

# การกำกับดูแลโทเคนที่ไม่สามารถทดแทนกันได้ (NFTs) ภายใต้กรอบกฎหมายหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา Regulating Non-Fungible Tokens (NFTs) within the Framework of U.S. Securities Law

อมเรศ กระบวนสิน<sup>1</sup>

คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110

เมลติดต่อ: amares.k@psu.ac.th

Amares Krabuansin

Faculty of Law, Prince of Songkla University, Hatyai, Songkla, 90110, E-mail: amares.k@psu.ac.th

Received: June 20, 2025; Revised: November 29, 2025; Accepted: February 24, 2026

## บทคัดย่อ

แม้ประเทศไทยมีพระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561 ที่กำกับการออกและซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัล แต่ในกรณีโทเคนดิจิทัลประเภทที่ไม่สามารถทดแทนกันได้ (Non-Fungible Token ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า NFTs) ยังขาดความชัดเจน เนื่องจาก NFTs มีลักษณะเฉพาะที่หลากหลายและไม่อาจเข้ากับนิยามที่บัญญัติไว้ในกฎหมายโดยตรง จึงต้องอาศัยการตีความที่ซับซ้อนและรอบประกาศของ ก.ล.ต. เป็นรายกรณีเพื่อปรับเข้ากับกฎหมายดังกล่าว โดยเฉพาะในกรณี NFTs มีลักษณะคล้ายกับ “หลักทรัพย์” และใช้เป็นช่องทางระดมทุน ซึ่งอาจก่อให้เกิดช่องว่างทางกฎหมาย ความเสี่ยงต่อผู้ลงทุน และกระทบต่อเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งในประเด็นดังกล่าว สหรัฐอเมริกาสถาปนากรอบกำกับดูแลที่เหมาะสมสำหรับ NFTs ในประเทศไทย โดยใช้หลักเกณฑ์การวิเคราะห์ที่ศาลสร้างขึ้นในคดี Howey (Howey Test ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า หลักเกณฑ์การวิเคราะห์ในคดี Howey) ตามแนว SEC ของสหรัฐอเมริกา เพื่อสร้างความชัดเจนทางกฎหมายและส่งเสริมความมั่นคงของตลาดสินทรัพย์ดิจิทัลในประเทศไทย

**คำสำคัญ:** สินทรัพย์ดิจิทัล โทเคนที่ไม่สามารถทดแทนกันได้ หลักทรัพย์

<sup>1</sup> อาจารย์ประจำคณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ (Lecturer, Faculty of Law, Prince of Songkla University)



## Abstract

Although Thailand has enacted the Emergency Decree on Digital Asset Businesses B.E. 2561 (2018) to regulate certain types of digital asset offerings and trading, the regulatory framework concerning non-fungible tokens (NFTs) remains unclear. Due to their diverse and unique characteristics, NFTs may not fall squarely within the existing legal definitions, thereby necessitating complex interpretation and case-by-case rulings by the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC) to align with the applicable law. This is particularly problematic when NFTs resemble “securities” or are used as instruments for fundraising, which may result in legal ambiguities, investor protection concerns, and broader implications for national economic stability. In contrast, the United States is able to apply the Securities Act of 1933 by analyzing whether NFTs constitute “securities” in the form of “investment contracts” based on the criteria established in the landmark case of SEC v. W.J. Howey Co. Accordingly, the author proposes that Thailand should evaluate the scope of the definition and appropriate regulatory criteria for NFTs by adopting the Howey Test, developed by the U.S. Securities and Exchange Commission, to ensure legal clarity and support the stability of the digital asset market in Thailand.

**Keywords:** Digital Assets, Non-Fungible Tokens (NFTs), Securities

## 1. บทนำ

การพัฒนาเศรษฐกิจมักควบคู่ไปกับการพัฒนากฎหมาย เนื่องจากกฎหมายก็เป็นเครื่องมือสำคัญอย่างหนึ่งในการควบคุมกลไกระบบทางเศรษฐกิจ การพัฒนามาตรฐานกฎหมายจึงมีความจำเป็นที่จะต้องเท่าทันกับยุคสมัยเพื่อรองรับระบบทางเศรษฐกิจรูปแบบใหม่ที่มีความเปลี่ยนแปลงอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในยุคดิจิทัล (Digital Era) ที่โลกขับเคลื่อนด้วยเทคโนโลยีและอินเทอร์เน็ต ซึ่งเทคโนโลยีสำคัญที่ได้รับความนิยมคือเทคโนโลยีบล็อกเชน (Blockchain) ที่นำมาใช้กับธุรกรรมและขับเคลื่อนการทำงานขององค์กรทั้งภาครัฐและเอกชน เนื่องจากเป็นเทคโนโลยีที่มีความโปร่งใส ง่ายต่อการตรวจสอบ และแก้ไขปัญหาบางประการที่เทคโนโลยีในอดีตไม่สามารถทำได้ และอีกประการคือการนำเทคโนโลยีบล็อกเชนมาเป็นกลไกในการสร้างคริปโทเคอร์เรนซี (Cryptocurrency) และโทเคนดิจิทัล (Digital Token) ซึ่งเป็นสินทรัพย์ดิจิทัล (Digital Asset) ประเภทหนึ่งและถือเป็นหนึ่งในรูปแบบทรัพย์สินยุคใหม่ที่อยู่ในรูปอิเล็กทรอนิกส์และกำลังได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในทุกประเทศทั่วโลก

สินทรัพย์ดิจิทัล คือ สิ่งที่มีมูลค่าและสามารถเป็นเจ้าของได้ แต่ไม่สามารถแตะต้องได้ทางกายภาพ ได้แก่ ไฟล์เอกสาร, ซอฟต์แวร์, งานการออกแบบและดีไซน์ รวมถึงคริปโทเคอร์เรนซีและโทเคน โดยกระแสการลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัลเพิ่มขึ้นอย่างมากนับแต่เกิดเทคโนโลยีบล็อกเชนและบิตคอยน์ (Bitcoin) โดยมีการนำสินทรัพย์ดิจิทัลมาใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนจากประชาชน และเป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยน รวมถึงนำมาซื้อขายหรือแลกเปลี่ยนในศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัล หลายประเทศทั่วโลกจึงได้เกิดความกังวลและหาทางป้องกันความเสี่ยงในประเด็นสำคัญ ได้แก่ ความเสี่ยงด้านการฟอกเงิน การหลอกลวงให้นักลงทุนเข้าร่วมโครงการที่ไม่โปร่งใส การคุ้มครองผู้บริโภค ความกังวลของรัฐเกี่ยวกับเสถียรภาพทางการเงินและระบบเศรษฐกิจของประเทศ ตลอดจนการหลีกเลี่ยงภาษี และอาชญากรรมที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ดิจิทัลโดยตรง เช่น การเรียกค่าไถ่ การขโมยทรัพย์สินดิจิทัล รวมถึงการนำเงินไปสนับสนุนองค์กรอาชญากรรมข้ามชาติหรือการก่อการร้าย แต่ในหลายประเทศก็ให้ความสนใจในสินทรัพย์ดิจิทัลในระบบเศรษฐกิจ นวัตกรรม และตลาดสินทรัพย์ดิจิทัล เพราะยังมีความแปลกใหม่และอาจจะเข้าถึงการแสวงหาประโยชน์ทางเศรษฐกิจได้เช่นกัน

จากประโยชน์และความเสี่ยงเหล่านี้ ทำให้ท่าทีของแต่ละประเทศต่อสินทรัพย์ดิจิทัลมีความแตกต่างกัน โดยสามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ กลุ่มประเทศที่ต่อต้านและควบคุมอย่างเข้มงวด เช่น สาธารณรัฐประชาชนจีน ซึ่งมีนโยบายชัดเจนในการจำกัดการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ดิจิทัล กลุ่มประเทศที่เน้นการเฝ้าระวังและควบคุมผ่านกฎหมายที่มีอยู่เดิม โดยไม่ได้ห้ามหรือส่งเสริมอย่างชัดเจน เช่น สหรัฐอเมริกา แคนาดา

และสหราชอาณาจักร และกลุ่มประเทศที่เลือกแนวทางปรับตัวควบคู่กับการกำกับดูแลและส่งเสริม โดยยอมรับการดำรงอยู่ของสินทรัพย์ดิจิทัลและพัฒนาแนวทางการกำกับดูแลเพื่อรองรับการเติบโตของตลาด เช่น เอลซัลวาดอร์ สวิตเซอร์แลนด์ บาฮามาส สิงคโปร์ ญี่ปุ่น ประเทศสมาชิกสหภาพยุโรป และประเทศไทย ซึ่งนวัตกรรมที่หลายประเทศให้ความสำคัญคือการแปลงสินทรัพย์ต่าง ๆ ให้อยู่ในรูปแบบดิจิทัล โดยสร้างโทเคนเพื่อเป็นตัวแทนของสิทธิหรือทรัพย์สินต่าง ๆ หรือเรียกว่ากระบวนการ Tokenization<sup>2</sup> และพัฒนากระบวนการไปสู่กระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นโทเคน (Asset Tokenization) โดยนำทรัพย์สินต่าง ๆ เช่น อสังหาริมทรัพย์ งานศิลปะ ของมีค่าต่าง ๆ มาแปลงเป็นโทเคนดิจิทัล เพื่อความสะดวกและรวดเร็วในการระดมทุน ซึ่ง ณ ปัจจุบันก็เริ่มมีการออกสกุลเงินเป็นโทเคนดิจิทัล เช่น เงินรูเปียห์ดิจิทัลของประเทศอินโดนีเซีย หรือคำพิพากษาของศาลในสาธารณรัฐประชาชนจีนที่ตัดสินให้ NFTs เป็นสินทรัพย์เสมือนที่ได้รับการคุ้มครองตามกฎหมายแล้ว<sup>3</sup>

NFTs ได้รับความสนใจอย่างมากในช่วงเดือนมีนาคม ปี 2021 เมื่อมีการชำระเงินด้วยสกุลเงินดิจิทัลที่เรียกว่าอีเธอร์ (Ether) เป็นจำนวน 69 ล้านดอลลาร์สหรัฐ สำหรับงานศิลปะดิจิทัลชิ้นพิเศษที่มีชื่อว่า Everydays: The First 5000 Days<sup>4</sup> ทั้งนี้ การกำกับดูแล NFTs เป็นเรื่องซับซ้อน เนื่องจากเทคโนโลยี NFTs มีการใช้งานที่หลากหลายรูปแบบ เช่น ของสะสม (Collectibles) ข้อมูลที่เชื่อมโยงกับวัตถุทางกายภาพ (Data Associated) เครื่องมือทางการเงิน (Financial instruments) หรือบันทึกถาวรที่เกี่ยวข้องกับบุคคล (Permanent records) เช่น ทะเบียนสมรสหรือโฉนดที่ดิน ดังนั้น NFTs จึงมีสภาพที่แตกต่างจากสกุลเงินดิจิทัลหรือคริปโตเคอร์เรนซี (Cryptocurrencies) ที่สามารถทดแทนกันได้ (Fungible) และการใช้ NFTs ในแต่ละกรณีจะเป็นตัวกำหนดว่า NFTs นั้นควรอยู่ภายใต้กรอบการกำกับดูแลแบบใด

ประเทศไทยมีการตรากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ดิจิทัลออกมา 2 ฉบับ คือ พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561<sup>5</sup> (ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ) และพระราชกำหนดแก้ไขเพิ่มเติมประมวลรัษฎากร ฉบับที่ 19 พ.ศ. 2561

<sup>2</sup> สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.), “รู้จัก Tokenization,” 10 มีนาคม 2564.

<sup>3</sup> Jesse Coghlan, “Chinese court says NFTs are virtual property protected by law,” *Cointelegraph*, Dec 05, 2022, accessed June 16, 2025, <https://cointelegraph.com/news/chinese-court-says-nfts-are-virtual-property-protected-by-law>.

<sup>4</sup> Jacqui Palumbo. “First NFT artwork at auction sells for staggering \$69 million,” *CNN*, March 12, 2021, accessed June 16, 2025, <https://edition.cnn.com/style/article/beeple-first-nft-artwork-at-auction-sale-result>.

<sup>5</sup> พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561, *ราชกิจจานุเบกษา* เล่มที่ 135 ตอนที่ 33ก (13 พฤษภาคม 2561): 43-70.

