



กฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

โดย

นางสาวณัฐกฤตา กุศลภัทรอนโชค

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญานิติศาสตรมหาบัณฑิต
คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ ปีการศึกษา 2560
อธิการบดีมหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ

21804

THE ASSUMPTION UNIVERSITY LIBRARY

กฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์



วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญานิติศาสตรมหาบัณฑิต

คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ ปีการศึกษา 2560

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ

REGULATION OF EQUITY CROWDFUNDING

BY

MS. NATTAKRITTA KUNLAPHATTHANACHOT



A THESIS SUBMITTED IN PARCIAL FULFILLMENT OF THE REQUIREMENTS

FOR THE DEGREE OF MASTER OF LAWS

GRADUATE SCHOOL OF LAW

ASSUMPTION UNIVERSITY

JULY 2018

ชื่อเรื่องวิทยานิพนธ์ : กฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์
(Regulation of Equity Crowd Funding)
ชื่อผู้เขียน : นางสาวณัฐกฤตา กุลภัทรชน โชนโต
ชื่อปริญญา : นิติศาสตรมหาบัณฑิต (สาขากฎหมายธุรกิจ)
คณะกรรมการที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.เสถียรภาพ นาหลวง ที่ปรึกษา

คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ อนุมัติให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

..... คณบดีคณะนิติศาสตร์
(รองศาสตราจารย์ พรชัย สุนทรพันธุ์)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(ศาสตราจารย์พิเศษ สุชาติ ธรรมมาพิทักษ์กุล)

..... กรรมการ
(ศาสตราจารย์ พิชัยศักดิ์ หรยางกูร)

..... กรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ณัฐพงศ์ โปษะบุตร)

..... ที่ปรึกษา
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.เสถียรภาพ นาหลวง)

ชื่อเรื่องวิทยานิพนธ์ : กฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์
ชื่อผู้เขียน : นางสาวณัฐกฤตา กุลภัทรชนโซต
ชื่อปริญญา : นิติศาสตรมหาบัณฑิต (สาขากฎหมายธุรกิจ)
ปีการศึกษา : 2560
คณะกรรมการที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.เสถียรภาพ นาคหลวง ที่ปรึกษา

บทคัดย่อ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ศึกษาปัญหาหลักเกณฑ์การระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ตามประกาศที่ออกโดยคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เปรียบเทียบกับระบบกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อหาข้อเสนอแนะในการแก้ไขปรับปรุงและพัฒนาหลักเกณฑ์ในเรื่องข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน

จากการศึกษาพบว่า การระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทยมีปัญหาด้านการกำกับดูแลในเรื่องการคุ้มครองผู้ลงทุนในส่วนการเปิดเผยข้อมูล และเรื่องการจำกัดจำนวนเงินลงทุนของผู้ลงทุน ซึ่งยังมีปัญหาความไม่ชัดเจนและไม่รัดกุม จึงทำให้เป็นอุปสรรคในการส่งเสริมการลงทุน

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้เสนอแนะให้แก้ไขปรับปรุงประกาศที่ออกโดยคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการคุ้มครองผู้ลงทุนในส่วนการเปิดเผยข้อมูล และการจำกัดจำนวนเงินลงทุนของผู้ลงทุน

Thesis Title : Regulation of Equity Crowdfunding
Author Name : Ms. Nattakritta Kunlaphatthanachot
Degree : Master of Laws (Business Law)
Academic Year : 2017
Advisory Committee : Asst.Prof. Dr. Sthianrapab Naluang Advisor

ABSTRACT

This thesis aims to examine problems on the protection of equity crowdfunding investors under securities regulation of Thailand comparing to securities regulation of the United State of America to find out recommendations of the securities regulation development. The study is based on documentary analysis.

The study shows that the equity crowdfunding regulation of Thailand has two major problems for the protection of the investors: the disclosure and restriction of investment amounts. These problems are unclear and not concise. It is a barrier to investment in Thailand. Thus, this Thesis recommends Thailand revise and improve the Notification of Capital Market Supervisory Board, issued pursuant to under Securities and Exchange Act 1992, on investors protection in terms of information disclosure and restriction of investment amount.

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลงได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความกรุณาอย่างสูงจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. เสถียรภาพ นาสหวง อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่กรุณาเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาให้แก่ผู้เขียน รวมทั้งตลอดเวลาให้คำแนะนำปรึกษา และความคิดเห็นที่เป็นประโยชน์เกี่ยวกับแนวทางการวิทยานิพนธ์ ทำให้ผู้เขียนได้รับข้อมูลที่ครบถ้วน และสามารถนำมาใช้วิเคราะห์และสรุปข้อมูลได้อย่างราบรื่น ตลอดจนปรับปรุงแก้ไขข้อบกพร่อง ด้วยความเอาใจใส่อย่างยิ่ง ผู้เขียนตระหนักถึงความตั้งใจจริงและความทุ่มเทของอาจารย์และขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ ที่นี้

ขอขอบพระคุณ ศาสตราจารย์ สุชาติ ธรรมาพิทักษ์กุล ศาสตราจารย์ พิชัยศักดิ์ หรยางกูร รองศาสตราจารย์ ญัฐพงศ์ โปษกะบุตร และ ดร.ชาญวิทย์ สุวรรณบุญ ซึ่งเป็นการสมทบวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ที่ให้คำแนะนำแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ เพื่อให้วิทยานิพนธ์นี้มีความถูกต้องสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

อนึ่ง ผู้เขียนหวังว่า วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะมีประโยชน์ไม่มากนักน้อย จึงขอมอบส่วนดีทั้งหมดนี้ให้แก่เหล่าคณาจารย์ที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาจนทำให้ผลงานวิทยานิพนธ์เป็นประโยชน์ต่อผู้ที่เกี่ยวข้องและสุดท้ายนี้ ผู้เขียนขอขอบพระคุณบิดามารดา และครอบครัว ซึ่งเปิดโอกาสให้ได้รับการศึกษาเล่าเรียน ตลอดจนคอยช่วยเหลือและให้กำลังใจผู้เขียนเสมอมาจนสำเร็จการศึกษา

ณัฐกฤตา กุลภัทรธนโชต

มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ
SINCE 1969

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา.....	2
1.3 ขอบเขตของการศึกษา.....	3
1.4 สมมติฐานของการศึกษา.....	3
1.5 วิธีดำเนินการศึกษา.....	3
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	4
บทที่ 2 แนวคิดและทฤษฎีการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์.....	5
2.1 ลักษณะ ประเภทและความสำคัญของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์.....	6
2.1.1 ลักษณะการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์.....	6
2.1.2 ประเภทการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์.....	11
2.1.3 ความสำคัญการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์.....	12
2.2 ความเป็นมาทางกฎหมายของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์.....	13
2.2.1 ความเป็นมาทางกฎหมายของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ในประเทศไทย.....	13

สารบัญ (ต่อ)

หน้า

2.2.2	ความเป็นมาทางกฎหมายของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ในต่างประเทศ.....	15
2.3	เปรียบเทียบระบบตลาดหลักทรัพย์แบบปัจจุบันกับระบบการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์.....	18
2.3.1	ลักษณะรูปแบบตลาดทุนแบบปัจจุบัน.....	18
2.3.2	ลักษณะรูปแบบตลาดทุนแบบใหม่.....	21
2.4	เปรียบเทียบระบบโครงสร้างการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์แบบปัจจุบันกับระบบการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์.....	22
2.4.1	ลักษณะโครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุนแบบปัจจุบัน.....	23
2.4.2	ลักษณะโครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุนแบบใหม่.....	30
2.5	กฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทย.....	33
2.6	สรุปท้ายบท.....	40
บทที่ 3	กฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของต่างประเทศ.....	41
3.1	กฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทย.....	41
3.1.1	กฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์.....	41
3.1.2	โครงสร้างทางกฎหมาย.....	42
3.1.3	แนวทางการพัฒนากฎหมาย.....	56
3.2	เปรียบเทียบระบบกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทยกับประเทศไทย.....	60
3.3	สรุปท้ายบท.....	62

สารบัญ (ต่อ)

หน้า

บทที่ 4	วิเคราะห์ปัญหาการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์.....	63
4.1	วิเคราะห์สภาพปัญหาเรื่องการกำกับดูแลการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทย.....	63
4.1.1	การเปิดเผยข้อมูล.....	63
4.1.2	การจำกัดจำนวนเงินลงทุน.....	67
4.2	วิเคราะห์แนวทางการพัฒนากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์.....	68
4.2.1	การเปิดเผยข้อมูล.....	68
4.2.2	การจำกัดจำนวนเงินลงทุน.....	70
4.3	สรุปท้ายบท.....	73
บทที่ 5	สรุปและข้อเสนอแนะ.....	75
5.1	สรุป.....	75
5.1.1	การเปิดเผยข้อมูล.....	76
5.1.2	การจำกัดจำนวนเงินลงทุน.....	76
5.2	ข้อเสนอแนะ.....	77
5.2.1	ข้อเสนอแนะด้านการพัฒนากฎหมาย.....	77
บรรณานุกรม		79
ประวัติผู้เขียน		83

สารบัญแผนภาพ

หน้า

แผนภาพที่

1	เปรียบเทียบลักษณะรูปแบบตลาด.....	18
2	เปรียบเทียบลักษณะโครงสร้างการกำกับดูแล.....	22



สารบัญตาราง

หน้า

ตารางที่

1	สรุปการเปรียบเทียบแนวกำกับดูแลการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ของประเทศสหรัฐอเมริกากับประเทศไทย.....	60
2	แบ่งประเภทผู้ลงทุนรายบุคคลโดยพิจารณาตามเกณฑ์รายได้-สินทรัพย์.....	70



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความสำคัญและสภาพของปัญหา

การระดมทุนสาธารณะ (Crowdfunding) เป็นการระดมทุนจากประชาชนทั่วไปและมีทุนจำนวนน้อยโดยซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางให้บริการเป็นสื่อกลางในการระดมทุนในรูปแบบผู้ระดมทุนออกทุนจากมวลชนผ่านเครือข่ายอินเทอร์เน็ตที่แพร่หลายอย่างรวดเร็ว (Funding Portal) คือ การขายหุ้นตอบแทนแก่ผู้ลงทุน (Equity Crowdfunding) (ECF) โดยนักลงทุนจะได้รับหุ้นแลกกับเงินลงทุน และเงินปันผลจากกิจการในอนาคต ผู้ลงทุนขายหุ้นที่ได้มาเพื่อกำไรจากส่วนต่างราคา (Capital gain) จึงถือเป็นทางเลือกในการระดมทุนของธุรกิจขนาดเล็กหรือกิจการที่กำลังจะเริ่มต้น (Start up) ที่มีโอกาสเติบโตอย่างรวดเร็ว ขณะที่นักลงทุนเองก็จะมีช่องทางในการลงทุนเพิ่มขึ้นและเป็นการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยนอกตลาดหลักทรัพย์ปกติ

ในสหรัฐอเมริกาการระดมทุนสาธารณะในรูปแบบ Equity Crowdfunding นี้เป็นที่แพร่หลายและได้รับความนิยมเป็นอย่างมาก และได้มีการออกกฎหมายที่เกี่ยวกับการนี้ไว้โดยเฉพาะ เป็นอนุบัญญัติของกฎหมายหลักทรัพย์โดยได้มีการจัดทำกฎระเบียบใหม่ภายใต้กฎหมาย Jumpstart Our Business Startups (JOBS Act) ในส่วนที่เกี่ยวกับการหาแหล่งเงินทุน เพื่อเป็นการสนับสนุนธุรกิจขนาดเล็กและผู้ที่ต้องการเริ่มต้นทำธุรกิจสามารถที่จะหาเงินทุนผ่านทางระบบอินเทอร์เน็ตที่เป็นการระดมทุนจากนักลงทุนทั่วไปให้มากยิ่งขึ้นและถูกต้องตามกฎหมาย โดยได้มีการออกใบอนุญาตให้แก่บริษัททำหน้าที่เป็น “Funding Portal” ที่จะนำเสนอและขายหลักทรัพย์ผ่านการระดมทุนในรูปแบบ “Equity Crowdfunding” ให้แก่ธุรกิจขนาดเล็กหรือผู้เริ่มต้นทำธุรกิจ ซึ่งบริษัทต่างๆที่จะทำธุรกิจเกี่ยวกับการระดมทุนผ่านทางระบบ Crowdfunding นี้จะสามารถดำเนินการได้ต่อเมื่อบริษัทนั้นได้รับการอนุมัติให้เป็นสมาชิกของสมาคมหลักทรัพย์แห่งชาติที่มีการจดทะเบียนไว้ภายใต้กฎหมาย “The Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) ที่เป็นสมาคมหลักทรัพย์รายเดียวที่จดทะเบียนไว้กับ SEC¹

ในประเทศไทยการระดมทุนในรูปแบบนี้แม้เป็นตลาดทุนแบบใหม่แต่กำลังเติบโตและได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้นในอนาคต แต่เนื่องจากการระดมทุนในรูปแบบ “Equity Crowdfunding”

¹ Department of International Trade Promotion, Ministry of Commerce, Royal Thai Government, Thai Trade Center, at <http://www.thaitradeusa.com/home/?p=21337>, (last visited 24 February 2018).

นี้ ให้หุ้นเป็นผลตอบแทนแก่ประชาชนรูปแบบหนึ่ง ถือเป็นการขายหลักทรัพย์ผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์ จึงต้องอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งกำกับดูแลโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์² ดังนั้นเพื่อป้องกันผลกระทบจากการลงทุนในรูปแบบนี้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงได้ออกกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอินเทอร์เน็ต โดยมีหลักเกณฑ์กำกับดูแลและกำหนดคุณสมบัติของ "Funding Portal" หรือ ผู้ให้บริการเว็บไซต์ตัวกลางซึ่งทำหน้าที่คัดสรรบริษัทที่น่าเชื่อถือมาระดมทุนนั้น ต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น และในขณะเดียวกันเพื่อไม่ให้เกิดผลกระทบต่อผู้ลงทุนหากกิจการไม่ประสบความสำเร็จในโครงการตามที่เสนอจึงได้มีการจำกัดวงเงินการลงทุน (investment limit) สำหรับนักลงทุนรายย่อย และวงเงินการระดมทุน (issue size) สำหรับผู้ระดมทุน แต่ยังเป็นปัญหาและอุปสรรคในการส่งเสริมและพัฒนาตลาดทุนรูปแบบ Equity Crowdfunding ของประเทศไทย ซึ่งการระดมทุนในรูปแบบนี้ถือเป็นเครื่องมือในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศในอนาคต กล่าวได้ว่า พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องยังมีปัญหาเกี่ยวกับการคุ้มครองผู้ลงทุนในส่วนการเปิดเผยข้อมูล การป้องกันการฉ้อโกง และการจำกัดจำนวนเงินที่ลงทุน

ดังนั้น ผู้เขียนจึงจะศึกษาว่า ควรต้องมีการพัฒนากฎหมายอย่างไร ที่จะสามารถทำให้กฎหมายเป็นเครื่องมือในการส่งเสริมและพัฒนาตลาดทุนรูปแบบใหม่ของประเทศไทยให้มีประสิทธิภาพและมีความเหมาะสมต่อไปในอนาคต

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1.2.1 เพื่อศึกษาถึงวิวัฒนาการความเป็นมาของการระดมทุนสาธารณะในประเทศไทยและประเทศสหรัฐอเมริกา โดยจะเน้นศึกษาการระดมทุนในรูปแบบ Equity Crowdfunding ของประเทศไทยและประเทศสหรัฐอเมริกา

1.2.2 เพื่อศึกษากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ของประเทศไทยและประเทศสหรัฐอเมริกา

1.2.3 เพื่อศึกษาปัญหากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ของประเทศไทย

² สำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, Crowdfunding, at <http://www.sec.or.th/TH/Raising Funds/CFD/Pages/principle.aspx>, (last visited 24 February 2018).

1.2.4 เพื่อค้นหาแนวทางในการพัฒนากฎหมาย การระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ของประเทศไทย

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

ศึกษาเฉพาะกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ของประเทศไทยและประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อนำมาเป็นแนวทางในการพัฒนากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ของประเทศไทย ตลอดจนหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลให้มีความเหมาะสมต่อไป

1.4 สมมติฐาน

เนื่องจากการออกกฎหมายและการกำกับดูแลการระดมทุนรูปแบบ Equity Crowdfunding ของประเทศไทยยังมีปัญหาและอุปสรรคในด้านการส่งเสริมการลงทุนและการกำกับดูแลการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ดังนั้นจึงควรมีการแก้ไขปรับปรุงประกาศที่ออกโดยคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการคุ้มครองผู้ลงทุนในด้านการเปิดเผยข้อมูล และการจำกัดจำนวนเงินลงทุนของผู้ลงทุน ให้เกิดประสิทธิภาพที่จะนำมาบังคับใช้ได้เหมาะสมต่อไป

1.5 วิธีการศึกษา

การศึกษาวิจัยเพื่อจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ เป็นการวิจัยทางเอกสาร (Documentary Research) โดยการค้นคว้าและรวบรวมข้อมูลจากหนังสือตำรา เอกสาร บทความทั้งภาษาไทยและภาษาต่างประเทศจากแหล่งต่างๆ อาทิเช่น ห้องสมุด เครือข่ายอินเทอร์เน็ต เว็บไซต์ต่างๆ และรวมถึงประกาศของคณะกรรมการกำกับตลาดทุนและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.6.1 ทำให้ทราบถึงวิวัฒนาการความเป็นมาของการระดมทุนสาธารณะในประเทศไทย รวมทั้งประเภทและรูปแบบการระดมทุนสาธารณะของประเทศไทยและของประเทศสหรัฐอเมริกา

1.6.2 ทำให้ทราบถึงกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ของประเทศไทยและประเทศสหรัฐอเมริกา

1.6.3 ทำให้ทราบถึงปัญหากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ของประเทศไทย

1.6.4 ทำให้ได้แนวทางการพัฒนากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ของประเทศไทย



บทที่ 2

แนวคิดและทฤษฎีการระดมทุนสาธารณะ ผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

ในยุคปัจจุบันระบบเศรษฐกิจถือว่ามีความสำคัญและเป็นเครื่องมือในการขับเคลื่อนพัฒนาประเทศเป็นอย่างมาก แต่ละประเทศได้มีการออกนโยบายเพื่อมากระตุ้นการขยายตัวและพัฒนาาระบบเศรษฐกิจของประเทศอย่างต่อเนื่อง กลไกสำคัญที่มีบทบาทต่อการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศในการสร้างรายได้ที่สำคัญ คือ วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs)

อย่างไรก็ตาม การประกอบธุรกิจไม่ว่าจะเป็นการค้าหรือการบริการ เงินทุนถือเป็นปัจจัยสำคัญที่สุดสำหรับการก่อตั้งหรือพัฒนาธุรกิจให้สามารถเติบโตอย่างแข็งแกร่งและยั่งยืน ซึ่งหากผู้ประกอบการมีเงินทุนที่จำกัด หรือมีเงินทุนที่ไม่เพียงพอ การมองหาแหล่งเงินทุนอื่นเพื่อมาสนับสนุนจึงเป็นสิ่งสำคัญและหลีกเลี่ยงไม่ได้ แต่สำหรับผู้ประกอบการขนาดกลางและขนาดย่อม การที่จะมองหาแหล่งเงินทุนจากสาธารณะนั้นอยู่ภายในขอบเขตที่จำกัด เนื่องจากไม่มีประวัติการประกอบการ (track record) ถึงขนาดที่จะขอระดมทุนผ่านการเสนอขายหุ้นต่อประชาชน(IPO) ได้ อีกทั้งวิธีดังกล่าวต้องมีขั้นตอนและค่าใช้จ่ายที่เป็นภาระอย่างมากกับผู้ประกอบการ ดังนั้นเพื่อตอบสนองการเติบโตของการประกอบธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ตลาดการระดมทุนสาธารณะรูปแบบใหม่ (Crowdfunding) จึงถือกำเนิดขึ้น³

ในประเทศไทยการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งกำกับดูแลโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยมีการออกหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลบุคคลที่เกี่ยวข้อง เช่น การกำหนดคุณสมบัติเว็บไซต์ตัวกลาง กิจกรรมที่ระดมทุน การจำกัดจำนวนเงินลงทุนของผู้ลงทุน ตลอดจนการกำหนดขั้นตอนการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

การระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ นี้มีลักษณะพิเศษที่แตกต่างจากการระดมทุนประเภทอื่น ซึ่งในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะศึกษาถึงการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์(Equity Crowdfunding) ดังนั้นบทที่ 2 ศึกษาถึงลักษณะ ประเภท ความสำคัญและความเป็นมาทางกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ รวมถึงระบบกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุนสาธารณะของประเทศไทย

³ อรรถพล พานิชย์ไพศาลกุล, “Crowdfunding: Investment Revolution คุณพร้อมหรือยังสำหรับการระดมทุนในรูปแบบใหม่?”, วารสารนิติศาสตร์ 9 (มีนาคม 2015): 1.

การลงทุนผ่านเครือข่ายอินเทอร์เน็ตแบ่งออกเป็น 4 ลักษณะ ดังต่อไปนี้

1. การระดมทุนสาธารณะประเภทบริจาค (donation-based crowdfunding)
2. การระดมทุนสาธารณะประเภทรางวัล (reward-based crowdfunding)
3. การระดมทุนสาธารณะประเภทกู้ยืม (debt-based crowdfunding; crow lending)
4. การระดมทุนสาธารณะประเภทลงทุน (equity-based crowdfunding)⁴

2.1 ลักษณะ ประเภท และความสำคัญของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

การระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์มีลักษณะดังต่อไปนี้

2.1.1 ลักษณะการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

องค์การระหว่างประเทศของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สากล(International Organization of Securities Commission: IOSCO) ให้ความหมายของการระดมทุนสาธารณะไว้ว่า หมายถึง “การใช้เงินจำนวนน้อยซึ่งได้รับจากปัจเจกบุคคลหรือองค์กรจำนวนมาก ผ่านทางเว็บออนไลน์ เพื่อเป็นทุนสนับสนุน โครงการ กิจการ หรือการกู้เงินส่วนตัว และสิ่งจำเป็นอื่น”⁵ จากคำนิยามดังกล่าวจึงสรุปได้ว่าลักษณะสำคัญของการระดมทุนสาธารณะจึงเกี่ยวข้องกับบุคคล 3 ฝ่าย คือ

1. ผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer)
2. บุคคลกลาง (Funding Portal: FP)
3. ผู้ลงทุน (Investor)

การระดมทุนรูปแบบนี้มีลักษณะพิเศษสำคัญบางประการที่ต่างจากการระดมทุนอื่น กล่าวคือ การระดมทุนประเภทนี้มักใช้เพื่อสนับสนุน โครงการใดโครงการหนึ่ง ทุนที่ต้องการจึงมีจำนวนไม่มากนักประกอบกับเป็นการระดมทุนผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์สามารถเข้าถึง

⁴ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, Equity Crowdfunding ทางเลือกใหม่ของการระดมทุนและลงทุนในยุคดิจิทัล, at <http://capital.sec.or.th/webedu/upload/file-09062015160156866.pdf>, (last visited 24 February 2018).

