

มาตรการการกำกับและดูแลการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ ในรูปแบบดิจิทัลโดยผ่านระบบบล็อกเชน

Regulatory Measures for Security Token Offering on the Blockchain

โยษิตา ช้ายขวัญ (Yosita Saikhwan)

²นาถนิรันดร์ จันทร์งาม (Nartnirun Junngam)

คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ (Faculty of Law, Thammasat University)

Email: yosiita.s@gmail.com

Received May 29, 2020; Revised August 2, 2020; Accepted October 20, 2020

Abstract

The objectives of this research were 1) to study the generality of digital token in the category of securities including process of security token offering (STO) through the blockchain; 2) to study regarding the categories and the general working principles of the blockchain; 3) to analyse Securities and Exchange Act B.E. 2535 (1992), relevant regulations, and other legislation regarding Initial Public Offering (IPO) in Thailand including laws and regulatory measures relating security token offering through the blockchain in Singapore and Switzerland; 4) to analyse problems which may arise from application of Securities and Exchange Act B.E. 2535 (1992), relevant regulations, and other legislation regarding security token offering through the blockchain together with to conduct a comparative study with the regulatory measures in Singapore and Switzerland; 5) to propose suitable solutions for solving problems and finding guidelines to stipulate the regulatory measures for security token offering on the blockchain for supporting and controlling the fundraising applied with technology in digital age effectively. In this research, qualitative research was conducted through documentary research. The result was found that a security token was in accordance with the definition of “Securities” under Securities and Exchange Act B.E. 2535 (1992). However, the law on securities and other legislation as well as relevant rules thereunder appear inappropriate and insufficient for regulating security token offerings. In addition, the need to reduce procedures involving the issuer of security tokens and investors on the blockchain entails our reconsideration of rules of law so that their application should be reduced to the extent necessary for the achievement of the purposes of the application of a blockchain system to security token offerings including

the law and related regulations are not in accordance with features of platform providers and securities companies which provide services on the blockchain.

Keywords: Security token offering, Security token, Blockchain

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ 1) ศึกษาลักษณะทั่วไปของโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ รวมทั้งวิธีการเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ผ่านระบบบล็อกเชน 2) ศึกษาประเภทเครือข่ายและหลักการทำงานโดยทั่วไปของระบบบล็อกเชน 3) ศึกษาและวิเคราะห์พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กฎเกณฑ์ และกฎหมายอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ต่อประชาชนในประเทศไทย รวมทั้งศึกษากฎหมายที่เกี่ยวข้องในประเทศสิงคโปร์และประเทศสวิตเซอร์แลนด์ 4) วิเคราะห์ประเด็นปัญหาที่อาจเกิดขึ้นกรณีนำพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กฎเกณฑ์ และกฎหมายอื่น ๆ ที่เกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์มาใช้บังคับกับการเสนอขายโทเคนดิจิทัล ประเภทหลักทรัพย์ผ่านระบบบล็อกเชน พร้อมทั้งเปรียบเทียบกับกฎหมายที่เกี่ยวข้องในประเทศสิงคโปร์และประเทศสวิตเซอร์แลนด์ 5) เสนอแนะแนวทางแก้ไขปัญหาและการกำหนดมาตรการกำกับดูแลการเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ ผ่านระบบบล็อกเชนที่เหมาะสมเพื่อให้รองรับการระดมทุนที่นำเทคโนโลยีมาประยุกต์ใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพต่อไป การวิจัยในครั้งนี้ เป็นการวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) โดยเป็นการวิจัยเอกสาร (Documentary Research) ผลของการวิจัยพบว่า โทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์เป็นไปตามนิยามของ “หลักทรัพย์” ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เป็นผลให้นำพระราชบัญญัติดังกล่าวมาใช้บังคับกับการเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ผ่านระบบบล็อกเชนด้วย อย่างไรก็ตาม พบว่า พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และประกาศที่เกี่ยวข้องยังไม่เหมาะสมและเพียงพอ อีกทั้ง ยังไม่สามารถส่งเสริมให้ผู้ลงทุนสามารถลงทุนในระบบบล็อกเชนและตลาดทุนในต่างประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพ สำหรับการกำกับควบคุมการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลผ่านระบบบล็อกเชน รวมทั้งบทบัญญัติดังกล่าวยังไม่สอดคล้องกับลักษณะของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ที่ให้บริการผ่านระบบบล็อกเชนและผู้ให้บริการแพลตฟอร์มที่เกี่ยวข้อง

คำสำคัญ: การออกและเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์, โทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์, ระบบบล็อกเชน

บทนำ

ตลาดการเงินมีบทบาทสำคัญต่อการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางและการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจไทย โดยเป็นศูนย์กลางของการทำธุรกรรมเพื่อการกู้ยืมและการลงทุน ซึ่งเงินที่หมุนเวียนในระบบการเงินจะถูกนำไปใช้ประโยชน์ที่ก่อให้เกิดกิจกรรมทางเศรษฐกิจและการขยายตัวทางเศรษฐกิจ โดยตลาดการเงินสามารถแบ่งได้ตามวัตถุประสงค์ รูปแบบของธุรกรรม หรือประเภทของหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมได้ หนึ่งในตลาดการเงินของไทยที่สำคัญ คือ ตลาดทุน ซึ่งมีความสำคัญทั้งเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญของประเทศ เป็นแหล่งการออมระยะยาวเตรียมพร้อมสำหรับสังคมผู้สูงอายุ เสริมสร้างขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ รวมทั้งยังเอื้อประโยชน์ต่อ

ภาคส่วนต่าง ๆ ของสังคม เช่น การจ้างงาน การบริหารความเสี่ยง ฯลฯ ดังนั้น ตลาดทุน คือ แหล่งเพื่อการระดมทุนและการลงทุนระยะยาว โดยสามารถแบ่งย่อยได้ตามประเภทของตราสารหรือสิทธิที่ผู้ลงทุนได้รับ ดังนี้ **ตลาดหลักทรัพย์** เป็นช่องทางการระดมทุนของภาคธุรกิจผ่านการออกจำหน่ายหุ้นสามัญ โดยผู้ลงทุนมีฐานะเป็นเจ้าของ และ**ตลาดตราสารหนี้** ซึ่งผู้ลงทุนมีฐานะเป็นเจ้าของหนี้ โดยตราสารที่ใช้ซื้อขายแลกเปลี่ยนมีทั้งพันธบัตรรัฐบาลที่ภาครัฐเป็นผู้ออก และหุ้นกู้ระยะยาวที่ภาคเอกชนเป็นผู้ออก

ปัจจุบันตลาดทุนได้รับการพัฒนาจากเทคโนโลยีที่ล้ำสมัยทำให้ตลาดทุนมีขีดความสามารถในการระดมทุนได้อย่างรวดเร็ว กว้างขวาง ไร้พรมแดน และลดต้นทุนค่าใช้จ่ายในการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ในตลาด จึงเกิดมีขึ้นของการซื้อขายเหรียญอิเล็กทรอนิกส์ (Digital Token) กันอย่างแพร่หลาย ด้วยวิธีการที่เรียกว่า Initial Coin Offering (ICO) ผ่านเทคโนโลยีที่เรียกว่า บล็อกเชน (Blockchain) ซึ่งเป็นคำที่อธิบายถึงระบบหรือเทคโนโลยีที่มีการบันทึกข้อมูลแบบกระจายศูนย์ (Distributed Ledger Technology) และไม่มีระบบศูนย์กลางในการจัดเก็บหรือบันทึกข้อมูล (Distributed) มีลักษณะเป็นซอฟต์แวร์ที่เชื่อมต่อเครือข่ายโดยตรงระหว่างเครื่องคอมพิวเตอร์ด้วยกัน โดยไม่มีใครสามารถเปลี่ยนแปลงหรือปลอมแปลงข้อมูลได้ (Thopphon Noipanya, 2018) ข้อมูลในระบบจึงเชื่อมต่อกันและมีความปลอดภัย ทั้งนี้ ด้วยกระบวนการที่เรียกว่า “Consensus Protocol” หรือกระบวนการฉันทามติ ที่ให้ทุกคนในระบบยืนยันและรับรองความถูกต้องของรายการข้อมูลหรือธุรกรรมที่จะเกิดขึ้นใหม่รวมถึงการเกิดขึ้นใหม่ของบล็อกแต่ละบล็อกในระบบ เพื่อให้ข้อมูลหรือธุรกรรมที่จะเกิดขึ้นใหม่บนเครือข่ายมีความถูกต้องแท้จริง เชื่อถือได้ และเป็นข้อมูลชุดเดียวกันเสมอ ดังนั้น ระบบบล็อกเชนจึงสามารถนำมาประยุกต์ใช้กับกิจกรรมหรือกิจการใด ๆ ได้หลายรูปแบบ ขึ้นอยู่กับความคิดสร้างสรรค์ของผู้ประกอบกิจการว่าจะพัฒนารูปแบบธุรกิจด้วยเทคโนโลยีได้มากน้อยเพียงใด เช่นเดียวกันกับการทำธุรกรรมทางการเงินอย่างการระดมทุนที่นำระบบบล็อกเชนมาใช้ประโยชน์นั่นเอง