เพื่อรองรับและควบคุมตลาดการแลกเปลี่ยนสินทรัพย์ดิจิทัล โดย พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ มีวัตถุประสงค์สำคัญเพื่อควบคุมการออกและการซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัล แต่ก็ยังมีข้อจำกัดหลายประการ เพราะเป็นกฎหมายที่มีวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแล “การเสนอขาย” โทเคนดิจิทัลด้วยการระดมทุนและการให้บริการเป็นตัวกลางในการซื้อขายแลกเปลี่ยนสินทรัพย์ดิจิทัลเป็นสำคัญเท่านั้น<sup>6</sup> ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ที่จะเป็นกฎหมายที่ว่าด้วยสินทรัพย์ดิจิทัลแต่อย่างใด จึงยังไม่สามารถกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลได้อย่างครอบคลุม โดยเฉพาะเรื่องนิยามของโทเคนดิจิทัล เนื่องจากตาม พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ มาตรา 3 และประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 15/2561 เรื่อง การเสนอขายโทเคนดิจิทัลต่อประชาชน จำกัดไว้แต่เพียงโทเคนดิจิทัลเพื่อการลงทุน (Investment Token) และโทเคนดิจิทัลเพื่อการใช้ประโยชน์ (Utility Token) ทำให้เกิดปัญหาต่อไปว่าโทเคนดิจิทัลประเภทอื่น ๆ เช่น โทเคนดิจิทัลโทเคนที่ไม่สามารถทดแทนกันได้ หรือ NFTs ที่ยังไม่อยู่ในความหมายของโทเคนดิจิทัลตาม พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ แต่ได้รับความนิยมและมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่องนับแต่ปลายปี 2564 จนในปัจจุบันก็ได้มีการต่อยอดไปถึงเรื่องของธุรกิจโดยตรง เช่น วงการเกม แฟชั่น กีฬา ศิลปะ สามารถออกจำหน่ายเพื่อการระดมทุน สะสม หรือซื้อขายเพื่อหากำไรได้เช่นกัน รวมไปถึงการให้สิทธิพิเศษบางประการในทางทรัพย์สินแก่ผู้ถือ NFTs ในบางกรณี แต่เมื่อ NFTs ยังไม่ได้รับการสนับสนุนหรือการควบคุมโดยรัฐ ก็อาจเป็นช่องทางสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อการประกอบธุรกิจ เสถียรภาพทางการเงิน และความมั่นคงทางระบบเศรษฐกิจของประเทศได้ และยังไม่เป็นการบรรลุมูลวัตถุประสงค์เรื่องการนำเทคโนโลยีมาทำให้เกิดการพัฒนาทางเศรษฐกิจและสังคมอย่างยั่งยืนอันจะเป็นการสนับสนุนและอำนวยความสะดวกให้ผู้ประกอบธุรกิจที่มีศักยภาพมีเครื่องมือในการระดมทุนที่หลากหลาย และป้องกันมิให้มีการนำสินทรัพย์ดิจิทัลไปใช้เกี่ยวกับการประกอบอาชญากรรมตามวัตถุประสงค์ของ พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ อีกด้วย<sup>7</sup>

แนวคิดในการพัฒนากฎหมายเกี่ยวกับตลาดสินทรัพย์ดิจิทัลที่สำคัญและเป็นที่น่าสนใจในหลายประเทศ โดยเฉพาะในหมู่นักลงทุนและบริษัทหลักทรัพย์หรือโบรกเกอร์ (Broker) คือเรื่องการปรับ “สินทรัพย์ดิจิทัล” เข้ากับกฎหมาย “หลักทรัพย์และการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์” เนื่องจากลักษณะของสินทรัพย์ดิจิทัลโดยเฉพาะกลุ่มโทเคนดิจิทัลมีความคล้ายคลึงกับสภาพความเป็นหลักทรัพย์ กล่าวคือ เป็นทรัพย์สินที่ไม่สามารถจับต้องได้ มีมูลค่าทางการเงินเป็นสำคัญ อยู่บนพื้นฐานของการได้รับสิทธิหรือประโยชน์ตอบแทนการ

<sup>6</sup> สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.), “คำอธิบายสรุปสาระสำคัญของพระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561 (รวมที่แก้ไขเพิ่มเติม),” 30 เมษายน 2568.

<sup>7</sup> พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561, หมายเหตุท้ายพระราชบัญญัติ, 70.

ให้เงินทุน และสามารถซื้อขายเปลี่ยนมือได้ รวมถึงหน่วยงานของรัฐที่ควบคุมดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลก็มักเป็นหน่วยงานที่เกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์คือสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (The Securities and Exchange Commission ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า SEC) เช่นเดียวกัน ดังนั้น จึงมีความคิดที่จะพัฒนาสินทรัพย์ดิจิทัลผ่านกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Asset Securitization) เพื่อเพิ่มสภาพคล่องในการระดมทุนและการซื้อขายให้สูงขึ้น อันเป็นการประยุกต์ใช้เทคโนโลยีสมัยใหม่กับระบบหลักทรัพย์ที่มีอยู่เดิมให้ดีและสะดวกรวดเร็วยิ่งขึ้น ซึ่งเป็นผลดีต่อผู้ประกอบการธุรกิจอย่างมากในการระดมทุน และเพิ่มตัวเลือกการลงทุนในตลาดการซื้อขายหลักทรัพย์ในด้านของนักลงทุน

ดังนั้น บทความนี้จะทำการศึกษาและวิเคราะห์แนวคิดในการกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัล โดยศึกษาเฉพาะประเภท NFTs เปรียบเทียบกับกฎหมายหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา คือ Securities Act of 1933 และ Securities Exchange Act of 1934 ที่ปรับใช้กับสินทรัพย์ดิจิทัลเพื่อเป็นการพัฒนากฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์และสินทรัพย์ดิจิทัล ในการคุ้มครองและสนับสนุนทั้งผู้ระดมทุนและนักลงทุน อันเป็นการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยให้ก้าวหน้ายุคสมัย ซึ่งถือเป็นหนึ่งในเรื่องสำคัญของแผนยุทธศาสตร์ชาติ 20 ปี (พ.ศ. 2561-2580)

## 2. การกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลในประเทศไทย

ประเทศไทยได้คำนึงถึงความเสี่ยงที่จะมีการประกอบธุรกิจหรือการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่อาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพทางการเงิน ระบบเศรษฐกิจของประเทศ และอาจเกิดผลกระทบต่อประชาชนในวงกว้างเป็นสำคัญ จึงได้มีการตรา พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อกำกับดูแลการระดมทุนต่อประชาชนผ่านการเสนอขายโทเคนดิจิทัล การประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล และการดำเนินกิจกรรมเกี่ยวกับสินทรัพย์ดิจิทัล เพื่อป้องกันมิให้มีการนำสินทรัพย์ดิจิทัล ไปใช้ประโยชน์หรือกระทำการใดในลักษณะที่เป็นการหลอกลวงประชาชนหรือที่เกี่ยวข้องกับการประกอบอาชญากรรม โดยสินทรัพย์ดิจิทัลที่อยู่ภายใต้บังคับของ พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ ได้แก่ คริปโทเคอร์เรนซีและโทเคนดิจิทัลเท่านั้น<sup>8</sup> และได้กำหนดว่า “หลักทรัพย์” ตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ) ซึ่งแม้จะอยู่ในรูปของหน่วยข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ ก็ไม่ถือเป็นสินทรัพย์ดิจิทัลในประเภทคริปโทเคอร์เรนซีและโทเคนดิจิทัลภายใต้ พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ<sup>9</sup> เพื่อให้เกิดความชัดเจนและป้องกันความซ้ำซ้อนของกฎหมาย อย่างไรก็ตาม พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ กลับยังคงมีความคล้ายคลึงกับ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ในหลายประการ ได้แก่

<sup>8</sup> พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561, มาตรา 3.

<sup>9</sup> พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561, มาตรา 5.

1) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการป้องกันการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมตามหมวด 6 ใช้บังคับกับสินทรัพย์ดิจิทัลที่มีการซื้อขายหรือแลกเปลี่ยนในศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลตาม พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัล<sup>10</sup> ซึ่งมีหลักเกณฑ์ในทำนองเดียวกันกับบทบัญญัติว่าด้วยการกระทำความผิดเป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ

2) การปฏิบัติหน้าที่ภายใต้ พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ ได้กำหนดอำนาจพนักงานเจ้าหน้าที่ไว้ทำนองเดียวกับ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ เช่นกัน เพียงแต่เพิ่มเติมอำนาจในการตรวจสอบหรือเข้าถึงระบบข้อมูลคอมพิวเตอร์ ข้อมูลจราจรทางคอมพิวเตอร์ หรืออุปกรณ์ที่ใช้ในการเก็บข้อมูลคอมพิวเตอร์ เพื่อให้สอดคล้องกับการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลที่เป็นการกระทำผ่านทางระบบคอมพิวเตอร์<sup>11</sup>

3) พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ ได้กำหนดโทษทางอาญาแก่ผู้ที่ไม่ปฏิบัติตามโดยได้กำหนดบทลงโทษเป็นโทษจำคุก ปรับ หรือทั้งจำทั้งปรับตามหมวด 8 ซึ่งฐานความผิดและอัตราโทษเทียบเคียงได้กับ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ

4) พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ ได้กำหนดให้นำมาตรการลงโทษทางแพ่งมาใช้ดำเนินการแก่ผู้กระทำความผิด<sup>12</sup> โดยกลไกการใช้มาตรการลงโทษทางแพ่งนั้นกำหนดไว้เช่นเดียวกับ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ<sup>13</sup> รวมทั้งให้นำบทบัญญัติเกี่ยวกับมาตรการลงโทษทางแพ่งตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ มาใช้บังคับโดยอนุโลม<sup>14</sup>

ในช่วงปี พ.ศ. 2565 เกิดเหตุการณ์การล่มสลายเกี่ยวกับสินทรัพย์ดิจิทัลหลายเหตุการณ์ ได้แก่ การหลุดตรึงมูลค่า (Peg) ของเหรียญ LUNA และ TerraUSD (UST) ของเครือข่าย Terra ซึ่งเป็น Algorithmic Stablecoin หรือเหรียญดิจิทัลที่มีการตรึงมูลค่าให้คงที่ ส่งผลให้กองทุนป้องกันความเสี่ยง (Hedge Fund) ที่ลงทุนในสินทรัพย์ดิจิทัลอย่าง Three Arrows Capital และผู้ให้บริการแพลตฟอร์มรับฝากและกู้ยืมสินทรัพย์ดิจิทัลอย่าง Celsius ล้มละลาย รวมถึงการล่มสลายของแพลตฟอร์มซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัล FTX ซึ่งเป็นผู้ให้บริการรายใหญ่อันดับต้น ๆ ของโลก ซึ่งส่งผลกระทบถึงลูกค้าของผู้ประกอบธุรกิจในประเทศไทย สะท้อนให้เห็นถึงปัญหาของการขาดการบริหารจัดการและการควบคุมกิจการที่มีประสิทธิภาพรวมถึงช่องโหว่ของอุตสาหกรรมสินทรัพย์ดิจิทัลที่ปัจจุบันยังไม่มีมีการกำกับดูแลอย่างเหมาะสม สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า ก.ล.ต.)

<sup>10</sup> พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561, มาตรา 38.

<sup>11</sup> พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561, มาตรา 51.

<sup>12</sup> พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561, มาตรา 96.

<sup>13</sup> พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561, มาตรา 97- 98.

<sup>14</sup> พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561, มาตรา 99.