⁵ ภาวัต เหมรัชดานันต์, “CrowdFunding: การระดมทุนในสังคมแห่งการแบ่งปัน,” นกร่างกฎหมาย (27 กันยายน 2558): 2.

ประชาชนทั่วไปเป็นจำนวนมากได้อย่างกว้างขวางและโดยสะดวก ทำให้การระดมทุนประเภทนี้มักเป็นการระดมทุนระยะสั้น

การระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์(Equity Crowdfunding) นั้นถือเป็นการระดมทุนสาธารณะรูปแบบหนึ่ง หมายถึงการ “เข้าหุ้น” กันดำเนินการตามวัตถุประสงค์ที่แจ้งไว้ล่วงหน้า โดยนักลงทุนจะได้รับหุ้นแลกกับเงินทุน พร้อมโอกาสในการได้รับเงินปันผลจากกิจการในอนาคต และอาจสามารถขายหุ้นที่ได้มาเพื่อกำไรจากส่วนต่างราคา⁶

องค์ประกอบของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์(Equity Crowdfunding) ประกอบด้วย

1. ผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer)

เป็นผู้ระดมทุนคือผู้ประกอบการ หรือผู้หาทุนที่ต้องการหาเงินทุนเพื่อดำเนินกิจการ หรือทำโครงการตามเป้าหมาย ผู้ระดมทุนที่ได้ประโยชน์จากการระดมทุนผ่านอินเทอร์เน็ตมักเป็นผู้ประกอบการรายย่อยที่มีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน โดยผู้ระดมทุนนั้นต้องกำหนดกลยุทธ์ของการรณรงค์ของตนก่อนที่จะเริ่มโครงการ เนื่องจากกลยุทธ์ในการรณรงค์โครงการนั้นมีผลต่อโอกาสในการประสบความสำเร็จของโครงการของผู้ระดมทุน ซึ่งผู้ระดมทุนนั้นจะต้องตัดสินใจว่าจะหาเงินทุนให้กับโครงการหรือผลิตภัณฑ์ที่ต้องการนำเสนอจำนวนเพียงใดเพื่อให้สามารถหาเงินทุนมาสนับสนุนโครงการตามเป้าหมายได้สำเร็จ และต้องกำหนดระยะเวลาของการรณรงค์สำหรับโครงการนั้นๆ รวมถึงกำหนดจำนวนหุ้นสำหรับโครงการในการระดมทุน ด้วยเหตุนี้โดยมากประเทศที่มีกฎหมายเกี่ยวกับการระดมทุนสาธารณะผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์จึงพยายามจำกัดแหล่งเงินทุนในอินเทอร์เน็ตไว้ให้ธุรกิจขนาดเล็กหรือการระดมทุนขนาดเล็ก โดยพยายามลดขั้นตอนและหลักเกณฑ์ต่างๆเมื่อเทียบกับการระดมทุนผ่านตลาดทุนแบบดั้งเดิม ซึ่งกฎหมายเหล่านี้อาจมีลักษณะดังนี้

1) ด้านการควบคุมผู้ระดมทุน การกำหนดคุณสมบัติของผู้ระดมทุนบางประเทศอนุญาตให้ผู้ระดมทุนหรืออุตสาหกรรมบางประเภทเท่านั้นที่สามารถเข้าถึงการระดมทุนผ่านอินเทอร์เน็ตได้ เช่น ในประเทศสหรัฐอเมริกา JOBS ACT กำหนดให้บริษัทที่ระดมทุนต้องมีสัญชาติอเมริกันเท่านั้น

2) ด้านการกำหนดจำนวนเงินที่อาจจะระดมได้ เนื่องจากปกติผู้ระดมทุนที่ไม่ใช่บริษัทมหาชนจะไม่สามารถระดมทุนจากประชาชนเป็นการทั่วไปได้ แต่การระดมทุนสาธารณะเป็น

⁶ Academy, Equity Crowdfunding, at <http://www.a-academy.net/blog/equity-crowdfunding/>, (last visited 24 February 2018).

ช่องทางการหาทุนของบริษัทขนาดเล็ก ประเทศส่วนมากที่มีกฎหมายเพื่อการนี้จึงมักกำหนดจำนวนเงินขั้นสูงที่สามารถระดมทุนได้ในเวลาหนึ่ง เช่น สหรัฐอเมริกาคำหนดจำนวนเงินขั้นสูงไว้ที่ 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐต่อ 12 เดือน เป็นต้น

3) ด้านการกำกับดูแล หน่วยงานกำกับดูแลอาจกำหนดหน้าที่พื้นฐานบางประการแก่ผู้ระดมทุนที่ต้องการระดมทุนสาธารณะ โดยเฉพาะอย่างยิ่งหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูล ทั้งนี้เพื่อเป็นประโยชน์ในการตัดสินใจของผู้ลงทุน⁷

2. บุคคลกลาง (Funding Portal: FP)

เป็นเว็บไซต์ตัวกลาง หรือสื่อกลาง (Intermediary) เชื่อมโยงระหว่างผู้ลงทุนกับผู้ระดมทุนที่ต้องการเงินทุนเพื่อใช้กับ โครงการที่มั่นคง ถือว่าเป็นผู้ประกอบการหลักทรัพย์ (Securities Business) ซึ่งโดยมากบุคคลกลางนี้เป็นเว็บไซต์ที่ให้บริการด้านการระดมทุน เมื่อพิจารณาจากกลไกการระดมทุนจะพบว่า กิจกรรมที่บุคคลกลางต้องกระทำนั้นมีความซับซ้อนมาก เช่น การเปิดรับเงินทุนจากประชาชน การเก็บรักษาเงินทุน และการจ่ายเงินต่อให้ผู้ประกอบการ หรือในกรณีที่เกี่ยวข้องกับการกู้ยืม หรือการลงทุน บุคคลกลางเหล่านี้อาจทำหน้าที่ประเมิน โครงการหรือให้คำแนะนำเกี่ยวกับการออกทุนแก่ผู้ลงทุน หรือแม้กระทั่งเป็นผู้ตัดสินใจว่าจะลงทุนในโครงการใด แทนผู้ลงทุนก็เป็นไปได้ และในกรณีที่มีการออกหลักทรัพย์ ก็อาจเกี่ยวข้องกับการเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งในปัจจุบันประเทศส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลการระดมทุนประเภทกู้ยืมและประเภทลงทุน โดยมีลักษณะของการกำกับดูแลดังนี้

1) การอนุญาตประกอบกิจการ เนื่องจากในกรณีการระดมทุนประเภทกู้ยืม และลงทุน บุคคลกลางดำเนินกิจการที่คล้ายคลึงกับสถาบันการเงิน บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทลงทุน หรือผู้ประกอบการเครดิต แทบทุกประเทศจึงกำหนดให้ธุรกิจประเภทนี้ต้องขออนุญาตประกอบกิจการตามกฎหมายจากหน่วยงานผู้กำกับดูแลก่อน บุคคลกลางที่ได้รับอนุญาตแล้วย่อมสามารถดำเนินกิจการได้เต็มที่ตามที่กฎหมายกำหนด อย่างไรก็ตาม โดยที่ลักษณะของการระดมทุนสาธารณะ มักเป็นการระดมทุนจำนวนน้อยให้แก่บริษัทเกิดใหม่ หากมีเงื่อนไขบังคับการขออนุญาตที่ซับซ้อน ก็จะเป็นการเพิ่มต้นทุนให้ทั้งบุคคลกลางและผู้ประกอบการ ไม่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการระดมทุนสาธารณะ บางประเทศจึงกำหนดหลักเกณฑ์เพื่อผ่อนคลายนเงื่อนไขการขออนุญาตไว้ใน

⁷ สุดารัตน์ ไทยเจริญ, “สิทธิประโยชน์ด้านภาษีแก่นักลงทุนเพื่อกระตุ้นการระดมทุนสาธารณะโดยการเสนอขายหุ้นของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์,” (เอกัตศึกษาปริญญาศิลปศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชากฎหมายเศรษฐกิจ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2558), หน้า 12.

กฎหมาย เช่น มาตรา 304(b) Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act) ของสหรัฐอเมริกา อนุญาตให้เว็บไซต์ผู้หาทุนไม่ต้องจดทะเบียนเป็นนายหน้า(broker) หากเว็บไซต์นั้นไม่ดำเนินกิจการที่กฎหมายและคณะกรรมการหลักทรัพย์กำหนด เช่น ไม่ให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน ไม่ชี้ชวนให้ผู้ลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ในเว็บไซต์ของตน ไม่จ่ายค่าตอบแทนสำหรับการชี้ชวน ไม่ทำการจัดการหลักทรัพย์หรือเงินทุน เป็นต้น⁸

2) การกำหนดคุณสมบัติ บางประเทศอาจกำหนดคุณสมบัติของบุคคลกลางเพื่อประกันธรรมชาติหรือเพื่อส่งเสริมวัตถุประสงค์เฉพาะของกฎหมาย เช่น คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิตาลี (CONSOB) ได้ออกกฎเพื่อกำกับดูแลการระดมทุนประเภทลงทุนให้สามารถกระทำได้เฉพาะผ่านทางเว็บไซต์ที่มีวัตถุประสงค์เพื่อหาทุนแก่บริษัทด้านนวัตกรรมเท่านั้น อีกทั้งเว็บไซต์ประเภทนี้จะต้องดำเนินการโดยธนาคารหรือบริษัทลงทุน และมีผู้จัดการที่มีประสบการณ์ด้านกฎหมายหรือเศรษฐกิจอย่างต่ำ 2 ปี หรือในกรณีของประเทศฝรั่งเศสที่นอกจากจะกำหนดคุณสมบัติที่ค่อนข้างเข้มงวดแล้ว ยังกำหนดให้บุคคลกลางต้องทำประกันทางภัย(civil insurance) ด้วย เป็นต้น

3) รูปแบบการประกอบกิจการ การระดมทุนประเภทกู้ยืมหรือลงทุนนั้นแทบทุกประเทศกำหนดให้ต้องมีคนกลางเสมอ เพื่อให้รัฐสามารถเข้ากำกับดูแลกิจกรรมได้โดยสะดวก นอกจากนี้บางประเทศอาจมีการกำหนดรูปแบบธุรกิจเพื่อป้องกันการฉ้อโกงหรือเพื่อสร้างความปลอดภัยในการทำธุรกรรม เช่น คณะกรรมการหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกากำหนดรูปแบบการระดมทุนว่าต้องเป็นแบบ all-or-nothing กล่าวคือ ต้องมีการตั้งจำนวนเงินเป้าหมายของโครงการที่ต้องการระดมทุน และเงินทุนที่ได้รับจากผู้ลงทุนจะถูกส่งให้ผู้ประกอบการเฉพาะเมื่อระดมเงินได้ถึงจำนวนที่ตั้งไว้แล้วเท่านั้น หากไม่ถึงเป้าหมายดังกล่าว บุคคลกลางมีหน้าที่ต้องส่งเงินคืนให้แก่ผู้ลงทุน เป็นต้น

4) การกำหนดหน้าที่ กฎหมายอาจมีการกำหนดหน้าที่ต่างๆที่บุคคลกลางต้องกระทำหรือห้ามกระทำ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลและการให้ความรู้แก่ผู้ออกทุน เช่น สำหรับการระดมทุนประเภทลงทุนของสหรัฐอเมริกา JOBS Act กำหนดให้บุคคลกลางมีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความเสี่ยงแก่ผู้ลงทุน และจัดทำแบบสอบถามเกี่ยวกับความเข้าใจในความเสี่ยงจากการลงทุนให้ผู้ลงทุนตอบด้วย เป็นต้น⁹

⁸ สุดารัตน์ ไทยเจริญ, เรื่องเดียวกัน, หน้า 10-11.

⁹ เรื่องเดียวกัน, หน้า 10-12.

3. ผู้ลงทุน (Investors)

ผู้ลงทุน คือ ผู้ที่ให้เงินเพื่อนสนับสนุนแก่กิจการที่ต้องการระดมเงินทุน ซึ่งผู้ลงทุนจำนวนมากเป็นผู้ลงทุนรายย่อย (small investors) ซึ่งอาจขาดประสบการณ์เกี่ยวกับการประเมินความเสี่ยงในการลงทุน และอาจไม่มีทุนทรัพย์มากพอที่จะรับความเสี่ยงได้ในกรณีที่เกิดการผิวนัดหรือเหตุที่ไม่คาดฝันขึ้น การลงทุนในลักษณะนี้จึงถือเป็นทางเลือกใหม่ให้สามารถกระจายการลงทุนได้มากขึ้น ด้วยเหตุนี้กฎหมายจึงมุ่งดูแลให้ความสำคัญแก่ผู้ลงทุนในการเข้าสู่ตลาดการระดมทุนสาธารณะ โดยกฎหมายที่เกี่ยวข้องอาจมีลักษณะดังนี้

1) การกำหนดคุณสมบัติ ในการระดมทุนสาธารณะประเภทลงทุน แม้ประเทศส่วนมากจะไม่มีกฎหมายกีดกันผู้ลงทุนบางประเภทไว้โดยตรง แต่หลายกรณีมีการแบ่งประเภทผู้ลงทุนรายใหญ่และผู้ลงทุนรายย่อย โดยกฎหมายอาจกำหนดเงื่อนไขการปฏิบัติต่อผู้ลงทุนทั้งสองประเภทให้แตกต่างกัน อาทิเช่น กรณีของประเทศออสเตรเลีย การระดมทุนจำนวนน้อยที่มีเป้าหมายเฉพาะผู้ลงทุนรายใหญ่หรือผู้ที่มีสินทรัพย์เกินเกณฑ์ที่กำหนดไม่ต้องจัดทำหนังสือชี้ชวนหรือในกรณีของประเทศอังกฤษ ที่กำหนดจรรยาบรรณไว้ว่าห้ามบุคคลกลางติดต่อกับผู้ลงทุนรายย่อย สามารถติดต่อก็ได้เฉพาะผู้ลงทุนรายใหญ่เท่านั้น นอกจากนี้ในบางกรณี คุณสมบัติของผู้ลงทุนก็ถือเป็นเงื่อนไขของการระดมทุนสาธารณะ เช่น คณะกรรมการหลักทรัพย์ของอิตาลีกำหนดให้ตราสารทางการเงินที่ออกในกระบวนการการระดมทุนสาธารณะจะต้องมีอย่างน้อยร้อยละ 5 ถือครองโดยผู้ลงทุนรายใหญ่ ซึ่งจะถือได้ว่าการระดมทุนสาธารณะนั้นสำเร็จลงได้ หากมีไม่ถึงร้อยละ 5 ก็ต่อหาผู้ลงทุนเพิ่มจนกว่าจะครบจำนวน

2) การกำหนดจำนวนเงินขั้นสูง เนื่องจากการลงทุนในการระดมทุนสาธารณะมีความเสี่ยงค่อนข้างมาก บางประเทศจึงกำหนดจำนวนเงินสูงสุดที่ผู้ลงทุนรายหนึ่งสามารถลงทุนได้ในระยะเวลาหนึ่ง เช่น JOBS Act ของประเทศสหรัฐอเมริกาแบ่งผู้ลงทุนตามจำนวนสินทรัพย์และรายได้เป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ ผู้มีสินทรัพย์หรือรายได้ต่อปีต่ำกว่า 100,000 ดอลลาร์สหรัฐ และผู้มีสินทรัพย์หรือรายได้เท่ากับหรือสูงกว่า 100,000 ดอลลาร์สหรัฐ สำหรับกลุ่มแรกนั้นสามารถลงทุนในการระดมทุนสาธารณะประเภทลงทุนได้สูงกว่าปีละ 2,000 ดอลลาร์หรือร้อยละ 5 ของรายได้ต่อปีหรือสินทรัพย์ ส่วนกลุ่มที่สองสามารถลงทุนได้ไม่เกินร้อยละ 10 ของรายได้ต่อปีหรือสินทรัพย์ของตน เป็นต้น¹⁰

สำหรับประเทศไทยนั้นการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ถือเป็นการเสนอขายหุ้นผ่านประชาชนรูปแบบหนึ่ง จึงต้องอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งกำกับดูแลโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาด

¹⁰ สุภารัตน์ ไทยเจริญ, เรื่องเดียวกัน, หน้า 13.

หลักทรัพย์ (ก.ล.ด.) จึงได้มีการกำหนดขั้นตอนการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ไว้ดังนี้

1) บริษัทที่สนใจระดมทุนสาธารณะจะต้องนำโครงการหรือแผนการดำเนินธุรกิจ (business plan) ไปนำเสนอต่อเว็บไซต์ที่เป็นตัวกลาง (Funding portal) โดยมีหน้าที่คัดกรองบริษัท และบริษัทที่ต้องการเสนอขายหุ้นนั้นจะต้องเปิดเผยข้อมูลของบริษัทและหลักทรัพย์ที่จะเสนอขายบนเว็บไซต์ของตัวกลาง (Funding portal) เพื่อให้ผู้ลงทุนใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุน

2) ในช่วงระหว่างการระดมทุนซึ่งจะมีระยะเวลาประมาณ 1-3 เดือน ผู้ลงทุนจะจ่ายเงินค่าจองซื้อ ซึ่งจะเก็บไว้ที่บุคคลที่ 3 ที่มีความน่าเชื่อถือ เช่น escrow agent เป็นต้น และหากผู้ลงทุนต้องการจะยกเลิกการจองซื้อในช่วงที่ยังไม่ปิดการเสนอขายก็สามารถทำได้ภายในระยะเวลาที่กำหนด นอกจากนี้ผู้ลงทุนสามารถสอบถามข้อมูลบริษัทเพิ่มเติมได้บนกระดาน หรือ webboard ซึ่งเป็นที่แลกเปลี่ยนความคิดเห็นในกลุ่มผู้ลงทุนด้วยกันเอง จนอาจนำไปสู่กลไกการตรวจสอบบริษัทที่มีประสิทธิภาพที่เกิดจากพลังของมวลชนหมู่ (power of crowd) ได้

3) เมื่อสิ้นสุดระยะเวลาการเสนอขายแล้ว หากบริษัทสามารถระดมเงินทุนได้ตามเป้าหมายที่ตั้งไว้บริษัทก็จะได้รับเงินทุนไปดำเนินการตามวัตถุประสงค์ และผู้ลงทุนก็จะได้หุ้นของบริษัทไปตามสัดส่วนเงินที่ลงทุน ทั้งนี้หากบริษัทระดมทุนไม่ได้ตามเป้าหมายที่ตั้งไว้ ถือว่าการระดมทุนไม่สำเร็จ ผู้ลงทุนก็จะได้รับเงินค่าจองซื้อหุ้นกลับคืนไป โดยลักษณะนี้เรียกว่า “all-or-nothing” ซึ่งมีข้อดีคือ บริษัทจะได้รับเงินตามที่ตั้งเป้าหมายไว้และสามารถนำไปใช้ตามวัตถุประสงค์ที่กำหนด¹¹

2.1.2 ประเภทการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

การระดมทุนสาธารณะประเภทลงทุนผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์ (equity-based crowdfunding) แบ่งออกได้ดังนี้

1. ตราสารหนี้ (Debt Securities) = หุ้นกู้ (Corporate Bonds)
2. ตราสารทุน (Equity)

การระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์นั้น ถือเป็นการระดมทุนสาธารณะประเภทลงทุน โดยผู้ออกทุนจะให้การสนับสนุนทางการเงินแก่กิจการหรือโครงการ โดยเจ้าของกิจการหรือโครงการจะเสนอส่วนแบ่งของผลกำไร ผลตอบแทน หรือความเป็นเจ้าของที่เกิดจากการลงทุนนั้นให้แก่ผู้ออกทุน หรือจะกล่าวได้ว่า เป็นกรณีที่กิจการขอกู้ยืมเงินจากผู้ลงทุน (Equity

¹¹ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, เรื่องเดิม.

based) หรือ หุ้นกู้(Debt based) ให้แก่ผู้ลงทุน ซึ่งจะได้รับผลตอบแทนในลักษณะเป็นผู้ถือหุ้น หรือผู้ถือหุ้น¹²

2.1.3 ความสำคัญของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding)

เนื่องจากยุคสมัยที่เปลี่ยนไปและความเจริญก้าวหน้าทางเทคโนโลยีทำให้ประชาชนทั่วไปมีความสนใจและความต้องการที่จะแสวงหาวิธีการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าการลงทุนแบบเดิมๆ เป็นเหตุให้กิจกรรมบนอินเทอร์เน็ตที่เรียกว่า “การระดมทุนสาธารณะ” ได้รับความสนใจและเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็ว ซึ่งการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) นั้น เป็นการลงทุนรูปแบบใหม่ที่หลายประเทศให้ความสำคัญและเริ่มดำเนินการออกมาตรการอนุญาตให้ประกอบธุรกรรมดังกล่าวได้ โดยปัจจุบันหลายประเทศได้มีกฎหมายอนุญาตและควบคุมดูแลการระดมทุนในรูปแบบดังกล่าวอย่างจริงจัง เช่น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ สิงคโปร์ ออสเตรเลีย นิวซีแลนด์ ฝรั่งเศส เป็นต้น¹³

การระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ถือได้ว่าเป็นตลาดทุนรูปแบบใหม่ที่กำลังเติบโตและได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้นอย่างแพร่หลาย เนื่องจากการระดมทุนในรูปแบบนี้เป็นช่องทางหนึ่งที่จะช่วยให้ธุรกิจขนาดเล็กหรือกิจการที่กำลังจะเริ่มต้น (Start up) สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้น และสามารถระดมทุนด้วยต้นทุนที่ไม่สูงและมีขั้นตอนที่ไม่ยุ่งยาก การระดมทุนในรูปแบบนี้จึงถือได้ว่าเป็นช่องทางที่สำคัญช่องทางหนึ่งในการหาแหล่งเงินทุนของผู้ประกอบการที่ต้องการเริ่มต้นธุรกิจ โดยมีการเสนอหุ้นเป็นผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนผ่านสื่อกลางอินเทอร์เน็ต (Funding portal) ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางให้บริการในการระดมทุนจากมวลชนผ่านเครือข่ายอินเทอร์เน็ต จึงทำให้ธุรกิจขนาดเล็กและธุรกิจเกิดใหม่มีโอกาสเติบโตและเพิ่มศักยภาพในการดำเนินธุรกิจให้สามารถพัฒนาและแข่งขันกับต่างประเทศได้ ในขณะเดียวกันก็สามารถช่วยกระตุ้นเครือข่ายนักลงทุนให้มีความตื่นตัว รวมถึงสร้างโอกาสเข้าถึงแหล่งเงินทุนด้วยตนเองโดยที่ไม่ต้องเป็นบริษัทขนาดใหญ่ ถือเป็นการทดสอบตลาดแบบหนึ่งจากการวัดกระแส

¹² Training.vrdee.com, Equity Crowdfunding ทางเลือกใหม่ของการระดมทุนและลงทุนในยุคดิจิทัล, at <http://training.vrdee.com/wp-content/uploads/2016/06/crownd-กิตด..pdf>, (last visited 24 February 2018).

