ในช่วงสิบปีที่ผ่านมา นั้นเต็มไปด้วยปัญหาและความท้าทาย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในมิติของความคาดหวัง ความเสี่ยงต่อผู้เล่นในตลาดทุนทั่วโลก และความไม่ชัดเจนเชิงนโยบายของภาครัฐและองค์กรกำกับดูแล

ความท้าทายที่เกิดขึ้นส่วนหนึ่งเป็นเพราะเทคโนโลยีเบื้องหลัง Digital Assets เป็นกลุ่มเทคโนโลยีรุ่นบุกเบิกที่ยังไม่เสร็จสมบูรณ์ มักมีความซับซ้อนเชิงเทคนิค อีกทั้ง Digital Assets ยังมีหลายประเภท และมีความสามารถที่จะเชื่อมโยงเข้ากับระบบอื่น ๆ ในระบบเศรษฐกิจดิจิทัลทั้งในและนอกระบบตลาดทุน ไม่ว่าจะเป็นระบบการเงิน (Financial Systems) หรือ ตลาดสินค้าทั่วไป (Goods Markets) ด้วยความใหม่ ความยืดหยุ่น และศักยภาพในการเข้าไปดิษฐ์วิธีการประกอบธุรกิจและการแลกเปลี่ยนคุณค่า ในลักษณะเหล่านี้ Digital Assets จึงมีผลกระทบต่อผู้เล่นจำนวนมากอย่างเป็นวงกว้าง ทั้งทางตรงและทางอ้อม รวมถึงกิจกรรมทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับ Digital Assets ก็ไม่ได้อยู่ภายใต้การดูแลขององค์กรกำกับดูแลหรือองค์กรภาครัฐองค์กรใดองค์กรหนึ่ง หรือแม้กระทั่งประเทศใดประเทศหนึ่งเท่านั้น

คณะทำงาน ร่วมกับกองทุนส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุน (CMDF) หวังว่าเอกสารชุดนี้ อันประกอบไปด้วยองค์ความรู้เชิงนโยบายแบบนำเสนอเป็นเล่ม ๆ อย่างต่อเนื่องจำนวน 6 เล่ม จะนำไปสู่เป้าหมายของโครงการในระยะสั้นคือการยกระดับองค์ความรู้ของผู้ที่เกี่ยวข้องในการกำหนดนโยบายและในการประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ Digital Assets ในประเทศไทย ให้อยู่บนพื้นฐานที่ถูกต้องและเชื่อมโยงกับการพัฒนาตลาดทุนและเศรษฐกิจดิจิทัลสู่โลกอนาคตได้อย่างราบรื่นและชัดเจนที่สุด

# สารบัญ

## บทสรุปผู้บริหาร

06

## 01

### ข้อจำกัดในการลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัล

10

- Identifying The Gaps: คนอยากลงทุนแต่ไม่มีผลิตภัณฑ์ให้ลง
- Understanding The Regulations: ทำความเข้าใจกฎเกณฑ์
- The Gap and Its Impact: วิเคราะห์ช่องว่างและผลกระทบ
- Improvement Opportunities: เล็งเห็นโอกาส

## 02

### ข้อจำกัดในการระดมทุนผ่านสินทรัพย์ดิจิทัล

22

- Identifying The Gaps: เปลี่ยนมาระดมทุนแบบใหม่ตอนนี้ไม่ได้น่าดึงดูด
- Understanding The Regulations: ทำความเข้าใจกฎเกณฑ์
- The Gap and Its Impact: วิเคราะห์ช่องว่างและผลกระทบ
- Improvement Opportunities: เล็งเห็นโอกาส

## เอกสารอ้างอิง

37

# บทสรุปผู้บริหาร

ประเทศไทยได้แสดงให้เห็นถึงศักยภาพอันสูงในการยอมรับสินทรัพย์ดิจิทัล ซึ่งสะท้อนผ่านหลากหลายตัวชี้วัด ข้อมูลจาก Chainalysis ซึ่งเป็นองค์กรวิเคราะห์ข้อมูลบล็อกเชนระดับโลก ได้จัดอันดับให้ไทยอยู่ในกลุ่มประเทศที่มีอัตราการยอมรับคริปโตเคอร์เรนซีสูงที่สุดในโลกในปี 2023<sup>1</sup> นอกจากนี้ สถิติภายในประเทศยังแสดงให้เห็นว่าจำนวนบัญชีสินทรัพย์ดิจิทัลนั้นมีไม่น้อยไปกว่าจำนวนบัญชีซื้อขายหุ้นไปแล้วแม้อายุตลาดจะสั้นกว่ามาก สะท้อนให้เห็นถึงความสนใจอันสูงของนักลงทุนไทยต่อสินทรัพย์ประเภทนี้

ยิ่งไปกว่านั้น ผลการสำรวจล่าสุดโดยมูลนิธิสถาบันอนาคตไทยศึกษาเมื่อปลายปีที่ผ่านมา<sup>2</sup> ยังเผยให้เห็นปรากฏการณ์ที่น่าสนใจ นั่นคือ สินทรัพย์ดิจิทัลได้กลายเป็นทางเลือกการลงทุนแรกและเพียงทางเลือกเดียวสำหรับนักลงทุนบางรายโดยเฉพาะในกลุ่มคนรุ่นใหม่ สิ่งนี้แสดงให้เห็นถึงความกระตือรือร้นและความเชื่อมั่นของนักลงทุนไทยต่อศักยภาพของสินทรัพย์ดิจิทัล

อย่างไรก็ตาม แม้จะมีความสนใจและการยอมรับในระดับสูง แต่เมื่อเวลาผ่านไป พัฒนาการของตลาดสินทรัพย์ดิจิทัลในไทยกลับไม่ได้ก้าวหน้าอย่างที่ควรจะเป็น ตลาดก็ดูเหมือนจะค่อนข้าง “หยุดนิ่ง” ในแง่ของนวัตกรรมผลิตภัณฑ์ โดยผลิตภัณฑ์หลัก ๆ ยังคงจำกัดอยู่ที่การซื้อขายเหรียญคริปโตในตลาดแลกเปลี่ยน (Exchange) เท่านั้น ซึ่งเหมาะสำหรับนักเทรดรายวันหรือนักเก็งกำไรระยะสั้น แต่ไม่ได้ตอบโจทย์นักลงทุนระยะยาว หรือผู้ที่ต้องการใช้ประโยชน์จากเทคโนโลยีบล็อกเชนในรูปแบบอื่น ๆ

ในขณะเดียวกัน เนื่องจากประเทศไทยยังคงอยู่ในฐานะผู้ใช้ (User) มากกว่าผู้สร้าง (Creator) เทคโนโลยีบล็อกเชนและสินทรัพย์ดิจิทัล จึงเป็นที่เข้าใจได้ว่าบทบาทในการปกป้องผู้ใช้และนักลงทุนรายย่อยย่อมมีความสำคัญสูง เราเห็นได้จากการกำกับดูแลอย่างเข้มงวดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ที่มีการออกกฎระเบียบและข้อบังคับต่าง ๆ เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนและรักษาเสถียรภาพของตลาดทุนจึงทำให้การเคลื่อนไหวของฝั่งผู้ประกอบการยังทำได้ยาก

จากการวิเคราะห์กฎระเบียบและการดำเนินนโยบายต่าง ๆ ประกอบกับศึกษาสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในตลาดไทย พบว่า ยังมีช่องว่างที่ทำให้การลงทุน และการระดมทุนผ่านสินทรัพย์ดิจิทัลยังทำได้ยากจำกัด โดยสำหรับข้อจำกัดในการลงทุนสินทรัพย์ดิจิทัลนั้น สามารถตัวอย่างได้จากการหามักลงทุนรายย่อยลงทุน

<sup>1</sup>Chainalysis (2023). Global Crypto Adoption Index Report.

<sup>2</sup>มูลนิธิสถาบันอนาคตไทยศึกษา (2024). รายงานความเข้าใจสินทรัพย์ดิจิทัลของนักลงทุนไทย (Volume 1) เดือนกุมภาพันธ์ 2567

ในกองทุนที่ถือครอง Spot Bitcoin ETF ในปัจจุบัน โดยการกล่าวถึงกองทุน Spot ETF ที่อ้างอิงกับสกุลเงินดิจิทัลนี้ไม่ได้เป็นเพียงการพูดถึงผลิตภัณฑ์การลงทุนประเภทใดประเภทหนึ่งเท่านั้น แต่เป็นกรณีศึกษาที่สะท้อนถึงการขาดแคลนผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีบล็อกเชนที่หลากหลายในประเทศไทย และความแตกต่างในความสามารถในการเข้าถึงผลิตภัณฑ์การลงทุน โดยเฉพาะระหว่างนักลงทุนรายย่อยทั่วไป กับนักลงทุนสถาบันหรือนักลงทุนที่มีมูลค่าสินทรัพย์สูง

ข้อจำกัดนี้ อาจทำให้นักลงทุนที่ต้องการเริ่มต้นสัมผัสประสบการณ์การลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัล (Exposure) ถูกผลักออกไปจากตลาด ในขณะที่นักลงทุนที่มีความเชี่ยวชาญมากขึ้นแต่อาจมีเงินทุนจำกัด เมื่อต้องการกระจายการลงทุนนอกเหนือจากการซื้อขายบนตลาดแลกเปลี่ยน กลับพบว่าไม่มีผลิตภัณฑ์ที่ตอบโจทย์ต้องหันไปหาช่องทางผ่าน Web3 แทน ส่งผลให้ตลาดทุนไทยสูญเสียโอกาสในการเติบโต

ในขณะเดียวกัน ทางฝั่งผู้ระดมทุนก็พบว่า วิธีการระดมทุนรูปแบบใหม่ในไทยยังไม่ดึงดูดเท่าที่ควร ทั้งจากปัจจัยภายใน เช่น ต้นทุนในการออกเหรียญระดมทุนที่สูง ไม่ว่าจะเป็น ต้นทุนในการจ้างที่ปรึกษา ค่าใช้จ่ายด้านกฎหมายและการตรวจสอบ (Audit) ต้นทุนการสร้างเหรียญและค่าธรรมเนียมการจดทะเบียนในตลาดซื้อขาย ที่เมื่อประกอบกันแล้วทำให้ไม่น่าดึงดูดไปกว่าการออก IPO ที่มีมูลค่าใกล้เคียงกัน และปัจจัยภายนอกจากความไม่ชัดเจนและสอดคล้องในนโยบายของรัฐบาลและหน่วยงานกำกับดูแล ที่ว่าจะกำกับดูแลหรือส่งเสริมอะไรและอย่างไร ส่งผลให้กระบวนการระดมทุนแบบ Tokenisation นี้ยังไม่เป็นที่นิยมแพร่หลาย ไม่เกิดเป็นผลิตภัณฑ์การลงทุนที่หลากหลายที่ตอบโจทย์ทั้งความต้องการของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนเอง เสียโอกาสในการนำเทคโนโลยีบล็อกเชนนี้มาใช้ในการพัฒนาตลาดทุน

ดังนั้น คำถามสำคัญที่ผู้กำหนดนโยบายและผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในอุตสาหกรรมต้องพิจารณาคือ เราจะสามารถหาจุดสมดุลระหว่างการคุ้มครองผู้ลงทุนและการส่งเสริมการเติบโตของตลาดได้อย่างไร รวมทั้งเราจะร่วมกันส่งเสริมการนำเทคโนโลยีนี้มาใช้ได้อย่างไรบ้าง เพราะในท้ายที่สุด การที่จะพัฒนาและใช้ประโยชน์จากเทคโนโลยีบล็อกเชนและสินทรัพย์ดิจิทัลได้อย่างเต็มที่ เราจำเป็นต้องมีตลาดที่มีความคึกคัก หลากหลาย และเอื้อต่อการสร้างนวัตกรรม โดยที่ยังคงรักษามาตรฐานความปลอดภัยและความน่าเชื่อถือไว้ได้

# ช่องว่างการกำกับดูแล สินทรัพย์ดิจิทัลไทย





เมื่อเข้าใจโอกาสและความเสี่ยงของสินทรัพย์ดิจิทัล ซึ่งเราได้กล่าวถึงไปในเนื้อหา Volume 1 ความเข้าใจสินทรัพย์ดิจิทัลของนักลงทุนไทย และ Volume 2 ความเสี่ยงเชิงระบบของสินทรัพย์ดิจิทัลแล้ว ลำดับสำคัญถัดไป คือการทำความเข้าใจในกฎระเบียบและการกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง เพื่อให้ทราบว่าหากต้องการเข้ามาเป็นผู้เล่นในตลาดสินทรัพย์ดิจิทัลนี้ มีหลักเกณฑ์อะไรบ้างที่ต้องปฏิบัติตาม

ซึ่งในงานเล่มนี้ เราไม่ได้มีความตั้งใจที่จะทำเป็นสรุปเนื้อหา กล่าวถึงทุกแง่มุมของการกำกับดูแล แต่เราต้องการเจาะลึกถึงข้อสังเกตบางจุดที่ทีมวิจัยคิดว่าน่าสนใจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเด็นของตลาดทุนที่เรามีเป้าหมายที่จะพัฒนา เพราะทำไมใช้ทุกคนจะเข้าใจว่าภายใต้กรอบและกฎเกณฑ์เหล่านั้น มีแนวคิดอะไรซ่อนอยู่ และจากนโยบายเหล่านั้นส่งผลกระทบต่อตลาดสินทรัพย์นี้ได้อย่างไร หรือผู้เล่นต่าง ๆ มีความเห็นอย่างไร

ความเข้าใจที่ตรงกันนี้สำคัญต่อตลาดทุน เพราะการเข้ามาของเทคโนโลยีอย่างบล็อกเชน เป็นโอกาสมหาศาลทั้งต่อตลาดทุนและเศรษฐกิจโดยรวม เป็นอุตสาหกรรมใหม่ที่สามารถสร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจได้อย่างมาก อีกทั้งยังมีกิจกรรมหรือ Use-case บางอย่างที่น่าสนใจ ที่ถ้าได้ใช้ประโยชน์อย่างเต็มที่จะสามารถเปลี่ยนแปลงและพัฒนาโลกได้ แต่เนื่องจากหลาย ๆ ฝ่ายอาจไม่มีข้อมูลเพียงพอ หรืออาจถูกยั่วยุด้วยความซับซ้อนของกฎระเบียบต่าง ๆ ทำให้ในปัจจุบันเรายังไม่เห็นภาพนั้นเกิดขึ้น

แท้จริงแล้ว หากทุกฝ่ายมีความเข้าใจตรงกันว่าเพราะเหตุใดการกำกับดูแลถึงเป็นเช่นนั้น และหน่วยงานกำกับดูแลเองก็มีความเข้าใจว่าภาคเอกชนต้องการอะไรหรือเห็นช่องว่างตรงไหน นอกจากผู้เล่นจะ

สามารถให้สามารถคาดการณ์นโยบายในอนาคตได้ ทุกฝ่ายก็จะยังสามารถร่วมกันพัฒนาเป็นทางออกที่เหมาะสม