ทั้งนี้ โทเคนดิจิทัล สามารถแบ่งได้หลากหลายประเภทและขึ้นอยู่กับข้อกำหนดนิยามของหน่วยงานกำกับในแต่ละประเทศ ทั้งนี้ อาจแยกเป็นประเภทหลัก ๆ ได้ (Swiss Blockchain Taskforce, 2018) ดังนี้

(1) คริปโทเคอร์เรนซี (Cryptocurrency) คือหน่วยอิเล็กทรอนิกส์ที่ถูกสร้างเพื่อเป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยนสินค้า บริการ หรือสินทรัพย์ดิจิทัลอื่น ๆ เช่น Litecoin (LTC) Bitcoin Cash (BCH) และ EOS เป็นต้น โดยอาจเรียกอีกอย่างว่า สกุลเงินดิจิทัล

(2) โทเคนดิจิทัลเพื่อการใช้ประโยชน์ (Utility token) เป็นหน่วยข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ที่กำหนดสิทธิในการได้รับสินค้าหรือบริการที่เฉพาะเจาะจง

(3) โทเคนดิจิทัลเพื่อการลงทุน (Investment token) เป็นหน่วยอิเล็กทรอนิกส์ที่กำหนดสิทธิของบุคคลในการเข้าร่วมลงทุนในโครงการหรือกิจการใด ๆ แต่ผู้ถือโทเคนดิจิทัลประเภทนี้จะไม่ได้อำนาจสิทธิในความเป็นเจ้าของในบริษัทหรือสิทธิอื่น ๆ ในฐานะผู้ถือหุ้นของโครงการหรือกิจการนั้น ๆ จึงมีความแตกต่างไปจากหุ้นที่เป็นหลักทรัพย์ และ

(4) โทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ (Security token) เป็นหน่วยอิเล็กทรอนิกส์ที่กำหนดสิทธิของบุคคลตามประเภทของหลักทรัพย์ที่อ้างอิงอยู่กับโทเคนดิจิทัลนั้น ๆ ผู้ถือโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์จึงมีสิทธิเป็นไปตามหลักทรัพย์ที่อยู่ เช่น สิทธิในส่วนแบ่งของรายได้ ผลกำไรจากการลงทุน เป็นต้น

โดยผู้วิจัยจะศึกษาการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลโดยผ่านระบบบล็อกเชน หรือ Security Token Offering (STO) ซึ่งเป็นการปฏิรูปมาจากการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชนทั่วไป หรือ Initial Public Offering (IPO) แต่นำมาเสนอขายผ่านช่องทางอิเล็กทรอนิกส์ที่เป็นเครือข่ายออนไลน์รูปแบบหนึ่ง เช่น หุ้นโดยออกเป็นเหรียญดิจิทัลซึ่งเป็นหน่วยข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ และเสนอขายแก่ผู้ลงทุนผ่านระบบบล็อกเชน เป็นต้น ซึ่ง

ด้วยลักษณะการทำงานของระบบบล็อกเชนจะเพิ่มประสิทธิภาพ ลดต้นทุน และเพิ่มความรวดเร็วให้กระบวนการตั้งแต่การออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรก (Primary market) ตลอดจนการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ในตลาดรอง (Secondary market) รวมทั้งการบริการจัดการหลักทรัพย์ และชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์

นอกจากนี้ การเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ ยังได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้นในต่างประเทศ (The Chain Partners, 2019) เนื่องจากโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ถือเป็นหลักทรัพย์ประเภทหนึ่ง ภายใต้กฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศ การกำกับดูแลจึงมีมาตรการที่ชัดเจนตามหลักการคุ้มครองผู้ลงทุน อย่างไรก็ตามสำหรับประเทศไทยในปัจจุบันยังไม่มีกรอบกฎหมายอนุญาตให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์สามารถเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ผ่านระบบบล็อกเชน และยังไม่มีข้อกำหนดสถานะทางกฎหมายของโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ไว้อย่างชัดเจน อีกทั้ง กฎหมายและกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ยังไม่อาจรองรับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลได้อย่างมีประสิทธิภาพ เหมาะสม และครอบคลุมเพียงพอต่อการนำเทคโนโลยีมาประยุกต์ใช้กับการระดมทุนนั่นเอง

ดังนั้น มาตรการกำกับดูแลเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ของประเทศไทย ได้แก่ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และประกาศที่เกี่ยวข้องยังมีความไม่เหมาะสมและไม่เพียงพอต่อการกำกับดูแลการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลโดยผ่านระบบบล็อกเชน อีกทั้ง การลดขั้นตอนตัวกลางระหว่างบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และผู้ลงทุนของระบบบล็อกเชน ทำให้จำเป็นต้องพิจารณาหลักเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ที่เกี่ยวข้องในธุรกิจหลักทรัพย์ที่จะมาใช้บังคับให้เหมาะสมและเท่าที่จำเป็น โดยบทความนี้จึงมุ่งศึกษาปัญหาทางกฎหมายในการนำกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์มาใช้บังคับกับการเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลผ่านระบบบล็อกเชน รวมถึงความไม่เหมาะสมหรือเพียงพอของกฎหมายในการกำกับดูแลการนำเทคโนโลยีมาประยุกต์ใช้กับการเสนอขายหลักทรัพย์ อันจำเป็นต้องมีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงเพื่อให้สอดคล้องกับการพัฒนาด้านเทคโนโลยีต่อไปในอนาคต นอกจากนี้ จะทำการวิเคราะห์เปรียบเทียบกฎหมายของประเทศไทยกับกฎหมายต่างประเทศ ได้แก่ ประเทศสิงคโปร์และประเทศสวิตเซอร์แลนด์ ซึ่งเป็นประเทศที่มีหลักเกณฑ์ว่าด้วยการกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลผ่านระบบบล็อกเชนเป็นประเทศแรก ๆ ทั้งนี้ เพื่อหาแนวทางการกำหนดมาตรการกำกับดูแลที่เหมาะสมและเพียงพอต่อการกำกับดูแลการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลโดยผ่านระบบบล็อกเชนในประเทศไทย

วัตถุประสงค์การวิจัย

- 1) เพื่อศึกษาลักษณะทั่วไปของโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ รวมทั้งวิธีการออกและเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์โดยผ่านระบบบล็อกเชน (Security Token Offering)
- 2) เพื่อศึกษาประเภทเครือข่ายและหลักการทำงานโดยทั่วไปของระบบบล็อกเชน
- 3) เพื่อวิเคราะห์พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กฎเกณฑ์ และกฎหมายอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ต่อประชาชนในประเทศไทยที่ใช้บังคับอยู่ในปัจจุบัน รวมทั้งศึกษากฎหมายและมาตรการกำกับดูแลในประเทศสิงคโปร์และประเทศสวิตเซอร์แลนด์
- 4) เพื่อวิเคราะห์ประเด็นปัญหาที่อาจเกิดขึ้นกรณีนำพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กฎเกณฑ์ และกฎหมายอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหลักทรัพย์มาใช้บังคับกับการเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์โดยผ่านระบบบล็อกเชน พร้อมทั้งเปรียบเทียบกับกฎหมายที่เกี่ยวข้องในประเทศสิงคโปร์และประเทศสวิตเซอร์แลนด์

5) เพื่อเสนอแนะแนวทางแก้ไขปัญหาและการกำหนดมาตรการกำกับดูแลการเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์โดยผ่านระบบบล็อกเชนที่เหมาะสมเพื่อให้รองรับการระดมทุนที่นำเทคโนโลยีมาประยุกต์ใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพต่อไป

ขอบเขตการวิจัย

ขอบเขตการวิจัย คือ ศึกษาพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2535 พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561 และกฎหมายอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 และกฎเกณฑ์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งแนวปฏิบัติ และการดำเนินการขององค์กรที่เกี่ยวข้องในการกำกับดูแล พร้อมเปรียบเทียบบทกฎหมายและแนวปฏิบัติของต่างประเทศ