ได้พยายามศึกษาทิศทางการพัฒนาของสินทรัพย์ดิจิทัลและเสนอแนวทางปรับปรุงกฎหมายให้สอดคล้องกับความเสี่ยงและลักษณะของสินทรัพย์ดิจิทัลที่เปลี่ยนแปลงไป รวมถึงเตรียมรับมือกับความเสี่ยงรูปแบบใหม่ที่อาจเกิดขึ้น โดยมีเป้าหมายเพื่อยกระดับการคุ้มครองผู้ใช้บริการในหลายด้าน เช่น การดูแลรักษาทรัพย์สินของลูกค้า การโฆษณาและการส่งเสริมการขายของผู้ประกอบการ การจัดการกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และการรักษาความปลอดภัยทางไซเบอร์ เพื่อให้สอดคล้องกับแนวทางของหน่วยงานกำกับดูแลในระดับนานาชาติและประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก<sup>15</sup>

ณ ปัจจุบัน โทเคนดิจิทัลที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลตาม พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ แบ่งเป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ คือ (1) “โทเคนดิจิทัลเพื่อการลงทุน” หรือ Investment Token คือ โทเคนดิจิทัลที่ให้สิทธิในการร่วมลงทุนในโครงการ และได้รับผลตอบแทน ในรูปแบบต่าง ๆ เช่น ได้รับส่วนแบ่งรายได้ หรือได้รับผลตอบแทนคล้ายตราสารหนี้ เป็นต้น และ (2) “โทเคนดิจิทัลเพื่อการใช้ประโยชน์” หรือ Utility Token เป็นโทเคนดิจิทัลที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือในการได้รับสินค้า บริการ หรือสิทธิอื่น ๆ ที่เฉพาะเจาะจง<sup>16</sup> โดยแบ่งเป็นแบบ “โทเคนดิจิทัลเพื่อการใช้ประโยชน์ไม่พร้อมใช้” และ “โทเคนดิจิทัลเพื่อการใช้ประโยชน์พร้อมใช้”<sup>17</sup> แต่สำหรับโทเคนที่ไม่สามารถทดแทนกันได้ หรือ NFTs ซึ่งเป็นการนำเทคโนโลยีมาใช้แสดงความเป็นเจ้าของหรือให้สิทธิในสิ่งใดสิ่งหนึ่งหรือที่มีลักษณะเฉพาะในแต่ละเหรียญ ไม่สามารถทดแทนกันได้ (Non-Fungible) เช่น งานศิลปะ เพลง รูปภาพ ของสะสมเกี่ยวกับศิลปินหรือนักกีฬา และอาจจะเป็นอะไรก็ได้ในเหรียญเดียวนั้น ตาม พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ ไม่ได้มีการกำหนดเกี่ยวกับ NFTs ไว้โดยเฉพาะ ดังนั้น จะต้องพิจารณาว่าลักษณะของ NFTs แต่ละเหรียญ เข้านิยามของ “สินทรัพย์ดิจิทัล” ประเภทใดประเภทหนึ่งตาม พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ หรือไม่ โดยอยู่บนเงื่อนไขดุลพินิจในการพิจารณานิยามที่ซับซ้อนของ ก.ล.ต. เป็นสำคัญ

หาก NFTs มีการกำหนดสิทธิในการได้มาซึ่งสินค้า บริการ หรือสิทธิอื่นใดที่เฉพาะเจาะจง เช่น มีการออก NFTs ที่ให้สิทธิในการได้มาซึ่งทรัพย์สิน อาจจะเป็นสิ่งของที่มีลักษณะทางกายภาพที่จับต้องได้หรือไฟล์ดิจิทัล หรือมีการสะสม NFTs แล้วให้สิทธิแก่ผู้ถือไปแลกของหรือสิทธิอย่างอื่น อาจจะเข้านิยาม Utility Token ตาม พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ ดังนั้น การประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ NFTs ลักษณะนี้ต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ภายใต้ พ.ร.ก. สิน

<sup>15</sup> สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.), “ก.ล.ต. กับ ทิศทางการกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัล,” 8 ธันวาคม 2565.

<sup>16</sup> สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.), “รู้จัก “โทเคนดิจิทัล” ที่ ก.ล.ต. กำกับดูแล,” 28 สิงหาคม 2567.

<sup>17</sup> สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, “ประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ. 17/2567 เรื่อง การเสนอขายโทเคนดิจิทัลต่อประชาชน (ฉบับที่ 12),” 6 สิงหาคม 2567.

ทรัพย์สินดิจิทัลฯ แต่ถ้าหาก NFTs นั้นเป็นทรัพย์สินนั้นเอง เวลาซื้อขายหรือโอนก็ติดไปด้วยกัน ไม่อาจแยกกันได้ และไม่ได้มีการกำหนดสิทธิใด ๆ เพิ่มเติม และไม่มีวัตถุประสงค์ในการใช้เป็นสื่อกลางในการซื้อขายแลกเปลี่ยน เช่น NFTs ที่สร้างขึ้นโดยการเก็บแฟ้มข้อมูลดิจิทัล (Digital File) บนระบบแฟ้มแบบกระจายตัว (Interplanetary File System หรือ IPFS) และสร้างเหรียญดิจิทัลขึ้นมาเพื่อความสะดวกในการซื้อขายแลกเปลี่ยน (ไม่ว่าจะสร้าง NFTs เหรียญเดียวหรือหลายเหรียญจากแฟ้มข้อมูลดิจิทัลที่เก็บบน IPFS) โดยแฟ้มข้อมูลดิจิทัลและเหรียญนั้นจะโอนติดไปด้วยกัน ไม่สามารถแก้ไขเปลี่ยนแปลง และไม่สามารถแยกกันได้ NFTs ดังกล่าวจะไม่เป็นสินทรัพย์ดิจิทัลที่กำกับดูแลโดย พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ ทั้งนี้ ศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลที่ได้รับใบอนุญาตไม่สามารถนำ NFTs ที่เข้าข่ายเป็นสินทรัพย์ดิจิทัลตาม พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ มาให้บริการซื้อขายในศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลได้ ตามข้อ 39/1 แห่งประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กธ. 18/2564 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล (ฉบับที่ 11) ลงวันที่ 10 มิถุนายน 2564<sup>18</sup>

ดังนั้น จึงกล่าวได้ว่าการกำกับดูแล NFTs ในประเทศไทยนั้นยังไม่มีความชัดเจนแน่นอน แต่ประการใด โดยขึ้นอยู่กับพิจารณาลักษณะของ NFTs นั้น ๆ เป็นรายกรณีตามดุลพินิจของ ก.ล.ต. ดังนั้น จึงยังไม่อาจคุ้มครองประชาชน สนับสนุนการลงทุนและเศรษฐกิจ และป้องกันอาชญากรรมได้อย่างเต็มที่ดังที่ พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ และ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ มีเจตนารมณ์ อาจด้วยแนวโน้มนโยบายเดิมของ ก.ล.ต. ต้องการจำกัดประเภทสินทรัพย์ดิจิทัลที่รัฐจะเข้าควบคุมกำกับดูแลการเสนอขายและการทำธุรกรรมเท่านั้น จึงมีการระบุประเภทสินทรัพย์ดิจิทัลที่กฎหมายกำกับไว้อย่างแคบ เมื่อสถานการณ์โลกและเทคโนโลยีเปลี่ยนแปลง การตีความอย่างแคบและจำกัดจึงอาจไม่เหมาะสมและเพียงพออีกต่อไป

### 3. การกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลในสหรัฐอเมริกา

สหรัฐอเมริกามีแนวทางการพัฒนาประเทศตามแนวทางเสรีนิยม มีมุมมองด้านการควบคุมสินทรัพย์ดิจิทัลในลักษณะการควบคุมแต่ยังไม่สนับสนุนการทำธุรกิจเกี่ยวกับธุรกรรมของสินทรัพย์ดิจิทัลเท่าใดนัก และเป็นประเทศที่มีตลาดหลักทรัพย์ใหญ่เป็นอันดับหนึ่งของโลก คือ New York Stock Exchange โดยสหรัฐอเมริกาปรับใช้กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่มีอยู่เดิม คือ Securities Act of 1933 และ Securities Exchange Act of 1934 ซึ่งเป็นกฎหมายในระดับกฎหมายของรัฐบาลกลาง (Federal law) ในการกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัล และมีหน่วยงานควบคุม คือ U.S. Securities and Exchange Commission (ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า U.S. SEC) ซึ่งมีอำนาจหน้าที่คล้ายกับ ก.ล.ต. ของประเทศไทย และเริ่มมีกรณีศึกษาเกี่ยวกับการ

<sup>18</sup> สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.), “Non-Fungible Token (NFT) และการกำกับดูแลของ ก.ล.ต.,” 6 มกราคม 2565

ปรับใช้กฎหมายหลักทรัพย์เดิมบังคับกับบริษัทที่ให้บริการด้านสินทรัพย์ดิจิทัลที่ดำเนินการโดย U.S. SEC และอัยการของสหรัฐอเมริกา ดังนั้น ผู้เขียนจึงเห็นสมควรที่จะมีการศึกษาเปรียบเทียบกับกฎหมายของสหรัฐอเมริกาในด้านของการบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์ดั้งเดิมในการกับกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลและ NFTs

ประเด็นปัญหากฎหมายเกี่ยวกับสินทรัพย์ดิจิทัลและ NFTs ในสหรัฐอเมริกาคือการพิจารณาเรื่องการปรับใช้กฎหมายที่มีอยู่เดิมในการที่รัฐจะเข้าควบคุมและกำกับดูแล โดยนำแนวคิดนิยามของหลักทรัพย์ (Securities) ว่าด้วย “สัญญาการลงทุน” หรือ “Investment Contracts” มาปรับใช้กับสินทรัพย์ดิจิทัล ตาม Securities Act of 1933 Section 2[77b](a) (1)<sup>19</sup> และ Securities Exchange Act of 1934 section 3(a)(10)<sup>20</sup> ซึ่งเป็นกฎหมาย Federal Law ที่กำหนดว่าหากพิจารณาพบว่าสิ่งใดเป็น “สัญญาการลงทุน” สิ่งนั้นย่อมเป็น “หลัก

<sup>19</sup> Securities Act of 1933, section 2 [77b] (a) (1), คำว่า “หลักทรัพย์” หมายถึง ตัวสัญญาใช้เงิน หุ้น หุ้นคลัง สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเกี่ยวกับหลักทรัพย์ สัญญาสวอปที่อ้างอิงหลักทรัพย์ พันธบัตร ตัวเงินกู้ หลักฐานแสดงหนี้ ใบสำคัญแสดงสิทธิในผลประโยชน์หรือการมีส่วนร่วมในสัญญาแบ่งปันผลกำไร ใบรับรองทรัสต์ค้ำประกัน ใบสำคัญก่อนจัดตั้งบริษัทหรือใบสมัครซื้อหุ้น หุ้นที่โอนเปลี่ยนมือได้ สัญญาการลงทุน ใบรับรองทรัสต์เพื่อลงคะแนนเสียง ใบรับฝากหลักทรัพย์ สิทธิในทรัพยากรปิโตรเลียม ก๊าซ หรือทรัพยากรแร่ธาตุอื่นในลักษณะเป็นส่วนแบ่งโดยไม่แบ่งแยก ตลอดจนสิทธิแบบสิทธิในการขาย สิทธิในการซื้อ สิทธิในการซื้อและขาย สิทธิตามสัญญาในการซื้อขายสิทธิ หรือสิทธิพิเศษใด ๆ เกี่ยวกับหลักทรัพย์ ใบรับฝากเงิน หรือกลุ่มหรือดัชนีของหลักทรัพย์ (รวมถึงสิทธิหรือผลประโยชน์ใด ๆ ในหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือสิทธิที่อ้างอิงหรือคำนวณตามมูลค่าของหลักทรัพย์ดังกล่าว) หรือ สิทธิแบบสิทธิในการขาย สิทธิในการซื้อ สิทธิในการซื้อและขาย สิทธิตามสัญญาในการซื้อขายสิทธิ หรือสิทธิพิเศษที่ทำในตลาดหลักทรัพย์ระดับประเทศซึ่งเกี่ยวข้องกับสกุลเงินต่างประเทศ หรือโดยทั่วไปให้หมายความรวมถึง สิทธิหรือเครื่องมือทางการเงินใด ๆ ที่เป็นที่ยึดโดยทั่วไปว่าเป็น “หลักทรัพย์” และหมายความรวมถึงใบสำคัญแสดงสิทธิหรือการมีส่วนร่วมในหลักทรัพย์ดังกล่าว ใบสำคัญชั่วคราวหรือใบสำคัญระหว่างกาล ใบรับ ใบรับรองการค้ำประกัน หรือใบสำคัญแสดงสิทธิหรือสิทธิใด ๆ ในการจองซื้อหรือซื้อหลักทรัพย์ตามที่กล่าวมาข้างต้นทั้งหมดดังกล่าวแล้ว.