ใน Volume 3 นี้ เราจะพูดถึงปัญหาใน 2 มุมมองหลัก ผ่านมุมมองของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุน โดยจะอธิบายถึงการกำกับดูแล พร้อมทั้งวิเคราะห์ช่องว่างของการกำกับดูแลในบางจุด โดยเราอาจไม่ได้กล่าวถึงสินทรัพย์ดิจิทัลในประเด็นที่ไม่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนโดยตรงมากนัก เช่น เรื่องการใช้สินทรัพย์ดิจิทัลอย่างคริปโตเคอร์เรนซีเป็นสื่อกลางในการชำระเงิน ซึ่งยังมีการถกเถียงกันว่าควรให้สินทรัพย์ดิจิทัลเข้ามามีบทบาทมากน้อยในระบบการเงินเพียงใด หรือเรื่องการพัฒนาสกุลเงินดิจิทัลของธนาคารกลาง (CBDC) ที่ก็พบเห็นความเคลื่อนไหวจากหลาย ๆ ประเทศ เนื่องจากต้องยอมรับว่าระบบการชำระเงินที่มีอยู่ในปัจจุบันของไทยนั้นทำได้ดี โดยระบบพร้อมเพย์ถือเป็นหนึ่งในระบบที่มีความรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ จึงอาจส่งผลให้หลากหลายภาคส่วนไม่ได้สนใจให้ความสำคัญกับเรื่องการใช้สินทรัพย์ดิจิทัลเป็นสื่อกลางในการชำระเงินมากนัก แต่ในอนาคตเราอาจจะได้กลับมาพูดถึงเรื่องนี้อีกครั้ง จากปัญหาเรื่องมิชชันซีพออนไลน์ที่สร้างความเสียหายแก่ประชาชนมากมายในขณะนี้ ว่าการนำเทคโนโลยีบล็อกเชนมาใช้ในระบบการเงินการธนาคารจะสามารถช่วยแก้ปัญหาได้อย่างไรได้บ้าง

คณะวิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า การทำความเข้าใจเรื่องช่องว่างตรงนี้ จะช่วยให้หลายฝ่ายมีมุมมองที่ตรงกันมากขึ้นเกี่ยวกับสถานการณ์ปัจจุบัน และช่วยจุดประกายตั้งคำถามว่าในฐานะประเทศจริง ๆ แล้วเราต้องการอะไร เพื่อให้ทุกฝ่ายสามารถร่วมกันดำเนินนโยบายหรือผลักดันได้อย่างถูกต้อง เพราะตอนนี้ตลาดมีแรงขับเคลื่อนแล้ว เราจึงควรใช้ประโยชน์จากโอกาสนี้ให้ดีที่สุด

# Chapter 1 ข้อจำกัดในการลงทุน ในสินทรัพย์ดิจิทัล



คนอยากลงทุนแต่ไม่มีผลิตภัณฑ์ให้ลง



การถือครองเหรียญ  
โดยตรง

การลงทุน  
ผ่านกองทุน

การลงทุนผ่านตัวกลาง  
ที่เปิดโอกาสให้ซื้อขายกองทุน  
ที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ดิจิทัล  
ของต่างประเทศ

การกำกับดูแล  
โดยรวมของแต่ละประเทศ



ควบคุมก่อน



รอดูก่อน



มั่นใจก่อน  
จึงค่อยเปิด



ตลาดทุนไทย  
เสียโอกาสขยายตัว | ไปหาช่องทาง  
ในระบบ Web3

แนวทางพัฒนานโยบาย



สร้างสมดุลระหว่าง  
การคุ้มครองและ  
โอกาสการเรียนรู้



ส่งเสริมความเข้าใจ  
ในผลิตภัณฑ์  
การลงทุนทางเลือก



ส่งเสริมการ  
กระจายการลงทุน



ใช้ระบบ  
Regulatory Sandbox  
สำหรับผลิตภัณฑ์ใหม่



พัฒนาระบบ  
การกำกับดูแล  
ที่ยืดหยุ่นและรวดเร็ว

## Identifying the Gaps: คนไทยอยากลงทุนแต่ไม่มีผลิตภัณฑ์ให้ลอง

- นักลงทุนรายย่อยสามารถลงทุนใน DA ด้วยการถือครองเหรียญใดเหรียญหนึ่งโดยตรงผ่าน Exchange เท่านั้น
- ไม่สามารถถือครองผ่านกองทุน เช่น ETF ทั้งในไทยและต่างประเทศได้

การลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัลเป็นหัวข้อที่ได้รับความนิยมสูงอย่างมากในประเทศไทย แต่นักลงทุนรายย่อยกลับพบว่าตัวเองมีทางเลือกที่จำกัดอย่างน่าแปลกใจโดยทั่วไปแล้ว การลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัลสามารถทำได้ผ่าน 3 ช่องทางหลัก ได้แก่ การถือครองเหรียญโดยตรง การลงทุนผ่านกองทุน และการลงทุนผ่านตัวกลางที่เปิดโอกาสให้ซื้อขายกองทุนที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ดิจิทัลของต่างประเทศ อย่างไรก็ตามในประเทศไทยการเลือกใช้ทางเลือกเหล่านี้กลับมีข้อจำกัดอย่างมาก



**การถือครองเหรียญโดยตรง**



**การลงทุนผ่านกองทุน**



**การลงทุนผ่านตัวกลาง** ที่เปิดโอกาสให้ซื้อขายกองทุนที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ดิจิทัลของต่างประเทศ

การลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัลในไทยนั้น จำกัดอยู่เพียงแค่คริปโตเคอเรนซีเป็นหลัก เนื่องจากสินทรัพย์ประเภท STO (Securities Token Offering) นั้นแทบไม่มีให้ซื้อขายในตลาด โดยช่องทางการลงทุนแรกอย่างการถือครองเหรียญเหล่านี้โดยตรง สามารถทำได้อย่างสะดวกผ่านผู้ให้บริการตลาดซื้อขาย

(Exchange) หลายรายในประเทศ ที่ในปัจจุบันได้รับอนุญาตให้ประกอบกิจการในไทยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ถึง 9 ราย<sup>3</sup> โดยภายใต้ช่องทางนี้มีเหรียญให้เลือกลงทุนจำนวนมาก และข้อจำกัดของการซื้อขายสำหรับรูปแบบนี้มีน้อยมาก เช่น การลงทุนใน Bitkub จะกำหนดขั้นต่ำที่ 40 บาทในการโอนเงินเข้าไปลงทุนเท่านั้น<sup>4</sup>

แต่ที่น่าสนใจคือ ในช่องทางอื่น ๆ นั้นสำหรับนักลงทุนรายย่อยไทยยังทำไม่ได้ นักลงทุนรายย่อยนั้น ไม่สามารถลงทุนผ่านกองทุนที่ถือครองสินทรัพย์ดิจิทัลทั้งกองทุนในประเทศและต่างประเทศ นอกจากนี้ ช่องทางการลงทุนผ่านตัวกลาง เช่น KKP Dime และ InnovestX ที่เคยเปิดโอกาสให้นักลงทุนไทยเข้าถึงกองทุนสินทรัพย์ดิจิทัลต่างประเทศได้ ปัจจุบันก็ถูกห้ามไม่ให้ดำเนินการ ส่งผลให้ทางเลือกในการลงทุนยังคงแคบลงไปอีก

หากถามว่ากฎตรงนี้ ทำให้นักลงทุนรายย่อยไทยพลาดอะไรไป นักลงทุนรายย่อยไทยพลาดโอกาสในการลงทุนผ่านผลิตภัณฑ์อย่างเช่น Spot Bitcoin ETF ซึ่งเป็นกองทุนประเภท ETF (Exchange Traded Fund) หรือกองทุนเพื่อการลงทุนที่มีการซื้อขายสาธารณะที่ช่วยให้นักลงทุนสามารถลงทุนในสินทรัพย์ได้ตามราคาอ้างอิงแบบ Spot โดยไม่ต้องเป็นเจ้าของเหรียญคริปโตเคอเรนซีเอง โดยสามารถซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์ได้ในเวลาทำการ โดยกองทุนจะนำเงินไปซื้อและถือครอง Bitcoin จริง และมีการบริหารจัดการโดยสถาบันการเงินชั้นนำ

<sup>3</sup>สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2024). รายชื่อผู้ประกอบการธุรกิจที่ได้รับใบอนุญาตศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัล (Digital Asset Exchange) อัปเดตล่าสุดวันที่ 30 มิถุนายน 2567

<sup>4</sup>Bitkub Exchange (2024). มีขั้นต่ำในการฝากเงินบาทหรือการซื้อขายหรือไม่.

## กองทุน Spot ETF คืออะไร<sup>5</sup>



เป็นกองทุนแบบเปิด  
ที่สามารถออก  
หรือไถ่ถอนหุ้นได้  
ตามความต้องการ



มูลค่ากองทุนสอดคล้อง  
กับสินทรัพย์อ้างอิง  
เนื่องจากได้รับกาออกแบบ  
มาเพื่อติดตามราคา Spot  
ของสินทรัพย์นั้น ๆ  
อย่างใกล้ชิด



ซื้อขายใน  
ตลาดหลักทรัพย์หลัก  
เช่นเดียวกับหุ้น และ  
สามารถซื้อขายได้  
ตลอดทั้งวัน



ได้รับการควบคุมภายใต้  
พระราชบัญญัติการลงทุน  
ปี 1940 ซึ่งให้การกำกับ  
ดูแลด้านกฎระเบียบและ  
การคุ้มครองผู้บริโภค  
ในระดับสูง

## Understanding the Regulations: ทำความเข้าใจกฎเกณฑ์

- สำนักงาน ก.ล.ต. ยังอยู่ระหว่างการพิจารณาความเหมาะสมให้กองทุนรวมที่เสนอขายรายย่อยถือครอง Bitcoin ETF
- ในการกำกับดูแล สหภาพยุโรปใช้แนวทาง “ระวังไว้ก่อน” สหรัฐอเมริกาใช้แนวทาง “นวัตกรรมก่อน กฎระเบียบตามหลัง” ส่วนประเทศไทยค่อนข้างไปทาง “ต้องมั่นใจก่อน จึงค่อยเปิด”
- การกำกับดูแลระบบกระจายศูนย์

กฎเกณฑ์การห้ามเหล่านี้มีความสำคัญ เพราะเป็นกรณีที่สะท้อนให้เห็นถึงความแตกต่างในการเข้าถึงผลิตภัณฑ์การลงทุน โดยเฉพาะระหว่างนักลงทุนรายย่อยทั่วไปกับนักลงทุนสถาบันหรือนักลงทุนที่มีมูลค่าสินทรัพย์สูง (High-Net-Worth Individual) โดยเพื่อเข้าใจที่มาที่ไปของข้อจำกัดในการลงทุนสินทรัพย์ดิจิทัลนั้นๆ เราก็ควรจะทำความเข้าใจก่อนถึงบทบาทของหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องว่าการกำกับดูแลในส่วนใดที่เข้ามามีบทบาทตรงนี้ โดยปกติแล้ว สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จะมีหน้าที่ควบคุมการ

ลงทุนของกองทุนรวม และกำหนดคุณสมบัติของผู้ที่สามารถซื้อขายหน่วยลงทุนได้ สำหรับการลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัล ปกติแล้วแต่ละกองทุนจะเข้าไปลงทุนซื้อเหรียญคริปโตเคอร์เรนซีโดยตรง 100% หรือลงทุนในกองทุนผสม ซึ่งเป็นกองทุนที่ลงทุนในสินทรัพย์หลากหลายชนิดที่อาจจะเข้ามาถือครองคริปโตเคอร์เรนซีในพอร์ตการลงทุนด้วยก็ได้

แต่สำหรับ Spot Bitcoin ETF ที่เป็นการลงทุนใน Bitcoin ร้อยละร้อยนั้น สำนักงาน ก.ล.ต. ยังอยู่ในระหว่างการพิจารณาเกณฑ์การลงทุนที่เหมาะสมว่าจะให้กองทุนรวมที่เสนอขายต่อรายย่อยสามารถลงทุนใน Bitcoin ETF ได้หรือไม่ โดยล่าสุดข้อมูล ณ เดือนมิถุนายน 2567 สำนักงาน ก.ล.ต. ก็ยังไม่อนุญาตด้วยเช่นเดียวกัน แต่คงจะเข้าที่ประชุมคณะกรรมการอีกครั้ง โดยหากมีการออกเกณฑ์นี้ จะเป็นการเปิดช่องทำให้การลงทุนในรูปแบบนี้สามารถดำเนินการได้ในไทย ซึ่งน่าจะเป็นการอนุญาตให้เข้าไปลงทุนใน Spot Bitcoin ETF ภายใต้ข้อจำกัดทางด้านเพดานสัดส่วนการลงทุนต่อมูลค่ารวมของพอร์ต ซึ่งบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) ต่างก็ได้ยื่นข้อเสนอ

<sup>5</sup>Kasamsak Wongsanin (2023). ทำความรู้จัก Bitcoin Spot ETF “ความหวังใหม่” สู่การยอมรับ Bitcoin ในสายตานักลงทุนทั่วโลก. Siamblockchain.com.

<sup>6</sup>กรุงเทพธุรกิจ (2024). ที่มา ก.ล.ต. จ่อเคาะเกณฑ์ ‘ปิดคอยน์อีทีเอฟ’ ชงที่ประชุมบอร์ด มี.ค.นี้ ‘ทบทวน’.