¹³ สุภารัตน์ ไทยเจริญ, เรื่องเดิม, หน้า 15.

สังคมที่ตอบรับโมเดลธุรกิจนั้นๆอย่างทันทีทันใด เพื่อจะได้ปรับปรุงแก้ไขยุทธศาสตร์ได้ทันที่ทั้งนี้ และยังสามารถสร้างเครือข่ายผู้สนับสนุนจากทั้งภาคธุรกิจเดียวกันและจากประชาชนทั่วไปด้วย¹⁴

นอกจากประโยชน์ด้านที่เป็นแหล่งเงินทุนแล้ว การระดมทุนสาธารณะด้วยวิธีนี้ยัง เป็นการเปิดโอกาสให้ประชาชนทั่วไปสามารถลงทุนได้หลากหลายมากขึ้น เป็นการเพิ่มทางเลือก เพื่อกระจายความเสี่ยงในการลงทุน อีกทั้งยังทำให้ผู้ลงทุนมีโอกาสร่วมเป็นเจ้าของกิจการที่มีความชอบหรือความสนใจ หรือมีความตั้งใจที่จะสนับสนุนได้ด้วยเงินลงทุนจำนวนไม่มาก จากเดิม ที่มีเฉพาะผู้ลงทุนสถาบันหรือผู้ที่มีฐานะดีเท่านั้นที่จะมีโอกาส

จากที่กล่าวมาข้างต้นจึงสรุปได้ว่าการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ในด้านของผู้ประกอบการถือเป็นช่องทางที่ช่วยให้บริษัทขนาดเล็กหรือผู้ที่ ต้องการเริ่มต้นทำธุรกิจมีทางเลือกเพิ่มขึ้นในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ซึ่งเป็นการเปิดโอกาสให้ธุรกิจ มีการเติบโตและเพิ่มศักยภาพได้ดียิ่งขึ้น ส่วนในด้านของผู้ลงทุนนั้นถือเป็นทางเลือกให้ผู้ลงทุน สามารถกระจายการลงทุนได้มากขึ้น เป็นการลดความเสี่ยงในการลงทุน อีกทั้งยังเปิดโอกาสให้ สำหรับผู้ที่มีทุนน้อยสามารถลงทุนเป็นเจ้าของกิจการนั้นได้ จะเห็นได้ว่า เมื่อการลงทุนนั้นง่ายขึ้น โอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนมีมากขึ้น เป็นผลให้การประกอบธุรกิจสามารถมีการเติบโตและมี ศักยภาพเพิ่มขึ้น และเมื่อการประกอบธุรกิจนั้นมีการเติบโตมากขึ้น ก็จะส่งผลให้เกิดการขยายตัวใน ระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นตามไปด้วย ถือได้ว่าการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) มีความสำคัญและถือเป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งที่จะช่วยในการขับเคลื่อนระบบ เศรษฐกิจของประเทศ

2.2 ความเป็นมาทางกฎหมายของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

ก่อนจะทำการศึกษาเกี่ยวกับกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ เราจำเป็นต้องทราบถึงความเป็นมาทางกฎหมายเสียก่อน เพื่อเป็นรากฐานในการศึกษา รายละเอียดในหัวข้อต่อไป

2.2.1 ความเป็นมาทางกฎหมายของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ใน ประเทศไทย

สำหรับประเทศไทยการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) เริ่มเป็นที่รู้จักไม่กี่ปีมานี้ จึงถือว่าเป็นเรื่องใหม่สำหรับประเทศไทยอยู่มาก สืบ

¹⁴ สุดารัตน์ ไทยเจริญ, เรื่องเดียวกัน, หน้า 14.

เนื่องมาจากวงการธุรกิจเกิดใหม่(Startup business) ในไทยได้เริ่มก่อตัวในปี พ.ศ. 2555-2556 และมีการเติบโตขึ้นเรื่อยๆ เมื่อโครงการและสิ่งประดิษฐ์ของธุรกิจเกิดใหม่เหล่านี้เป็นที่ยอมรับเพิ่มมากขึ้น จึงจำเป็นต้องได้รับการสนับสนุนด้านการลงทุนและการหาแหล่งเงินทุน ดังนั้นการระดมทุนสาธารณะผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์จึงเป็นทางเลือกที่ตอบโจทย์ได้เป็นอย่างดี ประกอบกับกฎเกณฑ์ที่กำกับดูแลสถาบันการเงินมีความเข้มงวดขึ้นหลังจากวิกฤตการเงิน ทำให้ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม(SMEs) มีความยากลำบากในการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน อีกทั้งขอบเขตที่จำกัดในการหาแหล่งเงินทุน เนื่องจากส่วนใหญ่ไม่มีประวัติในการดำเนินงานที่ดีหรือต่อเนื่องยาวนานพอที่จะขอระดมทุนผ่านการออกและเสนอขายหุ้นต่อประชาชนวงกว้างด้วยวิธีการปกติได้ ซึ่งวิธีการดังกล่าวมีขั้นตอนและค่าใช้จ่ายที่เป็นภาระค่อนข้างสูงสำหรับผู้ประกอบการ ทำให้ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมส่วนมากไม่สามารถพัฒนาและเติบโตได้ ดังนั้นเพื่อส่งเสริมการเติบโตของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ตลาดการระดมทุนรูปแบบใหม่จึงถือกำเนิดขึ้น

เมื่อปี พ.ศ. 2557 กลุ่มธุรกิจเกิดใหม่ของไทยที่เป็นผู้พัฒนา “ไคร์ฟบอท” ซึ่งเป็นอุปกรณ์ที่ทำงานร่วมกับแอปพลิเคชันบนมือถือเพื่อช่วยผู้ขับขี่ตรวจสอบสภาพรถได้รับการสนับสนุนเงินทุนผ่านระบบการระดมทุนของเว็บไซต์ Indiegogo (www.indiegogo.com) โดยตั้งเป้าระดมทุนไว้ 1 แสนเหรียญ ยอดเงินทะลุเป้าหมายภายในระยะเวลาเพียง 6 วัน

ในปัจจุบัน เว็บไซต์ Indiegogo เป็นเว็บไซต์สำหรับการระดมทุนสาธารณะที่ใหญ่ที่สุดในโลกและเป็นแพลตฟอร์มที่สำคัญสำหรับธุรกิจเกิดใหม่ของไทยและกลุ่มนักวิจัยไทยในการเป็นช่องทางสู่การระดมทุนเพื่อพัฒนาสินค้า ซึ่งถือเป็นต้นแบบที่ทำให้เกิดสื่อกลางการระดมทุนสาธารณะ หรือ Crowdfunding platform ในประเทศไทย อาทิ Dreamaker Crowdfunding ซึ่งก่อตั้งเมื่อปลายปี พ.ศ. 2557 และ Sinwattana ซึ่งเป็น crowdfunding platform ของสิงคโปร์เข้ามาประเทศไทยเมื่อต้นปี พ.ศ. 2558 นอกจากนี้ในประเทศไทยยังมีการระดมทุนอีกหลายโครงการที่ทำการระดมทุนผ่านเว็บไซต์ที่สร้างขึ้นเองโดยกลุ่มที่สนใจประเด็นเฉพาะ ดังเช่น โครงการระดมทุนโมบี-ดิกฉบับประชาชน ผ่านเว็บไซต์ Readery โครงการทำหนังสือ Bangkok: Handmade Transit ของกลุ่มวิศวกรจากเว็บไซต์ afterword.co เป็นต้น¹⁵

เมื่อวันที่ 16 พฤษภาคม พ.ศ. 2558 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ได้ออกประกาศอนุญาตให้มีการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านสื่อกลางอินเทอร์เน็ต (Equity Crowdfunding) โดยการออกหุ้น หรือหุ้นกู้ให้แก่ผู้ลงทุน ซึ่งจะได้รับผลตอบแทนในลักษณะเป็นผู้ถือหุ้น หรือผู้ถือหุ้นกู้เท่านั้น โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับ

¹⁵ ไทยพับลิก้า, Crowdfunding ไอเดียธุรกิจแบบใหม่ กฎเกณฑ์คือความซื่อสัตย์ โปร่งใส และความคิดสร้างสรรค์, at <http://thaipublica.org/2015/02/crowdfunding/>, (last visited 24 February 2018).

หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีภารกิจในการกำกับดูแลการออกและเสนอขายหุ้น รวมถึงการกำหนดให้กิจการสามารถระดมทุนกับประชาชนด้วยวิธี “Equity Crowdfunding” ได้ โดยต้องทางผ่านเว็บไซต์ตัวกลาง(Funding portal) ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น โดยมีการออกหลักเกณฑ์กำกับดูแลเว็บไซต์ตัวกลางดังกล่าวเพื่อให้เกิดความมั่นใจแก่ผู้ลงทุนว่าจะได้รับข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจและระบบงานที่ผู้ลงทุนจะได้รับการปฏิบัติที่เป็นธรรมสำหรับการลงทุนในการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์นี้¹⁶

2.2.2 ความเป็นมาทางกฎหมายของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ในต่างประเทศ

เมื่อปี 2551 สหรัฐอเมริกามีปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจอันมีต้นกำเนิดจากลูกหนี้ซับไพรม์ และปัญหานี้สาธารณะของประเทศกลุ่มยูโรโซนจากการขาดวินัยทางการคลังของประเทศกรีซในปี 2552 ยังคงถูกลามอย่างต่อเนื่อง สหรัฐอเมริกาและประเทศกลุ่มยูโรโซนประสบกับปัญหาความต้องการซื้อขายในประเทศลดลง มูลค่าสินค้าส่งออกลดลง นำมาสู่อัตราการว่างงานที่สูงขึ้น ปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นนี้ทำให้สหรัฐอเมริกาได้มีการประกาศใช้มาตรการต่างๆ เพื่อประคับประคองเศรษฐกิจของประเทศและลดปัญหาอัตราการว่างงานสูง เช่น มาตรการผ่อนคลายทางการเงิน และมาตรการทางการคลังโดยการปรับลดรายจ่ายภาครัฐในส่วนต่างๆ ตลอดจนการปรับลดงบประมาณด้านสาธารณสุข อย่างไรก็ตาม เพื่อเป็นการแก้ไขปัญหาการว่างงานให้ตรงจุดและเพื่อเป็นการสนับสนุนการเติบโตของธุรกิจที่มีจุดกำเนิดจากสิ่งประดิษฐ์และความคิดสร้างสรรค์ของคนในประเทศ ในปี 2555 สหรัฐอเมริกาจึงได้ออกมาตรการเพื่อช่วยเหลือกลุ่มผู้ประกอบการธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมให้สามารถระดมทุนจากประชาชนทั่วไปได้สะดวกขึ้น โดยไม่ต้องผ่านกระบวนการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งมีความยุ่งยากซับซ้อนและค่าใช้จ่ายที่สูง ด้วยการออกกฎหมายที่มีชื่อว่า “Jumpstart Our Business Startups (JOBS Act)” เพื่อส่งเสริมการระดมทุนให้กับบริษัทเกิดใหม่ ในรูปแบบที่เรียกว่า “Equity Crowdfunding” สหรัฐอเมริกาสร้างกฎหมายนี้เพื่ออำนวยความสะดวกให้กับธุรกิจขนาดเล็กและขนาดย่อม รวมไปถึงผู้ที่ต้องการเริ่มต้นทำธุรกิจให้สามารถระดมทุนได้ง่ายขึ้นและถูกต้องตามกฎหมาย

JOBS Act จึงได้ถูกตราขึ้นโดยสภาองเกรส เมื่อเดือนเมษายน 2555 โดยมีเนื้อหา กำหนดให้การระดมทุนจากประชาชนทั่วไปสามารถกระทำได้โดยการขายหลักทรัพย์ผ่านทางเว็บไซต์ ทำให้การระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) สามารถ

¹⁶ สุดารัตน์ ไทยเจริญ, เรื่องเดิม, หน้า 18.

กระทำภายใต้การยกเว้นข้อกำหนดในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลทั่วไป และกำหนดให้มีกลไกในการกำกับดูแลทดแทน เช่น การกำหนดคุณสมบัติของนักลงทุนกลุ่ม Accredited Investor (นักลงทุนที่ได้รับการรับรอง) ที่สามารถซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านสื่อกลางอินเทอร์เน็ตได้ การกำหนดกรอบวงเงินสูงสุดที่บริษัทสามารถระดมทุนได้ การกำหนดกรอบวงเงินสูงสุดที่นักลงทุนแต่ละรายสามารถลงทุนได้ การกำหนดลักษณะของข้อมูลที่บริษัทต้องเปิดเผยต่อนักลงทุนผ่านเว็บไซต์ตัวกลาง และขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านเว็บไซต์ตัวกลาง เป็นต้น¹⁷

จากปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจดังกล่าวได้ส่งผลกระทบต่อประเทศอังกฤษเช่นเดียวกัน โดยเฉพาะธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนในรูปแบบเดิมจากการกู้เงินในสถาบันการเงินได้ รัฐบาลจึงได้เข้ามาช่วยเหลือและให้การสนับสนุนในภาคธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมเพื่อให้ธุรกิจเหล่านี้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้น เนื่องจากรัฐบาลได้เล็งเห็นว่า ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมนี้ถือเป็นเครื่องมือสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศได้เป็นอย่างดี จึงมอบหมายให้องค์กรกำกับทางการเงิน “Financial Conduct Authority” (FCA) ภายใต้ Financial Services and Markets Act 2000(FSMA) ดำเนินการในการกำกับดูแลการระดมทุนสาธารณะในรูปแบบกู้ยืมและการลงทุน โดยมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 เมษายน พ.ศ. 2557 ซึ่งการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ของประเทศอังกฤษนั้น ถูกกำกับดูแลโดยองค์กรกำกับทางการเงินของอังกฤษ(Financial Conduct Authority) รวมถึงมีการวางหลักเกณฑ์เพื่อเป็นแนวทางในการกำกับดูแลการระดมทุนสาธารณะในรูปแบบดังกล่าวไว้ด้วย¹⁸

สำหรับประเทศแถบเอเชีย นั้นสิงคโปร์แม้ว่าจะมีสภาพแวดล้อมที่สนับสนุนธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมรวมถึงธุรกิจเกิดใหม่ แต่ยังคงประสบปัญหาในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงเวลาของสภาวะเศรษฐกิจถดถอยหรือเติบโตช้า รัฐบาลสิงคโปร์จึงได้ให้ความสำคัญกับการแก้ปัญหาด้านการเงินเพื่อพัฒนาศักยภาพในการแข่งขันและสร้างนวัตกรรมให้แก่ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมให้มีประสิทธิภาพ ด้วยความก้าวหน้าอย่างรวดเร็วของสื่อทางสังคมได้นำอิทธิพลของการระดมทุนเพื่อธุรกิจโดยผ่านการระดมทุนสาธารณะ ซึ่งกลายเป็นอีกทางเลือกในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของธุรกิจขนาดเล็กและขนาดย่อมเข้ามาแพร่หลายในประเทศสิงคโปร์อย่างรวดเร็วและได้รับความนิยมเป็นอย่างมาก ซึ่งในปัจจุบันนี้มีเว็บไซต์ของสิงคโปร์ที่เกิดขึ้น

¹⁷ เอกสิทธิ์ เตียววณิชย์, “แนวทางการแก้ไขกฎหมายและกฎเกณฑ์ด้านหลักทรัพย์เพื่อรองรับการระดมทุนจากบุคคลทั่วไปแบบอควิตีคราฟด์ฟันดิง (Equity Crowdfunding),” (เอกตศึกษา ศิลปศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชากฎหมายเศรษฐกิจ คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2556), หน้า 1-2.

¹⁸ เรื่องเดียวกัน, หน้า 2.

มากมาย เช่น ToGather.Asia, Crowdonomic เป็นต้น รัฐบาลสิงคโปร์จึงได้มีการออกกฎหมายเพื่อใช้เป็นมาตรการในการควบคุมดูแลการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Securities-based Crowdfunding: SCF) ซึ่งรวมถึงการออกหุ้นกู้แก่นักลงทุนได้รับการรับรองและนักลงทุนสถาบัน โดยให้ธนาคารกลางประเทศสิงคโปร์ (Monetary Authority of Singapore: MAS) กำกับดูแลและผ่อนปรนมาตรการที่ใช้ในการควบคุมภายใต้พระราชบัญญัติ Securities and Futures Act (SFA): (Cap. 289) อย่างไรก็ตามแนวคิดของการระดมทุนสาธารณะยังถือว่าเป็นเรื่องใหม่ในประเทศแถบเอเชียรวมถึงประเทศไทยด้วย ซึ่งยังอยู่ในขั้นเริ่มต้นของการพัฒนาขึ้นเท่านั้น ในปี พ.ศ. 2556 ที่ผ่านมาเว็บไซต์หรือแพลตฟอร์มที่เป็นที่ยอมรับอย่าง Kickstarter และ Indiegogo ได้พิสูจน์ให้เห็นว่าเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญสำหรับผู้ประกอบการในประเทศสหรัฐอเมริกาและยุโรป และได้ประสบความสำเร็จในการช่วยให้กิจการเกิดใหม่ได้เข้าถึงกลุ่มนักลงทุนที่มีศักยภาพจำนวนมากและได้รับการสนับสนุนในธุรกิจนั้น¹⁹ การระดมทุนสาธารณะในรูปแบบนี้มีความคล่องตัวสูงกว่าการระดมทุนในรูปแบบดั้งเดิม และยังเป็นหนึ่งช่องทางที่ช่วยผลักดันให้เกิดนวัตกรรมที่เป็นประโยชน์ต่อประเทศได้อย่างรวดเร็ว เว็บไซต์ การระดมทุนสาธารณะบางแห่งประสบความสำเร็จสูงมาก ยกตัวอย่างเช่น เว็บไซต์ Kiva (www.kiva.org) ซึ่งมีสมาชิกกว่า 760,000 คน สมาชิกทั้งหมดปล่อยกู้ไปแล้วกว่า 310 ล้านเหรียญสหรัฐให้กับสถาบันไมโครไฟแนนซ์ 144 แห่ง ใน 58 ประเทศ โดยมีอัตราหนี้เสียเพียง 1.1 เท่านั้น²⁰

บทบาทของตลาดทุนในอนาคตจะยิ่งมีความสำคัญมากขึ้นต่อธุรกิจทางการเงิน โดยเป็นแหล่งของการระดมทุน ตลาดทุนรูปแบบใหม่นี้ถือเป็นเครื่องมือในการช่วยวางรากฐานการพัฒนาและการเติบโตของเศรษฐกิจโลก จึงมีแนวโน้มว่าการระดมทุนรูปแบบใหม่ผ่านช่องทาง การระดมทุนทางอินเทอร์เน็ตนี้จะได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้นในอนาคต

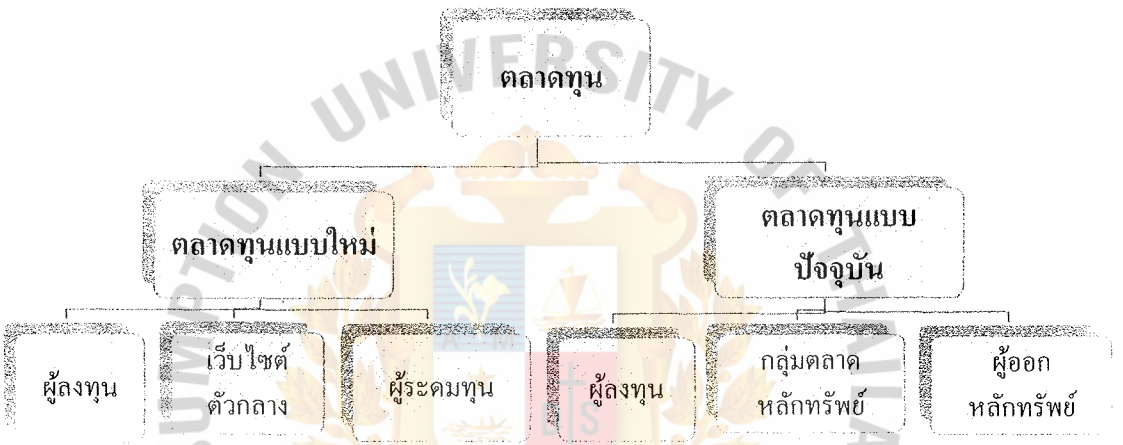
¹⁹ Hawksford Singapore, Crowdfunding and Singapore Startups, at <http://www.guidemesingapore.com/doing-business/finances/crowdfunding-singapore-startups>, (last visited 3 December 2017).

²⁰ สฤณี อาชวานันทกุล, การระดมทุนจากมวลชน (crowdfunding): เล็กนั้นงาม และประชาธิปไตยของการเงิน, at <http://www.thaipublica.org/2012/05/crowdfunding-democratization-of-finance/>, (last visited 3 December 2017).