ทบทวนวรรณกรรม

ความหมายของหลักทรัพย์ตามกฎหมาย

หลักทรัพย์ คือ ตราสารที่แสดงสิทธิในทรัพย์สินโดยตราสารนั้นจะระบุมูลค่าแต่ละหน่วยของหลักทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ทางการเงินในปัจจุบันมีหลายประเภท ทั้งนี้ หลักทรัพย์ตามกฎหมายเป็นไปตามมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้แก่ (1) ตั๋วเงินคลัง (2) พันธบัตร (3) ตั๋วเงิน (4) หุ้น (5) หุ้นกู้ (6) หน่วยลงทุนอันได้แก่ ตราสารหรือหลักฐานแสดงสิทธิในทรัพย์สินของกองทุนรวม (7) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น (8) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้ (9) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหน่วยลงทุน และ (10) ตราสารอื่นใดที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“ก.ล.ต.”) กำหนด

ความรู้พื้นฐานเกี่ยวกับมาตรการกำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชนโดยการเสนอขายหลักทรัพย์

การออกหลักทรัพย์เสนอขายต่อประชาชน ซึ่งเป็นการทำธุรกรรมทางการเงินที่กระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศ จึงจำเป็นต้องถูกกำกับดูแลโดยสำนักงานกำกับดูแลหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ภายใต้หลักเกณฑ์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยมีสาระสำคัญดังนี้ (Sakkarin Ruamrangsri, 2018)

1) การกำกับดูแลก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน โดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะเสนอขายหลักทรัพย์ได้ต่อเมื่อบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้รับอนุญาตให้ออกหลักทรัพย์จากสำนักงาน ก.ล.ต. รวมทั้งแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนที่ยื่นต่อสำนักงาน ก.ล.ต. มีผลใช้บังคับแล้ว ซึ่งสำนักงาน ก.ล.ต. จะตรวจสอบและคัดกรองบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ โดยมีหลักการ คือ (1) คุณสมบัติของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และลักษณะของหลักทรัพย์ ซึ่งขึ้นอยู่กับลักษณะและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย เช่น พิจารณาโครงสร้างการถือหลักทรัพย์ของบริษัท งบการเงินที่ได้มาตรฐาน และได้รับการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบ รวมทั้งจะต้องเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Code of Corporate Governance) ประกอบด้วย (2) การเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ซึ่งเป็นข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนขึ้นต่อกันและระหว่างเสนอขาย โดยครอบคลุมถึงลักษณะของธุรกิจ สถานะการเงิน ผลการดำเนินงานและความเสี่ยงด้านต่าง ๆ ของบริษัท ทั้งนี้ ประชาชนโดยทั่วไปสามารถเข้าถึงข้อมูลและติดตามการเปลี่ยนแปลงได้ผ่านช่องทางออนไลน์ของสำนักงาน ก.ล.ต.

2) การกำกับดูแลภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน โดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มีหน้าที่ 2 ส่วน คือ (1) หน้าที่เปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์ โดยต้องเปิดเผยข้อมูลสำคัญเพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับรู้ เพื่อประกอบการตัดสินใจซื้อขายและลงทุนในตลาดรองต่อไป รวมทั้งเพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ที่ให้บริการซื้อขายหลักทรัพย์มีข้อมูลที่ถูกต้องและเป็นปัจจุบัน เช่น งบการเงินและรายงานทางการเงิน การทำธุรกรรมที่มีสาระสำคัญหรืออาจมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ การถือครองหลักทรัพย์ของกรรมการและผู้บริหาร หรือเหตุการณ์สำคัญต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่อฐานะการเงิน เป็นต้น การเปิดเผยข้อมูลถือเป็นหลักการสำคัญอันเป็นหัวใจของการระดมทุนต่อประชาชน เพราะจะต้องใช้พิจารณาและวิเคราะห์สำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์และใช้ในการติดตามผลกำไรจากการดำเนินงานกิจการของบริษัทหรือรักษาสภาพประโยชน์ในหลักทรัพย์ที่ตนถือ และ (2) การคุ้มครองผู้ถือหลักทรัพย์ โดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องกำหนดกลไกเพื่อป้องกันและคุ้มครองสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหลักทรัพย์ที่อาจได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานกิจการของบริษัท ซึ่งมีความแตกต่างกันขึ้นอยู่กับลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภท

ลักษณะและกระบวนการทำงานพื้นฐานของระบบบล็อกเชน

บล็อกเชน คือ ระบบหรือเทคโนโลยีที่มีการบันทึกข้อมูลแบบกระจายศูนย์ที่เรียกว่า “Distributed Ledger Technology (DLT)” ซึ่งเป็นซอฟต์แวร์ที่เชื่อมต่อเครือข่ายโดยตรงระหว่างเครื่องคอมพิวเตอร์ด้วยกัน (Peer-to-Peer: P2P) โดยไม่มีคนกลางช่วยควบคุมหรือจัดเก็บข้อมูล มีการจัดเก็บหรือบันทึกข้อมูลแบบกระจายทั่วเครือข่ายในทุก ๆ บล็อกที่เชื่อมต่อกันเป็นห่วงโซ่ (Thopphon Noipanya, 2018) ทำให้เปลี่ยนแปลงหรือปลอมแปลงข้อมูลได้ยาก ทั้งนี้สามารถสรุปกระบวนการทำงานพื้นฐานของระบบบล็อกเชนซึ่งประกอบด้วย 4 ขั้นตอนหลัก (Digital Government Development Agency (Public Organization) (DGA), 2019) ดังนี้

(1) Create คือ การสร้างบล็อกที่จัดเก็บคำสั่งทำรายการธุรกรรม เช่น คำสั่งทางการเงิน ซึ่งธุรกรรมทางการเงินดังกล่าวจะถูกจัดเก็บอยู่ในบล็อก

(2) Broadcast คือ ทำการประกาศว่ามีบล็อกเกิดใหม่ให้แก่ทุกคนในระบบ และบันทึกทำรายการธุรกรรมลงบัญชีรายการข้อมูล (ledger) เพื่อรับรองว่ามีบล็อกใหม่เกิดขึ้นมา

(3) Validation คือ ทุกคนในระบบ (node) ทำการตรวจสอบและรับรองความถูกต้องของรายการข้อมูลของบล็อกที่เกิดขึ้นใหม่นั้นว่าถูกต้องตามเงื่อนไข Validation ด้วยกระบวนการ “Consensus Protocol” หรือการทำฉันทามติเป็นผลให้ธุรกรรมมีความถูกต้องแท้จริงและเชื่อถือได้

(4) Add to Chain เป็นการนำบล็อกที่ได้รับการตรวจสอบและยืนยันเรียบร้อยแล้วมาเรียงต่อกับบล็อกก่อนหน้า และเป็นผลให้คำสั่งทำรายการธุรกรรมเสร็จสมบูรณ์

จาก 4 ขั้นตอนหลักข้างต้น สามารถนำไปประยุกต์ใช้กับธุรกรรมประเภทอื่น ๆ ที่ไม่จำกัดเฉพาะธุรกรรมทางการเงินดิจิทัลได้ ยกตัวอย่างเช่น ธุรกรรมทางการเงินต่าง ๆ การทำเอกสารสัญญาในรูปแบบสัญญาอัจฉริยะ (Smart Contract) กระบวนการพิสูจน์ตัวตน (Know Your Customer: KYC) เพื่อใช้ในการเปิดบัญชีต่าง ๆ ซึ่งอาจเรียกกระบวนการทำงานของระบบบล็อกเชนนี้ว่า “ระบบประมวลผลแบบไร้ศูนย์กลาง” นอกจากนี้ ยังมีหลักการการทำงานของระบบบล็อกเชนที่เป็นหลักการสำคัญ ดังนี้

ประการแรก การทำฉันทามติ (Consensus Mechanism หรือ Consensus protocol) คือ กระบวนการตรวจสอบและยืนยันข้อมูลอันเป็นข้อตกลงร่วมกันระหว่างสมาชิกในเครือข่าย (node) ด้วยกัน เพื่อตรวจสอบและยืนยัน รวมถึงร่วมกันให้ความยินยอมในการเกิดขึ้นของข้อมูลหรือธุรกรรมใด ๆ ในระบบบล็อกเชน ซึ่งหากเป็นระบบที่มีสมาชิกในเครือข่ายจำนวนไม่มาก การที่จะทำให้กระบวนการ Consensus สำเร็จนั้นเป็นไปได้ง่าย ในทางกลับกัน หากมีสมาชิก