ว่าจะกำหนดสัดส่วนการลงทุนไม่เกินร้อยละ 20 ของพอร์ตการลงทุนรวม หรือไม่เกินร้อยละ 5 ต่อประเภทสินทรัพย์ไว้

## BOX

## 1.1

## Legal Insight กฎหมายตรงไหนที่ห้ามไว้

## LAW

จากประกาศ ทธ. 1/2560<sup>7</sup> เกี่ยวกับการลงทุนในผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนที่เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศ หรือ ได้แก่ หลักทรัพย์ หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่กำหนดให้มีการชำระเงินเป็นสกุลเงินตราต่างประเทศ ข้อ 12 กำหนดไว้ว่า ผลิตภัณฑ์ต้องมีลักษณะดังต่อไปนี้ อย่างครบถ้วน คือ (1) เป็นผลิตภัณฑ์จากต่างประเทศ ซึ่งมีลักษณะและเงื่อนไขทำนองเดียวกับผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนที่สามารถออกหรือเสนอขายในประเทศไทย เว้นแต่สำนักงาน ก.ล.ต. จะกำหนดเป็นอย่างอื่น (2) เป็นผลิตภัณฑ์จากต่างประเทศที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของหน่วยงานกำกับดูแลหน่วยงานใดหน่วยงานหนึ่งดังนี้ และต้องไม่อยู่ระหว่างถูกหน่วยงานกำกับดูแลดังกล่าวสั่งห้ามการซื้อขายผลิตภัณฑ์จากต่างประเทศนั้น ซึ่ง Spot Bitcoin ETF เข้าข่ายตามที่กล่าวมา

โดยมีข้อยกเว้นในข้อที่ 13 ว่า หากลูกค้าเป็น (1) ธนาครแห่งประเทศไทย (2) ธนาครพาณิชย์ (3) สถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้ง (4) บริษัทหลักทรัพย์ (5) ผู้ประกอบธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (6) บริษัทประกันชีวิต (7) บริษัทประกันวินาศภัย (8) กองทุนรวม (9) กองทุนส่วนบุคคล (10) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (11) กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (12) กองทุนประกันสังคม (13) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (14) นิติบุคคลที่จดทะเบียนตามกฎหมายไทยที่มีสินทรัพย์ตามงบการเงินตั้งแต่ 5,000 ล้านบาทขึ้นไป และ (15) บุคคลอื่นที่ธนาครแห่งประเทศไทยกำหนดให้สามารถนำเงินไปลงทุนในผลิตภัณฑ์จากต่างประเทศได้ ทั้งนี้ ตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด ก็สามารถทำได้

และข้อ 14 ที่ว่า ถ้าเป็นนิติบุคคลที่จดทะเบียนตามกฎหมายไทย หรือบุคคลธรรมดาที่มีถิ่นที่อยู่ในประเทศไทยที่มีสินทรัพย์ประเภทเงินลงทุนในตราสารหรืออนุพันธ์ หรือเงินฝาก รวมกันตั้งแต่ 50 ล้านบาทขึ้นไป ผู้ประกอบธุรกิจจะสามารถให้บริการแก่ลูกค้าดังกล่าวได้

ส่วนสำหรับรายย่อย ด้วยข้อบังคับของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ตามประกาศ ทธ. 1/2560 ประกอบกับการตัดสินใจไม่อนุญาตให้มีการซื้อขาย Spot Bitcoin ETF ในประเทศไทยในรอบการดำเนินงานเดือนมกราคม 2567 ของ ก.ล.ต. โดยยังอยู่ในระหว่างการพิจารณาเกณฑ์การลงทุนที่เหมาะสม ทำให้การลงทุนในกองทุนสองประเภทดังกล่าวของรายย่อยผ่านช่องทางเหล่านี้ไม่สามารถทำได้

ตรงนี้เอง ที่เป็นความแตกต่างในการเข้าถึงผลิตภัณฑ์สินทรัพย์ดิจิทัลระหว่างนักลงทุนรายย่อยทั่วไปกับนักลงทุนสถาบันหรือนักลงทุนที่มีมูลค่าสินทรัพย์สูง เพราะผู้ลงทุนไทยที่ไม่เข้าเงื่อนไขจะไม่สามารถซื้อผลิตภัณฑ์ในกลุ่มดังกล่าวได้

<sup>7</sup>สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2017).

หลายคนอาจสงสัยถึงเหตุผลเบื้องหลังการตัดสินใจเช่นนี้ ซึ่งต้องกล่าวว่า รากฐานของเรื่องนี้อาจเชื่อมโยงถึงระบบการกำกับดูแลโดยรวมของแต่ละประเทศ สะท้อนถึงปรัชญาและวัฒนธรรมทางกฎหมายที่แตกต่างกัน หากจะยกตัวอย่างให้เห็นภาพชัดเจน เราสามารถเปรียบเทียบแนวทางของสหภาพยุโรป (EU) กับสหรัฐอเมริกาได้



ในกรณีของสหภาพยุโรป มักจะใช้แนวทาง “หลักการระวังไว้ก่อน” (Precautionary Principle) ในการกำกับดูแลเทคโนโลยีใหม่ ๆ รวมถึงสินทรัพย์ดิจิทัล แนวคิดนี้เน้นการป้องกันความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นก่อนที่จะมีหลักฐานชัดเจน การตัดสินใจเชิงนโยบายมักมีแนวโน้มไปในทิศทางที่ค่อนข้างอนุรักษ์นิยมและระมัดระวัง โดยมักจะกำหนดกรอบกฎเกณฑ์ไว้ล่วงหน้า นำไปสู่การออกกฎระเบียบที่เข้มงวดและครอบคลุม



ในทางตรงกันข้ามสหรัฐอเมริกามักจะใช้แนวทาง “นวัตกรรมก่อน กฎระเบียบตามหลัง” (Innovation- First, Regulation-Later) ซึ่งเป็นการให้อิสระแก่ภาคเอกชนอย่างมาก เปิดโอกาสให้เทคโนโลยีและธุรกิจใหม่ ๆ เติบโตและพัฒนาก่อนที่จะมีการกำกับดูแลอย่างเข้มงวด โดยปล่อยให้ตลาดดำเนินไปก่อน แล้วจึงเข้าแทรกแซงเมื่อเกิดปัญหา แนวทางนี้มีรากฐานมาจากความเชื่อในระบบตลาดเสรีและการแข่งขัน ส่งเสริมการแข่งขันและการเติบโตของอุตสาหกรรมอย่างจริงจัง

ตัวอย่างที่ชัดเจนในวงการคริปโตเคอร์เรนซีคือ การที่สหรัฐอเมริกา ได้ผ่านร่างกฎหมายให้สกุลเงิน

ดิจิทัลอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Commodity Futures Trading Commission หรือ CFTC) ซึ่งถือเป็นชัยชนะครั้งสำคัญของอุตสาหกรรมคริปโตในสหรัฐอเมริกา<sup>8</sup> สภาผู้แทนราษฎรได้ลงมติด้วยเสียงข้างมากแบบสองพรรคร่วมกัน เพื่อให้ CFTC เป็นหน่วยงานหลักในการกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัล แทนที่จะเป็นคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) อย่างไรก็ตาม มีเสียงวิพากษ์วิจารณ์จากหลายฝ่ายในพรรคเดโมแครตว่า ร่างกฎหมายนี้อาจเอื้อประโยชน์ให้กับอุตสาหกรรมคริปโตมากเกินไป และขาดมาตรการคุ้มครองผู้บริโภคและนักลงทุนที่เพียงพอ

นอกจากนี้ โครงสร้างการกำกับดูแลก็แตกต่างกัน ในสหรัฐอเมริกา การกำกับดูแลมักจะกระจายอยู่ระหว่างหลายหน่วยงาน เช่น SEC CFTC และ Financial Crimes Enforcement Network (FinCEN) ซึ่งบางครั้งอาจนำไปสู่ความไม่ชัดเจนและความซ้ำซ้อน แต่ก็เปิดโอกาสให้เกิดการตีความและการปรับใช้กฎหมายที่ยืดหยุ่นกว่า ในขณะที่สหภาพยุโรปพยายามสร้างกรอบกฎหมายที่ครอบคลุมและเป็นเอกภาพมากกว่าผ่าน Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA)<sup>9</sup> หรือหากจะมุ่งเป้าไปที่ประเด็นการลงทุนในกองทุน Bitcoin ETF นี้ก็พบว่า การอนุมัติในสหรัฐอเมริกาได้เกิดขึ้นแล้ว ในขณะที่ในสหภาพยุโรปยังคงระมัดระวังและยังไม่อนุญาตให้มีผลิตภัณฑ์ลักษณะนี้ขายแก่นักลงทุนรายย่อยเช่นกัน<sup>10</sup>

<sup>8</sup>Bogage, J. (2024). House votes to make CFTC main crypto regulator, a win for the industry. The Washington Post.

<sup>9</sup>Official Journal of the European Union (2023). REGULATION (EU) 2023/1114 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 31 May 2023.

<sup>10</sup>Lawson, D. (2024). How European investors can ride the bitcoin ETF wave. Financial Times.



## สรุปนโยบายแบบ เปิด vs ปิด

BOX

1.2



## แนวทาง “ควบคุมก่อน” พบที่ EU

EU มักจะใช้วิธีการออกกฎระเบียบเชิงรุกและครอบคลุม ตัวอย่างที่สำคัญคือ Markets in Crypto-Assets (MiCA) Regulation ที่กำหนดให้ผู้ให้บริการสินทรัพย์คริปโตต้องได้รับอนุญาตและปฏิบัติตามข้อกำหนดที่เข้มงวด

EU เน้นการสร้างกรอบกฎหมายที่ชัดเจนล่วงหน้า



ยังไม่อนุมัติให้ขาย Bitcoin ETF แก่รายย่อย



## แนวทาง “รอดูก่อน” พบที่ สหรัฐอเมริกา

สหรัฐฯ มักจะใช้วิธีการที่ยืดหยุ่นกว่า โดยให้อิสระในการพัฒนานวัตกรรมก่อน แล้วค่อยแทรกแซงเมื่อเกิดปัญหา การกำกับดูแลมักจะกระจายอยู่ระหว่างหน่วยงานต่าง ๆ เช่น SEC CFTC และ FinCEN โดยไม่มีกรอบกฎหมายเฉพาะสำหรับคริปโตแบบครอบคลุมเหมือน MiCA เป็นการนำกฎหมายที่มีอยู่แล้วมาปรับใช้กับสินทรัพย์ดิจิทัล



อนุมัติแล้วตั้งแต่ต้นปีที่ 2567 ที่ผ่านมา

สำหรับประเทศไทย ถ้าให้วิเคราะห์แนวทางการกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลค่อนข้างจะเป็นไปในลักษณะอนุรักษ์นิยมกว่าแบบเดียวกับสหภาพยุโรปคือ “ต้องมั่นใจก่อนจึงค่อยเปิด” เช่นเดียวกัน ทั้งนี้เนื่องมาจากบทบาทหน้าที่ของสำนักงาน ก.ล.ต. ที่ให้ความสำคัญกับการคุ้มครองนักลงทุนเป็นหลัก ส่งผลให้การพิจารณาอนุมัติผลิตภัณฑ์การลงทุนใหม่ ๆ อย่างกองทุน ETF ที่อ้างอิงกับสกุลเงินดิจิทัลนั้นต้องเป็นไปอย่างระมัดระวังและใช้เวลา

การที่สำนักงาน ก.ล.ต. ยังไม่เร่งสนับสนุนกองทุน ETF ประเภทนี้ แต่เลือกที่จะ “ตามดูสถานการณ์” นั้น ก็มีเหตุผลที่น่าสนใจ แม้ว่าการเปิดตัวกองทุนในรูปแบบนี้จะมีข้อดีในแง่ของการเข้าถึงนักลงทุนแบบดั้งเดิม (Traditional Investors) ได้มากขึ้น และเป็นทางเลือกที่น่าสนใจสำหรับผู้ที่ต้องการลงทุนใน Bitcoin โดยมีมืออาชีพเป็นผู้บริหารจัดการ แต่หน่วยงานกำกับดูแล

มองว่า หากนักลงทุนสนใจจะลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัลโดยตรง ๆ การเข้าไปลงทุนโดยตรงก็เป็นทางเลือกที่เปิดกว้างอยู่แล้ว ซึ่งกระบวนการนี้จะเป็นการคัดกรองนักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจโดยธรรมชาติในระดับหนึ่ง เนื่องจากต้องใช้ความพยายามในการศึกษาและดำเนินการด้วยตนเอง แต่การนำเสนอผลิตภัณฑ์ที่ได้รับการ “รับรอง” อย่างเป็นทางการ อาจทำให้นักลงทุนเข้าใจผิดเกี่ยวกับระดับความเสี่ยงของสินทรัพย์ประเภทนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับผู้ที่ไม่ได้ศึกษาข้อมูลอย่างลึกซึ้ง

ด้วยเหตุผลนี้ แนวคิด “ตามดูสถานการณ์” จึงถูกนำมาใช้ โดยมีเป้าหมายเพื่อไม่กระตุ้นให้เกิดการลงทุนจากนักลงทุนที่ขาดข้อมูลที่เพียงพอ แม้ว่าแนวทางนี้อาจจะไม่ถูกใจกลุ่มที่ต้องการเห็นการเคลื่อนไหวที่รวดเร็วกว่านี้ก็ตาม

## BOX

## 1.3

## การกำกับดูแลระบบแบบกระจายศูนย์

การกำกับดูแลระบบแบบกระจายศูนย์ (Decentralised System) ที่ไม่มีตัวกลางนั้นเป็นความท้าทายอย่างยิ่งสำหรับหน่วยงานกำกับดูแล แม้แต่ในระดับสากล ประเทศที่มีระบบการเงินก้าวหน้า ก็ยังไม่มีแนวทางการกำกับดูแลที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ทั้งในแง่แนวคิดเชิงนโยบายและโครงสร้างหน่วยงาน

ในประเด็นแนวคิดเชิงนโยบาย ระบบแบบกระจายศูนย์นี้เป็นเทคโนโลยีที่ค่อนข้างใหม่และมีลักษณะเฉพาะตัว กล่าวคือ แม้ในเชิงข้อมูลจะมีพื้นฐานเป็นระบบที่ไม่ต้องอาศัยความไว้วางใจ (Trustless) โดยไม่จำเป็นต้องรู้จักหรือเชื่อใจกันเป็นรายบุคคล หรือในผู้เล่นคนใดคนหนึ่ง เนื่องจากสมาชิกทุกคนในเครือข่ายมีสำเนาข้อมูลที่เหมือนกันทุกประการภายใต้เทคโนโลยีการจัดเก็บข้อมูลแบบกระจายศูนย์ (Distributed Ledger Technology) อย่างไรก็ตามในทางปฏิบัติ การนำมาใช้งานจริงยังคงต้องอาศัยความไว้วางใจระหว่างผู้ใช้งานอยู่บ้าง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในด้านความน่าเชื่อถือและการตรวจสอบได้ของตัวกลางหรือผลิตภัณฑ์ที่แลกเปลี่ยนกัน นอกจากนี้ ยังมีความเป็นจริงที่ว่าในตลาดปัจจุบัน มีทั้งกิจกรรมที่เป็นการกระจายศูนย์อย่างแท้จริง และกิจกรรมที่เป็นเพียงการกระจายศูนย์แต่เพียงในนาม (Decentralised In Name Only: DINO)<sup>11</sup>

ด้วยเหตุนี้ การกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ จำเป็นต้องมีการจำแนกประเภท (Taxonomy) เพื่อพิจารณาแบ่งเป็นระดับของการกระจายศูนย์ (Layers of Decentralisation) อย่างไรก็ตาม การดำเนินการ

ดังกล่าวไม่ใช่เรื่องง่าย ประกอบกับประสบการณ์ที่ผ่านมาของตลาดสินทรัพย์ดิจิทัลไทยแสดงให้เห็นถึงกรณีปัญหาที่เกิดขึ้นมากมาย ในเบื้องต้นจึงยังคงมีความจำเป็นที่จะต้องพึงพาการกำกับดูแลระบบในแบบรวมศูนย์บางส่วนไปก่อน ดังนั้น จึงเป็นที่เข้าใจได้ว่าการติดตามสถานการณ์อย่างใกล้ชิดและการเน้นการป้องกันก่อนการเปิดรับ เป็นแนวทางที่หน่วยงานกำกับดูแลของไทยเห็นว่าเหมาะสมที่สุดในขณะนี้

ส่วนในประเด็นโครงสร้างหน่วยงานกำกับดูแล พบว่ายังมีความทับซ้อนในการกำกับดูแลระหว่างหน่วยงานต่าง ๆ เนื่องจากระบบกระจายศูนย์เป็นเทคโนโลยีใหม่ที่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจและความมั่นคงหลายภาคส่วน ไม่ว่าจะเป็นด้านการเงิน การธนาคาร หรือความปลอดภัยทางไซเบอร์ เมื่อพิจารณาแล้วจึงไม่มีหน่วยงานในปัจจุบันใดที่สามารถรับผิดชอบโดยตรงได้ทั้งหมด ซึ่งอาจนำไปสู่ช่องว่างในการกำกับดูแลหรือการทำงานที่ซ้ำซ้อนกัน

อย่างไรก็ตาม แม้จะเป็นความท้าทาย แต่สถานการณ์นี้ก็อาจเป็นโอกาสสำหรับประเทศไทยในการเป็นผู้นำด้านการพัฒนากรอบการกำกับดูแลที่เหมาะสม เปิดโอกาสให้เกิดนวัตกรรมใหม่ ๆ ในการจัดการกับความท้าทายเหล่านี้ และอาจทำให้ไทยก้าวขึ้นเป็น “ดาวรุ่ง” ในด้านการกำกับดูแลระบบการเงินและเทคโนโลยีแบบกระจายศูนย์ในระดับโลก

<sup>11</sup>Elevandi (2023). Regulation in a decentralised world: Frameworks for DeFi governance & oversight.