2.3 เปรียบเทียบระบบตลาดหลักทรัพย์แบบปัจจุบันกับระบบการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

ระบบตลาดหลักทรัพย์แบบปัจจุบันกับระบบการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ มีความแตกต่างกันของลักษณะรูปแบบตลาด ดังนี้

แผนภาพที่ 1 เปรียบเทียบลักษณะรูปแบบตลาด



จากแผนภาพดังกล่าวข้างต้นเปรียบเทียบลักษณะรูปแบบตลาดได้ดังต่อไปนี้

2.3.1 ลักษณะรูปแบบตลาดทุนแบบปัจจุบัน

ลักษณะรูปแบบตลาดทุนแบบปัจจุบันมีการจัดตั้งตลาดทุน ดังนี้

การจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดทุนไทยมีจุดเริ่มต้นจากการประกาศใช้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 1 (พ.ศ. 2504-2509) เพื่อรองรับความเติบโตและส่งเสริมความมั่นคงทางเศรษฐกิจและพัฒนาคุณภาพชีวิตของประชาชน ต่อมาแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2510-2514) ได้เสนอให้มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์เป็นครั้งแรก โดยเน้นให้มีบทบาทสำคัญในการเป็นแหล่งระดมเงินทุน เพื่อสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมของประเทศไทย พัฒนาการของตลาดทุนของไทยในยุคใหม่นั้น สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ยุค เริ่มจาก "ตลาดหุ้นกรุงเทพ" (Bangkok Stock Exchange) ซึ่งเป็นองค์กรเอกชน และต่อมาเป็น "ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย" ภายใต้ชื่อภาษาอังกฤษว่า "The Securities Exchange of Thailand"

การจัดตั้งตลาดหุ้นกรุงเทพได้เริ่มขึ้นในเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2505 ในรูปห้างหุ้นส่วนจำกัด โดยในปีต่อมาได้จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัดและเปลี่ยนชื่อเป็น "ตลาดหุ้นกรุงเทพ" (Bangkok Stock Exchange) ถึงแม้ว่าจะมีพื้นฐานในการจัดตั้งที่ดีการซื้อขายหุ้นในตลาดหุ้นกรุงเทพก็ไม่ได้ได้รับความสนใจมากนัก มูลค่าการซื้อขายมีเพียง 160 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2511 และ 114 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2512 การซื้อขายมีปริมาณลดลงเป็น 46 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2513 และลดลงเหลือ 28 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2514 การซื้อขายหุ้นกู้มีมูลค่าถึง 87 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2515 แต่การซื้อขายหุ้นก็ยังคงไม่เป็นที่สนใจ โดยมูลค่าการซื้อขายหุ้นที่ต่ำสุดมีเพียง 26 ล้านบาทเท่านั้น และในที่สุดตลาดหุ้นกรุงเทพก็ต้องปิดกิจการลง จึงเป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปว่าตลาดหุ้นกรุงเทพไม่ประสบความสำเร็จเท่าที่ควร เนื่องจากขาดการสนับสนุนจากภาครัฐ ประกอบกับประชาชนยังขาดความรู้ความเข้าใจที่เพียงพอในเรื่องตลาดทุน

แม้ว่าตลาดหุ้นกรุงเทพจะไม่ประสบความสำเร็จแต่แนวความคิดเกี่ยวกับการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ที่มีระบบระเบียบและได้รับการสนับสนุนอย่างเป็นทางการนั้นได้รับความสนใจจากประชาชนเป็นอย่างมาก ดังนั้นแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2510-2514) จึงได้เสนอแผนการจัดตั้งตลาดทุนดังกล่าวขึ้นเป็นครั้งแรก โดยให้มีเครื่องมืออำนวยความสะดวกและมาตรการสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เหมาะสมในปี พ.ศ. 2512 รัฐบาลจึงได้ทำการว่าจ้างศาสตราจารย์ซิดนีย์ เอ็ม รอปบิ้นส์ เป็นศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการเงิน จากมหาวิทยาลัยโคลัมเบีย สหรัฐอเมริกา เพื่อกำหนดการศึกษาช่องทางการพัฒนาตลาดทุนไทย

ในปี พ.ศ. 2515 รัฐบาลได้เข้ามามีบทบาทโดยการแก้ไข "ประกาศคณะปฏิวัติ ที่ 58 เกี่ยวกับการควบคุมธุรกิจ การค้า ที่มีผลกระทบต่อความปลอดภัยและความเป็นอยู่ของประชาชน" การแก้ไขดังกล่าวส่งผลให้รัฐบาลสามารถกำกับดูแล การดำเนินงานของบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้การดำเนินงานเป็นไปอย่างมีระเบียบและยุติธรรม หลังจากนั้นในปี พ.ศ. 2517 ได้มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจะจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมเงินทุนในประเทศ ตามมาด้วยการแก้ไขบทบัญญัติเกี่ยวกับรายได้เพื่อให้สามารถนำเงินออมมาลงทุนในตลาดทุนได้ ในปี พ.ศ. 2518 รูปแบบทางกฎหมายต่างๆ ได้รับการปรับแก้จนลงตัว และในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ชื่อภาษาอังกฤษในขณะนั้นคือ The Securities Exchange of Thailand) ได้เปิดทำการซื้อขายขึ้นอย่างเป็นทางการครั้งแรกและได้ทำการเปลี่ยนชื่อภาษาอังกฤษเป็น "The Stock Exchange of Thailand" (SET) เมื่อวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2534²¹

²¹ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ประวัติและความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, at https://www.set.or.th/th/about/overview/history_p1.html, (last visited 20 April 2018).

ระบบการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แบ่งบุคคลที่เกี่ยวข้องออกเป็น 3 ฝ่าย ได้แก่ ผู้ลงทุน กลุ่มตลาดหลักทรัพย์ และผู้ออกหลักทรัพย์ จะต้องดำเนินการโดยผู้ลงทุนติดต่อซื้อขายผ่านโบรกเกอร์หรือที่เรียกว่าบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ ขั้นตอนของการซื้อขายหลักทรัพย์มีดังนี้

1. เปิดบัญชีซื้อขาย ผู้ลงทุนติดต่อโบรกเกอร์เพื่อเปิดบัญชีการซื้อขาย เพื่อให้โบรกเกอร์ไปดำเนินการในรายละเอียดด้านระบบปฏิบัติงานภายใน

2. การส่งคำสั่งซื้อขายและการยืนยันการซื้อขาย เมื่อผู้ลงทุนพิจารณาความต้องการลงทุนและประเมินความเสี่ยงของหุ้นกู้แล้ว ให้แจ้งคำสั่งซื้อขายผ่านเจ้าหน้าที่การตลาดตราสารหนี้ที่บริษัทโบรกเกอร์ เจ้าหน้าที่จะส่งคำสั่งซื้อขายเข้าสู่ระบบของตลาดหลักทรัพย์ และแจ้งยืนยันผลการซื้อขายให้ลูกค้าทราบ

3. หลักเกณฑ์และวิธีการซื้อขาย วิธีการจับคู่อัตโนมัติเป็นวิธีการเดียวกับการซื้อขายหุ้นสามัญบนกระดานของตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือ คำสั่งซื้อหรือขายที่ส่งเข้ามาในระบบ จะจับคู่กับคำสั่งที่ขายหรือซื้อที่นำส่งเข้ามาในระบบเช่นกัน โดยเรียงลำดับตามเวลา ราคา และปริมาณแต่ถ้าคำสั่ง เมื่อตรงกันแล้วระบบจะจับคู่คำสั่งซื้อขายดังกล่าว ผู้ซื้อ ผู้ขาย ไม่ทราบชื่อผู้ค้าของตน โดยผู้ลงทุนสามารถรับทราบถึงผลการซื้อขายทันทีเมื่อรายการซื้อขายนั้นจับคู่แล้วจากโบรกเกอร์ของตน

4. การกำหนดเครื่องหมายและสิทธิประโยชน์ในการกำกับดูแล ตลาดหลักทรัพย์จะขึ้นเครื่องหมายหลักๆ ดังนี้

1) เครื่องหมาย XI (Ex-Interest) เครื่องหมายที่แสดงว่าผู้ซื้อจะไม่มีสิทธิได้รับดอกเบี้ยที่บริษัทกำหนดจ่ายในงวดนั้น

2) เครื่องหมาย XP (Ex-Principal) ผู้ซื้อจะไม่มีสิทธิได้รับเงินต้นที่บริษัทผู้ออกหุ้นกู่กำหนดจ่ายในงวดนั้น

ในกรณีมักเป็นหุ้นกู้ที่ทยอยจ่ายคืนเงินต้นก่อนวันที่ครบกำหนดได้ถอน โดยตลาดหลักทรัพย์จะขึ้นเครื่องหมายทั้งสองล่วงหน้า 2 วันทำการก่อนวันแรกของการปิดสมุดทะเบียน สำหรับเครื่องหมายที่กำกับดูแลนั้นจะใช้เครื่องหมายประเภทเดียวกับที่ใช้ในตราสารทุน ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับทราบข้อมูลและความเคลื่อนไหว และเป็นการกำกับดูแลจากฝ่ายงานกำกับตลาดเครื่องหมายเหล่านี้ ได้แก่ เครื่องหมาย NP, NR, SP, H

5. การชำระราคาและส่งมอบ การชำระราคาและส่งมอบการซื้อขายหุ้นกู้ในระบบตลาดหลักทรัพย์ จะดำเนินการโดยบริษัท สำนักหักบัญชี (ประเทศไทย) จำกัด โดยกำหนดให้ส่งมอบหุ้นกู้ และชำระเงินในวันทำการที่ 2 หลังจากวันที่การซื้อขาย ในด้านนักลงทุนนั้นจะได้รับความสะดวก และปราศจากความเสี่ยงในการไม่ได้รับหุ้นกู้ เมื่อซื้อขายผ่านระบบการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ โดยนักลงทุนแน่ใจว่าจะได้รับหลักทรัพย์เมื่อทานชำระเงินแน่นอน และไม่ต้อง

ดำเนินการ ในเรื่องการส่งมอบหุ้นกู้และรับชำระเงินกันเองระหว่างผู้ขายกับผู้ซื้อ เนื่องจากสำนักหักบัญชีจะเป็นผู้ดำเนินการในเรื่องนี้ และรับประกันรายการซื้อขาย²²

2.3.2 ลักษณะรูปแบบตลาดทุนแบบใหม่

การระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์นั้นแบ่งบุคคลที่เกี่ยวข้องออกเป็น 3 ฝ่าย ได้แก่ ผู้ลงทุน เว็บไซต์ตัวกลาง และผู้ระดมทุนหรือบริษัทที่เสนอขายหุ้น ซึ่งขั้นตอนในการซื้อหลักทรัพย์ในตลาดทุนรูปแบบใหม่นี้ จะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านสื่อกลางอินเทอร์เน็ต โดยมีเว็บไซต์ตัวกลางเป็นบริษัทที่ให้บริการจัดแสดงข้อมูลของกิจการที่ต้องการขายหุ้น มีระบบในการรับผู้ลงทุนเป็นสมาชิก ให้ข้อมูลแก่สมาชิกและมีระบบจองซื้อหุ้นออนไลน์ที่เชื่อถือได้ ซึ่งเว็บไซต์ตัวกลางนี้จะต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ แต่การให้บริการของเว็บไซต์ตัวกลางนี้ไม่ใช่การเป็นนายหน้าซื้อขายหุ้นหรือตัวแทนนายหน้าซื้อขายหุ้น²³

ขั้นตอนในการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์มีดังนี้

1. บริษัทที่ต้องการเสนอขายหุ้นนำเสนอโครงการระดมทุนต่อเว็บไซต์ตัวกลาง พร้อมเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้อง
2. เว็บไซต์ตัวกลางคัดสรร โครงการที่น่าสนใจ พร้อมสอบทานตัวตนของบริษัทที่ต้องการเสนอขายหุ้น และนำเสนอผ่านเว็บไซต์
3. ผู้ลงทุนสามารถเลือกลงทุนในโครงการที่ตนเองสนใจ และโอนเงินค่าจองซื้อไปยังผู้เก็บรักษาเงินค่าจองซื้อ
4. ในกรณีที่การระดมทุนสำเร็จ ผู้เก็บรักษาเงินค่าจองซื้อจะโอนเงินลงทุนนั้นให้กับผู้ระดมทุนหรือบริษัทที่เสนอขายหุ้น ในกรณีที่การระดมทุนไม่สำเร็จ ผู้เก็บรักษาเงินค่าจองซื้อจะโอนเงินคืนผู้ลงทุน

สรุปได้ว่ารูปแบบลักษณะของตลาดทุนแบบปัจจุบันและตลาดทุนแบบใหม่นั้นมีความแตกต่างกันดังต่อไปนี้

1. ด้านผู้ลงทุน ในระบบตลาดทุนแบบดั้งเดิมนั้น ผู้ลงทุนมักจะเป็นผู้ลงทุนที่มีประสบการณ์ด้านการลงทุน โดยผู้ลงทุนจะต้องเปิดบัญชีกับบริษัทหลักทรัพย์หรือที่เรียกว่าโบรกเกอร์จึงสามารถซื้อขายหลักทรัพย์ได้ ซึ่งจะแตกต่างจากระบบตลาดทุนแบบใหม่ ที่ผู้ลงทุนนั้นเป็นนักลงทุนทั่วไป โดยสามารถลงทุนในจำนวนเงินที่น้อย เพียงสมัครสมาชิกผ่านเว็บไซต์ตัวกลางเพื่อทำการจองซื้อหุ้นผ่านระบบอินเทอร์เน็ต

²² ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, การซื้อขายตราสารหนี้, at https://www.set.or.th/th/products/trading/bond/bond_trading_pl.html, (last visited 24 February 2018).

²³ Training.vrdee.com, op.cit.

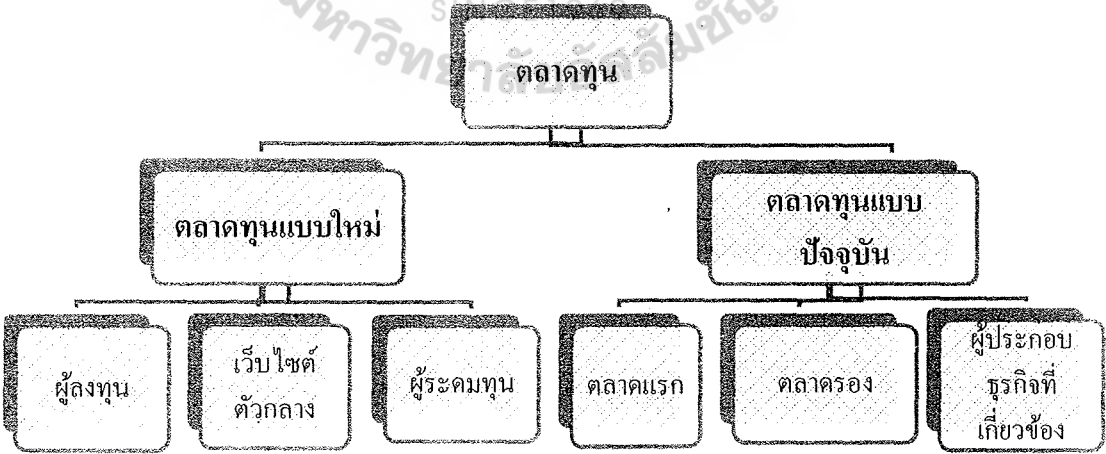
2. ด้านบุคคลกลาง ในระบบตลาดทุนแบบดั้งเดิม การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น ต้องกระทำผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่มีใบอนุญาตจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (underwriter) จากสำนักงาน ก.ล.ต. ในตลาดแรก underwriter รับหุ้นที่ออกใหม่จากบริษัทที่ออกขายหุ้น แล้วนำมาขายให้แก่ประชาชนทั่วไป โดยวิธีการจัดจำหน่ายหุ้นเป็นไปตามที่ระบุไว้ในหนังสือเชิญชวน ซึ่งจะแตกต่างจากระบบตลาดทุนแบบใหม่ การจัดจำหน่ายต้องทำผ่านเว็บไซต์ตัวกลาง(“FP”) ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นผู้อำนวยการความสะดวกในการจองซื้อทางอิเล็กทรอนิกส์ ส่วนวิธีการจัดสรรหุ้นเป็นไปตามที่เว็บไซต์ตัวกลางตกลงกับบริษัทผู้ออกหุ้นและแจ้งให้ผู้สนใจลงทุนทราบ²⁴

3. ด้านผู้ระดมทุน ในระบบตลาดทุนแบบดั้งเดิมนั้น บริษัทที่ระดมทุน ได้แก่ บริษัทมหาชนจำกัด ซึ่งแตกต่างจากระบบตลาดทุนแบบใหม่ บริษัทที่ระดมทุนนั้น ได้แก่ 1) บริษัทมหาชนจำกัด (จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์) 2) บริษัทมหาชนจำกัด (ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์) และ 3) บริษัทจำกัด

2.4 เปรียบเทียบระบบโครงสร้างการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์แบบปัจจุบันกับระบบการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

ระบบโครงสร้างการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์แบบปัจจุบันกับระบบการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์มีลักษณะ โครงสร้างการกำกับดูแล ดังนี้

แผนภาพที่ 2 เปรียบเทียบลักษณะโครงสร้างการกำกับดูแล



จากแผนภาพดังกล่าวข้างต้นเปรียบเทียบลักษณะ โครงสร้างการกำกับดูแล ได้ดังต่อไปนี้

²⁴ Training.vrdee.com, เรื่องเดียวกัน.

2.4.1 ลักษณะโครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุนแบบปัจจุบัน

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และกำหนดอำนาจหน้าที่ให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นผู้กำหนดนโยบายและควบคุมการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ โดยแบ่งได้ดังนี้²⁵



1. ตลาดแรก

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่กำกับและดูแลตลาดแรก โดยบริษัทใดที่ต้องการออกหลักทรัพย์ใหม่เสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรก หรือเสนอขายหลักทรัพย์อื่นๆแก่ประชาชน ต้องขออนุมัติจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และดำเนินงานตามเกณฑ์ที่กำหนด จากนั้นคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จะต้องตรวจสอบสถานะทางการเงินและการดำเนินงานของบริษัทนั้นก่อนที่จะอนุมัติให้บริษัททำการออกหลักทรัพย์ขายแก่ประชาชนได้²⁶

²⁵ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, โครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุน, at https://www.set.or.th/th/about/overview/history_p1.html, (last visited 24 February 2018).

²⁶ เรื่องเดียวกัน.

2. ตลาดรอง

หลังจากการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรก หลักทรัพย์จะสามารถทำการซื้อขายในตลาดรองได้ก็ต่อเมื่อ ผู้ออกหลักทรัพย์นั้น ได้ยื่นคำขอและได้รับอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว

ลักษณะการดำเนินงาน

- 1) เป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517
- 2) ทำหน้าที่ส่งเสริมการออมและการระดมเงินทุนระยะยาวเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ และเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์และให้บริการที่เกี่ยวข้อง โดยไม่นำผลกำไรมาแบ่งปันกัน
- 3) สนับสนุนให้ประชาชนมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของกิจการธุรกิจและอุตสาหกรรมภายในประเทศ
- 4) เริ่มเปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรก เมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2535
- 5) ปัจจุบันดำเนินงานภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535
- 6) การดำเนินงานหลัก ได้แก่ การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนและดูแลการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน การซื้อขายหลักทรัพย์และการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ การกำกับดูแลบริษัทสมาชิกส่วนที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ตลอดจนถึงการเผยแพร่ข้อมูลและการส่งเสริมความรู้ให้แก่ผู้ลงทุน²⁷

มาตรการการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1. ฝ่ายกำกับบริษัทจดทะเบียน

ฝ่ายกำกับบริษัทจดทะเบียนเป็นฝ่ายงานในสายกำกับตลาด ที่มีบทบาทหน้าที่ในการรับหลักทรัพย์และกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนให้ปฏิบัติตามข้อกำหนดตลาดหลักทรัพย์ในเรื่องต่างๆ โดยยึดหลักการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนตามเจตนารมณ์ของข้อกำหนด

²⁷ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, เรื่องเดียวกัน.

รวมถึงทำความเข้าใจในลักษณะธุรกิจของแต่ละบริษัทจดทะเบียน ภายใต้วิสัยทัศน์ : “ กำกับเชิงรุก เข้าใจธุรกิจ ยึดหลักเป็นธรรม ” โดยมีขอบเขตการทำงาน ดังนี้

1) วิเคราะห์ และพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทที่ยื่นคำขอให้รับบริษัท และหลักทรัพย์ของบริษัทเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยประสานงานกับผู้ที่เกี่ยวข้องเพื่อให้กระบวนการรับหลักทรัพย์เป็นไปโดยสะดวกรวดเร็ว

2) ประสาน ติดตาม รวมทั้งให้คำปรึกษาและคำแนะนำบริษัทจดทะเบียนและผู้ที่เกี่ยวข้อง ให้ปฏิบัติตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ในส่วนที่เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุนทั่วไป และการดำรงสถานะการเป็นบริษัทจดทะเบียน เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนและผู้ที่เกี่ยวข้องมีความรู้ความเข้าใจและสามารถปฏิบัติตามข้อกำหนดได้อย่างถูกต้อง เป็นมาตรฐานเดียวกัน และเพื่อให้ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนทั่วไปได้รับทราบข้อมูลที่สำคัญของบริษัทจดทะเบียนอย่างครบถ้วน ถูกต้อง ทันเวลา โดยผ่านเครื่องมือต่างเช่น การให้ความรู้ผ่านคู่มือ บทความ รวมถึงการจัดสัมมนาในรูปแบบต่างๆ เพื่อเสริมสร้างความเข้าใจและความสัมพันธ์ที่ดีระหว่างฝ่ายกำกับบริษัทจดทะเบียนและบริษัทจดทะเบียน นอกจากนี้ยังรวมถึงการรับฟังประเด็นข้อคิดขัดข้องของบริษัทจดทะเบียนมาพิจารณาหาแนวทางแก้ไขให้ดียิ่งขึ้นหรือสอดคล้องกับสถานการณ์ปัจจุบัน เพื่อลดอุปสรรค สร้างคุณค่าเพิ่ม รวมถึงบริษัทจดทะเบียนได้ประโยชน์ในการเป็นบริษัทจดทะเบียน²⁸

3) วิเคราะห์และติดตามฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ตลอดจนดูแลคุณสมบัติในการดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียน เพื่อพิจารณาดำเนินการกับบริษัทจดทะเบียนที่ประสบปัญหาการดำเนินงาน และดำเนินการกับบริษัทจดทะเบียนที่ฝ่าฝืนหรือขาดคุณสมบัติในการเป็นบริษัทจดทะเบียนตามแนวทางที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนเป็นบริษัทที่มีคุณภาพ มีระบบการบริหารงานและการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งจะเป็นการเสริมสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์ทั้งนี้เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีการเปิดเผยข้อมูลเป็นมาตรฐาน มีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี และคำนึงถึงสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายในตลาดอย่างเท่าเทียมกัน ซึ่งจะเป็นแรงจูงใจให้ผู้ลงทุนเชื่อมั่นในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และส่งผลดีต่อการระดมเงินออมระยะยาวของประเทศ²⁹

²⁸ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, การกำกับบริษัทจดทะเบียน, at https://www.set.or.th/th/regulations/supervision/listed_p1.html, (last visited 20 April 2018).

²⁹ เรื่องเดียวกัน.

