

โดย ฝ่ายกำกับตลาด

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ปัจจุบันพัฒนาการของเทคโนโลยีและตลาดทางการเงินทำให้ผลิตภัณฑ์ทางการเงินมีความหลากหลายและซับซ้อนมากขึ้น โดยหนึ่งในผลิตภัณฑ์ที่ได้รับความสนใจในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา คือ สัญญาที่กำหนดผลตอบแทนอ้างอิงผลลัพธ์ของเหตุการณ์ (Event Contracts)* ที่ซื้อขายอยู่บนแพลตฟอร์ม Prediction Markets ภายหลังการเติบโตของ Kalshi และ PredictIt ซึ่งเป็นแพลตฟอร์ม Prediction Markets ในสหรัฐฯ ที่เปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายสัญญาที่อิงกับผลลัพธ์ของเหตุการณ์ต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลเศรษฐกิจ ผลการเลือกตั้ง หรือเหตุการณ์ทางสังคมและการเมือง

ในต่างประเทศมีข้อถกเถียงและมีมุมมองต่อตลาดและผลิตภัณฑ์ดังกล่าวที่หลากหลาย มีทั้งมุมมองว่า Event Contracts เป็นเครื่องมือที่ช่วยรวบรวมข้อมูลและสะท้อนความคาดหวังของตลาดได้แบบรวดเร็ว ส่งผลให้ช่วงที่ผ่านมา Event Contracts มีการขยายตัว แต่ในอีกมุมหนึ่งยังมีการตั้งคำถามว่า ผลิตภัณฑ์ประเภทนี้ควรถูกมองเป็นนวัตกรรมทางการเงินที่ช่วยรวบรวมข้อมูลและสะท้อนความคาดหวังของตลาดได้จริงหรือไม่ มีความเหมาะสมกับผู้ลงทุนเพียงใด เพราะมีการให้ Leverage ต่อการเก็งกำไรในอัตราที่สูง ส่งผลต่อความเสี่ยงที่สูงมากของการลงทุน และกรอบการกำกับดูแลที่มีอยู่สามารถรองรับผลิตภัณฑ์รูปแบบใหม่เช่นนี้ได้หรือไม่ ซึ่งคำถามเหล่านี้ก็นำมาสู่การพิจารณาแนวทางการกำกับดูแลของผู้กำกับดูแลในหลายประเทศ

แนวโน้มของการกำกับดูแล Event Contracts ในต่างประเทศ

ในช่วงที่ผ่านมา หน่วยงานกำกับดูแลหลายประเทศได้พัฒนาแนวทางในการพิจารณาและกำกับดูแล Event Contracts โดยเน้นที่วัตถุประสงค์ทางเศรษฐกิจ ความเสี่ยงต่อผู้ลงทุน และผลกระทบต่อความเป็นธรรมของตลาดมากขึ้น ยกตัวอย่างเช่น

- CFTC (สหรัฐฯ) ได้เผยแพร่แนวทางในการทบทวนการกำกับดูแล Event Contracts โดยแสดงความกังวลต่อ Event Contracts บางประเภทที่อาจไม่สอดคล้องกับบทบาทของตลาดอนุพันธ์หรือขัดต่อประโยชน์สาธารณะ (public interest) อย่างไรก็ตาม CFTC มิได้ห้าม Event Contracts ทั้งหมด แต่กำหนดหลักเกณฑ์ในการพิจารณาโดยคำนึงถึงวัตถุประสงค์ทางเศรษฐกิจ การสนับสนุนการบริหารความเสี่ยง และผลกระทบต่อประโยชน์สาธารณะ ทั้งนี้ แนวทางดังกล่าวได้รับการพัฒนาภายหลังข้อพิพาททางกฎหมายหลายกรณี รวมถึงคดีระหว่าง Kalshi กับ CFTC ซึ่งสะท้อนถึงความจำเป็นในการกำหนดหลักเกณฑ์การกำกับดูแลให้มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น
- ESMA (สหภาพยุโรป) ได้เผยแพร่บทความย้ำว่า Event Contracts ที่มีลักษณะผลตอบแทนแบบได้หรือเสียทั้งหมด (all-or-nothing) และเข้าข่ายเป็นตราสารทางการเงินตาม MiFID II** ถือว่าเป็น Binary Options ซึ่งไม่สามารถเสนอขายหรือทำการตลาดแก่ผู้ลงทุนรายย่อยได้ โดยการพิจารณาว่า