## The Gap and Its Impact: วิเคราะห์ช่องว่างและผลกระทบ

- นักลงทุนต้องหาทางเลือกอื่นที่เสี่ยงไม่น้อยไปกว่า ลดโอกาสการเข้าถึงที่ปลอดภัย และการเรียนรู้จากการลงมือทำ
- ตลาดทุนไทยเสียโอกาสขยายตัว

การตัดสินใจ “ตามดูสถานการณ์” ของหน่วยงานกำกับดูแลนั้นมาพร้อมกับต้นทุนที่ไม่อาจมองข้าม ในขณะที่โลกกำลังก้าวไปข้างหน้าอย่างรวดเร็ว การสร้างสมดุลระหว่างการปกป้องนักลงทุนและการเปิดโอกาสให้เกิดการเรียนรู้ผ่านประสบการณ์จริงเป็นเรื่องที่ท้าทายอย่างยิ่ง แม้ว่าการปกป้องนักลงทุนจะเป็นสิ่งสำคัญ แต่การเปิดโอกาสให้เกิด “การเข้าถึงที่ปลอดภัย” (Safe Exposure) ก็มีความสำคัญไม่แพ้กัน การเรียนรู้จากการลงมือทำ (Learning by Doing) เป็นสิ่งที่ประเทศไทยยังขาดอยู่ ซึ่งส่งผลให้การเติบโตของอุตสาหกรรมถูกจำกัดลงอย่างมาก



การเข้าถึงที่ปลอดภัย  
(Safe Exposure)



การเรียนรู้จากการลงมือทำ  
(Learning by Doing)

### ต้องหันไปหาทางเลือกอื่นที่เสี่ยงไม่น้อยไปกว่า

ในปัจจุบัน นักลงทุนรายย่อยไทยมีช่องทางเดียวในการลงทุนสินทรัพย์ดิจิทัล นั่นคือการซื้อตรงผ่านตลาดแลกเปลี่ยน (Exchange) ซึ่งต้องยอมรับว่าไม่ใช่วิธีที่เหมาะสมที่สุดในการสะสมความมั่งคั่ง การลงทุนโดยตรงผ่านศูนย์ซื้อขายเหล่านี้เพียงอย่างเดียว เมื่อถึงจุด ๆ หนึ่งก็อาจนำไปสู่ความเสี่ยงที่ไม่สมดุลกับ Risk Appetite ของผู้ลงทุน ด้วยการลงทุนประเภทนี้

ไม่ได้มีเพียงความเสี่ยงที่มาจากตัวสินทรัพย์เองเท่านั้น แต่ยังรวมถึงความเสี่ยงจากแพลตฟอร์มที่ใช้ในการซื้อขาย เช่น Counterparty Risks ด้วย ดังนั้น การจำกัดการลงทุนให้ทำได้เพียงบนตลาดแลกเปลี่ยนยังทำให้ขาดการกระจายความเสี่ยง (Diversification) ที่เหมาะสมและอาจจะไม่ใช่ทางออกที่ดีนัก

ผลที่ตามมาคือ นักลงทุนที่ต้องการเข้าถึงและมี Exposure กับอุตสาหกรรมสินทรัพย์ดิจิทัล โดยเฉพาะนักลงทุนกลุ่มที่มีจุดยืนอยู่ระหว่างนักลงทุนแบบดั้งเดิมและนักลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัลที่มีความเข้าใจสูงและรับความเสี่ยงได้มาก ก็ต้องหันไปเลือกทางเลือกอื่นที่ใกล้เคียง เช่น การลงทุนในบริษัทอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง อย่างบริษัทที่ทำเหมืองขุดคริปโตเคอร์เรนซี หรือการลงทุนในกองทุนที่เกี่ยวข้องกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอ้างอิงกับราคาสินทรัพย์ดิจิทัล เช่น Bitcoin Futures ซึ่งเป็นการลงทุนที่ไม่ต้องถือครองเหรียญคริปโตโดยตรง แต่เน้นการเก็งกำไรจากความผันผวนของราคา

ทางเลือกเหล่านี้เป็นลักษณะผลิตภัณฑ์ที่แตกต่างออกไป และเมื่อพิจารณาแล้ว มีความเสี่ยงที่ไม่น้อยไปกว่าการลงทุนในกองทุน ETF ที่อ้างอิงกับสกุลเงินดิจิทัลโดยตรงเลย เช่น การลงทุนในบริษัทขุดเหมืองคริปโตก็อาจเจอกับความเสี่ยงด้านการบริหารจัดการ และการดำเนินงานของบริษัทเพิ่ม หรือการลงทุนในผลิตภัณฑ์ Futures ก็อาจเสียหายจากการบริหารจัดการ หรือนโยบายการลงทุน (Investment Strategy) ของกองทุนได้ง่ายกว่า จึงเกิดคำถามเป็นวงกว้างได้ว่าเหตุใดหน่วยงานกำกับดูแลจึงอนุญาตให้มีการลงทุนในผลิตภัณฑ์เหล่านี้ ในขณะที่ยังไม่อนุญาตให้มีการลงทุนในกองทุน ETF ที่อ้างอิงกับสกุลเงินดิจิทัลโดยตรง ทั้งที่อาจมีระดับความเสี่ยงที่สูงไม่แตกต่างกัน



## BOX

### 1.4

## ตัวอย่างกองทุนที่มีการลงทุนเกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ดิจิทัล

**สำหรับกองทุนที่มีในไทย** มีบริษัทที่ให้บริการดูแลและบริหารกองทุนสินทรัพย์ดิจิทัลแก่นักลงทุน เช่น Finnomena หรือ Merkle Capital โดยรูปแบบการของการถือครองทางอ้อมผ่านกองทุนนั้น เป็นผลิตภัณฑ์ เช่น กองทุนที่ลงทุนในบริษัทที่ดำเนินธุรกิจเกี่ยวข้องกับระบบสินทรัพย์ดิจิทัล (Digital Assets) รวมถึงบริษัทที่ได้รับประโยชน์จากการใช้เทคโนโลยีบล็อกเชน (Blockchain) เช่น กองทุนที่แบ่งสัดส่วนการลงทุนลงในกองทุน ETF ต่างประเทศที่ลงทุนแบบ Index Tracking มุ่งสร้างผลตอบแทนใกล้เคียงกับดัชนี MVIS Global Digital Assets Equity Index<sup>12</sup> ที่ลงทุนในบริษัทอย่าง บริษัทผู้ให้บริการแพลตฟอร์มซื้อขาย บริษัทเหมืองขุดบิตคอยน์ บริษัทผู้ผลิตชิ้นส่วน อุปกรณ์สำหรับการขุดหรือจัดเก็บสินทรัพย์ดิจิทัล หรือลงทุนโดยตรงในบริษัทเหล่านี้ แต่อย่างไรก็ดี สำหรับกองทุนที่สามารถขายให้รายย่อยนั้นจะไม่ใช้กองทุนที่ลงในสินทรัพย์อย่างหนึ่งในอัตราส่วน ร้อยละร้อยได้

ด้วยเหตุนี้ จึงเป็นที่น่าเสียดาย เนื่องจากเรากำลังไม่ได้ใช้โอกาสสำคัญนี้ในการพัฒนาผลิตภัณฑ์การลงทุนที่หลากหลายจากสินทรัพย์พื้นฐานใหม่ ๆ ทั้งที่เราสามารถสร้างผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มี Investment Grade ที่แตกต่างกัน มีระดับความเสี่ยงที่หลากหลายเพื่อตอบสนองความต้องการของนักลงทุนที่แตกต่างกันได้ (เนื่องจากแต่ละผลิตภัณฑ์มีต้นทุนในการสร้าง การกำกับดูแล และการซื้อขายที่แตกต่างกัน ซึ่งสามารถควบคุมได้ในระบบกองทุน หรือการกำกับดูแลผลิตภัณฑ์การลงทุนอื่น ๆ อีกมากมาย) หรือพูดง่าย ๆ คือ เราไม่ได้ใช้ประโยชน์จากผลผลิตของเทคโนโลยีบล็อกเชนอย่างเต็มที่

<sup>12</sup>Planet 46 (2024). รีวิวกองทุน ASP-DIGIBLOC: ตะลุยมิติใหม่ของการลงทุนแห่งยุคดิจิทัล. Finnomena.

## ตลาดทุนไทยเสียโอกาสขยายตัว

นักลงทุนที่ต้องการเริ่มต้นเข้าถึงสินทรัพย์ดิจิทัล (Exposure) จะถูกผลักออกไป ในขณะที่นักลงทุนที่มีความเชี่ยวชาญมากน้อยแต่อาจไม่มีเงินทุนมากนัก เมื่อต้องการกระจายการลงทุนนอกเหนือจากการซื้อขายบนตลาดแลกเปลี่ยน ก็พบว่าไม่มีผลิตภัณฑ์ที่เหมาะสม จึงต้องหันไปหาช่องทางในระบบ Web3 แทน ส่งผลให้ตลาดทุนไทยเสียโอกาสในการขยายตัว ทั้งที่เราสามารถสร้างผลิตภัณฑ์ที่ดึงดูดเงินลงทุนผ่านระบบการเงินไทยได้ ซึ่งจะช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดทุน เพราะการหวังเพียงปริมาณการซื้อขายจากการเทรดระยะสั้นนั้นไม่เพียงพอและไม่อาจสร้างผลกระทบที่มีนัยสำคัญต่อเศรษฐกิจประเทศได้ในระยะยาว

การกล่าวถึง Spot ETF ที่อ้างอิงกับสกุลเงินดิจิทัลในบทนี้ จึงไม่ใช่เพียงการพูดถึงผลิตภัณฑ์การลงทุนเดียว แต่เป็นเพียงกรณีศึกษา หรือตัวอย่างที่สะท้อนถึงการขาดแคลนผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่หลากหลาย

ในประเทศไทย ต้องยอมรับว่า ณ ตอนนี้ เราอาจยังไม่ได้สร้างสมดุลที่เหมาะสมในวิธีการกำกับดูแล หรืออาจจะยังไม่ได้มีการสื่อสารถึงจุดมุ่งหมายของนโยบายและแนวทางการกำกับดูแลในอนาคตที่ดีพอ

สิ่งที่เกิดขึ้นในขณะนี้จึงน่าเป็นห่วง เพราะแม้ว่าการกันไว้อาจจะดีกว่าแก้ แต่ก็อาจไม่ใช่สำหรับทุกเรื่องเสมอไป และในบางเรื่องหากตัดสินใจช้าเกินไป เราก็อาจจะพลาดโอกาสสำคัญ เพราะแม้เมื่อตัดสินใจที่จะเปิดรับแล้ว ภายใต้กระบวนการก็อาจต้องใช้เวลาหลายปีในการแก้ไขกฎระเบียบที่ซับซ้อน ดังจะเห็นได้จากการปรับปรุงกฎหมายหลาย ๆ อย่างที่ใช้เวลานาน ดังนั้น การสร้างสมดุลระหว่างการคุ้มครองนักลงทุนและการส่งเสริมนวัตกรรมทางการเงินเป็นความท้าทายที่ต้องรีบ Take Action เพราะการเคลื่อนไหวของเม็ดเงินมักรอไม่ได้ การชะลอการตัดสินใจมากเกินไปอาจส่งผลเสียต่อการพัฒนาของตลาดทุนไทยในระยะยาว

## Improvement Opportunities: เล็งเห็นโอกาส

BOX  
1.5

ช่องทางในการปรับปรุงนโยบายสินทรัพย์ดิจิทัล เพื่อเพิ่มช่องทางในการลงทุน

### 1 สร้างสมดุลระหว่างการคุ้มครองและโอกาสการเรียนรู้



การเปิดโอกาสให้นักลงทุนได้สัมผัสประสบการณ์การลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัลอย่างจำกัดและควบคุม อาจเป็นวิธีที่ดีในการสร้างสมดุลระหว่างการคุ้มครองและการเรียนรู้

หากมองประวัติศาสตร์ของผลิตภัณฑ์ทางการเงินต่าง ๆ ในอดีต จะเห็นว่าไม่ใช่ทุกผลิตภัณฑ์จะรอดหรือการตัดสินใจลงทุนจะถูกต้องเสมอไป การเรียนรู้ผ่านประสบการณ์จริงมีความสำคัญ แม้ว่าจะมีความเสี่ยงที่บางคนอาจประสบความล้มเหลว แต่การให้โอกาสในการเข้าถึง และได้ลองเล่นจริง (Put some skin in the game) จะเป็นก้าวสำคัญในการสร้างความเข้าใจที่แท้จริงและนำมาพัฒนาตลาดต่อไปได้

## 2 ส่งเสริมความเข้าใจ ในผลิตภัณฑ์การ ลงทุนทางเลือก



แทนที่จะจำกัดการเข้าถึงอย่างเข้มงวด ควรมุ่งเน้นไปที่การให้ความรู้แก่นักลงทุนเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์การลงทุนทางเลือกต่าง ๆ พร้อมทั้งเน้นย้ำความสำคัญของการตรวจสอบความน่าเชื่อถือของตลาดแลกเปลี่ยนและผู้จัดการกองทุนที่พวกเขาเลือกใช้บริการ

การให้ข้อมูลที่ถูกต้องและครบถ้วนอาจเป็นวิธีที่มีประสิทธิภาพมากกว่าในการปกป้องนักลงทุน

## 3 ส่งเสริมการ กระจายการลงทุน



การให้ความสำคัญกับการกระจายการลงทุนเป็นกลยุทธ์สำคัญในการจัดการความเสี่ยง ผู้กำกับดูแลควรส่งเสริมให้นักลงทุนเข้าใจถึงความสำคัญของการกระจายการลงทุน และเปิดโอกาสให้สามารถเข้าถึงสินทรัพย์ดิจิทัลในรูปแบบที่หลากหลาย แทนที่จะจำกัดเฉพาะการลงทุนโดยตรง

## 4 ใช้ระบบ Regulatory Sandbox สำหรับ ผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ



การใช้ระบบ Regulatory Sandbox อาจเป็นวิธีที่ดีในการทดสอบและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่อย่างกองทุน ETF ที่อ้างอิงกับสินทรัพย์ดิจิทัล โดยยังคงมีการควบคุมและตรวจสอบอย่างใกล้ชิด วิธีนี้จะช่วยให้ผู้กำกับดูแลสามารถประเมินความเสี่ยงและประโยชน์ของผลิตภัณฑ์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ก่อนที่จะพิจารณาอนุญาตให้มีการซื้อขายในวงกว้าง โดย Sandbox ที่ดีควรเข้าถึงง่ายแต่ออกยาก