ในเครือข่ายอยู่จำนวนมากมายมหาศาลกระจายอยู่ในระบบบล็อกเชน การได้รับความยินยอมจากสมาชิกในเครือข่ายทุกคนจึงเป็นการยากที่จะบรรลุข้อกำหนดของกระบวนการ Consensus เป็นผลทำให้เกิดการแข่งขันเล็ก ๆ ในระบบอันมีผลตอบแทน (rewards) ให้แก่สมาชิกหากตรวจสอบและยืนยันสำเร็จ

ประการที่สอง วิทยาการระบบรหัส (Cryptography) เป็นวิธีการเข้ารหัสทางคอมพิวเตอร์ที่ใช้กุญแจในการเข้ารหัสหรือถอดรหัสของข้อมูลช่วยให้ข้อมูลมีความปลอดภัยสูง โดยแบ่งออกเป็น (1) ระบบรหัสแบบสมมาตร ซึ่งเป็นระบบที่ใช้กุญแจชุดเดียวกันในการเข้ารหัสหรือถอดรหัส และ (2) ระบบรหัสแบบอสมมาตร เป็นระบบรหัสที่ใช้กุญแจคู่ (Key Pair) ได้แก่ กุญแจส่วนตัว (Private Key) ซึ่งเจ้าของกุญแจจะต้องจัดเก็บเป็นความลับ และกุญแจสาธารณะ (Public Key) ซึ่งสามารถเผยแพร่แก่สาธารณะได้ โดยหลักการเข้ารหัสลับข้อมูลจะต้องใช้กุญแจดอกหนึ่งในการเข้ารหัสลับและใช้กุญแจอีกดอกหนึ่งที่เป็นคู่กันในการถอดรหัสลับ อีกทั้ง ยังนำกุญแจส่วนตัวมาใช้ในการลงลายมือชื่ออิเล็กทรอนิกส์ได้อีกด้วย (Daniel Drescher, 2017)

ประการสุดท้าย สัญญาอัจฉริยะ หรือ Smart Contract เป็นการทำสัญญาในรูปแบบอิเล็กทรอนิกส์ โดยคู่สัญญาได้สร้างเงื่อนไขหรือข้อตกลงผ่านการตั้งค่าในลักษณะภาษาทางคอมพิวเตอร์หรือโค้ด (code) แทนการเขียนเป็นตัวหนังสือบนกระดาษ (Paper Contract) ซึ่งโค้ดที่เขียนจะถูกบันทึกและจัดเก็บไว้ในระบบบล็อกเชน เนื่องจากระบบบล็อกเชนเป็นเทคโนโลยีพื้นฐานที่นำมาใช้เพื่อรองรับการทำสัญญาอัจฉริยะเป็นผลให้การทำสัญญาอัจฉริยะไม่จำเป็นต้องมีตัวกลางระหว่างคู่สัญญาและมีความน่าเชื่อถือ โดยตัวแทนอิเล็กทรอนิกส์ (Electronic Agent) ซึ่งเป็นโปรแกรมคอมพิวเตอร์ที่ทำงานอย่างอิสระในการตอบสนองต่อการทำงานใด ๆ ด้วยการคำนวณเพื่อดำเนินกระบวนการตามที่กำหนดโดยอัตโนมัติ เมื่อคู่สัญญาอีกฝ่ายได้กระทำการหรือละเว้นกระทำการตามเงื่อนไขที่คู่สัญญาตกลงกันหรือเมื่อเงื่อนไขสำเร็จ โดยไม่จำเป็นต้องตีความหรือใช้ดุลยพินิจถือว่า เป็นการปฏิบัติตามข้อตกลงในสัญญาอัจฉริยะที่คู่สัญญาได้ตกลงกันโดยตรง

ด้วยหลักการทำงานของระบบบล็อกเชนข้างต้น ผู้ประกอบกิจการจึงสามารถนำระบบบล็อกเชนไปประยุกต์ใช้เพื่อพัฒนาการประกอบธุรกิจในปัจจุบันได้หลากหลาย ปลอดภัย และประหยัดต้นทุนมากขึ้น ดังนี้ การพัฒนาของกฎหมายจึงมีความสำคัญเพื่อให้สามารถบังคับใช้ได้อย่างครอบคลุมและก้าวทันยุคดิจิทัลด้วยเช่นกัน

วิธีดำเนินการวิจัย

ผู้วิจัยได้ดำเนินการวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) โดยเป็นการวิจัยเอกสาร (Documentary Research) กล่าวคือ ศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลจากตัวบทกฎหมาย และกฎเกณฑ์ต่าง ๆ คำวินิจฉัยของศาลฎีกา ประกาศของหน่วยงานของรัฐ เอกสารหรือหนังสือคำอธิบายกฎหมาย บทความทางวิชาการ วิทยานิพนธ์ ข่าว ข้อมูลจากเว็บไซต์ของหน่วยงานของรัฐหรือในเครือข่ายอินเทอร์เน็ต ตลอดจนเอกสารต่าง ๆ ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้นำข้อมูลเหล่านี้มาศึกษาและวิเคราะห์เพื่อทำความเข้าใจปัญหาต่าง ๆ และนำเสนอแนวทางแก้ไขปัญหามีประสิทธิภาพต่อไป

ผลการวิจัย

ผู้วิจัยได้ศึกษาและวิเคราะห์พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และประกาศที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งกฎหมายอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหลักทรัพย์ เพื่อกำหนดแนวทางและมาตรการในการ

กำกับควบคุมการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลโดยผ่านระบบบล็อกเชน ทั้งนี้ ผลการวิจัยแสดงถึงประเด็นปัญหาที่อาจเกิดขึ้น หากนำกฎหมายที่เกี่ยวข้องมาใช้บังคับ ดังนี้

1. กรณีสถานะทางกฎหมายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ (Security token) เนื่องจากประเทศไทยยังไม่มี การกำหนดสถานะทางกฎหมายสำหรับกรณีการระดมทุนรูปแบบโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ผ่านระบบบล็อกเชน ซึ่งหากพิจารณาจากลักษณะของโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ (Security token) ที่เป็นหน่วยอิเล็กทรอนิกส์หรือ หลักทรัพย์เสมือนจริงที่กำหนดสิทธิอ้างอิงมาจากหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ เช่น หุ้น ซึ่งหากถือครองโทเคนดิจิทัลประเภทหุ้น ผู้ถือโทเคนดิจิทัลประเภทหุ้นก็จะมีสิทธิในการลงคะแนนเสียงในบริษัท รวมทั้งมีสิทธิได้รับเงินปันผล และสิทธิอื่น ๆ โดยมีฐานะเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้น จึงพิจารณาได้ว่า โทเคนดิจิทัลประเภท หลักทรัพย์เป็นไปตามนิยามของ “หลักทรัพย์” ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ทั้งนี้ แม้จะมีพระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561 ซึ่งรับรองการออกและเสนอขาย สินทรัพย์ดิจิทัลผ่านระบบบล็อกเชนไว้แล้ว แต่มาตรา 5 แห่งพระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561 กำหนดไม่ให้อีกว่าคริปโตเคอร์เรนซีและโทเคนดิจิทัล ตามพระราชกำหนดนี้เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วย หลักทรัพย์ไว้ชัดเจน ประกอบกับนิยามของ “โทเคนดิจิทัล” ตามมาตรา 3 แห่งพระราชกำหนดการประกอบธุรกิจ สินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561 วางหลักว่า

“โทเคนดิจิทัล” หมายความว่า หน่วยข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ซึ่งถูกสร้างขึ้นบนระบบหรือเครือข่าย อิเล็กทรอนิกส์ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ

(1) กำหนดสิทธิของบุคคลในการเข้าร่วมลงทุนในโครงการหรือกิจการใด ๆ

(2) กำหนดสิทธิในการได้มาซึ่งสินค้าหรือบริการหรือสิทธิอื่นใดที่เฉพาะเจาะจง ทั้งนี้ ตามที่กำหนดในข้อตกลง ระหว่างผู้ออกและผู้ถือ และให้หมายความรวมถึงหน่วยแสดงสิทธิอื่นตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

ซึ่งพิจารณาได้ว่า โทเคนดิจิทัล ตามพระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561 เป็นหน่วย อิเล็กทรอนิกส์ที่ผู้ถือมีสิทธิในการเข้าร่วมลงทุนในโครงการหรือกิจการใด ๆ แต่ไม่มีสิทธิในความเป็นเจ้าของใน โครงการหรือกิจการ หรือมีสิทธิในการได้มาซึ่งสินค้าหรือบริการหรือสิทธิพิเศษอื่นใดจากโครงการหรือกิจการเท่านั้น ดังนี้ จึงไม่แสดงถึงลักษณะของหลักทรัพย์ตามกฎหมาย โทเคนดิจิทัลตามพระราชกำหนดนี้จึงไม่หมายรวมถึงโทเคน ดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์