Event Contract เข้าข่ายดังกล่าวหรือไม่นั้น ไม่ควรยึดเพียงชื่อเรียกของผลิตภัณฑ์ แต่ต้องพิจารณา ลักษณะการจ่ายผลตอบแทน รวมถึงความเชื่อมโยงของเหตุการณ์อ้างอิงกับสินทรัพย์อ้างอิงที่ กฎหมายกำหนด เช่น หลักทรัพย์หรืออัตราดอกเบี้ย นอกจากนี้ ESMA ยังเห็นว่าการประเมิน Event Contracts ไม่ควรพิจารณาเฉพาะสถานะทางกฎหมายว่าเป็นตราสารทางการเงินหรือไม่ แต่ ควรคำนึงถึงประโยชน์ทางเศรษฐกิจ (economic function) การสนับสนุนการบริหารความเสี่ยง หรือกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่แท้จริง ตลอดจนความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นกับผู้ลงทุนรายย่อย พร้อมย้ำให้ ผู้ให้บริการปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องโดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของผู้ลงทุนเป็นสำคัญ

แนวทางดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่า หน่วยงานกำกับดูแลปัจจุบันไม่ได้พิจารณาเพียงว่าผลิตภัณฑ์อยู่ภายใต้กฎหมาย ตลาดทุนหรือไม่ แต่ยังประเมินถึงหน้าที่ทางเศรษฐกิจ (economic function) และประโยชน์สาธารณะของผลิตภัณฑ์ (public interest) ด้วย สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลตลาดอนุพันธ์ของ IOSCO ที่ให้ความสำคัญกับการออกแบบ ผลิตภัณฑ์ (contract design) บทบาทในการบริหารความเสี่ยง การค้นหาราคา และการรักษาความเป็นธรรมของ ตลาดควบคู่กัน ซึ่งจากแนวทางและหลักการกำกับดูแลข้างต้น สรุปมิติสำคัญของการออกแบบและการกำกับดูแล Event Contracts ได้ดังนี้

มิติที่หนึ่ง: บทบาททางเศรษฐกิจและประโยชน์สาธารณะ

การพิจารณาผลิตภัณฑ์ควรคำนึงถึงผลกระทบในวงกว้างต่อระบบตลาดและสังคม ผลิตภัณฑ์ทำหน้าที่อะไร ในระบบเศรษฐกิจ มีส่วนสนับสนุนการบริหารความเสี่ยง การค้นหาราคา หรือกิจกรรมทางเศรษฐกิจหรือไม่ แนวคิดดังกล่าวสะท้อนการกำกับดูแลที่ให้ความสำคัญกับการพิจารณาผลิตภัณฑ์ตามสาระสำคัญของธุรกรรม (substance over form) ซึ่งเป็นอีกมิติหนึ่งของการกำกับดูแลที่ได้รับความสำคัญมากขึ้นในหลายประเทศ

ในกรณี Event Contracts นี้ ประเด็นสำคัญจึงไม่ใช่เพียงการ “อ้างอิงเหตุการณ์” แต่คือ เหตุการณ์นั้นมีความ เชื่อมโยงกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจหรือการใช้ประโยชน์ในทางเศรษฐกิจมากน้อยเพียงใด หากไม่ได้เชื่อมโยงกับ กิจกรรมทางเศรษฐกิจอย่างชัดเจน อาจจำเป็นต้องได้รับการพิจารณาอย่างระมัดระวังมากขึ้น