<sup>20</sup> Securities Exchange Act of 1934, section 3 (a) (10), คำว่า “หลักทรัพย์” หมายถึง ตัวสัญญาใช้เงิน หุ้น หุ้นคลัง สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเกี่ยวกับหลักทรัพย์ สัญญาสวอปที่อ้างอิงหลักทรัพย์ พันธบัตร ตัวเงินกู้ ใบสำคัญแสดงสิทธิในผลประโยชน์หรือการมีส่วนร่วมในสัญญาแบ่งปันผลกำไร หรือในค่าสิทธิในน้ำมัน ก๊าซ หรือแร่ธาตุอื่น หรือสิทธิการเช่าที่เกี่ยวข้อง ใบรับรองทรัสต์ค้ำประกัน ใบสำคัญก่อนการจัดตั้งบริษัทหรือใบสมัครซื้อหุ้น หุ้นที่โอนเปลี่ยนมือได้ สัญญาการลงทุน ใบรับรองทรัสต์เพื่อลงคะแนนเสียง ใบรับฝากหลักทรัพย์ สิทธิแบบสิทธิในการขาย สิทธิในการซื้อ สิทธิในการซื้อและขาย สิทธิตามสัญญาในการซื้อขายสิทธิ หรือสิทธิพิเศษใด ๆ เกี่ยวกับหลักทรัพย์ ใบรับฝากเงิน หรือกลุ่มหรือดัชนีของหลักทรัพย์ (รวมทั้งสิทธิหรือผลประโยชน์ใด ๆ ในหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือสิทธิที่คำนวณจากมูลค่าของหลักทรัพย์ดังกล่าว) รวมตลอดถึงสิทธิแบบสิทธิในการขาย สิทธิในการซื้อ สิทธิในการซื้อและขาย สิทธิตามสัญญาในการซื้อขายสิทธิ หรือสิทธิพิเศษที่ทำในตลาดหลักทรัพย์ระดับประเทศซึ่งเกี่ยวข้องกับสกุลเงินต่างประเทศ และโดยทั่วไปให้หมายความรวมถึงตราสารใด ๆ ซึ่งเป็นที่ยึดโดยทั่วไปว่าเป็น “หลักทรัพย์” และหมายความรวมถึงใบสำคัญแสดงสิทธิหรือการมีส่วนร่วมในหลักทรัพย์ดังกล่าว ใบสำคัญชั่วคราวหรือใบสำคัญระหว่างกาล ใบรับ ใบสำคัญแสดงสิทธิ หรือสิทธิในการจองซื้อหรือซื้อหลักทรัพย์ใด ๆ ตามที่กล่าวมาแล้วข้างต้น ทั้งนี้ ไม่รวมถึง สกุลเงิน หรือตัวแลกเงิน คริปโต ตัวส่งจ่ายเงิน หรือตัวสัญญาใช้เงินของธนาคารที่มีอายุเมื่อออกไม่เกินเก้าเดือน (ไม่นับวันผ่อนผัน) และ ไม่รวมถึงการต่ออายุใด ๆ ที่มีอายุจำกัดในลักษณะเดียวกัน.

ทรัพย์” และอยู่ภายใต้การควบคุมตามกฎหมายหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาที่กำหนดให้ต้องมีการจดทะเบียนก่อนที่จะใช้เครื่องมือหรือช่องทางการค้าระหว่างรัฐ (Interstate Commerce) ใด ๆ เพื่อเสนอขายหลักทรัพย์นั้น<sup>21</sup>

แนวคิดทฤษฎีต่าง ๆ ในการพิจารณาว่าเป็นสัญญาการลงทุนหรือไม่นั้นมีหลายแนวคิดทฤษฎี แต่ที่นักกฎหมาย ศาล และ U.S. SEC ของสหรัฐอเมริกาใช้เป็นหลักในการอ้างอิงคือแนวคิดเรื่องหลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี *Howey* ที่เป็นหลักมาจากคำพิพากษาของ the U.S. Supreme Court ในคดี *U.S. SEC v. W.J. Howey Co.* (1946)<sup>22</sup> ในการพิจารณาว่าสิ่งใดเป็นหลักทรัพย์ประเภท “สัญญาการลงทุน” ตามกฎหมายหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาหรือไม่ ซึ่งก็เป็นไปตามลักษณะของประเทศที่ใช้ระบบกฎหมายจารีตประเพณี ดังนั้น หลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี *Howey* ที่ศาลสูงสหรัฐอเมริกาเคยวินิจฉัยจึงนำมาใช้อ้างอิงในคดีเกี่ยวกับการพิจารณาประเด็นหลักทรัพย์และสัญญาการลงทุนดังเช่นตัวบทกฎหมายในระบบกฎหมายลายลักษณ์อักษร

### 3.1 หลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี *Howey* (Howey Test)

การจะพิจารณาว่าการขายสินทรัพย์ดิจิทัลเป็นหลักทรัพย์หรือไม่นั้น คือการพิจารณาว่าการขายนั้นเข้าข่ายเป็น “สัญญาการลงทุน” หรือ “Investment Contract” หรือไม่<sup>23</sup> โดยคำจำกัดความหมายของคำว่า “หลักทรัพย์” (Security) ในลักษณะกว้างนี้ได้รับการพิจารณาในคดี *U.S. SEC v. W.J. Howey* ปี ค.ศ. 1946 ซึ่งเป็นคดีสำคัญเกี่ยวกับการนำ Securities Act of 1933 มาใช้กับการเสนอขายหน่วยลงทุนในโครงการสวนส้มในรัฐฟลอริดา ซึ่งมีการแนบท้ายด้วยสัญญาฉบับที่สองว่าด้วยการบริการในการเพาะปลูก การทำตลาด และการส่งมอบรายได้สุทธิกลับคืนสู่ผู้ลงทุน<sup>24</sup> โดยผู้ลงทุนในโครงการได้รับข้อเสนอในการซื้อที่ดินพร้อมกับสัญญาการบริการ (Service Contract) และได้รับแจ้งว่า “ไม่สามารถลงทุนในสวนส้มได้อย่างเหมาะสม หากไม่มีการจัดหาบริการเพาะปลูก”<sup>25</sup> ทั้งนี้ สัญญาการบริการดังกล่าวมีระยะเวลา 10 ปี และไม่สามารถยกเลิกได้<sup>26</sup> โดยบริษัท W.J. Howey Company ที่เสนอขายสวนและบริษัท *Howey-in-the-Hills Service, Inc.* ที่ให้บริการนั้น อยู่ภายใต้การควบคุมและ

<sup>21</sup> Securities Act of 1933, section 5 [77e].

<sup>22</sup> SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S.. 293 (1946).

<sup>23</sup> Carol R. Goforth, “Regulation of Crypto: Who Is the Securities and Exchange Commission Protecting?,” *American Business Law Journal* 58, no.3 (2021): 643.

<sup>24</sup> SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S.. 294, 301.

<sup>25</sup> Ibid., 295.

<sup>26</sup> Ibid., 296.



การบริหารจัดการร่วมกัน<sup>27</sup> ซึ่งสัญญาการบริการดังกล่าวนั้นให้อำนาจแก่ Howey-in-the-Hills Service, Inc. ในลักษณะเป็นผู้เช่าโดยมีสิทธิ “ครอบครองโดยสมบูรณ์” (Full and Complete Possession) ในพื้นที่ที่เสนอขาย และมีอำนาจเต็มในการจัดการเพาะปลูกในสวนส้มดังกล่าว นักลงทุนส่วนใหญ่ซึ่งเป็นนักธุรกิจที่ไม่มีความรู้เกี่ยวกับการทำสวนส้มแต่สนใจลงทุนเพราะคาดหวังว่าจะได้กำไรมาก ทั้งนี้ ผู้ซื้อส่วนใหญ่ไม่ใช่ชาวฟลอริดา และผู้ขายยอมรับว่าได้ใช้ประโยชน์และเครื่องมือการค้าระหว่างรัฐเพื่อเสนอขายสวน<sup>28</sup> U.S. SEC จึงได้ฟ้องผู้ขายโดยอ้างว่าการเสนอขายหุ้นในสวนส้มเป็นสัญญาการลงทุนซึ่งถือเป็นหลักทรัพย์อันจำเป็นต้องจดทะเบียนกับ U.S. SEC

ประเด็นสำคัญในคดีนี้ คือการตัดสินว่าหุ้นในสวนส้มนั้นถือเป็นสัญญาการลงทุนตาม Securities Act of 1933 หรือไม่ ทั้งนี้ ในกฎหมายดังกล่าวก็ได้มีการให้นิยามของสัญญาการลงทุนไว้โดยตรง แต่ในท้ายที่สุด ศาลได้กล่าวคำตัดสินว่า “รูปแบบ (Form) ถูกมองข้ามเพื่อเน้นสาระสำคัญ โดยเน้นความเป็นจริงทางเศรษฐกิจเป็นหลัก... แม้คำว่า “สัญญาการลงทุน” จะไม่ถูกนิยามไว้โดยตรง แต่คำนี้เคยใช้ในกฎหมายหลักทรัพย์ของมลรัฐ (State Securities Laws) ที่เรียกว่า “Blue Sky Laws”<sup>29</sup> ...เนื่องจากคำดังกล่าวมีใช้ก่อนการตรากฎหมายปี 1933 ศาลจึงสรุปว่า สภาของเกรสต้องตั้งใจหมายถึง Blue Sky Laws จึงใส่คำว่า “Investment Contracts” ไว้ในคำจำกัดความของ “หลักทรัพย์” (Securities)<sup>30</sup> หลังการพิจารณาและตีความกฎหมาย Blue Sky Laws ในคดี *State v. Gopher Tire & Rubber Co.*<sup>31</sup> ศาลสูงสุดได้สร้างสิ่งที่เรียกกันภายหลังว่าหลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี Howey หรือ “Howey Test” โดยวางหลักว่า “สัญญาการลงทุนตาม Securities Act of 1933 หมายถึง สัญญา (Contract) ธุรกรรม (Transaction) หรือรูปแบบการจัดการ (Scheme) ที่บุคคลนำเงินไปลงทุนในกิจการร่วม และถูกชักจูงให้คาดหวังผลกำไรที่เกิดขึ้นจากความพยายามของผู้เสนอขายหรือบุคคลที่สามเท่านั้น”<sup>32</sup> ซึ่งการที่ศาลสูงสุดได้นิยามคำว่า “สัญญาการลงทุน” ให้เป็น “หลักทรัพย์” ที่กว้างขวางเช่นนี้ แสดงให้เห็นถึงหลักการที่ยึดหยุ่นมากกว่าหลักการที่ตายตัวอันจะสามารถปรับใช้กับรูปแบบการระดมทุนที่หลากหลายในอนาคตซึ่งอาจถูกออกแบบขึ้นโดยผู้ที่ต้องการใช้เงินของผู้อื่นโดยให้คำมั่นว่าจะได้กำไร

<sup>27</sup> Ibid., 294.

<sup>28</sup> Ibid., 296.

<sup>29</sup> Blue Sky Laws คือ กฎหมายระดับมลรัฐในสหรัฐอเมริกาที่ควบคุมการเสนอขายและการขายหลักทรัพย์เพื่อปกป้องประชาชนจากการฉ้อโกง เช่น หุ้น, พันธบัตร

<sup>30</sup> Ibid., 298.

<sup>31</sup> *State v. Gopher Tire & Rubber Co.*, 146 Minn. 52, 177 N.W. 937, 938 (1920) (“[A]n investment contract thus came to mean a contract or scheme for ‘the placing of capital or laying out of money in a way intended to secure income or profit from its employment.’”).

<sup>32</sup> Brian Elzweig and Lawrence J. Trautman, “When Does a Non-Fungible Token (NFT) Become a Security?,” *Georgia State University Law Review* 39, no.2 (2023): 312.