2. การกำกับการซื้อขาย (Market Surveillance Department)

ฝ่ายกำกับการซื้อขาย (Market Surveillance Department) เป็นหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลให้เกิดความเป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยมีหน้าที่หลักดังต่อไปนี้

1) ติดตามภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ และตราสารอนุพันธ์ ฝ่ายกำกับการซื้อขายมีหน้าที่ดูแลและป้องกันการซื้อขายที่ผิดไปจากสภาพปกติ และหรือการส่งคำสั่งซื้อขายในลักษณะที่ไม่เหมาะสม หรือเข้าข่ายความผิดที่อาจนำไปสู่ความผิดตามเกณฑ์การซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และข้อกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ซึ่งเป็นการกระทำที่ก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรม โดยหากพบว่าลักษณะการซื้อขายดังกล่าวเข้าข่ายการกระทำความผิดตลาดหลักทรัพย์ฯ จะดำเนินการตรวจสอบ และเข้าสู่กระบวนการพิจารณาลงโทษทางวินัยต่อไป

ทั้งนี้ หากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่ามีกระทำความผิดที่เข้าข่ายความผิดตามข้อกฎหมายที่เกี่ยวข้องเช่น พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และพระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546 ก็จะมีการส่งเรื่องไปยังสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) เพื่อดำเนินการตรวจสอบและลงโทษต่อไป ซึ่งลักษณะความผิดดังกล่าว ได้แก่³⁰

(1) การใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading) ซึ่งได้แก่ การที่บุคคลใดอาศัยตำแหน่งหน้าที่ หรืออยู่ในฐานะที่สามารถล่วงรู้ข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญของบริษัท อันเป็นสาระสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ และเข้ามาทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ โดยอาศัยข้อเท็จจริงดังกล่าว ก่อนที่ข้อเท็จจริงดังกล่าวจะถูกเปิดเผยต่อประชาชนอย่างเท่าเทียมกัน ซึ่งถือเป็นการเอาเปรียบบุคคลอื่นและเป็นการซื้อขายที่ไม่เป็นธรรม

(2) การสร้างราคาหลักทรัพย์ หรือการปั่นหุ้น (Market Manipulation) ซึ่งได้แก่ การที่บุคคลหรือกลุ่มบุคคลมีการซื้อขายในลักษณะจงใจหรือเจตนาบิดเบือนราคาและปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ให้ผิดไปจากสภาพปกติ โดยมีเจตนาหลอกลวงให้ผู้อื่นสำคัญผิดเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นๆ และหวังผลประโยชน์จากการลงมือซื้อขายนั้น เช่น

(3) การผลักดันราคา โดยการพยายามทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น เพื่อหวังประโยชน์ที่จะขายหลักทรัพย์ได้ในราคาสูง หรือ

(4) การพุงราคา เพื่อรักษาระดับราคาหุ้นไม่ให้สูงหรือต่ำกว่าราคาที่ควรจะเป็น หรือ

³⁰ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, การกำกับการซื้อขาย, at https://www.set.or.th/th/regulations/supervision/surveillance_p1.html, (last visited 20 April 2018).

(5) การกรอราคา โดยการทำให้ราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เพื่อหวังประโยชน์จากการที่จะเข้าไปซื้อในราคาต่ำ หรือ

(6) การซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะจับคู่กันเอง ซึ่งในที่สุดบุคคลที่ได้รับประโยชน์จากการซื้อขายนั้นเป็นบุคคลหรือกลุ่มบุคคลเดียวกัน ไม่มีการเปลี่ยนมือกันจริง เพื่อลวงให้บุคคลอื่นหลงผิดในราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น

(7) การปล่อยข่าวลือหรือกล่าวข้อความอันเป็นเท็จ (Misstatement) ซึ่งได้แก่ การบอกกล่าว การแพร่ข่าว หรือข้อความอันเป็นเท็จ รวมถึงข้อความใดๆ โดยเจตนาให้ผู้อื่นสำคัญผิดในข้อเท็จจริงเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียน หรือเข้าใจว่าหลักทรัพย์ใดจะมีราคาสูงขึ้นหรือลดลง

นอกจากนี้ ฝ่ายกำกับการซื้อขาย ยังมีหน้าที่ในการกำกับดูแลเกี่ยวกับข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียน คือ การติดตามในการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน ในกรณีที่มีสารสนเทศที่อาจส่งผลกระทบต่อภาวะการซื้อขายของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ เช่น ข่าวลือเกี่ยวกับการควบรวมกิจการ, การเปิดเผยตัวเลขกำไรผ่านสื่อต่างๆ ของผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนในช่วงใกล้ หรือก่อนการเปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นต้น บริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่เปิดเผยสารสนเทศดังกล่าวให้นักลงทุนรับทราบอย่างทั่วถึง แต่หากพบว่ามีการเผยแพร่ข้อมูลผ่านสื่อก่อนการแจ้งอย่างเป็นทางการผ่านตลาดหลักทรัพย์ฯ ฝ่ายกำกับการซื้อขายจะแจ้งให้บริษัทจดทะเบียนทราบ เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนชี้แจงสารสนเทศดังกล่าวว่าเป็นจริงหรือไม่ผ่านระบบเผยแพร่ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อให้ให้นักลงทุนได้รับทราบข้อมูลที่เป็นการอย่างครบถ้วนและเท่าเทียมกันก่อนการตัดสินใจลงทุน และป้องกันไม่ให้เกิดการใช้ข้อมูลภายใน (Inside Information) ในการซื้อขายหลักทรัพย์³¹

3. ฝ่ายกำกับบริษัทสมาชิก

ดูแลและให้คำแนะนำเกี่ยวกับข้อกำหนด แนวทางและวิธีปฏิบัติงานแก่บริษัทสมาชิกทั้งในตลาดตราสารทุน ตลาดตราสารหนี้ และตลาดตราสารอนุพันธ์ รวมถึงการปฏิบัติงานของสมาชิกผู้ฝากหลักทรัพย์และสมาชิกสำนักหักบัญชี เพื่อสนับสนุนการดำเนินงานของสมาชิกให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและเป็นธรรมกับทุกฝ่าย โดยมี 2 ส่วนงานหลัก ดังนี้

1) ส่วนกำกับบริษัทสมาชิก (Member Supervision) ดูแลและให้คำแนะนำการปฏิบัติงานของบริษัทสมาชิกในส่วนที่เป็นข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับสมาชิก

³¹ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, เรื่องเดียวกัน.

2) ส่วนโครงการตรวจสอบพิเศษ (Special Audit Project) ดูแลและให้คำแนะนำการปฏิบัติงานของบริษัทสมาชิกเกี่ยวกับการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมในการเป็นนายหน้าหรือตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์³²

การคุ้มครองผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตระหนักถึงความสำคัญของการคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน เพราะนอกจากจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุนที่ได้ลงทุนหรือต้องการที่จะลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แล้ว ยังเป็นการกระตุ้นการขยายฐานของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อีกด้วย ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ออกมาตรการหลายรูปแบบเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน อาทิ กฎเกณฑ์ ข้อบังคับต่างๆ ตลอดจนการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์และบริษัทจดทะเบียนให้มีการปฏิบัติตามระเบียบและ กฎเกณฑ์ของระบบการซื้อขาย การชำระราคา การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทให้มีความน่าเชื่อถือและมีความเท่าเทียมกัน ในการรับรู้ถึงข้อมูลข่าวสาร นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังได้ร่วมกับ โบรกเกอร์จำนวนหนึ่ง จัดตั้ง กองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ (Securities Investor Protection Fund หรือ SIPF) ขึ้น เพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์ผ่าน โบรกเกอร์ที่เป็น สมาชิกกองทุน ว่าทรัพย์สินของผู้ลงทุนที่มอบไว้ในความดูแลของโบรกเกอร์ที่เป็นสมาชิกกองทุนนั้นจะได้รับความคุ้มครอง จากกองทุน โดยกองทุนจะจ่ายเงินชดเชยให้ตามเงื่อนไขที่กำหนด

1. กฎระเบียบและเกณฑ์ข้อบังคับ

บริษัทสมาชิก บริษัทหลักทรัพย์อื่นๆ ผู้ดูแลบัญชีของต่างดาว และบริษัทจดทะเบียนจะต้องปฏิบัติตามกฎและ ระเบียบที่วางไว้อย่างเคร่งครัด อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ (สำนักงาน ก.ล.ต.) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะทำหน้าที่ในการกำกับดูแลบริษัทดังกล่าวอย่างใกล้ชิด แต่ผู้ลงทุน ก็ควรระมัดระวังดูแลรักษาผลประโยชน์ของตนเอง โดยการติดตามข้อมูลการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอ และหากพบเหตุการณ์ที่น่าสงสัยว่าจะเป็นการกระทำที่ไม่ถูกต้อง ควรจะรายงานไปที่สำนักงาน ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์ฯ หรือสำนักงานตำรวจแห่งชาติ

³² ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, การกำกับสมาชิก, at https://www.set.or.th/th/regulations/supervision/member_p1.html, (last visited 20 April 2018).

2. ระบบการซื้อขายที่มีประสิทธิภาพ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้ระบบคอมพิวเตอร์ในการซื้อขายนับแต่ปี พ.ศ. 2534 ซึ่งช่วยรองรับปริมาณการซื้อขายได้สูงขึ้น มาก อันเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพในการให้บริการและความโปร่งใส โดยระบบการซื้อขายดังกล่าวมีความสามารถในการรองรับคำสั่งซื้อขายถึงวันละ 600,000 รายการ

3. การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์

มีความสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์แต่ผู้เดียว รวมทั้งยังทำหน้าที่เป็นนายทะเบียน ให้กับบริษัทอีกด้วย ระยะเวลาของการส่งมอบและชำระราคา ปัจจุบันกำหนดไว้ที่ 3 วันหลังการซื้อหรือขาย แล้วเสร็จ (T+3) ซึ่งเป็นไปตามมาตรฐานสากล ทั้งนี้ ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ฯ ยังได้นำมาตรการการบริหาร ความเสี่ยงมาใช้ โดยเริ่มที่การจัดตั้งกองทุนในการชำระราคาหลักทรัพย์ เพื่อบรรเทาความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น ในกรณีที่มีการผิมนัดชำระราคา³³

4. การกำกับดูแลตลาด

นับแต่ปี พ.ศ. 2538 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้เพิ่มประสิทธิภาพในการตรวจสอบการเคลื่อนไหวของการซื้อขาย หลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยใช้ระบบคอมพิวเตอร์ ATOMS ในการตรวจสอบการซื้อขายหลักทรัพย์ระบบ ATOMS ประกอบด้วย 3 ระบบหลักคือ

1) ระบบตรวจสอบและส่งสัญญาณเตือนเมื่อตรวจพบการซื้อขายที่ผิดปกติ

2) ระบบในการดึงข้อมูล เพื่อค้นหาสาเหตุของความผิดปกติ และ

3) ระบบการวิเคราะห์และรายงานผลการตรวจสอบ

อย่างไรก็ดีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยึดหลักเกณฑ์ของการเปิดเผยข้อมูลว่าการเปิดเผยจะต้องเป็นไปอย่างโปร่งใส เพื่อให้ผู้ลงทุนจะได้ใช้ข่าวสารข้อมูลในการตัดสินใจ และสามารถใช้ประเมินสถานการณ์ และปกป้องผลประโยชน์ของตนเองได้³⁴

³³ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, การคุ้มครองผู้ลงทุน, at https://www.set.or.th/th/regulations/protection/protection_p1.html, (last visited 20 April 2018).

³⁴ เรื่องเดียวกัน.

2.4.2 ลักษณะโครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุนแบบใหม่

การระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ที่ให้หุ้นเป็นสิ่งตอบแทนนั้น ถือเป็นการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนรูปแบบหนึ่ง จึงอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งกำกับดูแลโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งได้วางหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลดังต่อไปนี้

1. การคัดกรองคุณสมบัติของบริษัท และการเปิดเผยข้อมูล

ผู้ที่มีบทบาทสำคัญในการคัดกรองบริษัท คือ เว็บไซต์ตัวกลาง ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยบริษัทจำกัดและบริษัทมหาชนจำกัดที่มีโครงการหรือแผนธุรกิจที่ชัดเจนสามารถระดมทุนโดยการเสนอขายหุ้นผ่านเว็บไซต์ตัวกลางดังกล่าวได้ โดยเว็บไซต์ตัวกลางจะทำหน้าที่

- 1) คัดกรองบริษัทที่จะมาเสนอขาย โดยสอบทานความมีตัวตนและคุณสมบัติของผู้เสนอขายตามที่ประกาศกำหนด เพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ลงทุนในระดับหนึ่ง
- 2) เผยข้อมูลการเสนอขาย และ
- 3) การให้ความรู้เกี่ยวกับความเสี่ยงแก่ผู้ลงทุน
- 4) เพื่อให้บริการที่เหมาะสมแก่สมาชิก เว็บไซต์ตัวกลางจะต้องจัดประเภทสมาชิก โดยแบ่งเป็น (1) ผู้ลงทุนรายบุคคล (retail investors) (2) ผู้ลงทุนที่ไม่ใช่รายบุคคล(non-retail investor) เช่น ผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะ

2. การคุ้มครองผู้ลงทุน

เนื่องจากกิจการที่มีระดมทุนในรูปแบบการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ อยู่ในช่วงเริ่มต้น มีความเสี่ยงสูงที่อาจจะไม่ประสบความสำเร็จ จึงมีมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนตามความสามารถในการรับความเสี่ยงหรือความเข้าใจในการลงทุนดังนี้³⁵

³⁵ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, เรื่องเดิม.

1) การจำกัดความเสี่ยงจากการลงทุน

ประเภทผู้ลงทุน	วงเงินระดมทุน	จำนวนเงินลงทุน
ผู้ลงทุนรายบุคคล (retail investors)	บริษัทสามารถระดมทุนจากผู้ลงทุนประเภทรายบุคคลได้ไม่เกิน 20 ล้านบาทในรอบ 12 เดือนแรก และวงเงินการระดมทุนรวมไม่เกิน 40 ล้านบาท	ลงทุนได้ไม่เกิน 50,000 บาทต่อหนึ่งบริษัท และมูลค่าเงินลงทุนรวมไม่เกิน 500,000 บาทต่อปี
ผู้ลงทุนที่ไม่ใช่รายบุคคล (non-retail investors)	ไม่จำกัดวงเงิน	ไม่จำกัดวงเงิน

2) การสร้างความเข้าใจความเสี่ยงในการลงทุน

เนื่องจากการลงทุนในรูปแบบการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ จะมีความเสี่ยงที่แตกต่างจากการลงทุนในพื้นที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนจึงต้องเข้าใจและรับทราบความเสี่ยงก่อนลงทุน ผู้ลงทุนประเภทรายบุคคลจะต้องผ่านแบบทดสอบก่อนการลงทุน ส่วนผู้ลงทุนที่ไม่ใช่รายบุคคลสามารถจะทำแบบทดสอบหรือไม่ก็ได้ อย่างไรก็ตาม การที่ผู้ลงทุนได้ทำแบบทดสอบจะช่วยให้ผู้ลงทุนประเมินระดับการยอมรับความเสี่ยงของตนได้ก่อนตัดสินใจลงทุน เนื่องจากการระดมทุนในรูปแบบนี้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้กำกับดูแลแบบผ่อนคลาย โดยผู้ลงทุนจะต้องดูแลตนเองได้ในระดับหนึ่ง

3. การให้ความเห็นชอบเว็บไซต์ตัวกลาง

เว็บไซต์ตัวกลางต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาคุณสมบัติและความพร้อมของระบบงานที่สำคัญ ดังนี้

- 1) เป็นบริษัทที่จดทะเบียนจัดตั้งในประเทศไทย
- 2) มีฐานะทางการเงินที่มั่นคง โดยจะต้องมีทุนจดทะเบียนชำระแล้วไม่น้อยกว่า 5 ล้านบาท
- 3) กรรมการของบริษัทต้องไม่มีคุณลักษณะต้องห้าม

4) มีระบบงานที่พร้อมจะประกอบธุรกิจตามที่ประกาศกำหนด เช่น ระบบตรวจสอบตัวตน คุณสมบัติ ทดสอบความเข้าใจการลงทุนของสมาชิก ระบบการจัดการเก็บรักษาเงินค่าจองซื้อ และระบบป้องกันการเข้าถึงข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขายจากผู้อื่น เป็นต้น³⁶

สรุปการเปรียบเทียบระหว่างการเสนอขายหุ้นของบริษัทที่มีการจดทะเบียนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์กับการระดมทุนด้วยวิธีการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding)

ด้านผู้เสนอขาย

1. ในกรณีหุ้น IPO ผู้เสนอขายหลักทรัพย์จะเป็นธุรกิจขนาดใหญ่ที่ต้องการขยายกิจการ มีระบบบัญชีและการเปิดเผยข้อมูลที่ได้มาตรฐาน
2. ในกรณีหุ้น ECF จะเป็นธุรกิจในช่วงเริ่มต้น ซึ่งกำลังต้องการเงินทุนในการประกอบธุรกิจ มีเพียงโครงการหรือแผนธุรกิจเท่านั้น

ด้านผู้พิจารณาคุณสมบัติของผู้เสนอขายหุ้น

1. ในกรณีหุ้น IPO จำเป็นต้องได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ในกรณีหุ้น ECF เว็บไซต์ตัวกลางที่ต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ด้านการเปิดเผยข้อมูล

1. ในกรณีหุ้น IPO เป็นไปตามข้อกำหนดในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งมีการกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการในส่วนการเปิดเผยข้อมูลเพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับทราบข้อมูลอย่างครบถ้วนและเพียงพอต่อการตัดสินใจในการลงทุน
2. ในกรณีหุ้น ECF เปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอตามที่เว็บไซต์ตัวกลางกำหนด ซึ่งต้องเป็นไปตามข้อกำหนดของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ด้านเงินปันผล

1. ในกรณีหุ้น IPO จ่ายตามที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน
2. ในกรณีหุ้น ECF เป็นไปตามข้อบังคับของบริษัทผู้เสนอขายหลักทรัพย์

³⁶ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, เรื่องเดียวกัน.

2.5 กฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทย

ประเทศไทยนั้นการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ หรือที่เรียกว่า “Equity Crowdfunding” ถือเป็นช่องทางหนึ่งที่เข้ามาช่วยให้เศรษฐกิจของประเทศไทยมีการขยายตัวและพัฒนามากขึ้น โดยเฉพาะในเรื่องการส่งเสริมและพัฒนาภาคธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม(SMEs) ตลอดจนธุรกิจเกิดใหม่(Startup) ที่มีความสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศไทยให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายและสะดวกยิ่งขึ้น ด้วยการให้หุ้นของบริษัทเป็นสิ่งที่ตอบแทนแก่มวลชน (the crowd) ที่ลงทุนกันคนละเล็กคนละน้อยผ่านเว็บไซต์ตัวกลาง(Funding Portal) โดยมีมูลค่าการระดมทุนที่ไม่สูงมาก ดังนั้นการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) นี้จึงเป็นทางเลือกใหม่สำหรับผู้ประกอบการและนักลงทุนในยุคปัจจุบันได้เป็นอย่างดี

เนื่องจากการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ “Equity Crowdfunding” ถือเป็นการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนรูปแบบหนึ่ง จึงต้องอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งกำกับดูแลโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย³⁷ การกำกับดูแลนั้นจะต้องไม่สร้างภาระและต้นทุนที่สูงจนเกินไปจนเป็นอุปสรรคต่อการระดมทุนของผู้ประกอบการธุรกิจที่ต้องการระดมทุน ในขณะที่ด้วยกันด้านของผู้ลงทุนก็ต้องได้รับความคุ้มครองในระดับที่เหมาะสม

ดังนั้น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงออกหลักเกณฑ์เพื่อใช้เป็นแนวทางในการกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านสื่อกลางอินเทอร์เน็ต โดยกำหนดให้มีเงื่อนไขตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งมีโครงสร้างและหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลไว้ดังนี้

1. วงเงินที่ระดมทุนไม่เกิน 20 ล้านบาทในรอบ 12 เดือนแรก และทั้งหมดไม่เกิน 40 ล้านบาท และ
2. ผู้ลงทุนต้องเป็น
 - (ก) ผู้ลงทุนสถาบัน
 - (ข) กิจการเงินร่วมลงทุน

³⁷ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, Equity Crowdfunding Fac Sheet โดย ก.ล.ต. at <http://th.postupnews.com/2016/01/equity-crowdfunding-fact-sheet-by-sec.html?m=1>, (last visited 24 February 2018).

(ค) นิติบุคคลร่วมลงทุน

(ง) ผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะ และ

(จ) ผู้ลงทุนรายบุคคลซึ่งจำกัดให้ลงทุนในกิจการใดกิจการหนึ่งได้ไม่เกิน 50,000 บาทและรวมในทุกกิจการไม่เกิน 500,000 บาท³⁸

องค์ประกอบของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทย มีดังนี้

1. เว็บไซต์ตัวกลาง Funding portal (FP)

เว็บไซต์ตัวกลางเป็นบริษัทที่มีระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์เพื่อให้บริการจัดแสดงข้อมูลของกิจการที่ต้องการขายหุ้น มีระบบในการรับผู้ลงทุนเป็นสมาชิก ให้ข้อมูลแก่สมาชิกจัดทำช่องทางให้มีการสื่อสารกันระหว่างกิจการที่ออกหุ้นและผู้ลงทุน รวมทั้งมีระบบจองซื้อหุ้นออนไลน์ที่เชื่อถือได้ ซึ่งเว็บไซต์ตัวกลางนั้นต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์(ก.ล.ต.)³⁹

คุณสมบัติของเว็บไซต์ตัวกลาง (FP) จะต้องเข้าหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(1) เป็นบริษัทจัดตั้งตามกฎหมายไทย ซึ่งมีวัตถุประสงค์หลักในการประกอบธุรกิจเป็นเว็บไซต์ตัวกลาง ทั้งนี้ในกรณีที่ผู้ขอรับความเห็นชอบมีการประกอบธุรกิจอื่น ธุรกิจดังกล่าวต้องเป็นกิจการที่เกี่ยวข้อง เป็นประโยชน์ หรือสนับสนุนการเป็นเว็บไซต์ตัวกลาง และได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์(ก.ล.ต.) ก่อน

(2) กรรมการ ผู้จัดการ หรือบุคคลผู้มีอำนาจในการจัดการ ต้องมีคุณสมบัติและไม่มีลักษณะต้องห้ามตามที่กำหนด เช่น ไม่เป็นบุคคลที่ถูกศาลสั่งพิทักษ์ทรัพย์ ไม่เป็นบุคคลที่อยู่ระหว่างถูกตลาดหลักทรัพย์ห้ามเป็นกรรมการ ผู้บริหาร หรือผู้ที่มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียน หรืออยู่ระหว่างการถูกกล่าวโทษ หรือถูกดำเนินคดีอาญาโดยหน่วยงานที่มีอำนาจตามกฎหมาย ในความผิดเกี่ยวกับการบริหารงานที่มีลักษณะเป็นการหลอกลวง ฉ้อฉลหรือทุจริต เป็นต้น

(3) ไม่มีฐานะทางการเงินที่อาจก่อให้เกิดความเสียหาย รวมทั้งไม่มีเหตุอันควรเชื่อได้ว่ามีข้อบกพร่องหรือมีความไม่เหมาะสมเกี่ยวกับความควบคุมและการปฏิบัติงานอันดีของธุรกิจ

(4) มีทุนจดทะเบียนชำระแล้วไม่น้อยกว่า 5 ล้านบาท

³⁸ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, “ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 7/2558 เรื่องข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์,” 16 พฤษภาคม 2558.