ดังนั้น สถานะทางกฎหมายของโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์จึงอาจพิจารณาเป็น “หลักทรัพย์” รูปแบบ หนึ่งตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และส่งผลให้การออกและเสนอขายโทเคนดิจิทัล ประเภทหลักทรัพย์ผ่านระบบบล็อกเชนจะต้องปฏิบัติตามบทบัญญัติภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 รวมทั้งประกาศที่เกี่ยวข้อง

2. กรณีความเหมาะสมและเพียงพอของกฎหมายที่ใช้บังคับแก่การออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบ ดิจิทัลผ่านระบบบล็อกเชน เนื่องจากพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้รับการยกร่างมา ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 ซึ่งยังคงมีบทบัญญัติที่ไม่เหมาะสมกับการใช้บังคับกับหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลอย่างเพียงพอ โดยสามารถพิจารณาในประเด็นดังต่อไปนี้

2.1 กรณีความไม่ชัดเจนของหลักเกณฑ์การขออนุญาตเสนอขายหุ้นของบริษัทต่างประเทศที่ไม่มีหุ้นเป็น หลักทรัพย์ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ โดยบริษัทต่างประเทศที่เสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกจะต้องยื่นแบบ แสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนต่อสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถยื่นผ่าน

ช่องทางอิเล็กทรอนิกส์ได้ ทั้งนี้ จะต้องส่งเอกสารส่งพิมพ์ให้แก่สำนักงาน ก.ล.ต. ในเวลาต่อมาด้วย โดยแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนจะมีผลใช้บังคับต่อเมื่อพ้นกำหนดระยะเวลา 14 วันนับแต่วันที่สำนักงาน ก.ล.ต. ได้รับแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนที่ครบถ้วน บริษัทต่างประเทศจึงจะสามารถเสนอขายหลักทรัพย์ได้ กรณีไม่มีการกำหนดไว้ชัดเจนของการนับระยะเวลาว่า เริ่มนับระยะเวลา 14 วันนับแต่ได้รับเอกสารผ่านช่องทางใดจึงอาจพิจารณาได้ว่าจะมีผลใช้บังคับต่อเมื่อพ้นกำหนดระยะเวลา 14 วันนับแต่วันที่สำนักงาน ก.ล.ต. ได้รับเอกสารสิ่งพิมพ์ครบถ้วน ทั้งนี้ เห็นว่าไม่เป็นการเหมาะสมและสอดคล้องกับการเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ผ่านระบบบล็อกเชนที่เน้นความรวดเร็วและลดขั้นตอนที่ยุ่งยาก โดยเฉพาะเป็นบริษัทต่างประเทศที่จะต้องส่งเอกสารสิ่งพิมพ์อาจได้รับความเสี่ยงระหว่างการขนส่งเอกสารสำคัญและการใช้เวลาในการขนส่ง

2.2 กรณีข้อความหรือรายการที่กฎหมายกำหนดให้ต้องระบุในใบหลักทรัพย์ โดยข้อความหรือรายการที่กฎหมายกำหนด เช่น ชื่อบริษัทผู้ออกใบหลักทรัพย์ จำนวนหน่วยและมูลค่า หมายเลขหลักทรัพย์ ชื่อผู้ถือหลักทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งการออกหลักทรัพย์จะต้องเป็นเอกสารสิทธิและมีข้อความตามที่กฎหมายกำหนดไม่ว่าจะเป็นใบหุ้นหรือใบหุ้นกู้ ซึ่งเป็นหนังสือสำคัญที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ออกให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์เพื่อเป็นหลักฐานแสดงการถือหลักทรัพย์

ดังนั้น โดยสภาพของโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นหน่วยข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ที่อยู่ในเครือข่าย จึงไม่สามารถนำบทบัญญัติดังกล่าวมาใช้บังคับได้ แต่อาจกำหนดโค้ดหรือรหัสทางคอมพิวเตอร์เพื่อแสดงถึงลักษณะเฉพาะของโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ว่า มีจำนวนและมูลค่าเท่าใด ออกโดยบริษัทใด ใครเป็นผู้ถือหลักทรัพย์ รวมถึงรายละเอียดอื่นใดได้ด้วยการทำงานของระบบบล็อกเชน ที่เรียกว่า Hash function ดังนั้น บทบัญญัติเกี่ยวกับข้อความตามที่กฎหมายกำหนดจึงไม่มีความจำเป็นจะต้องนำมาใช้บังคับกับโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ และหากเปรียบเทียบกับพระราชบัญญัติว่าด้วยโครงสร้างตลาดทางการเงินและการซื้อขายหลักทรัพย์และตราสารอนุพันธ์อย่างเป็นธรรม (The Federal Act on Financial Market Infrastructures and Market Conduct in Securities and Derivatives Trading) ของประเทศสวิตเซอร์แลนด์ ซึ่งรองรับการออกหลักทรัพย์ในรูปแบบไร้ใบหลักทรัพย์ได้ อีกทั้ง (Security Token Working Group of Swiss Blockchain Federation, 2019) บทบัญญัติเกี่ยวกับข้อความหรือรายการในใบหลักทรัพย์ก็ไม่นำมาใช้บังคับกับหลักทรัพย์แบบไร้ใบหลักทรัพย์ (uncertificated securities) ดังนั้น บทบัญญัติของกฎหมายที่เกี่ยวข้องจึงไม่เป็นอุปสรรคต่อการออกหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลผ่านเครือข่ายออนไลน์

2.3 กรณีการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในระบบไร้ใบหลักทรัพย์ (Scripless) ทั้งกระบวนการพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 6) พ.ศ. 2562 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์สามารถออกหลักทรัพย์รูปแบบไร้ใบหลักทรัพย์ได้ตั้งแต่การเสนอขายในตลาดแรกทั้งกระบวนการ และออกหลักทรัพย์รูปแบบไร้ใบหลักทรัพย์ได้กับหลักทรัพย์ทุกประเภทได้ โดยต้องเป็นกรณีฝากหลักทรัพย์ไว้กับศูนย์รับฝากหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงาน ก.ล.ต. เท่านั้น ดังนั้น แม้จะมีการอนุญาตให้ออกหลักทรัพย์รูปแบบไร้ใบหลักทรัพย์ได้ตลอดกระบวนการตั้งแต่ตลาดแรกจนถึงกระบวนการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง รวมถึงการรับฝากหลักทรัพย์เพื่อรองรับการออกโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์แล้วก็ตาม แต่บทบัญญัติดังกล่าวยังคงไม่ครอบคลุมถึงกรณีบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ลงทุนโดยตรง โดยไม่ฝากไว้กับศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ พิจารณาได้ว่า บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ยังต้องออกหลักทรัพย์ในรูปแบบไร้ใบหลักทรัพย์ผ่านตัวกลางอย่างศูนย์รับฝากหลักทรัพย์

ซึ่งเป็นหน่วยงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจึงไม่สามารถนำมาใช้บังคับกับการออกและเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ตามกฎหมายและส่งมอบแก่ผู้ลงทุนโดยตรงผ่านระบบบล็อกเชนได้

2.4 กรณีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเสนอขายตราสารหนี้เอกชน (หุ้นกู้) โดยเป็นไปตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 17/2561 เรื่อง การขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายตราสารหนี้ที่ออกใหม่ ซึ่งใช้บังคับกับการเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหุ้นกู้ผ่านระบบบล็อกเชนด้วย สำหรับกรณีการเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหุ้นกู้ด้วยคริปโทเคอร์เรนซีเป็นตัวกลางในการซื้อขายระหว่างกัน โดยหลักของหุ้นกู้จะต้องกำหนดมูลค่าของหุ้นกู้ไม่น้อยกว่า 100 บาท ทั้งนี้ หากซื้อขายเป็นคริปโทเคอร์เรนซี ซึ่งแต่ละสกุลเงินมักมีค่าเงินผันขึ้นลงในแต่ละวันเวลาอาจแตกต่างกัน ซึ่งก่อให้เกิดความเสี่ยงที่ค่าของสกุลเงินดิจิทัลนั้น ๆ จะเพิ่มสูงขึ้นหรือลดต่ำกว่ามูลค่าของหุ้นกู้ขั้นต่ำที่กฎหมายกำหนดได้

นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นกู้มีฐานะเป็นเจ้าหนี้ของบริษัทผู้ออก ซึ่งมีสิทธิได้รับชำระหนี้เมื่อครบกำหนดเวลาไถ่ถอน โดยการชำระหนี้โดยหลักต้องชำระหนี้เป็นเงิน เว้นแต่เจ้าหนี้จะยอมรับชำระหนี้เป็นอย่างอื่น ทั้งนี้ ในปัจจุบันคริปโทเคอร์เรนซี ยังไม่มีสถานะเป็นเงินที่จะมีผลเป็นการชำระหนี้ตามกฎหมาย (Legal tender) ดังนั้น หน่วยงานกำกับดูแลจำเป็นต้องพิจารณาถึงความเสี่ยงดังกล่าวเพื่อกำหนดมาตรการในการคุ้มครองผู้ลงทุนให้การระดมทุนในระบบบล็อกเชนมีความเสถียรภาพและลดความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นให้มากที่สุด

2.5 กรณีหลักเกณฑ์การส่งมอบหลักทรัพย์หรือการโอนหลักทรัพย์ โดยหลักไม่ว่ากรณีบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชนในครั้งแรกหรือกรณีซื้อขายหลักทรัพย์กันในตลาดรอง บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์หรือเจ้าของหลักทรัพย์จะต้องส่งมอบใบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อ

2.5.1 การโอนหุ้นสามัญ ซึ่งสามารถแบ่งได้ 2 กรณี คือ

(1) กรณีการโอนหุ้นของบริษัทจำกัด โดยเป็นไปตามบทบัญญัติที่เกี่ยวข้องในหมวด 4 ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ซึ่งสำหรับการโอนหุ้นชนิดระบุชื่อลงในใบหุ้นนั้น ถ้ามิได้ทำเป็นหนังสือและลงลายมือชื่อของผู้โอนกับผู้รับโอน มีพยานคนหนึ่งเป็นอย่างน้อยลงชื่อรับรองลายมือชื่อ นั้น ๆ ด้วยแล้ว ท่านว่าเป็นโมฆะ รวมทั้งต้องแนบเลขหมายของหุ้นซึ่งโอนกันใบในใบหุ้นนั้นด้วย และสำหรับหุ้นชนิดที่มีใบหุ้นออกให้แก่ผู้ถือผู้นั้นสามารถโอนกันได้เพียงด้วยส่งมอบใบหุ้นแก่กันก็ถือเป็นการโอนหุ้นโดยชอบด้วยกฎหมายอันผู้รับโอนได้รับไปซึ่งสิทธิในหุ้นนั้น

(2) กรณีการโอนหุ้นของบริษัทมหาชนจำกัด กำหนดให้บริษัทมหาชนจะกำหนดข้อจำกัดใด ๆ ในการโอนหุ้นไม่ได้ และการโอนหุ้นของบริษัทมหาชนนั้นจะต้องสลักหลังใบหุ้น โดยระบุชื่อผู้รับโอนและลงลายมือชื่อของผู้โอนกับผู้รับโอน พร้อมส่งมอบใบหุ้นให้แก่ผู้รับโอน การโอนหุ้นจึงจะสมบูรณ์ ทั้งนี้ เป็นไปตามมาตรา 57 และมาตรา 58 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535

(3) กรณีการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเป็นไปตามระเบียบวิธีปฏิบัติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ออกโดยอาศัยอำนาจตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2535 ซึ่งเป็นกฎหมายพิเศษที่บัญญัติเพื่อกิจการนี้โดยเฉพาะ ซึ่งบุคคลใดจะทำการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นั้นจะต้องซื้อขายผ่านบริษัทหลักทรัพย์ (บล.) ที่เป็นสมาชิกของตลาดเท่านั้น และถือว่าบริษัทที่เป็นสมาชิก รวมทั้งผู้ที่เกี่ยวข้องในการซื้อขายหุ้นผ่านบริษัทสมาชิกดังกล่าว ตกลงยินยอมผูกพันตนเองตามระเบียบข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกประการ

2.5.2 การโอนหุ้นกู้ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น หรือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้

โดยกรณีการโอนหุ้นกู้ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น หรือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือที่ออกใหม่จะสมบูรณ์ต่อเมื่อ ผู้มีชื่อแสดงว่าเป็นเจ้าของหรือผู้รับโอนคนสุดท้ายได้ส่งมอบใบหลักทรัพย์ดังกล่าวแก่ผู้รับโอน โดยลงลายมือชื่อสลักหลังแสดงการโอน และกรณีการโอนหุ้นกู้ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น หรือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้ชนิดไม่ระบุชื่อผู้ถือที่ออกใหม่จะสมบูรณ์ต่อเมื่อ บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์หรือเจ้าของหลักทรัพย์ได้ส่งมอบใบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้รับโอน

ดังนั้น จึงพิจารณาได้ว่า การโอนหุ้นกู้ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นหรือหุ้นกู้ไม่ว่าจะเป็นชนิดระบุชื่อผู้ถือหรือชนิดไม่ระบุชื่อผู้ถือก็ตาม ผู้โอนจะต้องส่งมอบใบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้รับโอนด้วย จึงจะถือเป็นการโอนที่ชอบด้วยกฎหมายโดยสมบูรณ์

2.5.3 การส่งมอบหลักทรัพย์ตามกฎหมายของสำนักงาน ก.ล.ต. สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เพื่อการเก็งกำไรของผู้ลงทุนเป็นไปตามข้อกำหนดที่เกี่ยวข้องตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 39/2552 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งกำหนดให้บริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ตามวิธีการและระยะเวลาที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน โดยมี 2 วิธี คือ

(1) ส่งมอบหลักทรัพย์ดังกล่าวโดยการฝากไว้กับศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ โดยการส่งมอบวิธีการนี้ บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์สามารถออกเป็นหลักทรัพย์ไร้ใบหลักทรัพย์ (Scripless) ได้ ทั้งนี้ เป็นไปตามแบบและวิธีการตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด

(2) ส่งมอบใบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์โดยตรง

ดังนั้น กรณีการส่งมอบหรือโอนโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถกระทำได้ในเครือข่ายของระบบบล็อกเชน จะถือว่าการโอนโทเคนดิจิทัลดังกล่าวสมบูรณ์หรือไม่ และถือเป็นการส่งมอบหลักทรัพย์ตามแบบของกฎหมายอันผู้รับโอนรับไปซึ่งสิทธิในหลักทรัพย์หรือไม่ บทบัญญัติของกฎหมายและหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการส่งมอบหลักทรัพย์จึงไม่สามารถนำมาใช้บังคับกับการโอนโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ด้วยวิธีการทางอิเล็กทรอนิกส์ในระบบบล็อกเชนได้ และจำเป็นต้องกำหนดบทบัญญัติรองรับความมีผลโดยสมบูรณ์ตามกฎหมายของการโอนด้วยวิธีการทางอิเล็กทรอนิกส์ให้ชัดเจน โดยให้ถือเป็นการส่งมอบหลักทรัพย์โดยชอบ ด้วยกฎหมาย เพื่อให้ผู้รับโอนได้รับโอนไปซึ่งกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่อ้างอิงอยู่กับโทเคนดิจิทัลนั้นด้วย

2.6 กรณีหลักเกณฑ์การจัดทำทางทะเบียนของบริษัทหลักทรัพย์ โดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะจัดทำทะเบียนแยกตามประเภทหลักทรัพย์และครั้งที่ออกหลักทรัพย์ ซึ่งทะเบียนหลักทรัพย์ดังกล่าวจะต้องมีรายการและรายละเอียดตามเกณฑ์และวิธีการตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด เนื่องจากข้อมูลทางทะเบียนมีความสำคัญในการใช้เป็นหลักฐานยืนยันต่อบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และ/หรือบุคคลภายนอกได้ อย่างไรก็ตาม การจัดทำสมุดทะเบียนของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อาจไม่มีความจำเป็นอีก เนื่องจากระบบบล็อกเชนสามารถจัดเก็บข้อมูลการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ได้อย่างปลอดภัย ทั้งยังตรวจสอบ ติดตามและรายงานการโอนและ/หรือการซื้อขายได้ในทุกทอดที่กระทำผ่านระบบบล็อกเชน ดังนั้น จึงถือเป็นสมุดทะเบียนดิจิทัลที่ครบวงจร เป็นผลให้ลดค่าใช้จ่ายที่อาจเกิดขึ้นจากการดำเนินการทางทะเบียน ลดขั้นตอนที่ยุ่งยาก และไม่จำเป็นต้องส่งผลให้เกิดความรวดเร็วและอำนวยความสะดวกให้แก่ผู้โอน ผู้รับโอน และบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เช่นกัน

