

การขยายการใช้โทเคนในเซชัน: ประสิทธิภาพใหม่และความเปราะบางใหม่

ตุลาคม 2026 **GFSR** บทที่ 3: การขยายการใช้โทเคนในเซชัน: ประสิทธิภาพใหม่และความเปราะบางใหม่

โทเคนในเซชัน (Tokenization) ซึ่งเป็นการแสดงสินทรัพย์และหนี้สินทางการเงินให้อยู่ในรูปโทเคนบนระบบจัดเก็บข้อมูลแบบกระจายศูนย์ที่สามารถตั้งโปรแกรมได้ (programmable distributed ledgers) อาจพลิกโฉมตลาดการเงินด้วยการนำกระบวนการออกตราสาร การซื้อขาย การหักบัญชี การชำระราคาและส่งมอบ การให้บริการเกี่ยวกับตราสาร และรายงานข้อมูล ไปไว้บนโครงสร้างพื้นฐานร่วมกัน โทเคนในเซชันช่วยลดความจำเป็นที่ต้องอาศัยตัวกลางหลายรายในการกระทบบยอดข้อมูลธุรกรรมที่จัดเก็บแยกจากกัน จึงช่วยลดความขัดแย้งในการดำเนินงาน เพิ่มความโปร่งใส สนับสนุนระบบอัตโนมัติ และเอื้อให้เกิดรูปแบบการออกแบบตลาดใหม่ ๆ

ตลาดสินทรัพย์ในโลกจริงที่ถูกแปลงให้อยู่ในรูปโทเคน (tokenized real-world assets) บนเครือข่ายสาธารณะ ซึ่งไม่นับรวมธุรกรรมซื้อคืน (repos) ขยายตัวอย่างรวดเร็ว โดยมีมูลค่าประมาณ 65,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ กิจกรรมธุรกรรมซื้อคืนในรูปโทเคน (tokenized repo) ก็มีปริมาณมากเช่นกัน โดยมีปริมาณธุรกรรมราว 300,000–350,000 ล้านดอลลาร์ สะท้อนถึงประโยชน์ของการแปลงสินทรัพย์เป็นโทเคนในการบริหารหลักประกัน อย่างไรก็ตาม ตลาดสินทรัพย์ในรูปแบบโทเคนยังมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับตลาดทุนแบบดั้งเดิม นอกจากนี้ แม้การออกสินทรัพย์ในรูปโทเคนจะกระจุกตัวอยู่ในไม่กี่ภูมิภาค แต่การซื้อขายกลับกระจัดกระจายในแพลตฟอร์ม เครือข่าย และรูปแบบการชำระราคาและส่งมอบที่หลากหลาย

บทนี้ชี้ให้เห็นถึงข้อจำกัดสำคัญสู่ประการต่อการนำเทคโนโลยีโทเคนในเซชันมาใช้ในวงกว้าง ได้แก่ ความแน่นอนทางกฎหมาย ความชัดเจนด้านกฎระเบียบ ความสามารถในการทำงานร่วมกันระหว่างระบบ และระบบการชำระราคาและส่งมอบที่ปลอดภัย มั่นคง และสามารถรองรับธุรกรรมที่เพิ่มขึ้นได้ ผู้มีส่วนร่วมในตลาดต้องการความชัดเจนเกี่ยวกับสิทธิความเป็นเจ้าของ ความสมบูรณ์เด็ดขาดของการชำระราคาและส่งมอบ การรับฝากสินทรัพย์ การปฏิบัติต่อสินทรัพย์เมื่อเกิดการล้มละลาย และการบังคับใช้สิทธิตามกฎหมายในธุรกรรมข้ามพรมแดน ในด้านกฎระเบียบ หน่วยงานกำกับดูแลควรใช้หลักการ “กิจกรรมเดียวกัน ความเสี่ยงเดียวกัน ผลลัพธ์ด้านการกำกับดูแลเดียวกัน” ในขณะเดียวกันก็ต้องปรับปรุงกรอบกำกับดูแลให้สอดคล้องกับลักษณะใหม่ของเทคโนโลยี เช่น ระบบจัดเก็บข้อมูลแบบกระจายศูนย์ สัญญาอัจฉริยะ การรับฝากสินทรัพย์ การเก็บบันทึก และการชำระราคาและส่งมอบ ซึ่งอาจไม่สอดคล้องกับกฎเกณฑ์เดิมที่มีอยู่ การเชื่อมต่อระหว่างแพลตฟอร์มและเครือข่ายต่าง ๆ เป็นปัจจัยสำคัญต่อการป้องกันไม่ให้เกิดสภาพคล่องติดค้างในระบบเครือข่ายที่แยกจากกัน ทว่ากลไกและการเชื่อมต่อระหว่างเครือข่าย เช่น สะพานเชื่อมระหว่างเครือข่าย (bridges) อาจก่อให้เกิดช่องโหว่ด้านไซเบอร์และด้านปฏิบัติการได้เช่นกัน การชำระราคาและส่งมอบยังคงเป็นหัวใจสำคัญ เพราะหากไม่มีสินทรัพย์ที่สามารถใช้ชำระราคาและส่งมอบที่มีความปลอดภัยและได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวาง ตลาดโทเคนอาจไม่สามารถสร้างประโยชน์ด้านประสิทธิภาพตามที่คาดหวังไว้ได้