มิติที่สอง: การคุ้มครองผู้ลงทุน

นอกจากบทบาททางเศรษฐกิจแล้ว หน่วยงานกำกับดูแลยังพิจารณาว่า มีความเหมาะสมกับผู้ลงทุน แต่ละประเภท หรือไม่ โดยเฉพาะในกรณีของผลิตภัณฑ์ที่มีโครงสร้างซับซ้อนหรือมีลักษณะผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนอาจประเมินความ เสี่ยงได้ยาก ซึ่งเป็นพื้นฐานของมาตรการด้านการออกแบบผลิตภัณฑ์ (product governance) และการประเมินความ เหมาะสม (suitability) ที่หลายประเทศนำมาใช้ โดยประเด็นที่ได้รับการพิจารณา เช่น ความซับซ้อนของผลิตภัณฑ์ ความเพียงพอของการเปิดเผยข้อมูล ความสามารถของผู้ลงทุนในการทำความเข้าใจความเสี่ยง ความเหมาะสมกับ ผู้ลงทุนแต่ละกลุ่ม เป็นต้น

มิติที่สาม : ความเสี่ยงเชิงพฤติกรรม

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา หน่วยงานกำกับดูแลให้ความสำคัญกับความเสี่ยงเชิงพฤติกรรม (behavioral risk) มากขึ้น จากองค์ความรู้ด้านเศรษฐศาสตร์พฤติกรรมที่ชี้ว่า ลักษณะของผลิตภัณฑ์สามารถส่งผลต่อพฤติกรรมการตัดสินใจของผู้ลงทุนได้ ผลิตภัณฑ์ที่มีอายุสัญญาสั้น ซื้อขายได้ตลอดเวลา และมีผลตอบแทนแบบได้หรือเสียทั้งหมด อาจกระตุ้นให้ผู้ลงทุนมุ่งแสวงหาผลตอบแทนระยะสั้นหรือความตื่นเต้นจากการลุ้นผล มากกว่าการประเมินปัจจัยพื้นฐานของสินทรัพย์ ความเสี่ยงในลักษณะนี้จึงเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ผู้กำกับดูแลนำมาประกอบการพิจารณาความเหมาะสม โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อย นอกจากนี้ สภาพแวดล้อมดิจิทัลที่เข้าถึงง่ายและซื้อขายได้ต่อเนื่อง อาจยิ่งกระตุ้นพฤติกรรมดังกล่าว หน่วยงานกำกับดูแลจึงเริ่มนำปัจจัยด้านพฤติกรรมมาใช้ในการออกแบบมาตรการ เช่น การเปิดเผยข้อมูล การประเมินความเหมาะสมในการลงทุน และข้อจำกัดในการเสนอขาย

มิติที่สี่ : ความเป็นธรรมและความน่าเชื่อถือของตลาด

นอกเหนือจากผลกระทบต่อผู้ลงทุนแล้ว ความเป็นธรรมและความน่าเชื่อถือของตลาด (Market Integrity) ก็เป็นอีกประเด็นที่มีความสำคัญ สำหรับ Event Contracts หน่วยงานกำกับดูแลอาจพิจารณาเพิ่มเติมว่าผู้เข้าร่วมตลาดบางรายมีความสามารถในการส่งผลกระทบต่อเหตุการณ์อ้างอิงดังกล่าวหรือไม่ เนื่องจากอาจก่อให้เกิดแรงจูงใจในการทำให้เหตุการณ์เกิดขึ้นหรือไม่เกิดขึ้นตามผลประโยชน์ของตน ซึ่งเป็นประเด็นที่อาจแตกต่างจากผลิตภัณฑ์อนุพันธ์ที่อ้างอิงตัวแปรทางเศรษฐกิจทั่วไป

Event Contracts กับบริบทการกำกับดูแลตามกฎหมายไทย

ด้วย Event Contracts เป็นสัญญาที่กำหนดผลตอบแทนโดยอ้างอิงผลของเหตุการณ์ที่กำหนดไว้ล่วงหน้า เช่น ผลการเลือกตั้ง หรือเหตุการณ์ทางสังคมต่าง ๆ เป็นต้น ซึ่งเมื่อผู้ลงทุนได้ทราบผลของเหตุการณ์ดังกล่าวแล้ว ผู้ลงทุนจะได้รับเงินหรือต้องชำระเงินตามเงื่อนไขที่ตกลงกันไว้ อย่างไรก็ตาม ผลของเหตุการณ์ที่นำมาอ้างอิงของ Event Contracts ไม่ใช่ “สินค้า” (เช่น หลักทรัพย์ ทองคำ และน้ำมัน) หรือ “ตัวแปร” (เช่น อัตราแลกเปลี่ยนเงิน หรือ อัตราดอกเบี้ย) ตามนิยามของพระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546 ที่กำหนดให้สามารถนำมาใช้อ้างอิงในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าได้