## 5 พัฒนาระบบการ กำกับดูแลที่ยืดหยุ่น และรวดเร็ว



เนื่องจากเทคโนโลยีและตลาดสินทรัพย์ดิจิทัลมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ระบบการกำกับดูแลควรมีความยืดหยุ่นและสามารถปรับตัวได้เร็ว เพื่อรองรับนวัตกรรมใหม่ ๆ โดยไม่ต้องใช้เวลานานในการแก้ไขกฎระเบียบ





# Chapter 2

## ข้อจำกัดในการระดมทุนผ่านสินทรัพย์ดิจิทัล



### การระดมทุนแบบใหม่ตอนนี้ไม่ได้นำดึงดูด



### การพลิกผัน Investment Token



### ประเด็นน่าสนใจ



### แนวทางพัฒนานโยบาย

สร้างความสอดคล้องระหว่างนโยบายระดับประเทศและการกำกับดูแลในทางปฏิบัติ

สร้างความเข้าใจเกี่ยวกับลักษณะธุรกิจและโอกาสทางธุรกิจ

ให้ Incentive พิเศษแก่ผู้ประกอบการหรือผู้ระดมทุนเพื่อ Kick-Start

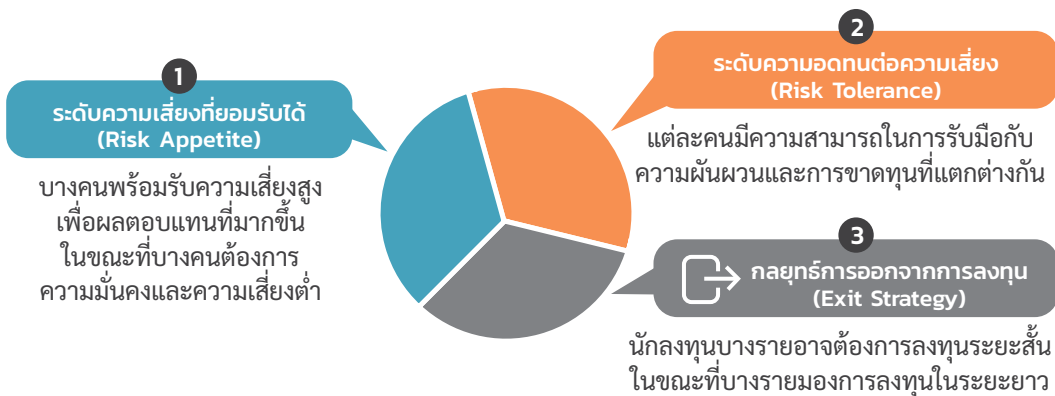
การสื่อสารแนวทางนโยบายกับภาคเอกชน

## Identifying the Gaps:

## เปลี่ยนมาระดมทุนแบบใหม่ตอนนี้ไม่ได้นำดึงดูด

- การทำ Tokenisation ยังไม่น่าดึงดูดเท่าที่ควร จากต้นทุนและค่าธรรมเนียมที่ยังสูง
- ยังมีความไม่ชัดเจนว่าจะอะไรจะถูกกำกับดูแลอย่างไร และยังมี Misalignment ของนโยบายประเทศ

ปัญหาการจับคู่ระหว่างเงินทุนกับผู้ระดมทุนอย่างไม่ได้ประสิทธิภาพ (Funding Mismatch) เป็นปัญหาที่มีมาโดยตลอดในระบบการเงินและการลงทุน เนื่องจากในตลาด ผู้ระดมทุนต่างมีความต้องการเงินทุนที่หลากหลายและซับซ้อน ทั้งในแง่ของแหล่งที่มาและรูปแบบของเงินทุนจากการที่แต่ละธุรกิจก็มีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างกันไป ส่วนผู้ลงทุนแต่ละรายนั้นก็ก็มีลักษณะเฉพาะตัวที่แตกต่างกัน ไม่ว่าจะเป็น **ระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ ระดับความอดทนต่อความเสี่ยง หรือกลยุทธ์การออกจากการลงทุน**



นอกจากนี้ ยังมีนักลงทุนบางกลุ่มที่พร้อมจะลงทุนอย่างเต็มที่เพื่อประสบการณ์การเรียนรู้ โดยไม่ได้คำนึงถึงผลตอบแทนทางการเงินเพียงอย่างเดียว ดังนั้น การเกิดผลิตภัณฑ์ที่หลากหลายขึ้นย่อมนำไปสู่จุดดุลยภาพที่เหมาะสมของตลาดทุนได้

ในฝั่งผู้ระดมทุน หรือผู้ถือทรัพย์สิน ย่อมต้องการให้กระบวนการจัดสรรทรัพย์สินทำได้ง่ายและมีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งการเข้ามาของเทคโนโลยีสินทรัพย์ดิจิทัล สามารถมีบทบาทสำคัญในการขยายโอกาสและนิยามของทุนที่สามารถระดมทุนจากอะไร และจากใครได้บ้าง ช่วยเปิดโอกาสให้เกิดนวัตกรรม

ทางการเงินและการระดมทุนรูปแบบใหม่ ๆ โดยหนึ่งในเทคโนโลยีที่กำลังเป็นที่พูดถึงอย่างมากทั้งในไทยและต่างประเทศ คงหนีไม่พ้นการทำ Real World Asset (RWA) Tokenisation หรือกระบวนการสร้างตัวแทนสินทรัพย์ให้อยู่ในรูปของดิจิทัล (Digital Representation) โดยสร้างโทเคนขึ้นเพื่อเป็นตัวแทนของสิทธิหรือทรัพย์สินต่าง ๆ ซึ่งเมื่อสินทรัพย์อยู่ในรูปของโทเคนก็จะเอื้ออำนวยต่อการซื้อขายแลกเปลี่ยน ช่วยเพิ่มสภาพคล่อง เป็นการสร้างตลาดให้กับสินทรัพย์ต่าง ๆ เหล่านี้

โดยหากพิจารณาประเภทของ RWA ที่จะนำมาทำเป็นโทเคนนั้น ไม่ได้มีแค่ทรัพย์สินที่จับต้องได้ แต่ยังรวมถึงผลิตภัณฑ์การลงทุนดั้งเดิมอื่น ๆ ด้วยนั้นหมายความว่า เทคโนโลยีนี้จะสามารถทวีคูณกลายเป็นผลิตภัณฑ์ทางการลงทุนหลากหลายมิติที่ตอบโจทย์ได้อีกมากมาย

แม้การเข้ามาของการระดมทุนผ่านสินทรัพย์ดิจิทัลเป็นผลิตภัณฑ์ใหม่ที่น่าสนใจ แต่การสร้างการยอมรับในวงกว้าง (Mass Adoption) ในปัจจุบันยังทำได้ยากและเป็นประเด็นสำคัญว่าทำไมการออกเหรียญยังไม่เกิดการยอมรับอย่างแพร่หลาย โดยดูจากสถิติของการระดมทุนในประเทศไทยก็พบว่าเกิดขึ้นน้อยมาก โดยเราเห็นการเสนอขายเพียงปีละไม่กี่รายการและก็

ไม่ได้เป็นที่นิยมมากนัก ส่วนโครงการที่อยู่ในขั้นตอน ICO Pre-Consultation แม้เคยมีจำนวนมาก แต่หากเวลาผ่านไปก็ไม่ได้เกิดขึ้นจริงและพบว่าลดน้อยลงมากจากปี 2566 ในปัจจุบัน โดยอัปเดตล่าสุดของช่วงครึ่งปีแรก 2567 ที่ผ่านมานี้ เหลืออยู่ที่ 19 รายเท่านั้น<sup>13</sup> นอกจากนี้ ผู้ให้บริการระบบเสนอขายโทเคนดิจิทัล (ICO Portal) ซึ่งทำหน้าที่กั้นกรงลักษณะขอโทเคนดิจิทัล คุณสมบัติของผู้ออก และตรวจสอบความครบถ้วนถูกต้องของเอกสารที่เกี่ยวข้อง อย่างเช่น แบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายโทเคนดิจิทัลและร่างหนังสือชี้ชวน<sup>14</sup> ในประเทศไทยก็มีเพียง 7 ราย<sup>15</sup> เท่านั้น และไม่ได้เพิ่มขึ้นในช่วงระยะที่ผ่านมาอย่างที่บางฝ่ายคาดการณ์เอาไว้

	2564	2565	2566
<b>ICO</b>			
จำนวนการระดมทุนเสนอขาย	1 โทเคน	1 โทเคน	1 โทเคน
มูลค่ารวม	2,400 ล้านบาท	265.23 ล้านบาท	2,400 ล้านบาท
คำขอที่ได้รับอนุญาตและพร้อมเสนอขาย	-	-	-
อยู่ระหว่างการพิจารณาคำขอ	-	-	-
อยู่ระหว่าง Pre-consult	23	33	35
<b>IPO</b>			
จำนวนการระดมทุนเสนอขาย	41 หลักทรัพย์	42 หลักทรัพย์	39 หลักทรัพย์
มูลค่ารวม	137,273.66 ล้านบาท	127,835.82 ล้านบาท	45,151.79 ล้านบาท
คำขอที่ได้รับอนุญาตและพร้อมเสนอขาย	8	11	16
อยู่ระหว่างการพิจารณาคำขอ	16	15	25
อยู่ระหว่าง Pre-consult	40	84	93

### ตารางเปรียบเทียบสถิติการทำ ICO เปรียบเทียบกับ IPO ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา รวบรวมข้อมูลจากเอกสารของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์<sup>16</sup>

<sup>13</sup>สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2024). ข้อมูลรายงานสรุปภาวะตลาดทุน รายเดือน.

<sup>14</sup>สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2024). กฎเกณฑ์ผู้ให้บริการระบบเสนอขายโทเคนดิจิทัล.

<sup>15</sup>สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2024). รายชื่อผู้ประกอบการธุรกิจ ICO Portal อัปเดตล่าสุดวันที่ 30 มิถุนายน 2567

<sup>16</sup>สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2021-2024). รายงานสรุปภาวะตลาดสินทรัพย์ดิจิทัล.



หากจะวิเคราะห์ว่าแล้วมันเกิดอะไรขึ้น ต้องบอกว่าการระดมทุนผ่านการออกโทเคน (Tokenisation) นั้นยังไม่ น่าดึงดูดเท่าที่ควร เพราะต้นทุนในการทำ ICO นั้นก็ไม่ได้น้อยกว่าวิธีการระดมทุนอื่น ๆ เลย เช่น ต้นทุนในการ จ้างที่ปรึกษา ค่าใช้จ่ายด้านกฎหมายและการตรวจสอบ (Audit) เพื่อให้แน่ใจว่าการออกโทเคนนั้นเป็นไปตาม กฎระเบียบที่เกี่ยวข้องที่สูงกว่าการออก IPO ที่มีมูลค่าใกล้เคียงกัน รวมถึงมีต้นทุนเพิ่มเติมอื่น ๆ เช่น ต้นทุน การสร้างเหรียญและค่าธรรมเนียมการจดทะเบียนในตลาดซื้อขายเพื่อให้โทเคนสามารถซื้อขายได้ในตลาด รองด้วย

เมื่อกฎระเบียบในปัจจุบันยังพิจารณาค่าธรรมเนียมในระดับเดียวกัน<sup>17</sup> จึงเป็นอุปสรรคในการพัฒนาตลาด รอง เนื่องจากค่าธรรมเนียมที่สูงและอาจจะไม่คุ้มค่าเมื่อเทียบกับปริมาณการซื้อขายที่ต่ำกว่ามาก หรือสำหรับ ธุรกิจขนาดเล็กที่มีข้อจำกัดในการระดมทุนที่ต้องมีขนาดสินทรัพย์ขั้นต่ำ ส่วนธุรกิจขนาดใหญ่ที่ต้องการระดม ทุนที่มีมูลค่าสูงขึ้น มีข้อจำกัดในช่องทางการขายโทเคนเนื่องจากไม่สามารถใช้ช่องทางผ่านกลไกตลาด เงิน ตลาดทุน เช่น บริษัทหลักทรัพย์ สาขานาครได้ ทำให้ตัดโอกาสหลายโครงการที่ไม่สามารถทำได้

นอกจากนั้น ประเด็นทางด้านภาษีก็เป็นสิ่งที่สำคัญที่ส่งผลต่อการพัฒนาของการระดมทุนผ่านการออกเหรียญ ในประเทศไทย ความไม่ชัดเจนในการจัดประเภทของโทเคนดิจิทัล หากภาครัฐยังไม่มีความชัดเจนว่าจะ พิจารณาเหรียญหรือโทเคนดิจิทัลในรูปแบบใด การตีความว่าเป็นสินค้าหรือสินทรัพย์ส่งผลต่อการจัดเก็บภาษี ที่แตกต่างกัน เช่น การเก็บภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) การเก็บภาษีกำไรจากการขายสินทรัพย์ (Capital Gains)



ปัจจุบัน ทางสรรพากรได้ยกเว้นให้ Investment Token เทียบเคียงกับ Traditional Product แล้ว

หากสำหรับ Utility Token ยังมีประเด็นภาษีซับซ้อนที่ต้องเสีย VAT ตอนเสนอขาย และตอน Redeem และประเด็นเรื่อง Capital Gains ที่ยังต้องพิจารณา

นอกจากนั้น ในกรณีที่มีการตีความและกำหนดภาษีที่แน่ชัดแล้ว ก็ยังมีความเสี่ยงที่จะมีการเปลี่ยนแปลงการ ตีความและกฎระเบียบทางด้านภาษีได้อีกในอนาคต เพราะการดำเนินการมีความท้าทายไม่น้อย ไม่ว่าจะเป็น การติดตามและรายงานธุรกรรมเกี่ยวกับโทเคนดิจิทัลเพื่อวัตถุประสงค์ทางภาษีอาจมีความซับซ้อน หรืออาจ ต้องมีการพัฒนาระบบใหม่เพื่อรองรับการรายงานภาษีสำหรับสินทรัพย์ดิจิทัล จึงอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่า ของ โทเคนและความน่าเชื่อถือของการลงทุน

<sup>17</sup>สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย (2024).