³⁹ สุदारัตน์ ไทยเจริญ, เรื่องเดิม, หน้า 27.

(5) มีระบบงานที่มีความพร้อม ได้แก่ ระบบป้องกันการเข้าถึงข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์จากผู้ลงทุนที่ไม่ใช่สมาชิก ระบบตรวจสอบตัวตนและคุณสมบัติของสมาชิก ระบบทดสอบความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนของสมาชิก ระบบการจัดการเงินค่าจองซื้อหุ้นด้วยวิธีการจัดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญาตามกฎหมายว่าด้วยการดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญา(Escrow Agent) เพื่อดูแลเก็บเงินค่าจองหุ้นของสมาชิก ระบบการเปิดเผยข้อมูลผ่านระบบหรือเครือข่ายที่เพียงพอและน่าเชื่อถือ ระบบสื่อสารทางอิเล็กทรอนิกส์เพื่อใช้สื่อสารระหว่างสมาชิกด้วยกัน หรือระหว่างสมาชิกกับบริษัทที่ออกหุ้น โดยต้องสามารถป้องกันไม่ให้สมาชิกใช้เพื่อการเสนอขายหุ้นของตนเองได้ โดยอย่างน้อยต้องเก็บรักษาข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ และข้อมูลภายหลังการเสนอขายไว้เป็นเวลานานไม่น้อยกว่า 2 ปี ระบบงานรับส่งข้อมูลอัตโนมัติทางอิเล็กทรอนิกส์ ระบบงานที่สามารถรองรับการประกอบธุรกิจได้อย่างต่อเนื่อง ระบบการกำกับดูแลการปฏิบัติงานของผู้ประกอบธุรกิจ (compliance) ตามที่ประกาศกำหนด และระบบการจัดการเกี่ยวกับข้อร้องเรียนของสมาชิกเพื่อระงับข้อพิพาทอย่างมีประสิทธิภาพ⁴⁰

หน้าที่ของเว็บไซต์ดังกล่าว : Funding portal (FP) มีดังต่อไปนี้

1. คัดเลือกบริษัทที่ต้องการระดมทุน (Issuer) โดยช่วยคัดกรองกิจการที่จะระดมทุนผ่านระบบของตน และจัดมาตรการเพื่อช่วยผู้ลงทุนลดความเสี่ยงจากการฉ้อโกงเข้ามาหลอกลวง โดยแฝงมาเป็นผู้ต้องการระดมทุน

2. จัดให้มีข้อมูลเพื่อให้ความรู้แก่สมาชิก ดังนี้

1) ความรู้เกี่ยวกับการลงทุนผ่านการระดมทุนสาธารณะ รวมทั้งแนะนำประโยชน์และความเสี่ยงของการลงทุน

2) ขั้นตอนและวิธีการจองซื้อหลักทรัพย์ รวมถึงขอบเขตการให้บริการ

3) ความเสี่ยงของหุ้นที่เสนอขาย และความเสี่ยงที่เกิดจากการเสนอขายรูปแบบนี้

4) ข้อมูลเกี่ยวกับกิจการที่ระดมทุน

5) ข้อจำกัดเกี่ยวกับวงเงินลงทุนของสมาชิกแต่ละราย

6) สิทธิในการยกเลิกการจองซื้อหลักทรัพย์ รวมถึงสิทธิอื่นตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

7) คำเตือนว่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายมีสภาพคล่องน้อย เนื่องจากไม่มีตลาดรองหรืออาจมีข้อจำกัดในการโอน โดยมีการจัดการดังต่อไปนี้

⁴⁰ สุดารัตน์ ไทยเจริญ, เรื่องเดียวกัน, หน้า 27.

3. จัดให้สมาชิกที่เป็นผู้ลงทุนรายบุคคลทำแบบทดสอบความเข้าใจ (knowledge test) ก่อนจองซื้อหุ้น

4. จัดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของผู้ลงทุน คือ Escrow account (เป็นสถาบันการเงิน) เพื่อทำหน้าที่ดูแลการรับ เก็บ และคืนเงินค่าจองหุ้นซื้อ (ถ้ามี) ในช่วงการระดมทุน⁴¹

การเก็บค่าธรรมเนียมจากตัวอย่างในต่างประเทศ เว็บไซต์ตัวกลางแต่ละรายมีเงื่อนไขการคิดค่าธรรมเนียมแตกต่างกัน ซึ่งมักเรียกเก็บจากกิจการที่ระดมทุนเป็นหลัก เช่น คิดเป็นร้อยละของเงินที่ระดมทุนได้ และการธรรมเนียมการจัดการ เช่น ค่าทำ due diligence, legal fee ค่าใช้จ่ายในการสื่อสารกับผู้ลงทุน ในขณะที่เว็บไซต์ตัวกลางบางแห่งเรียกเก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ลงทุนด้วย เช่น ส่วนแบ่งกำไรในกรณีผู้ลงทุนขายหุ้นได้กำไร เป็นต้น

2. ผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer)

กิจการที่ระดมทุน ได้แก่ (1) บริษัทจำกัด และ (2) บริษัทมหาชนจำกัด (มีหุ้นจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ก็ตาม) ที่จัดตั้งตามกฎหมายไทย มีการประกอบธุรกิจหรือโครงการธุรกิจที่ชัดเจนและประสงค์จะดำเนินธุรกิจหรือโครงการดังกล่าวโดยใช้เงินที่ได้จากการระดมทุนนี้ โดยการเสนอขายหุ้นโดยผ่านสื่อกลางอินเทอร์เน็ต กิจการจะได้รับอนุญาตเป็นการทั่วไป (ไม่ต้องยื่นขออนุญาต) และได้รับยกเว้นการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์เมื่อได้ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด และเป็นการเสนอขายผ่านเว็บไซต์ตัวกลางที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้ความเห็นชอบ เมื่อมีธุรกิจ โครงการ ผลิตภัณฑ์หรือบริการ ที่เป็นที่น่าสนใจของประชาชนและต้องการจะระดมทุนแล้วเจ้าของกิจการหรือโครงการต้องมีเป้าหมายของทุนหรืองบประมาณที่ต้องการ แล้วติดต่อเว็บไซต์ตัวกลาง เพื่อให้พิจารณาความเหมาะสมในการเสนอขายหุ้นผ่าน platform นี้ โดยต้องมีความโปร่งใส สามารถแจ้งข้อมูลการใช้เงินที่ได้จากการระดมทุนได้ และนอกจากความน่าสนใจของผลิตภัณฑ์และบริการแล้ว ยังควรต้องมีรูปแบบการสื่อสารที่ดึงดูดความสนใจอีกด้วย⁴²

หน้าที่ของกิจการที่ระดมทุน มีดังนี้

1) เปิดเผยข้อมูลที่สำคัญตามที่เว็บไซต์ตัวกลางกำหนด หรือตามที่ตกลงกัน ซึ่งเว็บไซต์ตัวกลางต้องดูแลให้กิจการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอ ชัดเจน และไม่ทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิดในสาระสำคัญ (fair clear and not misleading) เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถใช้ข้อมูลดังกล่าวประกอบการตัดสินใจลงทุนได้ ตัวอย่างข้อมูลที่ต้องเปิดเผย ได้แก่

⁴¹ สุดารัตน์ ไทยเจริญ, เรื่องเดียวกัน, หน้า 28.

⁴² เรื่องเดียวกัน, หน้า 29.

(1) เอกสารของบริษัท ได้แก่ หนังสือรับรองบริษัท หนังสือบริคณห์สนธิ งบแสดงฐานะการเงิน

(2) ข้อมูลของบริษัทที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ บริษัทแม่ บริษัทย่อย บริษัทร่วม

(3) ข้อมูลอื่นที่อาจมีผลกระทบต่อบริษัท เช่น คดีความ

(4) ปัจจัยความเสี่ยงของกิจการ

(5) รายงานการใช้จ่ายเงิน

2) จัดหานายทะเบียนหลักทรัพย์ เพื่อทำหน้าที่เป็นนายทะเบียนหุ้น จัดเก็บข้อมูลการถือหุ้น และทำให้เป็นปัจจุบัน

3) รายงานผลการเสนอขายหุ้น โดยต้องรายงานต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ภายใน 15 วันนับตั้งแต่วันที่ปิดการขาย โดยข้อกำหนดและเงื่อนไขการเสนอขายหุ้นกำหนดไว้ดังต่อไปนี้

(1) การเสนอขายหลักทรัพย์ต้องผ่านเว็บไซต์ตัวกลางเพียงรายเดียว เว้นแต่ได้รับการผ่อนผันจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

(2) เงื่อนไขการเสนอขายต้องเป็นแบบ all or nothing คือ ต้องสามารถระดมทุนได้ตามวงเงินและในระยะเวลาที่กำหนด ไม่เช่นนั้นต้องยกเลิกการระดมทุน และชำระเงินคืนให้แก่ผู้ลงทุน

(3) กรณีเป็น Holding company สามารถเป็นบริษัทที่ออกหุ้นได้ แต่การลงทุนของ Holding company ต้องลงทุนโดยการถือหุ้นในบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัด ไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมด

(4) กรณีเสนอขายให้แก่ผู้ลงทุนที่ไม่ใช่ผู้ลงทุนรายบุคคล สามารถทำได้โดยไม่จำกัดวงเงิน

(5) กรณีเสนอขายผู้ลงทุนรายบุคคล วงเงินในการระดมทุนครั้งแรกต้องไม่เกินกว่า 20 ล้านบาทในรอบ 12 เดือน (เนื่องจากส่วนใหญ่เป็นกิจการใหม่ ปีแรกจึงมักเป็นช่วงที่มีความเสี่ยงสูง) และเสนอขายรวมทั้งสิ้นไม่เกิน 40 ล้านบาท

(6) การให้จองซื้อหุ้นและจัดสรรให้เกินมูลค่าที่เสนอขาย (Oversubscription) ทำได้เฉพาะกรณีที่การเสนอขายมีวงเงินไม่น้อยกว่า 20 ล้านบาท และมูลค่าที่เกินนั้นไม่มากกว่าร้อยละ 25 ของมูลค่าการเสนอขายในครั้งนั้น โดยวงเงินรวมทั้งหมดไม่เกินกว่า 40 ล้านบาท

(7) การให้สิทธิแก่ผู้ลงทุนในการยกเลิกการจองซื้อ โดยสามารถยกเลิกได้ตลอดระยะเวลาหากมีระยะเวลาเสนอขายเหลืออยู่มากกว่า 48 ชั่วโมง แต่หากมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญเกี่ยวกับข้อมูลที่บริษัทที่ออกหุ้นเปิดเผยไว้ ต้องให้ยกเลิกได้ภายใน 5 วันนับตั้งแต่วันที่ FP

แจ้งให้ผู้ลงทุนทราบถึงการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว และหากต้องการปิดการเสนอขายก่อนครบกำหนดที่แจ้งไว้ ต้องแจ้งให้ FP ทราบล่วงหน้าอย่างน้อย 5 วันก่อนวันที่จะปิดการเสนอขายก่อนกำหนด⁴³

3. Escrow Agent

พระราชบัญญัติการดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญา พ.ศ. 2551 ได้กำหนดให้ผู้ที่สามารถเป็น Escrow Agent ต้องเป็นสถาบันการเงินหรือนิติบุคคลอื่นตามที่กำหนดในกฎกระทรวง (สถาบันการเงิน ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนตามกฎหมายว่าด้วยธุรกิจสถาบันการเงิน หรือธนาคารที่มีกฎหมายจัดตั้งขึ้น โดยเฉพาะ) โดยเป็นคนกลางที่มีฐานะการเงินมั่นคงและน่าเชื่อถือ ทำหน้าที่เก็บรักษาเงินจองซื้อหุ้นของสมาชิก ทำการจัดการ ตรวจสอบ และดูแล การปฏิบัติของคู่สัญญาให้เป็นไปตามสัญญาอย่างถูกต้องและสมบูรณ์ตามเจตนาของคู่สัญญา โดยมีคู่สัญญา 3 ฝ่าย คือ Escrow Agent กิจการที่เสนอขายหุ้น (Issuer) และ Funding portal (FP)

4. นายทะเบียนหลักทรัพย์

นายทะเบียนหลักทรัพย์ต้องได้รับใบอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยมีหน้าที่ดูแลและรักษาข้อมูล และจัดทำทะเบียนผู้ถือหุ้นให้มีความถูกต้อง ครบถ้วน เป็นปัจจุบันอยู่เสมอ ซึ่งได้กำหนดคุณสมบัติของผู้ขอรับใบอนุญาตเป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์ โดยต้องมีคุณสมบัติดังต่อไปนี้ คือ เป็นบริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด ธนาคารพาณิชย์ ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ และนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น และมีระบบงานที่มีความพร้อมและมีประสิทธิภาพในการให้บริการ

5. ผู้ลงทุน (Investors)

ผู้ลงทุนในการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์มีดังนี้

- 1) ผู้ลงทุนสถาบัน
- 2) กิจการเงินร่วมลงทุน (Private Equity)
- 3) นิติบุคคลร่วมลงทุน (Venture Capital)
- 4) ผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะ (Angel) พิจารณาจากความรู้ความเชี่ยวชาญ

เกี่ยวกับการลงทุนและฐานการเงินของผู้ลงทุน

- 5) ผู้ลงทุนรายบุคคล⁴⁴

⁴³ สุดารัตน์ ไทยเจริญ, เรื่องเดียวกัน, หน้า 29-30.

⁴⁴ เรื่องเดียวกัน, หน้า 30.

หน้าที่และสิทธิของผู้ลงทุน มีดังนี้

(1) ทำความรู้จักการลงทุนในรูปแบบการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) เช่น การทำความเข้าใจถึงความเสี่ยงในการลงทุน รูปแบบนี้ให้ครบถ้วนทุกด้าน และเลือกเว็บไซต์ตัวกลางที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงดูประวัติความสำเร็จที่ผ่านมาของเว็บไซต์ตัวกลาง

(2) รู้ลึก รู้จริงในหุ้น ธุรกิจ และกิจการที่จะลงทุนโดยการศึกษาข้อมูล และแผนธุรกิจของกิจการที่ต้องการลงทุน รวมถึงวิสัยทัศน์และเป้าหมายของผู้บริหารกิจการนั้น ควรตั้งคำถามกับกิจการ ตรวจสอบและวิเคราะห์ข้อมูลด้วยตนเอง ตลอดจนติดตามความคืบหน้าของโครงการและการใช้เงินลงทุนอย่างต่อเนื่อง

(3) รู้ขั้นตอนและวิธีการในการลงทุน ศึกษาวิธีการจองซื้อ เงื่อนไขการเสนอขายหุ้น การชำระราคา และการรับใบหุ้น หลังจากนั้นแสดงตัวตนต่อเว็บไซต์ตัวกลาง โดยผู้ลงทุนทุกประเภทต้องสมัครเป็นสมาชิกของเว็บไซต์ตัวกลางผ่านระบบตรวจสอบยืนยันตัวตน เพื่อทำการจัดประเภทสมาชิก(ผู้ลงทุน) เนื่องจากกรณีผู้ลงทุนรายบุคคลนั้น มีการจำกัดวงเงินการลงทุนไว้ไม่เกิน 50,000 บาทต่อ 1 บริษัท และเงินลงทุนรวมไม่เกิน 500,000 บาทในรอบ 12 เดือน เอกสารที่ใช้ในการยืนยันตัวตน เช่น สำเนาบัตรประชาชน สำเนาทะเบียนบ้าน ใบสมัครที่พิมพ์จากเว็บไซต์ของเว็บไซต์ตัวกลาง⁴⁵

- ทำแบบทดสอบความเข้าใจ(Knowledge Test) โดยผู้ลงทุนรายบุคคลต้องทำแบบทดสอบและต้องทำให้ถูกหมดทุกข้อ กรณีเคยทำแล้วนานกว่า 3 เดือนต้องทำใหม่ สำหรับด้านผู้ลงทุนสถาบัน กิจการเงินร่วมลงทุน และนิติบุคคลร่วมลงทุนได้รับยกเว้นไม่ต้องทำแบบทดสอบ ส่วนผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะ (Angle) สามารถเลือกได้ว่าต้องการทำหรือไม่ก็ได้

- ศึกษาวิธีการขายหรือเปลี่ยนมือหุ้น ในกรณีที่หุ้นที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในส่วนที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยได้มีการกำกับดูแลเฉพาะลักษณะ การระดมทุนสาธารณะประเภทการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านสื่อกลางอินเทอร์เน็ต (equity-based crowdfunding) เท่านั้น โดยระยะแรกอนุญาตให้ระดมทุนกับประชาชนด้วยการออกหุ้นเท่านั้น⁴⁶

⁴⁵ Training.vrdee.com, เรื่องเดิม.

⁴⁶ เรื่องเดียวกัน.

2.6 สรุปท้ายบท

จากการศึกษาในบทนี้ได้ข้อสรุปว่ากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ “Equity Crowdfunding” นั้นมีความสำคัญในการพัฒนารัฐกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) อันเป็นกลไกสำคัญที่มีบทบาทในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ เพื่อเป็นการสนับสนุนการเติบโตของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้น และสามารถระดมทุนจากประชาชนทั่วไปให้สะดวกขึ้น ซึ่งระบบกฎหมายที่เกี่ยวกับการระดมทุนสาธารณะที่ถือเป็นระบบใหญ่และเป็นแม่แบบนั้น คือประเทศสหรัฐอเมริกา เพราะเป็นระบบกฎหมายที่มีความยืดหยุ่นที่เหมาะสม มีความชัดเจนและทันสมัยกับยุคเศรษฐกิจในปัจจุบัน

ในบทที่ 3 จะศึกษาวิเคราะห์ระบบกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศสหรัฐอเมริกา ว่ามีโครงสร้างและแนวทางการพัฒนากฎหมายอย่างไร ซึ่งอาจนำมาเป็นแนวทางในการพัฒนากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทยต่อไป



บทที่ 3

กฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของต่างประเทศ

ในบทนี้จะทำการศึกษากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของต่างประเทศในส่วนที่เกี่ยวกับโครงสร้างทางกฎหมายและแนวทางการพัฒนากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์(Equity Crowdfunding) โดยจะทำการศึกษาของประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อนำมาศึกษาวิเคราะห์ใช้เป็นแนวทางในการออกกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทยต่อไป

3.1 กฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศสหรัฐอเมริกา

การศึกษากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศสหรัฐอเมริกามีรายละเอียดดังนี้

3.1.1 กฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

ประเทศสหรัฐอเมริกาอยู่ในยุคของการผลิตเทคโนโลยีที่มีคุณภาพเพิ่มสูงขึ้นแต่มีค่าใช้จ่ายที่ถูกลง(exponential technologies) ที่เป็นผลมาจากการคิดค้นของเหล่าบรรดาธุรกิจเกิดใหม่(Startup) ซึ่งในปัจจุบันมีการขยายตัวอย่างมากในสหรัฐอเมริกา โดยเฉพาะในเขต Silicon Valley แห่งเดียว ที่มีธุรกิจเกิดใหม่ซึ่งมีมูลค่ามากกว่าหนึ่งพันล้านเหรียญฯ มีประมาณการว่าเฉพาะในเดือนมกราคม 2016 มีบริษัทที่ถือกำเนิดขึ้นประมาณ 229 บริษัท แต่เนื่องจากกฎหมายของสหรัฐอเมริกาที่มีอยู่นั้นไม่เอื้ออำนวยต่อธุรกิจขนาดเล็กและขนาดย่อม ตลอดจนผู้ที่ต้องการเริ่มต้นทำธุรกิจ เพราะกฎหมายจำกัดแหล่งเงินทุนไว้เฉพาะจากนักลงทุนที่เป็นกลุ่มทุนขนาดใหญ่(venture capital) หรือคนที่มีฐานะร่ำรวยที่เป็น “accredited investors” (คือ ผู้ที่มีทรัพย์สินสุทธิโดยไม่รวมบ้านที่อยู่อาศัยอย่างน้อย 1 ล้านเหรียญ หรือ มีรายได้อย่างน้อยปีละ 200,000 เหรียญฯ หรือ 300,000 เหรียญฯ ในกรณีเป็นรายได้รวมของกลุ่มสมรส) เท่านั้น จึงทำให้ส่งผลกระทบต่อขยายตัวและโอกาสในการหาแหล่งเงินทุนของธุรกิจเกิดใหม่เป็นอย่างมาก⁴⁷

⁴⁷ Department of International Trade Promotion, Ministry of Commerce, Royal Thai Government, op.cit.