หลักฐานเชิงประจักษ์เบื้องต้นเกี่ยวกับหุ้นในรูปโทเคนแสดงให้เห็นทั้งศักยภาพและเหตุผลที่ควรดำเนินการอย่างระมัดระวัง กว่าครึ่งของกิจกรรมเกิดขึ้นนอกเวลาซื้อขายปกติของสหรัฐฯ ซึ่งบ่งชี้ว่ามีความต้องการซื้อขายอย่างต่อเนื่องตลอดเวลา ประมาณร้อยละ 80 ของธุรกรรมมีขนาดต่ำกว่าหนึ่งหุ้น ซึ่งสะท้อนความต้องการในการแบ่งสินทรัพย์เป็นหน่วยย่อย (fractionalization) นอกจากนี้ ราคาหุ้นในรูปโทเคนยังมีข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อกระบวนการค้นหาราคาในตลาดแบบดั้งเดิม โดยการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในรูปโทเคนในช่วงนอกเวลาทำการมักสะท้อนอยู่ในราคาหุ้นในตลาดแบบดั้งเดิมอย่างรวดเร็วหลังตลาดเปิดทำการ อย่างไรก็ตาม ตลาดเหล่านี้ยังมีสภาพคล่องต่ำกว่าตลาดแบบดั้งเดิมมาก โดยเฉพาะในตลาดซื้อขายแบบกระจายศูนย์ และมีความผันผวนสูงกว่าประมาณ 1.5 เท่า โดยทั่วไป ราคาของสินทรัพย์ในสองตลาดมีความใกล้เคียงกัน แต่ความคลาดเคลื่อนมักจะสูงกว่าในแพลตฟอร์มที่มีปริมาณซื้อขายต่ำ

ปัจจุบัน ความเสี่ยงต่อเสถียรภาพทางการเงินจากตลาดสินทรัพย์โทเคนยังคงมีจำกัดเนื่องจากตลาดมีขนาดเล็ก อย่างไรก็ตาม โทเคนในเซชันอาจเปลี่ยนรูปแบบการสะสมความเปราะบางและการส่งผ่านของช็อกในระบบการเงินได้ ทำให้ความเสี่ยงด้านการปฏิบัติการ ธรรมชาติ และโครงสร้างพื้นฐานที่เชื่อมโยงกับเครือข่ายแบบกระจายศูนย์ มีความสำคัญมากขึ้น ขณะเดียวกันยังอาจเพิ่มความเสี่ยงต่อเสถียรภาพทางการเงินแบบดั้งเดิม เช่น การแหกถอนสภาพคล่อง (liquidity runs) การเทขายสินทรัพย์ (fire sales) ความเชื่อมโยงระหว่างกัน การลุกลามของความเสี่ยง การใช้เลเวอเรจ และการลดเลเวอเรจที่ซ้ำเติมวัฏจักร (procyclical deleveraging) ผ่านกลไกต่าง ๆ เช่น การชำระราคาและส่งมอบที่รวดเร็วขึ้น การเคลื่อนย้ายหลักประกันที่คล่องตัวขึ้น การเรียกหลักประกันอัตโนมัติ การซื้อขายต่อเนื่อง และความสามารถในการประกอบบริการข้ามแพลตฟอร์มได้อย่างไร้รอยต่อ (composability)

เพื่อส่งเสริมการพัฒนาลาดที่มีประสิทธิภาพและปลอดภัย ผู้กำหนดนโยบายจึงควรใช้แนวทางที่เป็นกลางทางเทคโนโลยี โดยจัดข้อจำกัดที่ไม่จำเป็นต่อกระบวนการโทเคนในเซชัน พร้อมทั้งรักษาเสถียรภาพทางการเงิน หน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรจัดอุปสรรคที่ไม่จำเป็นด้วยการสร้างความแน่นอนทางกฎหมาย ความชัดเจนด้านกฎระเบียบ มาตรฐานการทำงานร่วมกัน และรูปแบบการชำระราคาและส่งมอบที่ปลอดภัย ขณะเดียวกันควรเสริมความเข้มแข็งของกลไกการรักษาเสถียรภาพทางการเงิน ประเด็นสำคัญลำดับแรก ๆ ได้แก่ การติดตามการพึ่งพาด้านการปฏิบัติการและโครงสร้างพื้นฐาน การประเมินผลกระทบจากการชำระราคาและส่งมอบแบบทันทีและไม่สามารถเพิกถอนได้ (atomic settlement) ต่อสภาพคล่องในระบบ และการติดตามความเชื่อมโยงระหว่างตลาดโทเคนกับตลาดในรูปแบบดั้งเดิมสำหรับตลาดเกิดใหม่ โทเคนในเซชันอาจช่วยสนับสนุนการพัฒนาลาดทุน แต่ไม่สามารถทดแทนการปฏิรูปพื้นฐานที่จำเป็นต่อการพัฒนาลาด เช่น การขยายฐานนักลงทุนให้ลึกและมีความหลากหลายขึ้น การกำหนดราคาอ้างอิงที่น่าเชื่อถือ การเสริมสภาพคล่องในตลาดรอง และกรอบกฎหมายและการกำกับดูแลที่เข้มแข็ง

โปรดดูฉบับเต็มของรายงานฉบับภาษาอังกฤษได้ที่:

<https://www.imf.org/en/publications/gfsr/issues/2026/10/13/global-financial-stability-report-october-2026>