## Understanding the Regulations: ทำความเข้าใจกฎเกณฑ์

- หน่วยงานกำกับดูแลผลักดันการออก Investment Token 2 รูปแบบ ได้แก่ Asset-backed Token และ Project-backed Token แล้ว
- พบความน่าสนใจในการกำกับดูแล 3 มิติ ได้แก่ ด้านขนาดของการระดมทุน ด้านกรรมสิทธิ์ และด้านกระบวนการระดมทุน

เพื่อทำความเข้าใจที่มาจากข้อจำกัดในการระดมทุนผ่านสินทรัพย์ดิจิทัล ขอเริ่มจากการศึกษานโยบายการกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ก่อน โดยในปัจจุบัน สำนักงาน ก.ล.ต. ได้ผลักดันการทำ Tokenisation นี้อยู่

การผลักดันการออก Investment Token ใน 2 รูปแบบ ได้แก่:



### 1. Asset-backed Token

เป็นเครื่องมือในการระดมทุน โดยผู้ถือโทเคนจะได้รับผลตอบแทนหรือประโยชน์ที่เกิดจากทรัพย์สินที่อ้างอิง เช่น SiriHub Investment Token ที่ผู้ถือครองเหรียญจะได้รับผลตอบแทนจากกระแสรายรับของอาคารสำนักงาน สิริ แคมป์ส 5 หลัง หรือ RealX Token ที่เป็นการระดมทุนเพื่อนำเงินไปลงทุนในสัญญา Revenue Sale and Transfer Agreement (RSTA) ที่ผู้ถือครองเหรียญจะได้รับผลตอบแทนจากค่าเช่าสุทธิและจากการทยอยจำหน่ายห้องชุดโครงการพาร์ค ออริจิน 3 แห่ง



### 2. Project-backed Token

เป็นเครื่องมือในการระดมทุน โดยผู้ถือโทเคนจะได้รับผลตอบแทนเป็นเงินต้นคืนร่วมกับดอกเบี้ยตามเงื่อนไขที่กำหนดเอาไว้ในสัญญาเมื่อสิ้นสุดโครงการ เช่น Destiny Token ที่ระดมทุนเพื่อสร้างภาพยนตร์บุพเพสันนิวาส 2 ได้กำหนดผลตอบแทนคงที่ที่ร้อยละ 2.99 ต่อปี และผลตอบแทนแบบผันแปรหากรายได้ของภาพยนตร์สูงกว่า 1,000 ล้านบาท<sup>18</sup>

ซึ่งภายใต้การผลักดันนี้ เมื่อศึกษาผ่านตัวกฎเกณฑ์ที่ตั้งขึ้นมาประกอบพบประเด็นที่น่าสนใจ 3 มิติ ได้แก่ ด้านขนาด ด้านกรรมสิทธิ์ และด้านกระบวนการ



ขนาด



กรรมสิทธิ์



กระบวนการ

<sup>18</sup>วรพจน์ ธาราศิริสกุล (2023). Investment Token สินทรัพย์เพื่อการลงทุนแห่งอนาคต. Efinancethai.

## 1. ด้านขนาดของการระดมทุนหรือสินทรัพย์

ในประเทศไทย มีข้อกำหนดสำคัญในการทำ Tokenisation แบบ Asset-backed โดยเฉพาะในด้านขนาดของสินทรัพย์ กล่าวคือ **อสังหาริมทรัพย์ที่จะนำมา Tokenised ได้ต้องมีมูลค่ารวมกันไม่ต่ำกว่า 500 ล้านบาท**

ก.ล.ต.

จากประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 15/2561  
เรื่อง การเสนอขายโทเคนดิจิทัลต่อประชาชน (ฉบับประมวล)<sup>19</sup>

ตามหมวด 5 เมื่อมีการเสนอขายโทเคนดิจิทัลที่อ้างอิงหรือมีกระแสรับจากอสังหาริมทรัพย์ จะได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ต่อเมื่อเป็นไปตามหลักเกณฑ์ เช่น กำหนดให้จำนวนหรือมูลค่าการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ต้องไม่น้อยกว่าร้อยละ 80 ของจำนวนหรือมูลค่าโครงการ หรืออสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนต้องมีมูลค่ารวมกันไม่ต่ำกว่า 500 ล้านบาท

สังเกตได้ว่า ข้อกำหนดนี้ส่งผลให้ไม่สามารถทำ Tokenisation สำหรับสินทรัพย์ขนาดเล็กได้ในตอนนี้ จึงเป็นการปิดโอกาสเข้าถึงเงินทุนจากผู้ที่มีสินทรัพย์ขนาดเล็กกว่าในการจะนำสินทรัพย์ของตนเข้าสู่ตลาด และไม่สามารถใช้ประโยชน์จากเทคโนโลยีนี้เพื่อเอื้อต่อการโอนเปลี่ยนมือ หรือเพื่อการเก็บรายรับ เช่น ค่าเช่าได้อย่างคล่องตัวแบบเดียวกับการระดมทุนของเจ้าใหญ่

กรณีตัวอย่างที่น่าสนใจคือกรณีของการทำในประเทศญี่ปุ่น ซึ่งสามารถทำ Tokenisation สำหรับอสังหาริมทรัพย์ขนาดเล็กได้ การดำเนินการในลักษณะนี้มีประโยชน์หลายประการ:

1. เสริมสร้างสภาพคล่องในการเปลี่ยนมือของอสังหาริมทรัพย์
2. ลดบทบาทของตัวกลาง (Middle Man) ทำให้กระบวนการซื้อขายมีความตรงไปตรงมามากขึ้น
3. ลดต้นทุนในการทำธุรกรรม
4. เพิ่มสภาพคล่อง (Liquidity) และเปิดโอกาสให้สามารถนำไปจดทะเบียนในตลาดรองได้
5. เป็นนวัตกรรมที่ช่วยลดภาวะภาษี

ในกรณีของญี่ปุ่น การซื้อขายบ้านแบบดั้งเดิมมีค่าธรรมเนียมและภาษีรวมกันสูงถึงประมาณร้อยละ 16 แต่การซื้อขายผ่านโทเคนไม่ต้องเสียภาษีเลย จนกว่าผู้ถือโทเคนจะต้องการครอบครองอสังหาริมทรัพย์นั้นในทางกายภาพ (Physically) ซึ่งแสดงให้เห็นถึงประโยชน์เสริมที่ชัดเจนของการทำ Tokenisation สำหรับสินทรัพย์ขนาดเล็ก แต่ของไทยถ้าหากอยากทำนั้นยังทำไม่ได้

<sup>19</sup>สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2018).

## 2. ด้านกรรมสิทธิ์

อีกหนึ่งมิติที่น่าสนใจเกี่ยวกับการออก Tokenisation คือเรื่องของกรรมสิทธิ์ เนื่องจาก Tokenisation เป็นตัวแทนของสินทรัพย์ในรูปแบบของดิจิทัล จึงเกิดประเด็นทางด้านกฎหมายว่า “สิทธิ์” ของสินทรัพย์ดั้งเดิมจะเป็นของผู้ที่ถือสินทรัพย์ด้วยหรือไม่?

สำหรับประเทศไทย ในกรณีของอสังหาริมทรัพย์ กฎหมายของไทยจะดูที่กรรมสิทธิ์เหนือทรัพย์สินทางกายภาพเป็นหลัก โดยอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวจะต้องมีการจดทะเบียนเพื่อโอนกรรมสิทธิ์อย่างถูกต้องกับหน่วยงานภาครัฐ ดังนั้น เมื่อจะพิจารณาว่าโทเคนที่สร้างขึ้นมาจะสะท้อนความเป็นเจ้าของของสินทรัพย์นั้นใหม่ ต้องย้อนไปดูกฎหมายของการเป็นเจ้าของในที่ดินและอสังหาริมทรัพย์ นั่นคือ ไม่ได้มีการรองรับสิทธิการเป็นเจ้าของของผู้ถือโทเคนในสินทรัพย์อ้างอิง

ด้วยเหตุนี้ จึงทำให้การจะซื้อขายโทเคนอสังหาริมทรัพย์ฟังดูเสี่ยงว่าแท้จริงแล้วคุณจะได้เป็นเจ้าของทรัพย์สินนั้นจริงหรือไม่ โดยสำนักงาน ก.ล.ต. ได้เข้ามาช่วยปิดช่องโหว่ในเรื่องของกรรมสิทธิ์นี้ ผ่านการออกหลักเกณฑ์สำหรับโทเคนที่มีอสังหาริมทรัพย์เป็นทรัพย์สินอ้างอิง (Real Estate-Backed Token) ซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มีนาคม 2564 เพื่อเพิ่มการคุ้มครองผู้ถือ โดยกำหนดให้ผู้ถือโทเคนประเภทดังกล่าว ต้องมอบหมายให้บุคคลที่ 3 ที่เรียกว่า ทรัสตี (Trustee) เข้ามาถือครองอสังหาริมทรัพย์แทน และทำหน้าที่ช่วยดูแลรักษาผลประโยชน์ต่าง ๆ ให้แก่ผู้ถือโทเคน เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าผู้ถือโทเคนจะไม่สามารถนำอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวไปใช้เพื่อการอื่น และผู้ถือโทเคนจะได้รับผลประโยชน์จากทรัพย์สินตามสิทธิที่พึงได้

### ก.ล.ต.

จากประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 15/2561  
เรื่อง การเสนอขายโทเคนดิจิทัลต่อประชาชน (ฉบับประมวล)

หมวด 6 ระบุว่า การเสนอขายโทเคนดิจิทัลที่อ้างอิงหรือมีกระแสรายรับจากทรัพย์สินกิจการโครงสร้างพื้นฐาน จะต้องใช้ทรัสตีในการถือครองทรัพย์สินเพื่อประโยชน์ของผู้ถือโทเคน โดยไม่ได้ใช้ทรัสตีเพื่อการบริหารและการลงทุน (Passive Trust) ทั้งนี้ โครงการดังกล่าวต้องก่อสร้างเสร็จสมบูรณ์แล้ว หรือเหลือไม่เกินร้อยละ 30 และมีมูลค่าการลงทุนรวมในทรัพย์สินไม่น้อยกว่า 500 ล้านบาท

อย่างไรก็ดี ด้วยหลักการนี้เป็นกรณีที่น่าไปใช้กับการขอรอดมทุนโทเคนที่มีอสังหาริมทรัพย์เป็นทรัพย์สินอ้างอิง จึงไม่ได้ครอบคลุมและนำไปใช้กับการ Tokenisation สินทรัพย์ขนาดเล็ก จึงทำให้ Use-Case นี้ยังไม่เกิดขึ้นจริงเช่นเดิม

## BOX

## 2.1

## กรณีศึกษาเทียบเคียงของต่างประเทศ

เมื่อพิจารณากรณีศึกษาเทียบเคียงของต่างประเทศ จะพบว่าหลาย ๆ ประเทศได้ออกกฎหมายที่เกี่ยวข้องเพื่อรับรองกรรมสิทธิ์ให้กับผู้ที่ถือโทเคน



## ลิทเวเนีย

ได้ออกกฎหมาย Blockchain Act ในปี 2020<sup>20</sup> ซึ่งกำหนดให้โทเคนมีลักษณะเป็นแบบ Token Container Model หรือก็คือ เป็นสิ่งที่สามารถบรรจุสิทธิใด ๆ เข้าไปก็ได้ และทำให้ผู้ที่ถือครองจะได้รับสิทธิตามที่ระบุเอาไว้ดังกล่าว ไม่ว่าจะเป็นอสังหาริมทรัพย์ หุ่น พันธบัตร สินค้าโภคภัณฑ์ หรือแม้แต่เงินตรา

โดยในกฎหมายฉบับนี้ได้กำหนดให้มีผู้ตรวจสอบทางกายภาพ (Physical Validator) ที่จะเข้ามาช่วยตรวจสอบว่าสินทรัพย์ในโลกแห่งความเป็นจริงและโลกดิจิทัลจะมีความสอดคล้องกันเป็นไปตามสิทธิที่ระบุเอาไว้ในโทเคน



## สวิตเซอร์แลนด์

ได้มีการออก Distributed Ledger Technology Act ในปี 2020 เพื่อคุ้มครองกรรมสิทธิ์สำหรับโทเคนที่เป็นหลักทรัพย์ หรือ Security Token เท่านั้น โดยผู้ที่ออกโทเคนและผู้ถือครองโทเคนจะต้องทำสัญญา (Registration Agreement) ตกลงกันว่าสิทธิที่ระบุเอาไว้ในโทเคนจะสามารถโอนถ่ายหรือใช้สิทธิได้เฉพาะทางอิเล็กทรอนิกส์เท่านั้น<sup>21</sup>

สำหรับโทเคนที่เป็นหลักทรัพย์อื่น ๆ จะไม่เข้าข่ายการคุ้มครองสิทธิ เช่น Bitcoin จะถูกมองว่าเป็นสินทรัพย์ที่ใช้ในการซื้อขายแลกเปลี่ยน (Payment Token) โทเคนที่ไม่ได้มีบทบาทในการเป็นหลักทรัพย์ หรือไม่ได้มีเป้าประสงค์ในการระดมทุนแต่มีการกำหนดคุณสมบัติขึ้นไว้อย่างชัดเจนจะถูกพิจารณาว่าเป็น Utility Token ส่วนสินทรัพย์ที่อ้างอิงกับสินทรัพย์จริง เช่น ภาพวาด หรือเงินตราก็จะถูกจัดว่าเป็น Asset Token ซึ่งไม่ใช่ Security Token เช่นเดียวกัน<sup>22</sup>



## สิงคโปร์

จะมีการแยกออกเป็น 2 ส่วนหลัก โดยส่วนแรก คือ Monetary Authority of Singapore (MAS)<sup>23</sup> ที่ดูแลโทเคนที่เป็นหลักทรัพย์ได้มีการออกกฎหมาย Securities and Futures Act (2001) ที่ครอบคลุมกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ตั้งแต่ก่อนที่กระแส Crypto จะเกิดขึ้นเสียอีก และได้วางกฎเกณฑ์ให้ใช้เป็นหลัก

<sup>20</sup>Corner K. and Kaur, G. (2024) An overview of the Liechtenstein Blockchain Act. Cointelegraph.

<sup>21</sup>Meyer, M. (2022) Tokenisation of assets from a Swiss legal perspective. Julius Baer.

<sup>22</sup>Lexr (2023). Token classification: Tokens as securities under Swiss law.

<sup>23</sup>Monetary Authority of Singapore (2017). A Guide to Digital Token Offerings.