รัฐบาลจึงเข้ามาช่วยสนับสนุนโอกาสในการหาแหล่งเงินทุนที่ง่ายขึ้นและถูกต้องตามกฎหมายโดยสภาองค์กรฯ มีมติให้ตรากฎหมาย “Jumpstart Our Business Startups Act” หรือ JOBS Act ขึ้นในวันที่ 5 เมษายน 2555 สำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งสหรัฐอเมริกา ได้ดำเนินการศึกษาแนวทางการแก้ไขกฎหมายหลักทรัพย์และกฎหมายฉบับอื่นที่เกี่ยวข้องมาตลอดและได้จัดทำข้อสรุปการศึกษาและแนวทางการแก้ไขกฎหมายฉบับดังกล่าวเพื่อเผยแพร่ต่อสาธารณชนในวันที่ 23 ตุลาคม 2556 มีชื่อว่า “รายงานข้อเสนอ แนวทางการออกกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Securities and Exchange Commission Proposed Regulation for Equity Crowdfunding)” โดยมีเนื้อหาที่เกี่ยวกับการกำหนดชื่อยกเว้นสำหรับการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ข้อกำหนดสำหรับผู้ออกตราสาร ข้อกำหนดสำหรับเว็บไซต์ตัวกลาง รวมถึงข้อกำหนดสำหรับช่องทางในการระดมทุน เป็นต้น⁴⁸

ในปัจจุบันการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของสหรัฐอเมริกาอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของหน่วยงาน U.S. Security and Exchange Commission (SEC) ที่ทำหน้าที่ควบคุมบริหารตลาดหลักทรัพย์ และเมื่อวันที่ 9 พฤษภาคม 2559 ภายใต้กฎหมาย JOB Act ได้มีการแก้ไขกฎระเบียบใหม่ในกฎหมาย ในส่วนที่เกี่ยวกับการหาแหล่งเงินทุน เพื่อเป็นการส่งเสริมและสนับสนุนธุรกิจขนาดเล็กและผู้ที่ต้องการเริ่มต้นธุรกิจสามารถหาแหล่งเงินทุนผ่านระบบออนไลน์ได้มากยิ่งขึ้น โดยมีโครงสร้างทางกฎหมายดังต่อไปนี้

3.1.2 โครงสร้างทางกฎหมาย

ภายใต้กฎหมาย JOBS Act ได้วางหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการระดมทุนสาธารณะ (Crowdfunding) สำหรับธุรกิจเกิดใหม่และธุรกิจขนาดเล็กให้สามารถระดมทุนผ่านทางเว็บไซต์ได้ และอนุญาตให้เว็บไซต์ผู้บริการการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์นี้ไม่ต้องลงทะเบียนเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์กับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ซึ่งอยู่ในหัวข้อที่ 3 (JOBS Act III) กำหนดให้เพิ่มเติมเนื้อหาของ Securities Act Section 4(a)(6)⁴⁹ เพื่อกำหนดให้มีการยกเว้นข้อกำหนดการลงทะเบียนเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ และให้มีการวางหลักเกณฑ์สำหรับการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่าย

⁴⁸ เอกสิทธิ์ เคียววณิชช์, เรื่องเดิม, หน้า 18.

⁴⁹ U.S.SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers, at http://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm#_ftn2, (last visited 24 February 2018).

อิเล็กทรอนิกส์ ข้อความที่ถูกเพิ่มเติมขึ้นในส่วนของ Security Act Section 4(a)(6)⁵⁰ เป็นข้อกำหนดเพื่อยกเว้นการจดทะเบียนเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ให้กับบริษัทผู้ให้บริการการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) โดยกำหนดให้มีการจำกัดจำนวนเงินที่บริษัทสามารถระดมทุนได้สูงสุด 1 ล้านดอลลาร์ฯ ในรอบระยะเวลา 12 เดือน โดยผ่านเว็บไซต์ตัวกลางหรือที่เรียกว่า “Funding Portal” ที่ลงทะเบียนซึ่งได้รับการรับรองจาก U.S. Security and Exchange Commission (SEC) เท่านั้น

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา กำหนดขั้นตอนในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ให้ผู้จำหน่ายหลักทรัพย์ใช้ข้อมูลตามที่ตัวกลางทางการเงิน (Intermediaries) ส่งมาให้ เพื่อใช้ยืนยันว่าผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ไม่ลงทุนเกินพีดานวงเงินลงทุนของตนเอง ซึ่งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกามีความเห็นว่า สภาพองค์กรจะมีเจตนารมณ์ให้โอกาสการลงทุนในรูปแบบ “Equity Crowdfunding” ตาม Security Act Section 4(a)(6) เป็นไปอย่างเท่าเทียมกันกับทุกกลุ่มบุคคล ดังนั้นข้อจำกัดสำหรับวงเงินการลงทุนนั้นให้มีผลบังคับใช้กับนักลงทุนทุกประเภท คือ นักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน นักลงทุนกลุ่ม Accredited Investor ทั้งบุคคลที่เป็นพลเมืองของสหรัฐอเมริกาและบุคคลที่มีได้เป็นพลเมืองของสหรัฐอเมริกา⁵¹

องค์ประกอบของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศสหรัฐอเมริกา มีดังนี้

1. เว็บไซต์ตัวกลาง (Funding Portal) โดยแบ่งพิจารณาดังต่อไปนี้

1) ข้อกำหนดเกี่ยวกับการลงทะเบียนขอเป็นเว็บไซต์ตัวกลาง

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ Securities Act Section 4A(a)(1) กำหนดให้ “ตัวกลางทางการเงินผู้ให้บริการธุรกรรมทางการเงินตาม Section 4(a)(6) ต้องจดทะเบียนกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ในฐานะนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์หรือเป็นช่องทางทางการเงิน”

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ Securities Act Section 4A (a)(12) กำหนดให้ “ตัวกลางทางการเงินต้องปฏิบัติตามเกณฑ์ที่กำหนดโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา โดยตัวกลางทางการเงินมีหน้าที่ดำเนินการเพื่อให้เป็นการดูแลนักลงทุนและผลประโยชน์ของสาธารณะ”

⁵⁰ The Securities Act of 1933, 15 U.S.C. 77d(a)(6).

⁵¹ เอกสิทธิ์ เตียววนิชย์, เรื่องเดิม, หน้า 22.

อย่างไรก็ตาม ข้อความใน Exchange Act Section 3(h)(1)(c) อนุญาตให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา มีอำนาจในการกำหนดเงื่อนไขอื่นเพิ่มเติมตามที่เห็นว่าเหมาะสม เพื่อเป็นการยกเว้นการขึ้นทะเบียนเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ให้กับเว็บไซต์ตัวกลาง

โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาได้มีการกำหนดขั้นตอนการลงทะเบียนเพื่อขออนุญาตจัดตั้งเว็บไซต์ตัวกลางโดยการจัดส่งเอกสารที่มีลักษณะใกล้เคียงแต่มีรายละเอียดที่น้อยกว่าเอกสารการขออนุญาตจัดตั้งบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์⁵² ผู้ลงทะเบียนขออนุญาตจัดตั้งเว็บไซต์ตัวกลางที่เป็นช่องทางการระดมทุนนั้นจะต้องกรอกข้อมูล(Form Funding Portal) ซึ่งมีรายละเอียดประกอบไปด้วย สถานที่ตั้งของช่องทางการระดมทุน สถานะทางกฎหมาย, ผลการดำเนินงานในอดีต, กิจกรรมทางธุรกิจ, รูปแบบของรายได้ที่ช่องทางการระดมทุนได้รับ, การเป็นสมาชิกของ FINRA หรือองค์กรอื่นที่เป็นองค์กรเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ระดับชาติ, ที่อยู่ของเว็บไซต์ช่องทางการระดมทุนหรือช่องทางอื่นนอกเหนือจากเว็บไซต์ นอกจากนี้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา และ FINRA สามารถติดตามตรวจสอบองค์กรธุรกิจนั้นได้

การขอลงทะเบียนเป็นเว็บไซต์ตัวกลางนั้นจะต้องได้รับการอนุมัติและมีผลภายหลังจาก 30 วันตามปฏิทินหลังจากวันที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาได้รับเรื่องการลงทะเบียน หรือ วันที่เว็บไซต์ตัวกลางได้รับอนุมัติให้เป็นสมาชิกของ FINRA หรือองค์กรอื่นที่เป็นองค์กรเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ระดับชาติ ทั้งนี้เพื่อให้แน่ใจได้ว่าเว็บไซต์ตัวกลางที่เป็นช่องทางการระดมทุนอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา หรือ FINRA หรือองค์กรเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ระดับชาติก่อนที่จะเริ่มให้บริการการระดมทุนต่อผู้ลงทุนทั่วไป⁵³

2) ข้อยกเว้นการลงทะเบียนเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์

⁵² Scott Brown, “it is my hope that it will recognize that the funding portal registration process is meant to be more streamlined and less burdensome than traditional broker-dealer registration,” As the Securities and Exchange Commission works to implement this new law, 158 CONG, 29 March 2012. ; Jeff Merkley, “The second is streamlined funding portal registration,” Our amendment provides two pathways: The first pathway is for a portal to register as a broker-dealer, 158 CONG, 20 29 March 2012.

⁵³ เอกสิทธิ์ เตียวนิชย์, เรื่องเดิม, หน้า 31.

ข้อความใน Exchange Act Section 3(h)(1) กำหนดให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ยกเว้นการจดทะเบียนเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ให้แก่เว็บไซต์ตัวกลางที่เป็นช่องทางการระดมทุน โดยมีเงื่อนไขดังนี้

(1) ต้องอยู่ภายใต้การตรวจสอบและข้อบังคับต่างๆของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา

(2) เป็นสมาชิกของสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์ (National securities association) และ

(3) อยู่ภายใต้ข้อบังคับอื่นๆที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาจะกำหนดขึ้นตามความเหมาะสม

จากข้อกำหนดของ Exchange Act Section 3(h)(1) ข้างต้น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา จึงเสนอให้เว็บไซต์ตัวกลางที่เป็นช่องทางการระดมทุนนี้ได้รับการยกเว้นการจดทะเบียนเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ แต่ยังคงอยู่ภายใต้การตรวจสอบและการกำกับดูแลของหน่วยงานที่รับผิดชอบ อีกทั้งยังเสนอให้ทำข้อกำหนดว่าเว็บไซต์ตัวกลางต้องเปิดให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาและสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์สามารถเข้าตรวจสอบทุกขั้นตอนในการดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการทำหน้าที่เป็นช่องทางการระดมทุน เช่น ระบบภายในบริษัท แพลตฟอร์ม ประวัติธุรกรรมทางการเงิน

นอกจากนี้เว็บไซต์ตัวกลางที่เป็นช่องทางการระดมทุนยังต้องอยู่ภายใต้ข้อบังคับของ Code of Federation Regulation Chapter X of Title 31 ที่กำหนดว่าช่องทางการระดมทุนมีสถานะเดียวกันกับนายหน้าค้าหลักทรัพย์ ซึ่งต้องดำเนินธุรกิจให้เป็นไปตามกฎหมายป้องกันการฟอกเงิน (Anti-money laundering: AML)⁵⁴

3) การป้องกันการฟอกเงิน

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาเสนอให้ออกกฎหมายเพื่อกำหนดให้ช่องทางการระดมทุนต้องมีการบริหารจัดการที่เป็นตามข้อกำหนดใน Code of Federation Regulations Chapter X of Title 31 โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาเชื่อว่าช่องทางการระดมทุนจะมีบทบาทสำคัญในการเป็นผู้ตรวจสอบ ป้องกัน และรายงานธุรกรรมทางการเงินที่เข้าข่ายการฟอกเงินหรือการกระทำผิดกฎหมายการเงินอื่น เช่น การปั่นหุ้น หรือการฉ้อฉล ดังนั้นสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาก็มีความเห็นว่าช่องทางการ

⁵⁴ เอกสิทธิ์ เดียววนิชย์, เรื่องเดียวกัน, หน้า 31.

ระดมทุนควรมีการบริหารจัดการที่เป็ตามข้อกำหนดของ BSA⁵⁵ เนื่องจากการระดมทุนประกอบธุรกิจที่อยู่ในกลุ่มนายหน้าค้าหลักทรัพย์ ซึ่งอยู่ภายใต้ข้อกำหนดของ BSA อยู่แล้ว อย่างไรก็ตามแม้ว่าช่องทางการระดมทุนจะอยู่ภายใต้ข้อกำหนดที่ห้ามมิให้เป็นผู้นำส่ง บริหารจัดการหรือใช้จ่ายเงินลงทุนของผู้ลงทุน แต่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาเชื่อว่าช่องทางการระดมทุนเป็นผู้ที่ “รู้จักลูกค้าของตนเองดีที่สุด” และเป็นผู้ที่สามารถติดตามและตรวจจับการกระทำอันน่าสงสัยของผู้ลงทุนได้ทุกคนยิ่งกว่าการให้บุคคลที่สามจากภายนอกมาทำหน้าที่ตรวจสอบในส่วนนี้ เนื่องจากบุคคลที่สามมีการติดต่อโดยตรงกับผู้ลงทุนน้อยกว่า⁵⁶

นอกจากนี้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา เชื่อว่าเว็บไซต์ตัวกลางย่อมมีแนวโน้มที่จะให้บริการการระดมทุนของบริษัทที่มีทุนจดทะเบียนต่ำมากหรือมีราคาหุ้นที่ต่ำมาก ซึ่งอาจเสี่ยงต่อการฉ้อฉลหรือการปั่นหุ้นได้ จึงมีการกำหนดให้นำมาตรฐานของ BSA มาใช้กับเว็บไซต์ตัวกลาง เพื่อช่วยให้การเฝ้าระวัง ป้องกันและการตรวจสอบทำได้ดีขึ้น ซึ่งหน่วยงานกึ่งรัฐบาลที่มีชื่อว่า Financial Action Task Force (FATF) ยังได้กำหนดแนวทางในการบังคับใช้กฎหมายและขั้นตอนการดำเนินการเพื่อจัดการกับการฟอกเงิน การก่อการร้ายทางการเงิน (Terrorist financing) การกระทำอื่นที่มีผลต่อความสมบูรณ์ของระบบการเงินของโลก ตลอดจนการตรวจจับการตั้งราคาต่ำและการจงใจขายหุ้นให้แก่กลุ่มบุคคลกลุ่มใดกลุ่มหนึ่ง ซึ่งอาจเป็นการฟอกเงินได้

BSA มีการกำหนดข้อบังคับสำหรับการตรวจสอบการฟอกเงิน คือ ให้นายหน้าหรือตัวแทนจำหน่ายหลักทรัพย์มีหน้าที่ (1) สร้างและบริหารจัดการโปรแกรม AML (Anti-money laundering) ให้มีประสิทธิภาพ⁵⁷ (2) สร้างและรักษาข้อมูลประจำตัวลูกค้า (Customer Identification Program)⁵⁸ (3) ตรวจสอบและรายงานข้อมูลเกี่ยวกับกิจกรรมที่น่าสงสัย (SARs)⁵⁹ (4) ปฏิบัติตามให้เป็นไปตามการบังคับใช้กฎหมายอาชญากรรมทางการเงิน (FinCEN)⁶⁰

⁵⁵ BSA คือ กลุ่มพันธมิตรธุรกิจซอฟต์แวร์ ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 1988

⁵⁶ NASD, “NASD Provides Guidance To Member Firms Concerning Anti-Money Laundering Compliance Programs Required by Federal Law,” Special Notice to Member 02-21 (April 2002), at <http://www.finra.org/Industry/Regulation/Notices/2002/p003703> (stating that “introducing brokers generally are in the best position to know the customer, and thus to identify potential money laundering concerns at the account opening stage, including verification of the identity of the customer and deciding whether to open an account for a customer.”), (last visited 24 February 2018).

⁵⁷ See 31 U.S.C. 5318(h). See also 31 CFR 1023.210; FINRA Rule 3310.

⁵⁸ See 31 CFR 1023.220.

2. ผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuers)

1) ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ Securities Act Section 4A(b)(1) มีข้อกำหนดว่า ผู้ออกจำหน่ายตราสารในรูปแบบการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ต้องมีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลต่างๆ รวมถึงข้อมูลทางการเงิน และนำส่งข้อมูลดังกล่าวให้กับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา นายหน้าค้าหลักทรัพย์ และช่องทางการขาย และทำให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงข้อมูลนี้ได้ การเปิดเผยข้อมูลของกิจการที่ระดมทุนดังกล่าว หมายถึง

- (1) ชื่อบริษัท สถานะทางกฎหมาย ที่อยู่ และชื่อเว็บไซต์
- (2) รายชื่อผู้อำนวยการและเจ้าหน้าที่ในบริษัท และผู้ที่ถือหุ้นของบริษัทเกินร้อยละ 20 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด
- (3) คำอธิบายธุรกิจของบริษัทและแผนธุรกิจ
- (4) คำอธิบายสถานะทางการเงินของบริษัท
- (5) คำอธิบายจุดประสงค์ของการระดมเงินทุนและการนำเงินลงทุนไปใช้
- (6) จำนวนเงินที่ต้องการระดมทุน ช่วงเวลาที่เสนอขายหลักทรัพย์ และสถานการณ์ระดมทุนในปัจจุบันว่าเข้าใกล้เป้าหมายที่ตั้งไว้หรือยัง
- (7) ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ต่อผู้ลงทุนทั่วไปและวิธีการคำนวณราคาเสนอขาย

(8) คำอธิบายสัดส่วนทุนและความเป็นเจ้าของในบริษัท⁵⁹

2) ข้อกำหนดเกี่ยวกับการจัดส่งรายงานอย่างต่อเนื่อง

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ Securities Act Section 4A(b)(4) กำหนดให้กิจการที่ระดมทุนนำส่งรายงานผลการดำเนินงานและงบการเงินให้แก่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา อย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง โดยมีหน้าที่นำส่งรายงานการดำเนินงานและงบการเงินภายใน 120 วันหลังจากครบรอบปีบัญชี ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวสามารถเปิดเผยบนเว็บไซต์ของบริษัทโดยไม่จำเป็นต้องมีการทำข้อมูลออกเป็นรูปเล่ม

สำหรับข้อมูลของกิจการที่ต้องการระดมทุนนำเสนอนั้นให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่กำหนดไว้ ซึ่งแตกต่างกันไปตามมูลค่าหลักทรัพย์ที่บริษัทเสนอขายต่อผู้ลงทุน

⁵⁹ See 31 CFR 1023.320. See also FINRA Rule 3310.

⁶⁰ See 31 CFR 1010.520.

⁶¹ เอกสิทธิ์ เคียววณิช, เรื่องเดิม, หน้า 24.

ทั่วไป โดยหากบริษัทเคยเสนอขายหลักทรัพย์หลายครั้ง และแต่ละครั้งมีจำนวนไม่เท่ากัน และมีมาตรฐานการนำเสนอข้อมูลที่แตกต่างกัน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาได้เพิ่มเติมข้อกำหนดว่า ให้กิจการที่ต้องการระดมทุนนั้นนำเสนอข้อมูลดังกล่าวตามมาตรฐานการนำเสนอข้อมูลที่เข้มงวดที่สุด ทั้งนี้เป็นเพราะสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา เชื่อผู้ลงทุนที่ลงทุนในหลักทรัพย์ควรได้รับข้อมูลในระดับความเข้มงวดสูงที่สุดเท่าที่กำหนดไว้

3) ข้อกำหนดเกี่ยวกับการนำเสนอเอกสารให้แก่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ Securities Act Section 4A(b) (1) ไม่ได้วางข้อกำหนดสำหรับมาตรฐานของเอกสารที่กิจการที่ระดมทุนนั้นต้องนำเสนอต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ซึ่งเดิมกำหนดว่าให้ส่งเอกสารตามแบบรายงาน(Form C) ผ่านระบบ EDGAR

ต่อมาสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาได้เสนอให้กิจการที่ระดมทุนนำเสนอ Form C แบบใหม่ ซึ่งมีข้อความให้เปิดเผยรายละเอียดสำคัญบางรายการ และอนุญาตให้บริษัทสามารถจัดวางรูปแบบการนำเสนอได้ตามที่คิดว่าเหมาะสม ทั้งนี้เพื่อเป็นการกำหนดให้แบบรายงานมีมาตรฐานที่ชัดเจนและในขณะเดียวกันก็มีการยืดหยุ่นในรูปแบบการนำเสนอเพื่อให้เหมาะสมกับบริษัทที่ต้องการระดมทุนในรูปแบบการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

สำหรับรูปแบบข้อมูลที่นำเสนอ ให้บริษัทนำเสนอข้อมูลโดยการกรอกข้อมูลลงใน XML-based fillable form ซึ่งจะช่วยให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาสามารถตรวจสอบและจัดเก็บข้อมูลที่สำคัญตามมาตรฐานที่กำหนดไว้ เช่น ขนาดธุรกิจ ที่ตั้งของบริษัท หลักทรัพย์ที่เสนอขาย จำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขาย และตัวกลางทางการเงินผู้ให้บริการจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัท⁶²

4) ข้อห้ามการโฆษณาประชาสัมพันธ์รายละเอียดของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย

ข้อความในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ Securities Act Section 4A(b)(2) กำหนดว่า ห้ามมิให้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ทำการโฆษณาประชาสัมพันธ์เกี่ยวกับรายละเอียดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายด้วยวิธีการใดก็ตามไม่ว่าโดยทางตรงหรือโดยทางอ้อม การโฆษณาประชาสัมพันธ์จะสามารถทำได้หากเป็นไปได้เพื่อให้ผู้ลงทุนเข้ามายังเว็บไซต์ตัวกลางหรือเว็บไซต์ที่เป็นช่องทางการระดมทุนเท่านั้น และบริษัทสามารถสร้างลิงค์ไบนเว็บไซต์ของตัวกลาง

⁶² เอกสิทธิ์ เดียววนิชย์, เรื่องเดียวกัน, หน้า 24-25.

ทางการเงินเพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถเข้าไปดูข้อมูลเพิ่มเติมได้นั้น ข้อกำหนดนี้มีจุดประสงค์เพื่อต้องการให้รายละเอียดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายปรากฏอยู่บนเว็บไซต์ของตัวกลางเท่านั้น เพื่อให้แน่ใจว่าผู้ลงทุนจะตัดสินใจลงทุนโดยได้รับทราบการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องตามข้อกำหนดแล้ว

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาได้กำหนดรายละเอียดโฆษณาประชาสัมพันธ์ที่กิจการระดมทุนหรือบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์สามารถเปิดเผยได้ประกอบไปด้วยดังนี้

(1) ข้อความแสดงเจตจำนงของผู้ออกจำหน่ายตราสาร ชื่อของตัวกลางทางการเงิน และลิงค์เพื่อเข้าสู่เว็บไซต์ตัวกลางทางการเงิน

(2) รายละเอียดของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย และ

(3) ข้อความแสดงสถานะทางกฎหมายและที่ตั้งของบริษัท ที่อยู่ เบอร์โทรศัพท์ต่อ เว็บไซต์ของ

บริษัท ช่องทางที่สามารถติดต่อของบุคคลที่ติดต่อได้ในบริษัท และคำอธิบายโดยย่อของบริษัท⁶³

ทั้งนี้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาได้กำหนดให้ “รายละเอียดของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย” ประกอบไปด้วย

(1) จำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขาย

(2) ประเภทของหลักทรัพย์

(3) ราคาขายหลักทรัพย์ และ

(4) วันหมดเขตการจองซื้อหลักทรัพย์

5) ค่าตอบแทนผู้เสนอขายหลักทรัพย์

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ Securities Act Section 4A(b)(3) กำหนดว่า “ห้ามมิให้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ตราสารจ่ายค่าตอบแทนไม่ว่าโดยทางตรงหรือโดยทางอ้อมให้แก่บุคคลใดก็ตามที่ทำการโฆษณาประชาสัมพันธ์ช่องทางการขายต่างๆ ของนายหน้าค้าหลักทรัพย์หรือช่องทางการระดมทุน หากบริษัทยังไม่ได้รับคำรับรองจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา จะออกคำรับรองให้ก็ต่อเมื่อสามารถยืนยันได้ว่าบุคคลดังกล่าวจะรับค่าจ้างซึ่งมีใบเสร็จรับเงินที่สามารถตรวจสอบได้ทั้งในอดีตและในอนาคต สำหรับการรับว่าจ้างให้โฆษณาประชาสัมพันธ์แต่ละครั้ง”

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกามีความเห็นว่าเป็นที่สมควรให้มีการทำสัญญากับผู้รับจ้างทำการโฆษณาประชาสัมพันธ์ โดยให้ผู้รับจ้างยอมรับในข้อตกลง (term of uses) ว่าจะยืนยันการได้รับ

⁶³ เอกสิทธิ์ เตียวณิชย์, เรื่องเดียวกัน, หน้า 25.