2.6.1 กรณีผู้ให้บริการที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ เมื่อนำระบบบล็อกเชนมาใช้ในการเสนอขายหลักทรัพย์ โดยมีลักษณะเป็นเครือข่ายที่เชื่อมต่อระหว่างบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์กับผู้ลงทุนโดยตรง จึงลดขั้นตอนของตัวกลางอื่นๆ ได้แก่

(1) นายทะเบียนหลักทรัพย์ เป็นผู้ให้บริการแก่ผู้ออกหลักทรัพย์ในการจัดทำและบันทึกทะเบียนหลักทรัพย์ให้ถูกต้องครบถ้วนเป็นปัจจุบันตามความเป็นจริง รวมถึงการเปลี่ยนโอนชื่อผู้ถือหลักทรัพย์ เป็นต้น ทั้งนี้ เมื่อด้วยตัวระบบบล็อกเชนสามารถจัดเก็บ เปลี่ยนแปลง ติดตาม ประมวลผล และรายงานผลได้ด้วยตัวระบบเอง แล้วนั้น กระบวนการออกและเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ผ่านระบบบล็อกเชนจึงอาจลดขั้นตอนของนายทะเบียนหลักทรัพย์ลงได้ อันเป็นประโยชน์แก่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และผู้ลงทุนในการลดค่าธรรมเนียมและ/หรือค่าใช้จ่ายใด ๆ ที่เกิดจากการจัดให้นายทะเบียนหลักทรัพย์ได้

(2) ธุรกิจหลักทรัพย์ เป็นผู้ให้บริการเกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์ตามกฎหมาย โดยมีลักษณะเป็นการเข้าเป็นตัวกลางระหว่างบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และผู้ลงทุนเพื่อทำให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์ เช่น การเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ การค้าหลักทรัพย์ การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ เป็นต้น หากระบบบล็อกเชนได้เข้ามาประยุกต์ใช้กับการระดมทุนในรูปแบบดิจิทัล อาจก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงขั้นตอนและกระบวนการตั้งแต่การเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรกจนถึงการแลกเปลี่ยนซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง รวมถึงการบริหารจัดการหลักทรัพย์และการรับฝากหลักทรัพย์ ดังนั้น หน่วยงานของรัฐที่เกี่ยวข้องจึงต้องกำหนดแนวทางและมาตรการให้ชัดเจนเกี่ยวกับการวางหลักเกณฑ์ในการขออนุญาตประกอบธุรกิจที่มีเทคโนโลยีมาเกี่ยวข้อง การคัดกรองคุณสมบัติของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ การบริหารจัดการ การให้ความคุ้มครองผู้ลงทุน รวมถึงการเพิกถอนใบอนุญาต โดยพิจารณาคุณสมบัติและการทำงานของระบบบล็อกเชนประกอบ เพื่อให้มีมาตรการที่สอดคล้องกับเทคโนโลยี รวมทั้งลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้เทคโนโลยี

3. กรณีการนำมาตรการกำกับดูแลการระดมทุนสาธารณะ หรือ Equity Crowdfunding มาใช้บังคับกับการออกและเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ผ่านระบบบล็อกเชน โดยการระดมทุนแบบคราวด์ฟันดิงเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบออนไลน์คล้ายคลึงกับการเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลผ่านระบบบล็อกเชน ผู้วิจัยจึงศึกษาหลักเกณฑ์ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 21/2562 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบคราวด์ฟันดิงเพื่อประกอบการพิจารณากำหนดมาตรการกำกับดูแลการออกและเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ผ่านระบบบล็อกเชน ทั้งนี้ ผู้วิจัยพบความบกพร่องของหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

3.1 กรณีบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์คราวด์ฟันดิงต้องจัดให้นายทะเบียนหลักทรัพย์ ซึ่งทำหน้าที่บริหารจัดการงานทะเบียนต่าง ๆ ด้วยลักษณะของระบบบล็อกเชนที่ตัดตัวกลางระหว่างผู้ออกโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์และผู้ซื้อเพื่อลดเวลาและค่าใช้จ่าย อีกทั้ง ระบบสามารถบริหารจัดการ การจัดเก็บข้อมูล รวมทั้งปรับปรุงข้อมูลให้เป็นปัจจุบันด้วยตัวระบบเอง

3.2 กรณีมาตรฐานทั่วไปในการปฏิบัติงานของผู้ให้บริการระบบคราวด์ฟันดิง ซึ่งกำหนดให้ผู้ให้บริการระบบคราวด์ฟันดิงสามารถถือหลักทรัพย์ในบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบคราวด์ฟันดิงที่ตนรับให้บริการได้ ซึ่งอาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์และไม่เป็นธรรมกับผู้ลงทุนรายอื่น ๆ ได้

3.3 ไม่มีการกำหนดหลักเกณฑ์หรือแนวทางในการคุ้มครองผู้ลงทุนกรณีผู้ให้บริการระบบคราวด์ฟันดิงถูกเพิกถอนใบอนุญาตหรือเลิกกิจการ โดยหลักกรณีบริษัทเลิกกิจการจะเข้าสู่ขั้นตอนการจดทะเบียนเลิกกิจการและชำระบัญชี ทั้งนี้ หากบริษัทผู้ให้บริการถูกเพิกถอนใบอนุญาต ซึ่งเป็นการขอใบอนุญาตตามประกาศ

คณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 21/2562 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบ
คราวด์ฟันดิงนี้แต่กลับไม่มีการกำหนดมาตรการหรือกระบวนการใด ๆ ที่บริษัทผู้ให้บริการจะต้องปฏิบัติ
ภายหลังถูกเพิกถอนใบอนุญาต รวมทั้งมาตรการเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนที่ใช้บริการระบบคราวด์ฟันดิงอีกด้วย

อภิปรายผล

จากการวิจัยมาตรการการกำกับและดูแลการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลโดยผ่านระบบ
บล็อกเชน โดยศึกษาพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และประกาศที่เกี่ยวข้อง รวมทั้ง
กฎหมายอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เพื่อบรรลุซึ่งวัตถุประสงค์ที่ผู้วิจัยได้กล่าวไว้ข้างต้น โดยผู้วิจัยเห็นว่า บทบัญญัติของ
กฎหมายเกี่ยวกับมาตรการกำกับดูแลกระบวนการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ ซึ่งใช้บังคับอยู่ในปัจจุบันยังไม่
เหมาะสมเพียงพอที่จะรองรับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลโดยผ่านระบบบล็อกเชนได้

ผลการวิจัยพบว่า จากกรณีปัญหาการโอนหลักทรัพย์ที่กำหนดให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์หรือเจ้าของ
หลักทรัพย์จะต้องส่งมอบใบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อ จึงจะเป็นการโอนไปซึ่งกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์นั้น จึงไม่อาจนำมาใช้
บังคับกับกรณีการออกหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลที่ไม่มีการออกใบหลักทรัพย์ที่เป็นเอกสารสิทธิได้ ทั้งนี้ เนื่องจากใบ
หลักทรัพย์เป็นเอกสารสิทธิที่แสดงถึงความเป็นเจ้าของของผู้ถือหลักทรัพย์และบทบัญญัติดังกล่าวได้รับการบัญญัติ
มาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 ซึ่งเทคโนโลยียังไม่มีความก้าวหน้าเทียบเท่าในปัจจุบัน เช่นเดียวกับบทบัญญัติเกี่ยวกับข้อความ
หรือรายการตามที่กฎหมายกำหนดให้ต้องมีในใบหลักทรัพย์ ซึ่งไม่มีความเหมาะสมที่จะนำมาใช้บังคับกับโทเคนดิจิทัล
ประเภทหลักทรัพย์ได้ เนื่องจากโทเคนดิจิทัลเป็นเพียงหน่วยข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ที่อยู่ในระบบคอมพิวเตอร์ที่สร้างด้วย
รหัสคอมพิวเตอร์ (Code) ซึ่งสามารถกำหนดค่าแฮช (Hash value) ให้โทเคนดิจิทัลแสดงรายการที่เป็นลักษณะเฉพาะ
ได้

กรณีปัญหาการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในระบบไร้ใบหลักทรัพย์ (Scripless) ทั้งกระบวนการพบว่า
ไม่สามารถใช้บังคับได้กับการเสนอขายหลักทรัพย์ทุกกรณี โดยใช้กับเฉพาะกรณีฝากหลักทรัพย์ไว้กับศูนย์รับฝาก
หลักทรัพย์เท่านั้น หากเป็นกรณีผู้ถือหลักทรัพย์ประสงค์จะครอบครองหลักทรัพย์ไว้ด้วยตนเอง บริษัทผู้ออก
หลักทรัพย์จะต้องออกใบหลักทรัพย์และส่งมอบให้แก่ผู้ซื้อตามกฎหมาย

กรณีปัญหาเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ของผู้ให้บริการเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์พบว่า ยังไม่มีการ
กำหนดไว้ชัดเจน เช่น หลักเกณฑ์การขออนุญาตประกอบธุรกิจ การคัดกรองคุณสมบัติ หน้าที่ความรับผิดชอบ การ
เพิกถอนใบอนุญาต เป็นต้น ทั้งนี้ รวมถึงหลักเกณฑ์ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ที่ให้บริการผ่านระบบบล็อกเชน
ซึ่งเห็นว่าควรลดขั้นตอนและคงไว้ซึ่งขั้นตอนที่จำเป็นสำหรับการระดมทุนเท่านั้น

ดังนั้น จึงควรมีการแก้ไขพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้มีบทบัญญัติที่
รองรับการเสนอขายหลักทรัพย์ รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ที่กระทำผ่านระบบบล็อกเชน รวมทั้งออก
กฎหมายลำดับรองกำหนดหลักเกณฑ์และแนวทางปฏิบัติให้สอดคล้องกับสภาพของหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลและ
เทคโนโลยีต่อไปในอนาคต

สรุปผล

ประเทศไทย ยังไม่มีการรับรองให้สามารถออกและเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ โดยผ่านระบบ
บล็อกเชน (Security Token Offering) ได้ อย่างไรก็ตาม จากการศึกษ พบว่ากรณีในต่างประเทศ ทั้งในประเทศสิงคโปร์และ

ประเทศสวิตเซอร์แลนด์ พิจารณาโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ภายใต้กฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ที่ใช้บังคับอยู่ในปัจจุบัน ทั้งนี้ หากนำแนวทางดังกล่าวมาใช้บังคับกับประเทศไทย การพิจารณาให้โทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และประกาศที่เกี่ยวข้องนั้น จึงก่อให้เกิดปัญหาของความไม่เหมาะสมเพียงพอของบทบัญญัติ รวมทั้งหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องยังไม่สามารถกำกับดูแลได้อย่างครอบคลุม ดังนั้น ผู้วิจัยจึงดำเนินการศึกษา วิเคราะห์ และเปรียบเทียบกับกฎหมายของต่างประเทศเพื่อกำหนดแนวทางการแก้ไขปัญหาดังกล่าวและเพื่อกำหนดมาตรการการกำกับดูแลสำหรับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลโดยผ่านระบบบล็อกเชนอย่างมีประสิทธิภาพและสอดคล้องกับการทำงานของระบบบล็อกเชนต่อไปในอนาคต

ข้อเสนอแนะ

1. กำหนดสถานะทางกฎหมายของโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ไว้อย่างชัดเจน ซึ่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้ให้อำนาจตาม ในมาตรา 4(10) ให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนดนิยามของหลักทรัพย์ตามกฎหมายได้เพิ่มเติม โดยออกเป็นประกาศกำหนดให้โทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ (Security token) เป็นหลักทรัพย์ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 อันเป็นผลให้นำพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และประกาศที่เกี่ยวข้อง มาใช้บังคับกับโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ด้วยเช่นกัน

2. ปรับปรุงแก้ไขพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และประกาศที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งกฎหมายอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องให้รองรับกระบวนการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลโดยผ่านระบบบล็อกเชนทั้งกระบวนการตั้งแต่ตลาดแรกจนตลาดรอง รวมถึงการบริหารจัดการหลักทรัพย์ทางทะเบียนในรูปแบบดิจิทัลที่ต้องดำเนินการสร้างและบริหารในระบบบล็อกเชนได้

3. เพิ่มเติมหักเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ให้บริการแพลตฟอร์มเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ ซึ่งต้องมีหน้าที่สำคัญ เช่น คัดกรองคุณสมบัติของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ตรวจสอบข้อมูลด้านการลงทุนที่เปิดเผยแก่สาธารณะให้ถูกต้องตรงกับโค้ดของโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ทำความรู้จักและตรวจสอบเพื่อทราบข้อเท็จจริงของผู้ลงทุนและผู้เข้าใช้บริการ (Know Your Customer & Customer Due Diligence) จัดให้ผู้ลงทุนทำแบบประเมินความเสี่ยงในการลงทุนที่เหมาะสม (Suitability Test) ก่อนลงทุน รวมทั้งทบทวนข้อมูลตามระยะเวลาที่หลักเกณฑ์กำหนด และตรวจสอบแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ก่อนยื่นแก่สำนักงาน ก.ล.ต. เป็นต้น

4. ควรกำหนดให้ผู้ให้บริการแพลตฟอร์มเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์อยู่ภายใต้กฎหมายว่าด้วยการป้องกันและปราบปรามการฟอกเงินอันทำให้มีหน้าที่รายงานข้อมูลเกี่ยวกับการฟอกเงินให้แก่หน่วยงานของรัฐ

เพิ่มมาตรการการกำกับดูแลเชิงปฏิบัติการ เช่น การให้ความรู้และการเตือนผู้ลงทุนถึงความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจากการลงทุนในโทเคนดิจิทัลหลักทรัพย์ผ่านระบบบล็อกเชน เป็นต้น

องค์ความรู้ใหม่

จากการวิจัย หากมีการออกกฎหมายอนุญาตให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์สามารถออกและเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลผ่านระบบบล็อกเชนได้ ควรแก้ไขปรับปรุงบทบัญญัติของกฎหมายและหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องเพื่อรองรับกระบวนการเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลทั้งกระบวนการ โดยกำหนดให้เป็นการดำเนินการในระบบบล็อกเชนที่ได้รับการรับรองจากผู้เชี่ยวชาญด้านเทคโนโลยี รวมทั้งกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ให้บริการแพลตฟอร์มเสนอขายโทเคนดิจิทัลประเภทหลักทรัพย์ให้ครอบคลุมถึงผู้ให้บริการภายนอกประเทศที่ให้บริการผู้ลงทุนในประเทศด้วยเช่นกัน ทั้งนี้ หลักเกณฑ์การกำกับดูแลการระดมทุนที่มีการนำเทคโนโลยีมาประยุกต์ใช้นั้นได้รับแนวทางการกำหนดมาจากแนวทางของกฎหมายต่างประเทศ ประกอบกับความรู้ด้านเทคโนโลยีสารสนเทศที่นำมาพัฒนาเพื่อกำหนดมาตรการกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ในรูปแบบดิจิทัลผ่านเครือข่ายออนไลน์ที่มีลักษณะเป็นการทั่วไปในอนาคต รวมทั้งเป็นการพัฒนาบทบัญญัติของกฎหมายให้ก้าวทันยุคสมัยที่เทคโนโลยีมีผลกระทบต่อการใช้ชีวิตประจำวันมากยิ่งขึ้น

References

- Drescher, D. (2017). *Blockchain Basics: A Non-Technical Introduction in 25 Steps*. Berkeley: Apress.
- Digital Government Development Agency (Public Organization) (DGA). (2019). *Blockchain for Government Services*. Bangkok: DGA. Retrieved March 28, 2020, from <https://www.dga.or.th>
- Ruamrangsri, S. (2018). *Supervisory and regulatory framework for initial coin offering to support the development of digital economy strategy and policy*. Bangkok: The Security and Exchange Commission.
- Security Token Working Group of Swiss Blockchain Federation. (2019). *Circular 2019/01 Tokenized Equity Guidelines for Issuers of Equity and Related Tokens*. Retrieved March 30, 2020, from <http://blockchainfederation.ch/wp-content/uploads/2019/12/SBF-Circular-2019-01-To-kenized-Equity-4.pdf>.
- Swiss Blockchain Taskforce. (2018). *Position paper on the legal classification of ICOs*. Retrieved March 28, 2020, from https://www.mme.ch/fileadmin/files/documents/MME_Compact/2018/180604_Blockchain_Taskforce_Position_Paper_Legal_Engl..pdf.
- The Chain Partners. (2019, February 25). *Security token (STO) analysis*. Retrieved March 5, 2020, from <https://www.finyear.com/attachment/1338789/>
- Noipanya, T. (2018). *The Law of Bitcoin, Blockchain, ICO and Etc. with the explanation of Digital Asset Business Act 2018*. Bangkok: Winyuchon.