ยึดในการดำเนินการออกโทเคนสำหรับผลิตภัณฑ์ในตลาดทุน (Capital Market Products) ทั้งที่เป็นหลักทรัพย์ สัญญาซื้อขายล่วงหน้า สัญญา หรือข้อตกลงต่าง ๆ เช่น การซื้อขายโดยกู้ยืมแบบ Leverage การซื้อขายสกุลเงินต่างประเทศ

ส่วนที่สอง คือ Intellectual Property Office of Singapore (2023) ได้ออกมายอมรับว่าการออกกฎหมายเพื่อคุ้มครองทรัพย์สินทางปัญญาที่ผูกติดกับโทเคนยังไม่สมบูรณ์พร้อม และได้ให้คำแนะนำว่าการซื้อขายโทเคนที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สินทางปัญญาควรจะต้องมีการระบุให้ชัดเจนก่อนทำการซื้อขายและทำสัญญาให้ชัดเจนว่าสิทธิของผู้ถือโทเคนจะมีอะไรบ้าง โดยเฉพาะอย่างยิ่งสิทธิในสินทรัพย์ในโลกจริง สิทธิในการเป็น Copyrights และสิทธิในใช้ Trademark รวมถึงเงื่อนไขอื่น ๆ เช่น การให้บุคคลที่ 3 มาดูแลสินทรัพย์จริง การไปลงทะเบียนโอนกรรมสิทธิ์กับหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง รวมถึงการพิจารณาประเด็นอื่น ๆ เพื่อคุ้มครองสิทธิทางปัญญาของตนเองให้ครบถ้วน

### 3. กระบวนการระดมทุน

อีกหนึ่งปัจจัยที่สำคัญที่จะทำให้คนเปลี่ยนมาระดมทุนแบบใหม่นี้ คือกระบวนการในการระดมทุน โดยสำนักงาน ก.ล.ต. ได้ออกกฎเกณฑ์ในการระดมทุนผ่านช่องทาง ICO โดยระบุถึงขั้นตอนในการออกไว้ 4 ขั้นตอน<sup>24</sup> ได้แก่

1



การกลั่นกรอง  
โดย ICO Portal  
ว่าโทเคน  
ที่จะเสนอขาย  
มีความเหมาะสม

2



การยื่นหนังสือชี้ชวน  
ต่อสำนักงาน ก.ล.ต.  
ซึ่งต้องมีข้อมูลสำคัญ  
เกี่ยวกับผู้ออกโทเคน  
รายละเอียดแผนธุรกิจ  
สิทธิในโทเคนที่เป็น  
การลงทุนหรือการ  
ใช้ประโยชน์ และ  
ข้อมูลของการเสนอขาย

3



การพิจารณาเอกสาร  
โดยทางสำนักงาน  
ก.ล.ต. ว่ามีความครบ  
ถ้วน (กำหนดระยะเวลา  
พิจารณาภายใน  
90 วัน)

4



การเสนอขาย  
โทเคนผ่าน  
ICO Portal  
ภายใน 6 เดือน

ซึ่งหากทำการเปรียบเทียบกับกระบวนการระดมทุนแบบดั้งเดิมอย่างการทำ IPO (Initial Public Offering) นั้นพบว่าหลักเกณฑ์เงื่อนไขในการออกระดมทุนจะมีความคล้ายคลึงกันอยู่พอสมควร ซึ่งอาจจะเป็นไปได้ว่าหลักเกณฑ์การออกโทเคนซึ่งเกิดขึ้นในภายหลังได้อาศัยหลักเกณฑ์การออกหลักทรัพย์เป็นแนวทางในการออกหลักเกณฑ์เพื่อให้แน่ใจว่ามีกลไกการคุ้มครองผู้ลงทุนที่มีประสิทธิภาพ

<sup>24</sup>สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2024). “อยากออก ICO ต้องทำอย่างไร.”

## การเปรียบเทียบกระบวนการออกหลักทรัพย์ (IPO) กับการออกเหรียญ (ICO)



### 1. กรอบเงื่อนไขคุณสมบัติของผู้ระดมทุน

เงื่อนไขคุณสมบัติของผู้ระดมทุนจะมีความคล้ายคลึงกัน โดยมุ่งเน้นไปที่หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เช่น โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ชัดเจนเป็นธรรม กรรมการ ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ หรือมีมาตรการรองรับที่เหมาะสม ไม่มีเหตุให้ต้องสงสัยว่ากลไกการบริหารจัดการไม่รักษาสิทธิของผู้ถือหุ้น หรือมีการปฏิบัติที่ไม่เป็นธรรม นอกจากนี้ บริษัทที่ขออนุญาตยังต้องมีหน้าที่ความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น โครงสร้างคณะกรรมการต้องมีการถ่วงดุลตรวจสอบ และผู้บริหารต้องไม่มีลักษณะขาดความน่าไว้วางใจ

การออก IPO จะสามารถระดมทุนให้กับธุรกิจต่างชาติได้ และมีความเข้มงวดกว่า ในส่วนของเงื่อนไขของผู้ระดมทุนในแง่ที่ว่าจะต้องมีสถิติผลการดำเนินงานในอดีตที่น่าเชื่อถือ



### 2. กรอบเงื่อนไขการให้ข้อมูลนักลงทุนที่ครบถ้วน

โดยหลักการแล้วเงื่อนไขการให้ข้อมูลนักลงทุนที่ครบถ้วนก็มีความคล้ายคลึงกัน โดยทั้งการออก IPO และ ICO จะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลที่ครบถ้วน เพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุน และไม่ทำให้เข้าใจผิดในสาระสำคัญ

อย่างไรก็ดี การออก ICO จะมุ่งเน้นไปที่การให้ข้อมูลที่จำเป็นอย่างครบถ้วน สอดคล้องกับเอกสาร White Paper ที่เสนอขายโทเคน แต่การออก IPO จะมีการกำหนดเนื้อหาข้อมูลสำคัญที่ต้องเปิดเผยมากกว่า ซึ่งประกอบไปด้วย แบบแสดงรายการข้อมูล หนังสือชี้ชวน แบบสรุป 56-1 ที่ต้องมีเนื้อหาที่สำคัญที่ต้องเปิดเผย ได้แก่ ปัจจัยความเสี่ยง ลักษณะการประกอบธุรกิจ โครงสร้างเงินทุน โครงสร้างการจัดการ รายการระหว่างกัน รายงานประเมินระบบควบคุมภายในจากหน่วยงานตรวจสอบภายในคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ รวมถึงเหตุการณ์ปัจจัยที่อาจจะมีผลต่อการดำเนินงานหรือฐานะการเงินในอนาคตของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

สำหรับหลักเกณฑ์ในการโฆษณาและการส่งเสริมการขายจะมีความคล้ายคลึงกัน



### 3. กรอบเงื่อนไขกระบวนการกลั่นกรองและเสนอขาย

เงื่อนไขกระบวนการกลั่นกรองและเสนอขายโดยหลักการก็จะมีคล้ายคลึงเช่นเดียวกัน แต่ในรายละเอียดจะพบว่า การออก ICO จะเกี่ยวข้องกับ ICO Portal ที่จะเข้ามามีบทบาทสำคัญในการช่วยตรวจสอบ กลั่นกรองและเสนอขาย ในขณะที่การออก IPO จะเกี่ยวข้องกับ ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisory) ที่จะทำหน้าที่ในการศึกษาประมาณการมูลค่าการเสนอขายทางการเงิน และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ที่ทำหน้าที่ในการสำรวจความต้องการของนักลงทุนและกำหนดราคาเสนอขายที่เหมาะสม

สำหรับเงื่อนไขในแง่ของคุณสมบัติ การออก IPO จะมีเงื่อนไขที่สำคัญ คือ ต้องเป็นบริษัทที่มีคุณสมบัติเข้าข่ายตามเกณฑ์การนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือ ต้องมีผลการดำเนินงานในอดีต ต้องมีการเตรียมพร้อมในระบบการทำงานในการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน ต้องทำงานร่วมกับที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อทำคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ (IPO) รวมไปถึงการยื่นคำขออนุญาตนำหุ้นเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จึงอาจจะถือได้ว่ามีเงื่อนไขทางคุณสมบัติที่เข้มงวดมากกว่า



### 4. เงื่อนไขคุณสมบัตินักลงทุน

IPO ที่เสนอขายให้กับนักลงทุนทั่ว ๆ ไป มักจะไม่ได้มีการกำหนดคุณสมบัติของผู้ลงทุนเป็นการเฉพาะ แต่ก็มีการจัดกลุ่มประเภทของผู้ลงทุนเป็นนักลงทุนสถาบัน นักลงทุนรายใหญ่และนักลงทุนรายใหญ่พิเศษในลักษณะเดียวกัน ซึ่งทำให้การออก ICO อาจจะพิจารณาได้ว่ามีความเข้มงวดกว่าการออก IPO ในส่วนของเงื่อนไขการขายให้กับนักลงทุน เพราะมีการกำหนดเพดานการขายที่ 3 แสนบาทต่อการเสนอขายในแต่ละครั้ง

แต่ล่าสุดในปี 2024 สำนักงาน ก.ล.ต. ได้ปรับปรุงกฎเกณฑ์ให้เป็นมิตรกับคริปโตมากขึ้น โดยยกเลิกเพดานการลงทุนสำหรับนักลงทุนรายย่อยในโทเคนดิจิทัลที่มีสินทรัพย์หนุนหลัง และกำหนดหลักเกณฑ์การดูแลกระแสเป่าเงินอิเล็กทรอนิกส์ที่เข้มงวดขึ้น จากเดิมที่จำกัดการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยไว้ที่ 300,000 บาทต่อ ICO แล้ว





## Industrial Insight

ในกรณีของการระดมทุนแบบ ICO (Initial Coin Offering) ที่พูดถึงนี้ เมื่อพิจารณา ลักษณะการดำเนินการอย่างละเอียด จะพบว่ามีความคล้ายคลึงกับการทำ STO (Security Token Offering) ตามคำนิยามใหม่มากกว่า ICO ทั่วไปในต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาถึงลักษณะการซื้อขายในตลาดรองที่มี Liquidity ต่ำ ด้วยแล้ว จะเห็นได้ว่าความน่าดึงดูดมักจะถูกนำไปเปรียบเทียบกับพันธบัตร (Bond) มากกว่า

## The Gap and Its Impact: วิเคราะห์ช่องว่างและผลกระทบ

- แม้มีการกำกับดูแลตามหลักการ “Same Activity, Same Risk, Same Regulation” แล้ว แต่ยังคงมีความไม่ชัดเจนว่าผลิตภัณฑ์ใดบ้างจะถูกกำกับดูแลอย่างไร ทำให้หลาย Use-case ยังไม่เกิดขึ้นจริงในไทย
- ผู้ระดมทุนยังติดข้อจำกัดด้านความไม่ชัดเจนด้านภาษี ข้อจำกัดในการออกเหรียญและปัญหาสภาพคล่องในตลาดรอง
- ปัญหา Misalignment ของนโยบายประเทศ ทำให้การส่งเสริม Investment Token ไม่เกิดขึ้นจริงในทางปฏิบัติ

### 1. อะไรกำกับดูแลอย่างไร

กฎหมายปัจจุบันที่กำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัล โดยเฉพาะพระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล (พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัล) ยังคงมีประเด็นที่เป็นปัญหา ก่อให้เกิดความสับสนในสังคมเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของ ICO ที่วางขายในปัจจุบัน การออกสินทรัพย์ดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ และการกำกับดูแลโดยสำนักงาน ก.ล.ต. ว่าผลิตภัณฑ์แบบใดต้องเข้าเกณฑ์นี้บ้าง

หน่วยงานกำกับดูแลอย่างสำนักงาน ก.ล.ต. ได้พยายามแก้ไขปัญหานี้โดยใช้แนวคิด “Tech Neutral” ซึ่งกำกับดูแลตามหลักการ “Same Activity, Same Risk, Same Regulation” แล้ว กล่าวคือ หากมีลักษณะเป็นหลักทรัพย์ก็จะกำกับดูแลเช่นเดียวกับหลักทรัพย์ โดยไม่คำนึงว่าจะใช้เทคโนโลยีบล็อกเชนหรือไม่ โดยปัจจุบันอยู่ระหว่างการแก้ไขกฎหมายนี้ ซึ่งคาดว่าจะทำให้สามารถแยกระหว่าง ICO (Initial Coin Offering) และ STO (Securities Token Offering) ออกจากกันได้ ซึ่งสำนักงาน ก.ล.ต. จะมุ่งเน้นการกำกับดูแล STO เป็นหลัก

## BOX

## 2.3

## อุปสรรค Investment Token และ Approach ของหน่วยงาน

ในประเด็นของข้อจำกัดการออก Investment Token เป็นที่ยอมรับจากหน่วยงานกำกับดูแลว่ายังมีอุปสรรคหลายด้านในการนำมาใช้อย่างแพร่หลาย โดยมีประเด็นสำคัญดังนี้:



1

**ความไม่ชัดเจนด้านภาษี**  
เกิดความกังวลเกี่ยวกับการจัดเก็บภาษีซ้ำซ้อน จำเป็นต้องมีค่านิยามที่ชัดเจนสำหรับผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีความแตกต่างกัน เพื่อกำหนดวิธีการจัดเก็บภาษีที่เหมาะสม โดยปัจจุบันอยู่ระหว่างการหารือกับกรมสรรพากรแล้ว



2

**ข้อจำกัดในการออกเหรียญ**  
มีจำนวน ICO Portal หรือ Underwriter น้อย ทำให้การออกเหรียญยังทำได้ยาก ปัจจุบันกำลังพิจารณาให้ Traditional Broker เข้ามามีส่วนร่วมมากขึ้นในกระบวนการออกเหรียญ เพื่อเพิ่มช่องทางและความคล่องตัว



3

**ปัญหาสภาพคล่องในตลาดรอง**  
ตลาดรองของ Investment Token ยังขาดสภาพคล่อง (Liquidity) จำเป็นต้องหาวิธีการแก้ไขปัญหานี้ต่อไป เพื่อสร้างความน่าสนใจและความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน

แต่อย่างไรก็ตาม ยังเป็นที่น่าสงสัยว่า ในอนาคตหากกิจกรรมบางอย่างถูกพิจารณาว่าไม่ใช่การระดมทุนแล้วจะไม่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลเลยหรือไม่ เช่น ผลิตภัณฑ์อย่าง Utility Token ที่มีลักษณะคล้าย Voucher ก็ไม่ต้องมาขออนุญาตแล้ว หรือเหรียญคริปโตที่เสนอขายไปแล้ว ถ้าหากถูกพิจารณาว่าเข้าข่ายเป็นหลักทรัพย์ก็ต้องจดทะเบียนขออนุญาตเพิ่ม แต่ถ้าไม่ ก็อาจจะอยู่เพียงตามพระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลแต่ไม่ใช่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ แล้วผลของมันจะเป็นอย่างไร จะมีการตัดเหรียญในประเภท ICO นี้ออกไปจากการกำกับดูแลของสำนักงาน ก.ล.ต. เลยหรือไม่ ซึ่งความยังไม่ชัดเจนนี้ทำให้ฝั่ง ผู้เล่นขยับตัวได้ยาก

อีกทั้ง หากนำหลักการนี้มาใช้ ก็อาจเกิดช่องว่างที่ว่า Use-Case ใดบ้างที่เข้าด้วยการต้องกำกับดูแล หรือใครเป็นแรงงานรับผิดชอบ และสำหรับ Use-Case ใดที่ไม่เข้า ก็ย่อมเกิดเป็นปัญหาต่อมาว่าแปลว่าทำได้หรือทำไม่ได้ เป็นการผิดกฎหมายเลยหรือไม่ เช่น หากมีการจำกัดขนาดของสินทรัพย์ที่สามารถทำ Tokenisation เอาไว้ ทำให้บางกรณีจะสามารถถูกพิจารณาเป็น Investment Token ต่อไป แต่แล้วการทำ RWA Tokenisation สำหรับสินทรัพย์ขนาดเล็ก ที่ไม่เข้าเกณฑ์หมายความว่า จะได้รับอนุญาตให้ทำหรือไม่ ซึ่งถ้าหากไม่หรือตีความว่าผิดกฎหมาย ก็จะเป็นการสูญเสีย Use-Case ที่สำคัญ แต่หากให้โดยไม่กำกับดูแล ถ้าเหรียญเหล่านั้นมีคุณสมบัติเชิงระดมทุนด้วยจริง แล้วเราจะปกป้องนักลงทุนจากโครงการเหล่านี้ได้อย่างไร