ณ ปัจจุบัน ศาลในสหรัฐอเมริกาได้สรุปลักษณะของหลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี Howey ว่ามีองค์ประกอบ 4 ประการ ดังนี้ (1) มีการลงทุนด้วยเงินหรือสิ่งอื่นที่มีมูลค่า (Investment of Money), (2) อยู่ในกิจการร่วมกัน (Common Enterprise), (3) ผู้ซื้อคาดหวังว่าจะได้รับผลกำไร (Expects to Receive Profits) และ (4) ความคาดหวังผลกำไรนั้นมาจากความพยายามทางธุรกิจที่สำคัญของบุคคลอื่น (Efforts of Others)<sup>33</sup> ซึ่งองค์ประกอบเหล่านี้ได้รับการตีความอย่างกว้างขวางเพื่อให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของศาลในการครอบคลุมรูปแบบการระดมทุนที่หลากหลายและแปลกใหม่ในฐานะสัญญาการลงทุนเพื่อคุ้มครองนักลงทุน<sup>34</sup> ดังนั้นหากไม่สามารถพิสูจน์ได้ว่ามีองค์ประกอบครบทั้งสี่ประการตามหลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี Howey เครื่องมือทางการเงินนั้นจะไม่ได้ถือเป็นสัญญาการลงทุน และดังนั้นจะไม่ได้เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมาย<sup>35</sup> โดยได้มีการอธิบายเพิ่มเติมอีกเล็กน้อยจากหลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี Howey ที่ระบุว่าผลกำไรที่ต้องมาจาก “ความพยายามของผู้อื่นแต่เพียงฝ่ายเดียว” (Solely) นั้น ให้หมายถึงการพึ่งพา “เป็นหลัก” (Predominantly) “ส่วนใหญ่” (Largely) หรือ “ในระดับสำคัญ” (Principally)<sup>36</sup>

### 3.2 การปรับใช้หลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี Howey กับสินทรัพย์ดิจิทัลในสหรัฐอเมริกา

ลักษณะของหลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี Howey อนุญาตให้มีการกำกับดูแลที่ปรับเปลี่ยนได้เพื่อรับมือกับรูปแบบที่หลากหลายของแผนการแสวงหากำไรจากเงินของผู้อื่น อย่างไรก็ตามหลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี Howey ถูกสร้างขึ้นก่อนที่จะมีการคิดค้นสินทรัพย์ดิจิทัล อีกทั้งเทคโนโลยีในด้านนี้ได้พัฒนาเร็วกว่าแนวทางกำกับดูแล U.S. SEC จึงได้ออกแนวทางเกี่ยวกับกรณีที่ดินทรัพย์ดิจิทัลที่เข้าข่ายตามหลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี Howey แต่แนวทางเหล่านั้นมีน้อยและไม่สอดคล้องกัน<sup>37</sup> ดังนั้น U.S. SEC และอัยการของสหรัฐอเมริกาจึงได้นำแนวคิดเรื่องหลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี Howey มาสร้างเป็นกรอบแนวทางในการดำเนินคดี (Framework) เพื่อนำมาใช้ในการพิจารณาดำเนินคดีกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับสินทรัพย์ดิจิทัลหลายคดีว่ามีการกระทำความผิดตามกฎหมายหลัก

<sup>33</sup> Carol R. Goforth, “Regulation of Crypto: Who Is the Securities and Exchange Commission Protecting?,” 649.

<sup>34</sup> Brian L. Frye, “SEC No-Action Letter Request,” *Creighton Law Review* 54 (2021): 539.

<sup>35</sup> Andrew Bull and Tyler Harttraft, “Cryptocurrency and Blockchain Law: SEC’s Heightened Enforcement Against Digital Assets,” *Richmond Journal of Law and Technology* 27, no.4 (2021): 8.

<sup>36</sup> S.E.C. v. Glen W. Turner Enterprises, 474 F.2d 476, 482 (9th Cir. 1973).

<sup>37</sup> Yuliya Guseva, “When the Means Undermine the End: The Leviathan of Securities Law and Enforcement in Digital-Asset Markets,” *Stanford Journal of Blockchain Law & Policy* 5 (2022): 40-42.



หลักทรัพย์ Securities Act of 1933 หรือไม่ โดยวิเคราะห์และประเมินว่าสินทรัพย์ดิจิทัลนั้นถือเป็น “สัญญาการลงทุน” หรือไม่ และการเสนอขายหรือจำหน่ายสินทรัพย์ดิจิทัลนั้นเข้าข่ายเป็นธุรกรรมหลักทรัพย์ (Securities Transactions) หรือไม่<sup>38</sup> โดยจุดเน้นของการกำกับดูแลของ U.S. SEC ต่อสินทรัพย์ดิจิทัลอยู่ในพื้นที่ของสกุลเงินดิจิทัล

1) คดีแรกที่ U.S. SEC ได้บังคับใช้กฎหมายเกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ดิจิทัลคือคดี *U.S. SEC v. Shavers* ในปี 2013 โดยนาย Trendon T. Shavers ได้ก่อตั้งและดำเนินการเกี่ยวกับกองทุน Bitcoin Savings and Trust (ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า BTCST)<sup>39</sup> โดย BTCST เป็นโครงการลงทุนออนไลน์ซึ่งการลงทุนทั้งหมดได้รับและผลตอบแทนจ่ายเป็นบิตคอยน์และ Shavers ใช้ BTCST เป็นแชร์ลูกโซ่ (Ponzi scheme) และได้กระทำการบิดเบือนข้อมูลต่อผู้ลงทุนและผู้ลงทุนที่มีแนวโน้มจะลงทุนใน BTCST ซ้ำหลายครั้ง ซึ่ง Shavers ใช้วิธีสร้างผลตอบแทนที่สัญญาไว้เกี่ยวกับการใช้บิตคอยน์ของผู้ลงทุนและความปลอดภัยของการลงทุนโดยให้คำมั่นกับผู้ลงทุนว่าพวกเขาจะได้รับดอกเบี้ยวันละ 1% หรือสัปดาห์ละ 7% จากเงินลงทุน เมื่อ BTCST ได้ผู้ลงทุนรายใหม่ Shavers จะเก็บเงินบางส่วนไว้เองและจ่ายส่วนที่เหลือให้กับผู้ลงทุนรายเก่า อย่างไรก็ตาม Shavers ได้แย้งว่าธุรกรรมเหล่านี้ไม่เข้าข่ายองค์ประกอบแรกของหลักเกณฑ์การวิเคราะห์ในคดี *Howey* ซึ่งต้องมี “การลงทุนด้วยเงิน” เนื่องจากการทำธุรกรรมของ BTCST ทั้งหมดใช้บิตคอยน์และบิตคอยน์ไม่ใช่ “เงิน” ดังนั้น จึงไม่ใช่สัญญาการลงทุนที่สามารถอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ U.S. SEC ได้ ศาลจึงต้องพิจารณาว่ามีการลงทุนด้วยเงินตามที่กำหนดไว้ในองค์ประกอบแรกของหลักเกณฑ์การวิเคราะห์ในคดี *Howey* หรือไม่ อย่างไรก็ตาม ศาลตัดสินว่า เนื่องจากบิตคอยน์ถูกใช้ในการซื้อสินค้าและบริการ จึงชัดเจนว่าบิตคอยน์สามารถใช้เป็นเงินได้ และเมื่อศาลตัดสินว่าบิตคอยน์ถือเป็นเงิน องค์ประกอบอื่น ๆ ของหลักเกณฑ์การวิเคราะห์ในคดี *Howey* ก็สามารถเข้าเงื่อนไขได้โดยง่าย ศาลจึงมีคำวินิจฉัยว่า BTCST มีการประกอบธุรกรรมในลักษณะของสัญญาการลงทุน ซึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ U.S. SEC<sup>40</sup>

แนวคิดที่ว่าในการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับสกุลเงินเสมือน (Virtual Currency) อาจอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ U.S. SEC ได้รับการยืนยันอีกครั้งในเวลาต่อมาโดย Mary Jo White ซึ่งเป็นประธาน U.S. SEC ในขณะนั้น<sup>41</sup> โดยในจดหมายที่ตอบต่อข้อกังวลด้านกฎ

<sup>38</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, “Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets,” last modified April 3, 2019, accessed June 16, 2025, <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>.

<sup>39</sup> SEC v. Shavers, No. 13-CV-416, 2014 WL 4652121 (E.D. Tex. Sept. 18, 2014).

<sup>40</sup> Brian Elzweig and Lawrence J. Trautman, “When Does a Non-Fungible Token (NFT) Become a Security?,” 313-314.

<sup>41</sup> Andrew Bull and Tyler Harttraft, “Cryptocurrency and Blockchain Law: SEC’s Heightened

ระเบียบจากกระทรวงความมั่นคงแห่งมาตุภูมิ (Department of Homeland Security) เกี่ยวกับการกำกับดูแลสกุลเงินดิจิทัล White ได้ระบุว่า “การที่สกุลเงินเสมือนจะถือเป็นหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ของรัฐบาลกลางสหรัฐฯ และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ U.S. SEC หรือไม่นั้น ขึ้นอยู่กับข้อเท็จจริงและสถานการณ์เฉพาะของแต่ละกรณี อย่างไรก็ตาม ไม่ว่าตัวสกุลเงินเสมือนพื้นฐานนั้นจะถือเป็นหลักทรัพย์หรือไม่ก็ตาม ความสนใจหรือสิทธิที่ออกโดยนิติบุคคลซึ่งถือครองสกุลเงินเสมือนหรือให้ผลตอบแทนโดยอิงจากสินทรัพย์อย่างสกุลเงินเสมือน มีแนวโน้มที่จะถือเป็นหลักทรัพย์ และด้วยเหตุนี้จึงอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ U.S. SEC”<sup>42</sup>

2) กรณี CryptoPunks โดย Larva Labs ได้สร้าง NFTs ชื่อ CryptoPunks ขึ้นในปี 2017 ที่ประกอบด้วยตัวละครพิกเซลจำนวน 10,000 รายการที่ไม่ซ้ำกัน และ NFTs รุ่นแรกเหล่านี้ได้ถูกขายไปในราคามากกว่า 1 ล้านดอลลาร์ต่อชิ้นในสกุลเงินดิจิทัล Ethereum (ETH) มียอดขายรวมกว่า 2 พันล้านดอลลาร์<sup>43</sup> CryptoPunks ทำการตลาดในฐานะของสะสม (Collectibles) และถือเป็นหนึ่งใน NFTs ชุดแรกที่สร้างขึ้นบนเครือข่าย Ethereum โดยตัวที่มีราคาสูงที่สุดขายได้ถึง 7.7 ล้านดอลลาร์<sup>44</sup> และในขณะที่มีการขาย CryptoPunks เหล่านี้ให้แก่สาธารณะ ผู้สร้างได้เก็บไว้เองจำนวน 1,000 รายการ ราคาของ CryptoPunks ได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องซึ่งหมายความว่ามูลค่าของ 1,000 รายการที่ผู้สร้างถือไว้ก็เพิ่มขึ้นตามไปด้วย<sup>45</sup> ดังนั้น เมื่อผู้ออก (Issuer) ยังคงถือครองบางส่วนของคอลเลกชัน NFTs ที่ถูกขายต่อสาธารณะ การขายนั้นจึงเริ่มมีลักษณะคล้ายกับ “สัญญาการลงทุน” และแม้ว่า CryptoPunks อาจไม่ได้ถูกสร้างขึ้นเพื่อเป็นการลงทุนโดยตรงในตอนแรก แต่การขาย NFTs ที่เชื่อมโยงกันในลักษณะนี้ อาจถูกมองว่าเทียบเท่ากับการถือหุ้นใน “กิจการร่วมกัน”<sup>46</sup> ตามหลักเกณฑ์การวิเคราะห์ในคดี Howey

สิ่งสำคัญอีกประการหนึ่งในการพิจารณาว่าผู้ซื้อ NFTs มี “ความคาดหวังที่จะได้รับ

---

Enforcement Against Digital Assets,” 11.

<sup>42</sup> Mary Jo White, “Letter to Senator Thomas R. Carper, Chair, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs,” last modified August 30, 2013, accessed June 16, 2025, <https://www.wsj.com/public/resources/documents/VCurrenty111813.pdf>.

<sup>43</sup> Zachary Small, “Sotheby’s NFT Sale, Expected to Hit \$30 Million, Suddenly Canceled,” *New York Times*, last modified February 24, 2022, accessed June 16, 2025, <https://www.nytimes.com/2022/02/24/arts/sothebys-nft-sale-canceled.html>.

<sup>44</sup> Tim Copeland, “50 CryptoPunks NFTs Go Fractional in New Collection,” *Decrypt*, April 21, 2021, accessed June 16, 2025, <https://decrypt.co/68604/50-cryptopunks-nfts-go-fractional-in-new-collection>.

<sup>45</sup> Jessica Klein, “How CryptoPunks’ Creators Charmed the Art World and Paved the Way for Blockchain Art,” *Breaker*, January 23, 2019, accessed June 16, 2025, <https://perma.cc/BQ4D-SR6W>.