นอกจากนี้ Event Contracts ยังไม่มีลักษณะเป็นการกำหนดให้คู่สัญญาส่งมอบและชำระราคาในอนาคต หรือชำระเงินเท่ากับจำนวนเงินที่คำนวณได้จากส่วนต่างระหว่างราคาของสินค้าหรือตัวแปรที่กำหนดในสัญญากับราคาในอนาคต หรือให้สิทธิแก่คู่สัญญาที่จะเรียกให้อีกฝ่ายส่งมอบสินค้าหรือชำระราคา ซึ่งแตกต่างจากสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามพระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546

ด้วยเหตุนี้ Event Contracts จึงไม่เข้านิยามการเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามพระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546 จึงไม่ได้อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ก.ล.ต. ดังนั้น ผู้ลงทุนไทยที่สนใจซื้อขายผลิตภัณฑ์ดังกล่าว

ควรศึกษาข้อมูลและความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องอย่างรอบคอบ รวมทั้งพิจารณาความน่าเชื่อถือของแพลตฟอร์มผู้ให้บริการ ตลอดจนความเหมาะสมของการลงทุนกับระดับความเสี่ยงที่ตนสามารถรับได้ก่อนตัดสินใจลงทุน

แม้ปัจจุบันหลายประเทศยังอยู่ระหว่างการพิจารณาแนวทางที่เหมาะสมในการกำกับดูแล Event Contracts แต่พัฒนาการดังกล่าวสะท้อนให้เห็นถึงความท้าทายของผู้กำกับดูแลทั่วโลกในการสร้างสมดุลระหว่างการส่งเสริมนวัตกรรมและการบริหารจัดการความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นต่อผู้ลงทุนในตลาดทุน โดยในส่วนของไทยนั้น Event Contracts ยังไม่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ก.ล.ต. แต่ ก.ล.ต. จะติดตามพัฒนาการและการกำกับดูแลในต่างประเทศอย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะประเด็นด้านการคุ้มครองผู้ลงทุน ความเสี่ยงเชิงพฤติกรรม และความน่าเชื่อถือของตลาด ซึ่งเป็นปัจจัยที่หน่วยงานกำกับดูแลทั่วโลกให้ความสำคัญ และคงเป็นประเด็นที่ต้องติดตามหากผลิตภัณฑ์ดังกล่าวมีการขยายตัวในอนาคต

หมายเหตุ:

* Event Contracts คือสัญญาทางการเงินประเภทหนึ่งที่กำหนดให้ผลตอบแทนขึ้นกับผลของเหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต เช่น ผลการเลือกตั้ง ตัวเลขเศรษฐกิจ หรือเหตุการณ์อื่นที่ตรวจสอบได้ โดยเป็นผลิตภัณฑ์ที่ใช้ซื้อขายบนแพลตฟอร์ม Prediction Markets เพื่อสะท้อนความน่าจะเป็นของผลลัพธ์จากกลไกตลาด โดยสัญญาเหล่านี้ไม่ได้มีการส่งมอบสินค้า หุ่น หรือพันธบัตรเมื่อครบกำหนด แต่ชำระราคาโดยอ้างอิงผลของเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นจริง (cash settlement)

**MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II) คือ กรอบกฎหมายตลาดทุนของสหภาพยุโรปที่กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการให้บริการด้านการลงทุน การซื้อขายตราสารทางการเงิน และการคุ้มครองผู้ลงทุนในประเทศสมาชิกสหภาพยุโรป

เอกสารอ้างอิง

1. IOSCO. Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets (2011).
2. CFTC. Notice of Proposed Rulemaking: Prediction Markets; Public Interest Determinations (2026).
3. ESMA. Product Intervention Measures relating to Binary Options (2018).
4. ESMA. On the application of the national product intervention measures on binary options to event contracts (2026)