## 2. Misalignment ของนโยบายประเทศ

นอกเหนือจากประเด็นทางการกำกับดูแลที่กำลังได้รับการแก้ไขอยู่ จากมุมมองของภาคเอกชนพบว่ายังมีช่องว่างสำคัญอีกประการคือ ปัญหา “Misalignment” ของนโยบายไทย ในเรื่องความเข้าใจที่ยังไม่ตรงกันของผู้เกี่ยวข้องด้านนโยบายที่ต่างฝ่ายต่างมีมุมมองที่แตกต่างกัน ตัวอย่างง่าย ๆ เช่น ในขณะที่ฝั่งการกำกับดูแลสนับสนุนการนำเทคโนโลยีบล็อกเชนนี้มาใช้ในมิติการระดมทุนอย่าง Investment Token เป็นหลัก เนื่องจากเห็นว่ามีความนวัตกรรมที่ชัดเจนและเป็นประโยชน์กับประเทศ แต่ฝั่งรัฐบาลปัจจุบันมุ่งเน้นส่งเสริม Digital Hub และประชาชนสนใจสินทรัพย์ดิจิทัลในมิติของ Cryptocurrency มากกว่า ทำให้เกิดความไม่สอดคล้องในทิศทางของประเทศ ส่งผลให้การพัฒนาในภาพรวมเกิดขึ้นได้ยาก

ประเด็นนี้สำคัญไม่น้อย เพราะหากนโยบายจากรัฐบาลไม่ได้สนับสนุนมุ่งเป้าไปที่ส่วนนี้ด้วย การส่งเสริม Investment Token ย่อมไม่เกิดผลในทางปฏิบัติ เพราะผู้ระดมทุนไม่เห็นความน่าสนใจ โดยแม้จะมุ่งเป้าไปที่บริษัทขนาดใหญ่ แต่เมื่อนำมาประกอบกับปัจจัยที่ว่า STO ในประเทศไทยยังขาดตลาดรองที่มีประสิทธิภาพและข้อจำกัดทางเทคนิคที่ไม่สามารถซื้อขายข้ามเครือข่ายได้แล้ว ทำให้สำหรับผู้ลงทุน การซื้อสินทรัพย์เหล่านี้ไม่แตกต่างจากการซื้อพันธบัตรทั่วไปที่นักลงทุนสามารถคาดการณ์ผลตอบแทนได้ ดังนั้นเมื่อไม่ได้มีความพิเศษอะไร บริษัทผู้ระดมทุนใหญ่ ๆ จึงไม่มีเหตุผลที่จะเปลี่ยนและยังคงเลือกวิธีการระดมทุนแบบดั้งเดิม เช่น การออกหุ้นกู้ ที่แม้ว่าโครงสร้างแบบเดิมจะมีข้อจำกัด เช่น การต้องออกเป็นรุ่น มีต้นทุนสูง และเข้าถึงได้ยาก แต่ก็สามารถทำได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพอยู่แล้วเพราะก็ยังมีคนซื้ออยู่ดี จึงทำให้ไม่มีแรงจูงใจให้เปลี่ยนมาใช้ระบบใหม่นี้หากต้นทุนยังสูงกว่าหรือแม้กระทั่งเท่ากัน ดังนั้น หากอยากให้เกิดการ Mass Adoption จริง จำเป็นต้องมีการลดต้นทุนอย่างมีนัยสำคัญเพื่อสร้างแรงจูงใจ ซึ่งทำไม่ได้หากไม่มีนโยบายสนับสนุนอย่างเป็นทางการ

ในขณะเดียวกัน หากทางหน่วยงานกำกับดูแลที่ไฟก๊สที่ผลิตภัณฑ์เชิงระดมทุนและเน้นการปกป้องผู้บริโภคอย่างเคร่งครัด ยังเป็นหน่วยงานหลักในการกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลทุกประเภท ย่อมเป็นไปได้ที่หน่วยงานนี้จะไม่ได้มีมุมมองเดียวกันกับผู้เล่นบางกลุ่มต่อพัฒนาการของเทคโนโลยีที่ไปไว และมีการ React ที่ค่อนข้างช้ากว่าต่อการเปลี่ยนแปลง และอาจทำให้การผลักดันต่าง ๆ เช่น การดึงคนหรือเงินลงทุนจากต่างชาติ การพัฒนาเป็น Hub ของเทคโนโลยี ทำได้ไม่ทันหรือเกิดขึ้นไม่ได้เพราะไม่มีความสามารถในการแข่งขันในเชิง Ease of Doing (Crypto) Business เพียงพอ

ท้ายที่สุด ความไม่ยืดหยุ่นของตัวกฎหมาย ทำให้แม้ปัจจุบันจะมุ่งส่งเสริมตลาดทุนและ Securities Token Offering แค่นั้นก็ประสบปัญหาเนื่องจากความล่าช้าในกระบวนการแก้ไขกฎหมาย ที่พอปัจจุบันได้มีพรก. สินทรัพย์ดิจิทัลไว้แล้ว การพยายามแก้ไขและแยกประเภทของสินทรัพย์ดิจิทัลออกจากกันภายหลังประกอบการปรับแก้พรบ. หลักทรัพย์จึงเป็นเรื่องที่ทำทนายและสร้างความยุ่งยากให้กับทุกฝ่าย ประกอบกับในขณะที่กฎหมายอยู่ในกระบวนการปรับปรุง สังเกตได้ว่ายังขาดการสื่อสารร่วมกันระหว่างภาคเอกชนและภาครัฐอย่างใกล้ชิดถึงความคืบหน้า ทำให้ภาคเอกชนขาดความเข้าใจว่ารัฐกำลังส่งเสริมอะไรอยู่ ไม่เห็นแนวทางในการดำเนินธุรกิจในอนาคต และย่อมไม่เลือกที่จะลงทุนลงแรงในประเทศไทย

## Improvement Opportunities: เล็งเห็นโอกาส

BOX

2.4

### ช่องทางในการปรับปรุงนโยบายสินทรัพย์ดิจิทัล



01

**สร้างความสอดคล้องระหว่างนโยบายระดับประเทศ และการกำกับดูแลในทางปฏิบัติ**  
การดำเนินนโยบายควรเข้าใจตรงกันก่อนว่า เป้าหมายหลักของประเทศคืออะไร

02

**สร้างความเข้าใจเกี่ยวกับลักษณะธุรกิจ และโอกาสทางธุรกิจ**  
เพื่อดึงดูด Traditional Players เข้าสู่ตลาด Investment Token



03

**ให้ Incentive พิเศษแก่ผู้ประกอบการหรือผู้ระดมทุน เพื่อ Kick-Start**

จากต้นทุนที่สูงกว่าปกติแล้ว หากจะสนับสนุนพฤติกรรมให้ผลิตภัณฑ์สามารถเข้าตลาดได้จริง ๆ รัฐอาจต้องมีนโยบายคอยช่วยเหลือด้านเงินทุนหรือสิทธิประโยชน์ให้เกิดการเปลี่ยนแปลง



04

**การสื่อสารแนวทางนโยบายกับภาคเอกชน**

มี Operational Blueprint ที่ชัดเจน โดยหากมีแผนงานจะทำอะไร ก็ตั้งไว้ให้ชัดเจน พร้อมสื่อสารความคืบหน้าอย่างต่อเนื่อง ภาคเอกชนจะได้คาดการณ์ทิศทางถูก



## เอกสารอ้างอิง

- กรุงเทพธุรกิจ (2024). ที่มา ก.ล.ต. จ่อเคาะเกณฑ์ ‘บิตคอยน์อีทีเอฟ’ ซึ่งที่ประชุมบอร์ด มี.ค.นี้ ‘ทบทวน’. สืบค้นจาก <https://www.bangkokbiznews.com/finance/cryptocurrency/1115600>
- มูลนิธิสถาบันอนาคตไทยศึกษา (2024). รายงานความเข้าใจสินทรัพย์ดิจิทัลของนักลงทุนไทย เนื้อหา Volume 1 เดือนกุมภาพันธ์ 2567. เข้าถึงได้จาก [https://www.thailandfuture.org/\\_files/ugd/31cc5d\\_3bea462243564c6ebb1f949687c1bfa8.pdf](https://www.thailandfuture.org/_files/ugd/31cc5d_3bea462243564c6ebb1f949687c1bfa8.pdf)
- วรพจน์ ธาราศิริสกุล (2023). Investment Token สินทรัพย์เพื่อการลงทุนแห่งอนาคต. Efinancethai. สืบค้นจาก [https://www.efinancethai.com/Fintech/FintechMain.aspx?release=y&name=ft\\_202306161750](https://www.efinancethai.com/Fintech/FintechMain.aspx?release=y&name=ft_202306161750)
- สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย (2024). สืบค้นจาก <https://www.asco.or.th/>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2017). ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทธ. 1/2560 เรื่อง การให้บริการแลกเปลี่ยนในการลงทุนในผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนที่เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศ (ฉบับประมวล). เข้าถึงได้จาก <https://publish.sec.or.th/nrs/7434s.pdf>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2018). ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กค. 15/2561 เรื่อง การเสนอขายโทเคนดิจิทัลต่อประชาชน (ฉบับประมวล) เข้าถึงได้จาก <https://publish.sec.or.th/nrs/8181s.pdf>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2021-2024). รายงานสรุปภาวะตลาดสินทรัพย์ดิจิทัล. สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th/TH/Pages/WEEKLYREPORT-2564-02.aspx>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2024). กฎเกณฑ์ผู้ให้บริการระบบเสนอขายโทเคนดิจิทัล. สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th/TH/Pages/LawandRegulations/ICOportal.aspx>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2024). ข้อมูลรายงานสรุปภาวะตลาดทุน รายเดือน. สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th/TH/Pages/MonthlyReport-CapitalMarket.aspx>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2024). รายชื่อผู้ประกอบการธุรกิจที่ได้รับใบอนุญาตศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัล (Digital Asset Exchange). สืบค้นจาก <https://market.sec.or.th/LicenseCheck/views/DABusiness?exchange>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2024). รายชื่อผู้ประกอบการธุรกิจ ICO Portal. สืบค้นจาก <https://market.sec.or.th/LicenseCheck/views/DABusiness?ico>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2024). “อยากออก ICO ต้องทำอะไร.” สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th/TH/Pages/LawandRegulations/InitialCoinOffering.aspx>
- Bitkub Exchange (2024). มีขั้นตอนในการฝากเงินบาทหรือการซื้อขายหรือไม่. Retrieved from <https://support.bitkub.com/th/support/solutions/articles/151000034150-มีขั้นตอนในการฝากเงินบาทหรือการซื้อขายหรือไม่>
- Bogage, J. (2024). House votes to make CFTC main crypto regulator, a win for the industry. The Washington Post. Retrieved from <https://www.washingtonpost.com/business/2024/05/22/crypto-cftc-sec-house-vote/>
- Chainalysis (2023). Global Crypto Adoption Index Report. Retrieved from <https://www.chainalysis.com/blog/2023-global-crypto-adoption-index/>
- Corner K. and Kaur, G. (2024) An overview of the Liechtenstein Blockchain Act. Cointelegraph. Retrieved from <https://cointelegraph.com/learn/an-overview-of-the-liechtenstein-blockchain-act>
- Elevandi (2023). Regulation in a decentralised world: Frameworks for DeFi governance & oversight. Retrieved from <https://www.elevandi.io/insights/regulation-decentralised-world-defi-governance>
- Kasamsak Wongsanin (2023). ทำความรู้จัก Bitcoin Spot ETF “ความหวังใหม่” สู่การยอมรับ Bitcoin ในสายตานักลงทุนทั่วโลก. Siamblockchain.com. Retrieved from <https://siamblockchain.com/2023/10/20/spot-bitcoin-etf/>
- Lawson, D. (2024). How European investors can ride the bitcoin ETF wave. Financial Times. Retrieved from <https://www.ft.com/content/6543416e-27f2-455a-b42b-7ae87eb9231d>
- Lexr (2023). Token classification: Tokens as securities under Swiss law. Retrieved from <https://www.lexr.com/en-ch/blog/what-is-a-security-token.>

- Meyer, M. (2022) Tokenisation of assets from a Swiss legal perspective. Julius Baer. Retrieved from <https://www.juliusbaer.com/en/business-navigator/business-navigator/regulation/tokenisation-of-assets-from-a-swiss-legal-perspective/>
- Monetary Authority of Singapore (2017). A Guide to Digital Token Offerings. Retrieved from <https://www.mas.gov.sg/~media/MAS/Regulations%20and%20Financial%20Stability/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Securities%20Futures%20and%20Fund%20Management/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Guidelines/A%20Guide%20to%20Digital%20Token%20Offerings%20%202014%20Nov%202017.pdf>
- Official Journal of the European Union (2023). REGULATION (EU) 2023/1114 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 31 May 2023. Retrieved from [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32023R1114&pk\\_campaign=todays\\_OJ&pk\\_source=EURLEX&pk\\_medium=TW&pk\\_keyword=Crypto%20assets&pk\\_content=Regulation&pk\\_cid=EURLEX\\_todaysOJ](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32023R1114&pk_campaign=todays_OJ&pk_source=EURLEX&pk_medium=TW&pk_keyword=Crypto%20assets&pk_content=Regulation&pk_cid=EURLEX_todaysOJ)
- Planet 46 (2024). รีวิวกองทุน ASP-DIGIBLOC: ตะลุยมิติใหม่ของการลงทุนแห่งยุคดิจิทัล. Finnomena. Retrieved from <https://www.finnomena.com/planet46/asp-digibloc-review/>

ขอขอบคุณเนื้อหา  
เพิ่มเติมบางส่วนจาก

- Cryptomind Advisory
- SCB 10X
- SEC
- Soberin
- TDX
- ผู้เข้าร่วมงานสัมมนา “แนวทางการพัฒนานโยบายสินทรัพย์ดิจิทัล”  
วันที่ 25 มิถุนายน 2567

## รายนามคณะผู้จัดทำ

Thailand Digital Assets Policy Knowledge Series

ซีรีส์องค์ความรู้แนวทางในการออกแบบและดำเนินนโยบายสินทรัพย์ดิจิทัล

### คณะทำงาน

ดร.ณภัทร จาตุศรีพิทักษ์  
ณัฐพร จาตุศรีพิทักษ์  
ดร.ณณริฎ พิศลยบุตร  
ดร. พาพิศ วงศ์ชัยสุวัฒน์  
ธรราร รัตนนฤมิตร  
ประกาย ธีระวัฒนากุล  
หทัยภัทร วินัยแพทย์  
วรธรรม แซ่โจ้ว

หัวหน้าโครงการ  
ที่ปรึกษาโครงการอาวุโส  
ที่ปรึกษาโครงการ

สิทธิราช โชคพิงพิทักษ์  
อิสรา เขาวนวุฒิสุข  
ศักรพงศ์ กุลสัมพันธ์โกศล  
ไท วัฒนา  
ศลิษา ฤทธิมนมัย  
กษิตศ สุธดิลก

ออกแบบโดย บริษัท สเฟลีนเดอร์ จำกัด



# THAILAND Digital Assets

Policy Knowledge Series

ช่องว่าง  
การกำกับดูแล  
สินทรัพย์  
ดิจิทัลไทย