<sup>46</sup> Elzweig and Trautman, “When Does a Non-Fungible Token (NFT) Become a Security?,” 330-331.

ผลกำไร” หรือไม่นั้น คือประเภทของผู้ซื้อเป้าหมายและวิธีการที่ NFTs นั้นถูกทำการตลาดไว้ โดยในกรอบแนวคิด (Framework) ของ U.S. SEC ได้ระบุว่าการซื้อขายอาจมีลักษณะคล้ายกับ “สัญญาการลงทุน” หาก “สินทรัพย์ดิจิทัลนั้นถูกเสนอขายในวงกว้างต่อผู้ซื้อที่เป็นไปได้ทั่วไป มากกว่าการเสนอขายเฉพาะเจาะจงแก่ผู้ที่คาดว่าจะใช้สินค้าหรือบริการ หรือผู้ที่มีความต้องการใช้ฟังก์ชันการทำงานของเครือข่ายนั้น”<sup>47</sup> ดังนั้น หาก NFTs ตัวหนึ่งไม่ถือว่าเป็นหลักทรัพย์โดยตัวมันเอง แต่การเปิดโอกาสให้ซื้อ NFTs นั้นถูกทำการตลาดในลักษณะของการลงทุนให้กับกลุ่มคนที่ไม่ได้มีความต้องการใช้ประโยชน์จากการออกแบบหรือฟังก์ชันของโทเคน ก็จะเริ่มมีลักษณะคล้ายกับหลักทรัพย์ โดยกรณีนี้สามารถเปรียบเทียบกับคดี *U.S. SEC v. W.J. Howey Co.* ที่มีการทำการตลาดเพื่อขายสวนส้ม ซึ่งลำพังการขายที่ดินปลูกส้มเพียงอย่างเดียวไม่ได้ถือเป็นสัญญาการลงทุนโดยตัวมันเอง แต่เมื่อโอกาสในการซื้อ “สิทธิในสวนส้ม” ถูกนำเสนอขายให้แก่บุคคลที่อาศัยอยู่ในพื้นที่ห่างไกล และไม่มีอุปกรณ์หรือประสบการณ์ที่จำเป็นในการเพาะปลูก เก็บเกี่ยว หรือทำการตลาดผลผลิตส้ม นักลงทุนเหล่านี้ไม่มีความตั้งใจจะพัฒนาที่ดินเองตามลักษณะปกติของการเช่าทำสวนส้ม<sup>48</sup>

อย่างไรก็ตาม วิธีการที่สินทรัพย์ดิจิทัลถูกทำการตลาดก็อาจมีความสำคัญในการพิจารณาว่ามี “ความคาดหวังที่จะได้รับผลกำไร” หรือไม่ ซึ่งในคดี *U.S. SEC v. W.J. Howey Co.* แปลงที่ดินมีขนาดเล็กเกินกว่าจะทำการพาณิชย์ได้ด้วยตัวเอง จึงถือว่าผู้ซื้อถูกล่อลวงผ่านการตลาดให้ลงทุนในศักยภาพการสร้างรายได้ของ “กิจการร่วมกัน” ซึ่งในกรอบแนวคิดของ U.S. SEC ระบุไว้ว่าหาก “สินทรัพย์ดิจิทัลถูกทำการตลาด ทั้งโดยตรงหรือโดยอ้อม... โดยใช้ถ้อยคำที่บ่งชี้ว่าสินทรัพย์นั้นเป็นการลงทุน” ก็มีแนวโน้มมากขึ้นที่จะเข้าเงื่อนไขของหลักเกณฑ์การวิเคราะห์ในคดี *Howey* ในส่วนของ “ความคาดหวังที่จะได้รับผลกำไร” ซึ่งการขายชิ้นส่วน (Shards) ของ NFTs ที่ถูกแบ่งเป็นหน่วยย่อยหรือ Fractionalized NFTs (ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า F-NFTs) มักมีแนวโน้มเข้าเงื่อนไขข้อนี้<sup>49</sup> ดังนั้น NFTs จึงอาจถูกทำการตลาดโดยเน้นประเด็นเรื่องศักยภาพในการลงทุนมากกว่าจุดประสงค์แต่เดิมของสินทรัพย์ดิจิทัลนั้น กล่าวคือ จากการซื้อในฐานะนักสะสมหรือผู้เชี่ยวชาญที่ถือครองชิ้นส่วนของ NFTs ชื่อดัง แต่เมื่อ F-NFTs ถูกทำการตลาดและโฆษณาในแง่ของการลงทุนและสามารถแลกเปลี่ยนซื้อขายได้ในตลาดรอง เช่น โฆษณาระบุว่าให้เข้าใจว่าซื้อและขายได้แบบเรียลไทม์และรับผลตอบแทนได้ ผู้ซื้อย่อมเปลี่ยนสภาพกลายเป็นนักลงทุน และ NFTs นั้นย่อมเป็นเครื่องมือการลงทุนที่ผู้ถือสามารถคาดหวังผลตอบแทนจากความผันผวนของราคาชิ้นส่วนย่อยเหล่านั้น ดังนั้น กรณีเช่นนี้

<sup>47</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, *Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*.

<sup>48</sup> Elzweig and Trautman, “When Does a Non-Fungible Token (NFT) Become a Security?,” 331-333.

<sup>49</sup> Ibid.

จึงคล้ายกับการนิยามของคดี *U.S. SEC v. W.J. Howey Co.* ซึ่งทำการแบ่งแยกส่วนสัมผัสมากออกเป็น ส่วนย่อยอันช่วยลดอุปสรรคในการเข้าถึงสำหรับผู้ที่ต้องการแสวงหากำไรจากการเพาะปลูก สัม และช่วยสร้างแรงจูงใจและความต้องการจากนักลงทุนที่ตามปกติแล้วไม่น่าจะสนใจธุรกิจ การเกษตรแบบสวนส้ม เมื่อการดำเนินการเช่นนั้นถือเป็นหลักทรัพย์ กรณีของ NFTs ที่ทำใน ลักษณะเดียวกันจึงกลายเป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายเช่นเดียวกัน

สำหรับองค์ประกอบ “ความคาดหวังที่จะได้กำไรจะต้องมาจากความพยายามทาง ธุรกิจที่เป็นสาระสำคัญของผู้อื่น” ตามหลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี *Howey* ซึ่งในกรณีของ การทำธุรกรรม NFTs ทั่วไป องค์ประกอบนี้มักจะไม่ใช่เงื่อนไข เนื่องจากผู้ขายมักจะสละการ ควบคุมทั้งหมดของ NFTs ทันทีที่โอนให้ผู้ซื้อ<sup>50</sup> อย่างไรก็ตามในบางกรณี NFTs อาจไม่ได้ถูกสละ การควบคุมอย่างสมบูรณ์ เช่น กรณีของ *Slock.it UG* ซึ่งเป็นบริษัทสัญชาติเยอรมันที่ U.S. SEC พบว่านักลงทุนยังคงต้องพึ่งพาการตัดสินใจของคณะกรรมการควบคุม (Curators) ในการเลือก การลงทุน ดังนั้น หากผู้ขาย NFTs ยังคงรักษาการควบคุมเชิงบริหารบางส่วนไว้ ก็อาจถือได้ว่าเข้า องค์ประกอบดังกล่าวของหลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี *Howey* แล้ว<sup>51</sup> โดยในคู่มือกรอบแนวคิด ของ U.S. SEC ได้ระบุลักษณะและพฤติกรรมที่แสดงถึงความคาดหวังว่าจะได้กำไรจากความ พยายามของผู้อื่น เช่น ผู้ซื้อที่มีเหตุผลที่จะคาดหวังว่าความพยายามของผู้สนับสนุน (Promotor) จะทำให้สินทรัพย์ดิจิทัลมีมูลค่าเพิ่มขึ้น และจึงได้ผลตอบแทนจากการซื้อ หรือผู้สนับสนุนระดม ทุนได้เกินกว่าที่จำเป็นต่อการสร้างเครือข่ายหรือสินทรัพย์ให้ทำงานได้จริง หรือผู้สนับสนุน ถือสินทรัพย์ประเภทเดียวกับที่ขายให้สาธารณะ และสามารถได้ประโยชน์จากความพยายาม ของตนเอง หรือผู้สนับสนุนยังคงใช้เงินที่ได้จากการขายหรือรายได้จากการดำเนินงานใน การปรับปรุงประสิทธิภาพหรือมูลค่าของเครือข่ายหรือสินทรัพย์ดิจิทัลนั้น เป็นต้น<sup>52</sup>

เมื่อองค์ประกอบนี้พิจารณาจากความคาดหวังว่าผู้สนับสนุนจะเป็นผู้รับผิดชอบใน การพัฒนา ปรับปรุง ดำเนินงาน หรือส่งเสริมเครือข่าย โดยเฉพาะในกรณีที่ผู้ซื้อทรัพย์สิน ดิจิทัลคาดหวังว่าผู้สนับสนุนจะเป็นผู้ดำเนินการหรือดูแลงานต่าง ๆ ที่จำเป็นเพื่อให้เครือ ข่ายหรือทรัพย์สินดิจิทัลบรรลุเป้าหมายหรือคงไว้ซึ่งประโยชน์ตามวัตถุประสงค์ที่ตั้งไว้ ดังนั้น ในบริบทนี้ F-NFTs มีแนวโน้มที่จะเข้าองค์ประกอบนี้มากกว่า NFTs แบบทั่วไป เนื่องจาก

<sup>50</sup> Robert Anello, “Digital Art May Be Next in the SEC’s Crosshairs,” *Forbes*, last modified July 15, 2021, accessed June 16, 2025, <https://www.forbes.com/sites/insider/2021/07/15/digital-art-may-be-next-in-the-secs-crosshairs/?sh=86602dc32dff>.

<sup>51</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, “Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, Exchange Act Release No. 81207, 12,” last modified July 25, 2017, accessed June 16, 2025, <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.

<sup>52</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, *Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*.

F-NFTs อาจกลายเป็นทรัพย์สินที่ทดแทนกันได้ (Fungible) เมื่อถูกแบ่งออกเป็นชิ้นส่วนย่อยที่สามารถซื้อขายกันได้เหมือนหุ้นในบริษัท หากมีการซื้อขาย F-NFTs และผู้ออกยังคงมีอำนาจควบคุมบางส่วนเหนือสินทรัพย์ NFTs ที่เกี่ยวข้องกับ F-NFTs นั้น ย่อมมีแนวโน้มจะเข้าเงื่อนไขในหลักเกณฑ์การพิจารณาที่ในคดี *Howey* ทั้งนี้ ระดับของการควบคุมต้องวิเคราะห์เป็นรายกรณี<sup>53</sup> และเมื่อจากการขายชิ้นส่วนของ F-NFTs สามารถซื้อขายในตลาดรองได้ จึงมีแนวโน้มว่ามูลค่าจะเพิ่มขึ้น หากการเพิ่มมูลค่านั้นเกิดจากความพยายามของผู้ขาย และผู้ขายยังคงถือสินทรัพย์บางส่วนอยู่ จึงย่อมเข้าหลักเกณฑ์ “ความคาดหวังที่จะได้กำไรจะต้องมาจากความพยายามทางธุรกิจที่เป็นสาระสำคัญของผู้อื่น” ของหลักเกณฑ์การพิจารณาที่ในคดี *Howey* ได้หลักการดังกล่าวนี้สอดคล้องกับกรณีคดี *U.S. SEC v. W.J. Howey Co.* ซึ่งสวนล้มถูกแบ่งขายเป็นสัญญาเช่ารายแปลงที่ไม่สามารถเพาะปลูกแยกกันได้ โดยเป็นตัวแทนของระบบที่นักลงทุนให้ทุนและแบ่งผลกำไร ในขณะที่ผู้สนับสนุนเป็นผู้จัดการ ควบคุม และดำเนินงานในกิจการทั้งหมดนั่นเอง

### 3) ตัวอย่างกรณีการฝากสินทรัพย์ดิจิทัลเพื่อรับผลตอบแทนหรือ Staking<sup>54</sup>

คดี *U.S. SEC v. KRAKEN* โดยเมื่อวันที่ 9 กุมภาพันธ์ 2566 Gary Gensler ประธาน U.S. SEC กล่าวหาว่า Payward Ventures, Inc. and Payward Trading Ltd หรือที่รู้จักในชื่อของ Kraken ได้เสนอและขายบริการรับฝากสินทรัพย์ดิจิทัลเพื่อรับผลตอบแทน (Crypto Asset Staking As a Service Program ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า Stake) ให้กับประชาชนทั่วไปตั้งแต่ปี 2562 โดยไม่ได้ลงทะเบียนข้อเสนอและการขาย (The Offer and Sale) โดยโปรแกรม Stake สินทรัพย์คริปโทซึ่งถือเป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภท “สัญญาการลงทุน” โดยไม่ได้ปฏิบัติตามขั้นตอนต่าง ๆ ตาม Securities Act of 1933 และ Securities Exchange Act of 1934 ซึ่งจากคดีนี้ U.S. SEC มองว่าการ staking เข้าเงื่อนไขตามหลักเกณฑ์การพิจารณาที่ในคดี *Howey*<sup>55</sup>

คดี *KuCoin v. OAG* โดยเมื่อวันที่ 9 มีนาคม 2566 Letitia James ซึ่งเป็นอัยการสูงสุดรัฐนิวยอร์ก ยื่นฟ้อง KuCoin ซึ่งเป็นแพลตฟอร์มซื้อขายคริปโทเคอร์เรนซีต่อศาลฎีกาของรัฐนิวยอร์กในสหรัฐอเมริกา เนื่องจากไม่ลงทะเบียนเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์และสินค้า

<sup>53</sup> Brian Elzweig and Lawrence J. Trautman, “When Does a Non-Fungible Token (NFT) Become a Security?,” 333-334.

<sup>54</sup> การฝากสินทรัพย์ดิจิทัลเพื่อรับผลตอบแทน (staking) หมายถึง การนำโทเคนดิจิทัลไปฝาก โดยผู้รับฝากตกลงจะให้ผลตอบแทนให้แก่ผู้ฝาก ไม่ว่าผู้รับฝากจะมีการนำสินทรัพย์ดิจิทัลไปให้บุคคลอื่นยืม หรือมีการดำเนินการใดในลักษณะเดียวกันหรือไม่

<sup>55</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, “Kraken to Discontinue Unregistered Offer and Sale of Crypto Asset Staking-As-A-Service Program and Pay \$30 Million to Settle SEC Charges,” last modified February 9, 2023, accessed June 16, 2025, <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-25>.

โบคเกอร์ (Securities and Commodities Broker-Dealer) และแอบอ้างว่าเป็นการแลกเปลี่ยน (Exchange) โดยจากเอกสารการฟ้อง James ระบุว่า KuCoin ได้ทำธุรกรรมซื้อขายสกุลเงินคริปโตที่ถือเป็นหลักทรัพย์อย่าง Ethereum (ETH) และเหรียญ LUNA และ TerraUSD (UST) ของเครือข่าย Terra อันถือหลักทรัพย์ที่ไม่ได้จดทะเบียนในรูปแบบของ KuCoin Earn อันเป็นผลิตภัณฑ์สำหรับให้ยืมและวางสินทรัพย์เพื่อค้ำประกันในระบบ (Lending and Staking Product) สำหรับการเป็นผู้ตรวจสอบและยืนยันธุรกรรมโดยการวางเงินค้ำประกันไว้ในระบบ เรียกว่า การพิสูจน์ด้วยเงินเดิมพัน (Proof of Stake) ดังนั้น คริปโททั้งสามจึงถือว่าเป็นตัวแทนของการลงทุนเงินในองค์กรทั่วไป ที่มีกำไรซึ่งส่วนใหญ่มาจากความพยายามของผู้อื่น ซึ่งเป็นเกณฑ์เดียวกันสำหรับการจัดประเภทหลักทรัพย์ภายใต้หลักเกณฑ์การพิเคราะห์ในคดี Howey<sup>56</sup>

#### 4. สรุปและเสนอแนะ

ประเด็นน่าสนจากการศึกษาเปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยและสหรัฐอเมริกาในเรื่องการกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลคือเรื่องของความคล้ายคลึงและความแตกต่าง กล่าวคือประเทศไทยเป็นกลุ่มประเทศที่มีลักษณะปรับตัวเข้ากับเทคโนโลยีสินทรัพย์ดิจิทัลโดยออกกฎหมายควบคุมและส่งเสริมตลาดสินทรัพย์ดิจิทัลไปพร้อมกัน มีการตรากฎหมายแยกออกมาเป็นการเฉพาะเพื่อควบคุมและกำกับดูแลเกี่ยวกับสินทรัพย์ดิจิทัล คือ พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ ซึ่งมีเนื้อหาคล้ายคลึงกับ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ที่มีอยู่เดิมในหลายประการ โดยมีหน่วยงานกำกับดูแลโดยตรงคือ ก.ล.ต. เช่นเดียวกัน และยังมีสำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการฟอกเงินคอยกำกับดูแลเพื่อป้องกันและปราบปรามการฟอกเงินตามพระราชบัญญัติป้องกันและปราบปรามการฟอกเงิน พ.ศ. 2542 ด้วยอีกทางหนึ่ง<sup>57</sup> ซึ่งแนวทางการกำกับดูแล NFTs ของ ก.ล.ต. ประเทศไทย ใช้วิธีการเทียบเคียงกับนิยามของ “สินทรัพย์ดิจิทัล” ว่า NFTs นั้น ๆ ถือเป็นสินทรัพย์ดิจิทัลประเภทใดประเภทหนึ่งตาม พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ หรือไม่ ซึ่งด้วยแนวทางของการบังคับใช้ พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ และประกาศแต่ละฉบับนั้นมีการจำกัดนิยามของสินทรัพย์ดิจิทัลไว้อย่างแคบและละเอียด การเทียบเคียงนิยาม NFTs ว่าเข้าหลักเกณฑ์การเป็นสินทรัพย์ดิจิทัลตาม พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ หรือไม่จึงยุ่งยากอย่างมาก และขึ้นอยู่กับการตีความที่ซับซ้อนของ ก.ล.ต. เป็นสำคัญดังที่ได้กล่าวไป อย่างไรก็ตาม ปรากฏว่ามี NFTs จำนวนมากที่ขาดคุณสมบัติการเป็นสินทรัพย์ดิจิทัลประเภทใดประเภทหนึ่งตามที่กำหนดใน พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ ซึ่งยังไม่มีหน่วยงานและมาตรการทางกฎหมายใด ๆ ที่

<sup>56</sup> New York State Attorney General, “Attorney General James Continues Crackdown on Unregistered Cryptocurrency Platforms,” last modified March 9, 2023, accessed June 16, 2025, <https://ag.ny.gov/press-release/2023/attorney-general-james-continues-crackdown-unregistered-cryptocurrency-platforms>.

<sup>57</sup> พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561, มาตรา 7.

มีอำนาจควบคุมกำกับและดูแลตรวจสอบการซื้อขาย NFTs ประเภทนี้<sup>58</sup>

ในขณะที่สหรัฐอเมริกาเลือกที่จะปรับใช้กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่มีอยู่เดิมคือ Securities Act of 1933 และ Securities Exchange Act of 1934 ในการกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัล และมีหน่วยงานควบคุมคือ SEC ซึ่งมีอำนาจหน้าที่คล้ายกับ ก.ล.ต. ของประเทศไทย โดยแนวทางการดำเนินการของ U.S. SEC สอดคล้องกับหลายกรณีที่มีการบังคับใช้กฎหมายเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ไม่ได้ขึ้นทะเบียน โดยใช้การพิจารณาถึงสภาพความเป็น “หลักทรัพย์” ของสินทรัพย์ดิจิทัลนั้น ๆ ตามหลักเกณฑ์การพิจารณาที่ในคดี Howey ดังนั้น แพลตฟอร์มที่ให้บริการเกี่ยวกับสินทรัพย์ดิจิทัลดังกล่าวก็อาจถูกพิจารณาว่าเข้าข่ายเป็นการประกอบธุรกิจเกี่ยวกับหลักทรัพย์ได้

สำหรับประเด็นสภาพความเป็นหลักทรัพย์นั้น ประเทศไทยมีแนวทางการพิจารณาความเป็นหลักทรัพย์ที่ค่อนข้างชัดเจนและแคบกว่าสหรัฐอเมริกาอย่างมาก โดย พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ได้กำหนดสิ่งที่เป็นหลักทรัพย์ 59 ไว้อย่างชัดเจนอันได้แก่ (1) ตัวเงินคด (2) พันธบัตร (3) ตัวเงิน (4) หุ้น (5) หุ้นกู้ (6) หน่วยลงทุน อันได้แก่ ตราสารหรือหลักฐานแสดงสิทธิในทรัพย์สินของกองทุนรวม (7) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น (8) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้ (9) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหน่วยลงทุน (10) ตราสารอื่นใดที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด และแยกกฎหมายสำหรับกำกับดูแลหลักทรัพย์และสินทรัพย์ดิจิทัลออกจากกัน ทั้งมีระบุไว้อย่างชัดเจนว่าสิ่งที่เป็นหลักทรัพย์ ตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ แล้ว จะไม่ถือเป็นสินทรัพย์ดิจิทัล<sup>60</sup>

อย่างไรก็ดี ปัจจุบันสินทรัพย์ดิจิทัลหลายประเภทที่มีการระดมทุนและการสัญญาว่าจะให้ผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุน เช่น โทเคนดิจิทัลเพื่อการลงทุน หรือ Investment Token ซึ่งมีลักษณะและความเสี่ยงคล้าย “หลักทรัพย์” ซึ่งกำกับดูแลภายใต้ พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ กำลังอยู่ระหว่างการเสนอปรับปรุง พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ให้รองรับการกำหนดให้โทเคนดิจิทัลเพื่อการลงทุนเป็นหลักทรัพย์และอยู่ภายใต้การกำกับดูแล ตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ เพื่อให้การกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลของไทยสอดคล้องกับสากล รวมทั้งเพื่อให้การกำกับดูแลสิ่งที่มีลักษณะและความเสี่ยงคล้ายกันอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์เดียวกัน<sup>61</sup> อันเป็นการแสดงออกว่า ก.ล.ต. ก็ให้ความสำคัญกับการพัฒนาการกำกับดูแลธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลที่มีสภาพคล้ายหลักทรัพย์

<sup>58</sup> อรรถวิทย์ วงศาโรจน์, “Non-Fungible Token และการคุ้มครองตามกฎหมายไทย,” *วารสารกฎหมายนิติพัฒน* นิตยสาร คณะนิติศาสตร์ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ 11, ฉบับที่ 1 (2565): 51.

<sup>59</sup> พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535, มาตรา 4.

<sup>60</sup> พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561, มาตรา 5.

<sup>61</sup> สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.), “การกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัล ความแตกต่างระหว่างไทย – สหรัฐฯ,” 23 มิถุนายน 2566.

ให้สอดคล้องกับสากล ซึ่งตามร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... มาตรา 3 ก็ได้บัญญัติให้ยกเลิกความใน (10) ของบทนิยามคำว่า “หลักทรัพย์” ในมาตรา 4 แห่ง พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ จากเดิมที่บัญญัติว่า “(10) ตราสารอื่นใดที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด” โดยเสนอให้บัญญัติเป็นว่า “(10) ทรัพย์สินทางการเงินอื่นใดที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด” เพื่อรองรับกระบวนการทางอิเล็กทรอนิกส์ในตลาดทุน การออกและส่งมอบหลักทรัพย์ด้วยวิธีการทางอิเล็กทรอนิกส์ และการออกเสนอขายหลักทรัพย์และสินทรัพย์อื่น ๆ ในรูปแบบดิจิทัล เนื่องจากกฎหมายไม่ทันต่อการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยี และยังไม่รองรับการนำโทเคนดิจิทัลที่มีลักษณะคล้ายหลักทรัพย์มากำกับดูแลภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ<sup>62</sup> โดยต่อมาก็ได้เพิ่มบทบัญญัติเพื่อรองรับกระบวนการทางอิเล็กทรอนิกส์ในตลาดทุนหรือ “หลักทรัพย์อิเล็กทรอนิกส์” (Digital Securities) เพิ่มเติมในกระบวนการแก้ไข พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ โดยอากร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... (หลักทรัพย์อิเล็กทรอนิกส์) เพื่อให้ใช้บังคับได้ก่อนอีกด้วย<sup>63</sup>

กระบวนการดังกล่าวเป็นการแสดงให้เห็นได้ว่า ก.ล.ต. ก็ตระหนักว่าล้าพังการปรับสินทรัพย์ดิจิทัลเข้ากับนิยามตาม พ.ร.บ. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ ทุกกรณีอาจไม่เหมาะสมในระดับสากลอีกต่อไป โดยเล็งเห็นว่าสินทรัพย์ดิจิทัลบางประเภทควรถือเป็นหลักทรัพย์และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ที่มีเนื้อหาครอบคลุมเรื่องหลักทรัพย์มากกว่า พ.ร.บ. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ สังเกตได้จากหลักทรัพย์อิเล็กทรอนิกส์ที่กำลังอยู่ระหว่างแก้ไขให้อยู่ภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ก็ถือเป็นสินทรัพย์ดิจิทัลเช่นกัน แต่เหตุที่ต้องบัญญัติแยกออกมาต่างหากก็สืบเนื่องมาจากความพยายามแยกสินทรัพย์ดิจิทัลกับหลักทรัพย์ออกจากกันอย่างเด็ดขาด ซึ่งจากการศึกษาร่างกฎหมายดังกล่าวก็ยังมีได้มีการให้นิยามของหลักทรัพย์ไว้โดยตรงเพียงแต่กล่าวถึงการเป็นหลักทรัพย์อิเล็กทรอนิกส์โดยการออกหลักทรัพย์ตามประเภทที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนดให้ดำเนินการโดยวิธีการทางอิเล็กทรอนิกส์มีผลบังคับตามกฎหมายเช่นเดียวกับหลักทรัพย์ที่เป็นเอกสารเท่านั้น ยังมิได้มีการวางแนวทางที่ชัดเจนว่าอย่างไรบ้างจึงจะถือเป็นหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์ดิจิทัลที่ถูกกำกับ คงต้องรอ ก.ล.ต. ประกาศกำหนดเป็นรายกรณีดังเช่นกรณีการเกิดคดีที่สหรัฐอเมริกาเกี่ยวกับการ Staking เมื่อต้นปี 2566 ซึ่ง U.S. SEC สามารถปรับใช้กฎหมายเดิมเกี่ยวกับหลักทรัพย์ได้ทันที แต่สำหรับประเทศไทย ก.ล.ต. ต้องออกเป็นประกาศเป็นการเฉพาะห้ามผู้ประกอบการคริปโตเคอร์เรนซีเสนอให้บริการ

<sup>62</sup> กระทรวงการคลัง, “ข่าวกระทรวงการคลัง: ร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ ...) พ.ศ. ... ร่างพระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (ฉบับที่ ...) พ.ศ. ... ร่างพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน (ฉบับที่ ...) พ.ศ. ... และร่างพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561 พ.ศ. ...,“ 14 กุมภาพันธ์ 2566.

<sup>63</sup> สำนักเลขาธิการนายกรัฐมนตรี, “ข่าวคณะโฆษก: ครม. เห็นชอบร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... (หลักทรัพย์อิเล็กทรอนิกส์),“ 10 มิถุนายน 2568.

Staking หรือหลักเกณฑ์ห้ามผู้ประกอบการธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลให้บริการหรือสนับสนุนการให้บริการรับฝากสินทรัพย์ดิจิทัลที่มีการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้ฝากและการให้กู้ยืมเมื่อ 8 มิถุนายน 2566 และบังคับใช้ 30 สิงหาคม พ.ศ. 2566<sup>64</sup> ซึ่งก็ใช้เวลาพอสมควรและอาจไม่ทันต่อการคุ้มครองประชาชนและระบบเศรษฐกิจได้ตามเจตนารมณ์ของ พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัลฯ และ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ

จุดเด่นในลักษณะของหลักเกณฑ์การพิจารณาในคดี Howey คือการวางหลักเกณฑ์ที่ปรับเปลี่ยนและยืดหยุ่นเพื่อรองรับกับรูปแบบที่หลากหลายของแผนการแสวงหากำไรจากเงินของผู้อื่น ซึ่งสามารถนำมาปรับใช้สินทรัพย์ดิจิทัลได้ แม้หลักเกณฑ์การพิจารณาในคดี Howey ถูกสร้างขึ้นก่อนที่จะมีการคิดค้นสินทรัพย์ดิจิทัลก็ตาม และแม้ประธานาธิบดีโจ ไบเดน ได้ลงนามในคำสั่งฝ่ายบริหาร (Executive Order) เมื่อวันที่ 9 มีนาคม 2565 กำหนดให้หน่วยงานรัฐบาลกลางต่าง ๆ รวมถึง U.S. SEC ตรวจสอบนโยบายที่เกี่ยวข้องกับสกุลเงินดิจิทัลและสินทรัพย์ดิจิทัลประเภทอื่น ๆ โดยมีจุดเน้นสำคัญคือการคุ้มครองผู้บริโภคในการซื้อสินทรัพย์ดิจิทัล แต่ U.S. SEC ยังคงใช้แนวทางหลักเกณฑ์การพิจารณาในคดี Howey โดยมุ่งเน้นที่การ “พิจารณาที่เนื้อหามากกว่ารูปแบบ” (Substance Over Form) ซึ่งช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นให้กับหลักเกณฑ์การพิจารณาในคดี Howey เพื่อวิเคราะห์ NFTs และ F-NFTs เป็นรายการณี ซึ่งก็ได้พิสูจน์แล้วว่าหลักการดังกล่าวยังคงปรับใช้ได้ดี ดังนั้น หาก ก.ล.ต. ประเทศไทยได้จำกัดความหรือมีคำอธิบายนิยามคำว่า “หลักทรัพย์” ในลักษณะของ “สัญญาการลงทุน” ตามหลักเกณฑ์การพิจารณาในคดี Howey ของสหรัฐอเมริกา โดยอาจจะเพิ่มเติมในบทนิยามของคำว่า “หลักทรัพย์” ในมาตรา 4 แห่ง พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ว่าได้แก่ (...) “สัญญาการลงทุน หมายถึง สัญญาซึ่งมีการลงทุนด้วยเงินหรือสิ่งอื่นที่มีมูลค่าโดยอยู่ในกิจการร่วมกัน ซึ่งผู้ซื้อคาดหวังว่าจะได้รับผลกำไร และความคาดหวังผลกำไรนั้นมาจากความพยายามทางธุรกิจที่สำคัญของบุคคลอื่น” ดังนี้ ก็จะสามารถนิยามสินทรัพย์ดิจิทัลอย่าง NFTs รวมถึงสินทรัพย์ดิจิทัลอื่น ๆ ในอนาคตได้ว่าอย่างไรจึงจะถือว่ามีสถานะทางกฎหมายเป็น “หลักทรัพย์” และสมควรอยู่ภายใต้การกำกับของ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ตามวัตถุประสงค์ของกฎหมายได้โดยตรง โดยไม่ต้องพึ่งพาการนิยามหรือวางหลักเกณฑ์ใหม่ ๆ อยู่เสมอเมื่อมีเทคโนโลยีและการประยุกต์ใช้งานมีการพัฒนาขึ้นใหม่ ซึ่งอาจล่าช้าและไม่ทันการณ์

<sup>64</sup> สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.), “ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กธ. 6/2566 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล (ฉบับที่ 20),” 8 มิถุนายน 2566.

## References

- Anello, Robert. "Digital Art May Be Next in the SEC's Crosshairs." *Forbes*. Last modified July 15, 2021. Accessed June 16, 2025. <https://www.forbes.com/sites/insider/2021/07/15/digital-art-may-be-next-in-the-secs-cross-hairs/?sh=86602dc32dff>.
- Aurapat Wongsaroj,. "Non-Fungible Token and Protection under Thai Laws." *Nitipat NIDA Law Journal* 11, no. 1 (2022): 35-51. [in Thai]
- Bull, Andrew, and Tyler Harttraft. "Cryptocurrency and Blockchain Law: SEC's Heightened Enforcement Against Digital Assets." *Richmond Journal of Law and Technology* 27, no.4 (2021): 8.
- Coghlan, Jesse. "Chinese Court Says NFTs Are Virtual Property Protected by Law." *Cointelegraph*. Last modified December 5, 2022. Accessed June 16, 2025. <https://cointelegraph.com/news/chinese-court-says-nfts-are-virtual-property-protected-by-law>.
- Copeland, Tim. "50 CryptoPunks NFTs Go Fractional in New Collection." *Decrypt*. Last modified April 21, 2021. Accessed June 16, 2025. <https://decrypt.co/68604/50-cryptopunks-nfts-go-fractional-in-new-collection>.
- Elzweig, Brian, and Lawrence J. Trautman. "When Does a Non-Fungible Token (NFT) Become a Security?" *Georgia State University Law Review* 39, no.3 (2023): 312.
- Frye, Brian L. "SEC No-Action Letter Request." *Creighton Law Review* 54 (2021): 539.
- Goforth, Carol R. "Regulation of Crypto: Who Is the Securities and Exchange Commission Protecting?" *American Business Law Journal* 58, no.5 (2021): 643.
- Guseva, Yuliya. "When the Means Undermine the End: The Leviathan of Securities Law and Enforcement in Digital-Asset Markets." *Stanford Journal of Blockchain Law & Policy* 5 (2022): 40–42.
- Klein, Jessica. "How CryptoPunks' Creators Charmed the Art World and Paved the Way for Blockchain Art." *Breaker*. Last modified January 23, 2019. Accessed June 16, 2025. <https://perma.cc/BQ4D-SR6W>.



- New York State Attorney General. "Attorney General James Continues Crackdown on Unregistered Cryptocurrency Platforms." Last modified March 9, 2023. Accessed June 16, 2025. <https://ag.ny.gov/press-release/2023/attorney-general-james-continues-crackdown-unregistered-cryptocurrency-platforms>
- Palumbo, Jacqui. "First NFT Artwork at Auction Sells for Staggering \$69 Million." *CNN*. Last modified March 12, 2021. Accessed June 16, 2025. <https://edition.cnn.com/style/article/beeple-first-nft-artwork-at-auction-sale-result>.
- Secretariat of the Prime Minister. "Spokesperson News: Cabinet Approves Draft Securities and Exchange Act (No. ...) B.E. ... (Electronic Securities)." June 10, 2025. [in Thai]
- Securities and Exchange Commission of Thailand. "Announcement No. Kor Thor 6/2566: Criteria, Conditions, and Procedures for Digital Asset Business Operation (20th Edition)." June 8, 2023. [in Thai]
- Securities and Exchange Commission of Thailand. "Digital Asset Regulation: Differences Between Thailand and the United States." June 23, 2023. [in Thai]
- Securities and Exchange Commission of Thailand. "Non-Fungible Token (NFT) and the SEC's Regulation." January 6, 2022. [in Thai]
- Securities and Exchange Commission of Thailand. "SEC and the Direction of Digital Asset Regulation." December 8, 2022. [in Thai]
- Securities and Exchange Commission of Thailand. "SEC Notification No. KorJor. 17/2567 Re: Public Offering of Digital Tokens (No. 12)." August 6, 2024. [in Thai]
- Securities and Exchange Commission of Thailand. "Summary Explanation of the Digital Asset Business Operation Act B.E. 2561 (Including Amendments)." April 30, 2025. [in Thai]
- Securities and Exchange Commission of Thailand. "Understanding 'Digital Tokens' Regulated by the SEC." August 28, 2024. [in Thai]
- Securities and Exchange Commission of Thailand. "Understanding Tokenization." March 10, 2021. [in Thai]

- Small, Zachary. "Sotheby's NFT Sale, Expected to Hit \$30 Million, Suddenly Canceled." *New York Times*, Last modified February 24, 2022. Accessed June 16, 2025. <https://www.nytimes.com/2022/02/24/arts/sothebys-nft-sale-canceled.html>.
- U.S. Securities and Exchange Commission. "Kraken to Discontinue Unregistered Offer and Sale of Crypto Asset Staking-As-A-Service Program and Pay \$30 Million to Settle SEC Charges." Last modified February 9, 2023. Accessed June 16, 2025,=. <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-25>.
- U.S. Securities and Exchange Commission. "Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets." Last modified April 3, 2019. Accessed June 16, 2025. <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>.
- U.S. Securities and Exchange Commission. "Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, Exchange Act Release No. 81207, 12." Last modified July 25, 2017. Accessed June 16, 2025, <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.
- White, Mary Jo. "Letter to Senator Thomas R. Carper, Chair, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs." Last modified August 30, 2013. Accessed June 16, 2025. <https://www.wsj.com/public/resources/documents/VCurrenty111813.pdf>.