ค่าจ้างจากบริษัทซึ่งเป็นผู้ว่าจ้าง นอกจากนี้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกายังมีความเห็นว่าผู้ลงทุนควรทราบถึงตัวตนของผู้ที่แนะนำนักลงทุนให้เข้าสู่เว็บไซต์ของนายหน้าค้าหลักทรัพย์หรือช่องทางการระดมทุนเป็นบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ จึงมีการกำหนดให้ผู้ก่อตั้งบริษัทและลูกจ้างของบริษัทเปิดเผยสถานะของตนเองทุกครั้งที่มีการนำเสนอข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อผู้ลงทุนทั่วไป⁶⁴

6) ข้อกำหนดอื่นๆสำหรับผู้ออกจำหน่ายตราสาร

(1) การเสนอขายหลักทรัพย์เกินปริมาณที่ระบุไว้

สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาคำหนดให้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องให้ข้อมูลกับผู้ลงทุนเกี่ยวกับมูลค่าการระดมทุนในอดีตว่ารวมกันแล้วมีค่าเกิน 1,000,000 เหรียญสหรัฐหรือไม่ ดังนั้นสำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา เชื่อว่าการกำหนดข้อจำกัดในการเสนอขายหลักทรัพย์ที่มากกว่าจำนวนที่ระบุไว้ในรายละเอียดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายที่ปรากฏบนเว็บไซต์จะไม่มีผลความจำเป็นหากบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ได้ระบุไว้ว่าจะยินดีจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มากกว่าจำนวนที่ระบุไว้เท่าไร เงินส่วนเกินที่ได้รับเพิ่มขึ้นมาจากการจำหน่ายหลักทรัพย์จะถูกนำไปใช้จ่ายอย่างไร และเป็นไปเพื่อจุดประสงค์ใดในการดำเนินงาน

(2) ราคาเสนอขายหลักทรัพย์

สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาคำหนดให้ราคาเสนอขายหลักทรัพย์เป็นราคาคงที่ไม่เป็นราคาที่สามารถเปลี่ยนแปลงได้ (dynamic pricing) เนื่องจากเกรงว่าราคาที่สามารถเปลี่ยนแปลงไปตามเวลาที่เหลือในการเสนอขายหลักทรัพย์จะมีผลต่อการตัดสินใจซื้อของผู้ลงทุน จึงมีความเห็นว่าควรให้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์สามารถกำหนดราคาเสนอขายหลักทรัพย์ให้เป็นราคาคงที่หรือเป็นราคาที่สามารถเปลี่ยนแปลงได้ก็ได้ โดยบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ต้องเปิดเผยวิธีการคำนวณเพื่อกำหนดราคาที่สามารถเปลี่ยนแปลงได้ให้ผู้ลงทุนทราบก่อนเริ่มการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วย นอกจากนี้สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา ยังเสนอให้ผู้ลงทุนมีสิทธิที่จะยกเลิกคำสั่งซื้อได้ก่อนหมดกำหนดเวลาที่เปิดให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้ผู้ลงทุนยังคงมีสิทธิที่จะบอกเลิกการซื้อขายหลักทรัพย์ เมื่อตนเองได้รับทราบราคาที่คงที่แล้ว

(3) ชนิดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายและการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์

ข้อความใน Securities Act Section 4(a)(6) ไม่ได้กำหนดชนิดของหลักทรัพย์ที่ห้ามเสนอขายและไม่ได้กำหนดวิธีในการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์มีหน้าที่ที่จะต้องอธิบายถึงรายละเอียดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายและวิธีการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ที่บริษัทเลือกใช้ ซึ่งข้อกำหนดดังกล่าวนี้จะช่วยเพิ่มความยืดหยุ่น

⁶⁴ เอกสิทธิ์ เตียวนิชย์, เรื่องเดียวกัน, หน้า 26.

ต่อผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ในการเลือกกำหนดชนิดของหลักทรัพย์ที่จะเสนอขายและเลือกใช้วิธีการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ที่เหมาะสม⁶⁵

7) ข้อกำหนดลักษณะของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์

ข้อความใน Securities Act Section A(f) ได้กำหนดถึงลักษณะของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ไม่สามารถให้บริการการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ได้ โดยประกอบไปด้วยลักษณะดังนี้

(1) บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ไม่ได้อยู่ภายใต้กฎหมายของสหรัฐอเมริกาหรือ โคลัมเบีย

(2) บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ต้องส่งรายงานตาม Exchange Act reporting requirement⁶⁶

(3) บริษัทที่ประกอบธุรกิจบริหารจัดการเงินลงทุน หรือบริษัทที่ไม่ถูกจัดให้เป็นผู้ประกอบธุรกิจบริหารจัดการเงินลงทุนตาม Investment Company Act Section 3(b) หรือ Section 3(c) และ

(4) บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์รายอื่นๆที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาคำหนดว่าไม่สามารถให้บริการการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ได้

ข้อความใน JOBS Act Section 302(d) ยังกำหนดว่า ผู้ออกจำหน่ายตราสารที่ไม่สามารถนำเสนอข้อมูลรายงานประจำปีย้อนหลัง 2 ปีจะถูกตัดสิทธิการให้บริการการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) เพราะข้อมูลดังกล่าวจำเป็นต่อการตัดสินใจใช้บริการของผู้ลงทุน นอกจากนี้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นั้นยังมีการกำหนดว่า ผู้ออกตราสารที่ไม่มีแผนธุรกิจที่ชัดเจน หรือมีการระบุไว้ในแผนธุรกิจ โดยไม่มีความละเอียดชัดเจนว่าจะควบรวมกิจการกับบริษัทใดในอนาคต จะถูกตัดสิทธิการให้บริการการระดมทุนในรูปแบบ Equity Crowdfunding อย่างไรก็ดีสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาเข้าใจว่า ผู้ออกตราสารมีความพร้อมที่ต่างกันและพร้อมจะเปิดเผย

⁶⁵ เอกสิทธิ์ เตียวณิษฐ์, เรื่องเดียวกัน, หน้า 27.

⁶⁶ ผู้ออกตราสารมีหน้าที่ต้องนำส่งรายงานต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาตามข้อกำหนดใน Exchange Act Section 13(a) (15 U.S.C. 78m(a)) or 15(d) (15 U.S.C. 78o (d)).

ข้อมูลในแผนธุรกิจในระดับที่ต่างกัน จึงกำหนดลักษณะของแผนธุรกิจที่ไม่เหมาะสมไว้เพียงที่กล่าวมาข้างต้นเท่านั้น⁶⁷

3. ผู้ลงทุน (Investors)

1) ข้อกำหนดลักษณะของผู้ลงทุน

ผู้ลงทุนในการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ได้แก่

- (1) นักลงทุนรายย่อย
- (2) นักลงทุนสถาบัน
- (3) นักลงทุนที่ได้รับการรับรอง (Accredited Investor)

2) ข้อกำหนดจำนวนเงินสูงสุดที่ผู้ลงทุนสามารถลงทุนได้ในแต่ละปี

ข้อความใน Securities Act Section 4(a)(6)(B) จำกัดจำนวนเงินสูงสุดที่ผู้ลงทุนสามารถลงทุนได้ในแต่ละปี การจำกัดจำนวนเงินของนักลงทุน ทั้งนักลงทุนที่ได้รับการรับรองและนักลงทุนที่ไม่ได้รับการรับรองอาจลงทุนได้ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ดังต่อไปนี้

นักลงทุนรายย่อยในรอบระยะเวลา 12 เดือนสามารถลงทุนในการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ได้ดังนี้

(1) หากรายได้ต่อปีหรือมีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิน้อยกว่า 100,000 เหรียญฯ สามารถให้เงินลงทุนได้วงเงินที่สูงกว่า 2,000 เหรียญฯ หรือ ร้อยละ 5 ของรายได้ต่อปี หรือมูลค่าทรัพย์สินของตนขึ้นอยู่กับว่ารายการใดจะมีมูลค่าน้อยกว่าในช่วงระยะเวลา 12 เดือน

(2) หากรายได้ต่อปีหรือมีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิอย่างน้อยหรือมากกว่า 100,000 เหรียญฯ สามารถลงทุนได้ถึงร้อยละ 10 ของรายได้ต่อปี หรือมูลค่าทรัพย์สินของตนขึ้นอยู่กับว่ารายการใดจะมีมูลค่าน้อยกว่าในช่วงระยะเวลา 12 เดือน⁶⁸

ในช่วงระยะเวลา 12 เดือน จำนวนหลักทรัพย์ที่ขายให้กับนักลงทุนรายย่อยผ่านทางการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) จะต้องไม่เกิน 100,000 เหรียญฯ

สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา เสนอว่าในขั้นตอนในการเสนอขายหลักทรัพย์ ให้ผู้จำหน่ายหลักทรัพย์ใช้ข้อมูลตามที่ตัวกลางทางการเงิน (Intermediaries) ส่งมาให้เพื่อให้ยืนยันว่าผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ไม่ลงทุนเกินเพดานเงินลงทุนของตนเอง รวมทั้งสภาองค์กรฯ

⁶⁷ เอกสิทธิ์ เดียววนิชย์, เรื่องเดิม, หน้า 23.

⁶⁸ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Crowdfunding,” Crowdfunding for Investors (29 January 2016): 1.

มีเจตนารมณ์ให้โอกาสลงทุนในรูปแบบการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ตาม Securities Act Section 4(a)(6) เป็นไปอย่างเท่าเทียมกับทุกกลุ่มบุคคล ดังนั้นข้อจำกัดเพดานการลงทุนดังกล่าวให้มีผลบังคับใช้กับนักลงทุนทุกประเภท คือ นักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน นักลงทุนที่ได้รับการรับรอง (Accredited Investor) ทั้งบุคคลที่เป็นพลเมืองของสหรัฐอเมริกาและบุคคลที่มีได้เป็นพลเมืองของสหรัฐอเมริกา⁶⁹

4. ตัวกลางทางการเงิน (Intermediaries)

1) นายหน้าค้าหลักทรัพย์และช่องทางการขาย

Securities Act Section 4(a)(6)(C) กำหนดว่าธุรกรรมทางการเงินของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ต้องดำเนินการผ่านนายหน้าค้าหลักทรัพย์หรือช่องทางการระดมทุนที่ได้รับการอนุญาตตามข้อกำหนดของ Securities Act Section 4A(a) แล้วเท่านั้น

Exchange Act Section 3(a)(80) กำหนดว่า “นายหน้าค้าหลักทรัพย์” หมายถึง บุคคลใดก็ตามที่ทำหน้าที่เป็นตัวแทนดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์ในนามของบุคคลอื่น

JOB Act Section 304 กำหนดว่า “ช่องทางการระดมทุน” หมายถึง บุคคลใดก็ตามที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางเพื่อทำธุรกรรมทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในนามของบุคคลอื่น โดยเป็นธุรกรรมทางการเงินเฉพาะที่ระบุไว้ใน Securities Act Section 4(a)(6) ซึ่งไม่รวมถึง

- (1) บริการให้คำปรึกษาในการลงทุน
- (2) การทำการซื้อ ขาย หรือยื่นข้อเสนอขอซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายอยู่บนแพลตฟอร์มหรือช่องทางการระดมทุนของตนเอง
- (3) จ่ายค่าตอบแทนให้แก่พนักงาน เจ้าหน้าที่ หรือบุคคลใด ในการขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายอยู่บนแพลตฟอร์มหรือช่องทางการระดมทุนของตนเอง
- (4) มีไว้บริหารจัดการ หรือใช้จ่ายเงินของผู้ลงทุนหรือหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน หรือ
- (5) มีส่วนร่วมในกิจกรรมอื่นที่สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา กำหนดไว้เพิ่มเติม

ข้อกำหนดดังกล่าวที่สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาเสนอนั้นมิได้มีผลเฉพาะกับช่องทางการระดมทุน แต่ยังมีผลกับบุคคลใดก็ตามที่มีความเกี่ยวข้องกับช่องทางการระดมทุนซึ่งหมายความถึง หุ้นส่วน เจ้าหน้าที่บริษัท ผู้อำนวยการ ผู้จัดการของช่องทางการระดมทุน

⁶⁹ เอกสิทธิ์ เดียววนิชย์, เรื่องเดิม, หน้า 22.

นั้น และผู้ที่มีอำนาจควบคุมช่องทางการระดมทุนทั้งทางตรงและทางอ้อม โดยข้อกำหนดดังกล่าวไม่ให้หมายความถึงผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับช่องทางการระดมทุนน้อยมาก⁷⁰

สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาเห็นว่าธุรกรรมทางการเงินของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์จะเกิดขึ้นบนแพลตฟอร์มของตัวกลางทางการเงิน จึงมีการกำหนดคำนิยามของแพลตฟอร์มว่าให้หมายความถึง “เว็บไซต์หรือช่องทางอื่นที่ใกล้เคียงกันบนอินเทอร์เน็ต ซึ่งนายหน้าค้าหลักทรัพย์หรือช่องทางการระดมทุนได้ทำหน้าที่เป็นตัวกลางทางการเงินเพื่อให้ได้เกิดการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่กำหนดไว้ใน Securities Act Section 4(a)(6)” โดยตัวกลางทางการเงินจะดำเนินงานในส่วนที่เกี่ยวข้องในเรื่อง เช่น งานเอกสาร ประกาศเอกสารรับรองต่างๆ กรตรวจสอบภายในองค์กร การคัดเลือกบริษัทที่สามารถระดมทุนได้งานไอที และเอกสารที่ต้องส่งให้สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา⁷¹

2) ข้อบังคับและข้อห้าม

(1) การลงทะเบียน

Securities Act Section 4A(a)(1) กำหนดว่า “ตัวกลางทางการเงินที่ประกอบธุรกิจในรูปแบบการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านสื่อกลางอินเทอร์เน็ต ต้องลงทะเบียนกับสำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา ว่าเป็นบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์หรือเป็นช่องทางการระดมทุน” ข้อกำหนดดังกล่าวมีผลให้บุคคลที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางทางการเงินสำหรับธุรกรรมทางการเงินตาม Securities Act Section 4(a)(6) ต้องลงทะเบียนกับสำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา ว่าประกอบธุรกิจนายหน้าค้าหลักทรัพย์ตามข้อกำหนดของ Exchange Act Section 15(b) หรือลงทะเบียนกับสำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา ว่าประกอบธุรกิจช่องทางการระดมทุนตามข้อกำหนดของ Securities Act Section 4A(a)(1) และ Regulation Crowdfunding Rule 400⁷²

Exchange Act Section 4A(a)(2) ยังกำหนดว่าตัวกลางทางการเงินต้องลงทะเบียนกับองค์กรที่มีการกำกับดูแลตนเอง(Self-regulatory organization: SRO)⁷³ ตามคำนิยามใน Exchange Act Section 3A(a)(26) นอกจากนี้ Exchange Act Section 3(h)(1)(b) ยังมีข้อกำหนดให้

⁷⁰ เอกสิทธิ์ เคียววณิชย์, เรื่องเดียวกัน, หน้า 28.

⁷¹ เรื่องเดียวกัน, หน้า 22.

⁷² รายละเอียดเพิ่มเติมใน Rule 300 (a) (1) ของ Regulation Crowdfunding.

⁷³ Exchange Act Section 3A(a)(26) ให้คำนิยามว่า SRO หมายถึง “any national securities exchange, registered securities association, or registered clearing agency, or (solely for the purpose of [Section 19(b), 19(c), and 23 of the Exchange Act]) the Municipal Securities Rulemaking Board established by [Section 15(B) of the Exchange Act]”

ช่องทางการระดมทุนเป็นสมาชิกองค์กรเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ระดับชาติ (National securities association) ซึ่งลงทะเบียนกับสำนักงานก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา ตาม Exchange Act Section 15A เพื่อให้ช่องทางการระดมทุนได้รับการยกเว้นจากข้อกำหนดการลงทะเบียนเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์อีกด้วย การดำเนินการตามข้อกำหนดทั้งสองที่กล่าวมาข้างต้นสามารถกระทำได้โดยข้อกำหนดให้ตัวกลางทางการเงินที่ดำเนินธุรกรรมทางการเงินตาม Securities Act Section 4(a)(6) เป็นสมาชิกของ FINA หรือองค์กรเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์อื่นที่ลงทะเบียนภายใต้ข้อกำหนดของ Exchange Act Section 15A ซึ่งในปัจจุบันมี FINA องค์กรเดียวเท่านั้นที่จัดอยู่ในประเภทขององค์กรเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ระดับชาติ

(2) การมีส่วนได้เสียทางการเงินของพนักงาน

Exchange Act Section 4A(a)(11) กำหนดว่าตัวกลางทางการเงินมีหน้าที่ต้องห้ามมิให้ผู้أำนวยการ เจ้าหน้าที่ หรือหุ้นส่วน หรือบุคคลอื่นที่ทำหน้าที่ลักษณะใกล้เคียงกันของบริษัทมีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัทผู้ออกตราสารที่มาใช้บริการการระดมทุนของตัวกลางทางการเงิน สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาจะออกข้อกำหนดเพิ่มเติมว่านอกจากจะห้ามบุคคลดังกล่าวในบริษัทมีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัทผู้ออกตราสารที่มาใช้บริการการระดมทุนของตัวกลางทางการเงินแล้ว ยังห้ามบุคคลดังกล่าวรับค่าจ้างหรือผลตอบแทนอื่นที่เป็นตัวเงินจากบริษัทผู้ออกตราสาร⁷⁴ โดยกำหนดคำนิยามของ “ผลตอบแทนอื่นที่เป็นตัวเงินจากบริษัทผู้ออกตราสาร” ว่าหมายถึง ความเป็นเจ้าของในหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ออกตราสารไม่ว่าโดยทางตรงหรือโดยทางอ้อม ทั้งนี้เพื่อเป็นการป้องกันการเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of interest) ของพนักงานของตัวกลางทางการเงินที่อาจมีส่วนได้ส่วนเสียในหุ้นที่บริษัทผู้ออกตราสารนำมาจำหน่าย

(3) กระบวนการลดความเสี่ยงในการฉ้อฉล

ข้อความใน Securities Act Section 4(a)(5) กำหนดไว้ว่า ตัวกลางทางการเงินต้องจัดให้มีการดำเนินการเพื่อลดความเสี่ยงที่จะเกิดการฉ้อฉล ที่เกิดจากการทำธุรกรรมทางการเงินตาม Securities Act Section 4(a)(6) ตามกฎที่ออกโดยสำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา ซึ่งรวมไปถึงการตรวจสอบประวัติของพนักงานบริษัท ผู้أำนวยการ และบุคคลที่ถือครองหุ้นเกินร้อยละ 20 ของหุ้นที่เรียกชำระค่าหุ้นแล้วของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ ข้อกำหนดดังกล่าวกำหนดในรายละเอียดว่า ตัวกลางทางการเงินต้องจัดวิธีที่เหมาะสมที่จะทำให้เชื่อได้ว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ได้รับอนุญาตให้ดำเนินธุรกิจตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องและได้จัดให้มีการเก็บข้อมูลย้อนหลังเกี่ยวกับประวัติการถือหุ้นของบริษัท และกำหนดให้ตัวกลางทางการเงิน

⁷⁴ ดูรายละเอียดเพิ่มเติมใน Rule 300(b) ของ Regulation Crowdfunding.

เงินปฏิเสธการขอให้บริการหากมีเหตุอันทำให้เชื่อได้ว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะกระทำการฉ้อฉล

ในกรณีที่ตัวกลางทางการเงินตรวจพบการฉ้อฉลภายหลังจากการระดมทุนได้เริ่มดำเนินการไปแล้ว ให้ตัวกลางทางการเงินระงับการเข้าถึงแพลตฟอร์มโดยบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ในทันที ลบการเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์รายนั้นออกจากระบบ ยกเลิกคำสั่งซื้อทั้งหมด และคืนเงินผู้ลงทุนที่ได้ชำระมาแล้ว นอกจากนี้ตัวกลางทางการเงินยังมีหน้าที่ที่จะต้องปฏิเสธการเข้าถึงบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์หากตัวกลางทางการเงินไม่สามารถประเมินความเสี่ยงทางการฉ้อฉลของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ได้

มีข้อเสนอว่าการประเมินความเสี่ยงในการฉ้อฉลโดยบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์จะทำให้ตัวกลางทางการเงินมีต้นทุนที่สูง สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา มีความเห็นว่าเป็นการลดต้นทุนดังกล่าวลง JOBS Act ได้กำหนดให้ตัวกลางทางการเงินมีความยืดหยุ่นในการเลือกใช้วิธีการเพื่อให้ตรวจสอบการฉ้อฉล โดยตัวกลางทางการเงินสามารถใช้บริการของผู้ให้บริการซึ่งเป็นบุคคลที่สามในการตรวจสอบและรวบรวมข้อมูลประวัติของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้มีอำนาจควบคุมบริษัทได้⁷⁵

3.1.3 แนวทางการพัฒนากฎหมาย

การระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์นั้น ถือเป็นตลาดทุนแบบใหม่ ซึ่งในประเทศสหรัฐอเมริกานั้นได้มีการพัฒนากฎหมายสำหรับการระดมทุนรูปแบบนี้มาตลอดจนถึงปัจจุบัน โดยมีแนวทางการพัฒนากฎหมายดังต่อไปนี้

ก่อนปี พ.ศ. 2555 การระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ในสหรัฐอเมริกาไม่สามารถให้บริการระดมทุนโดยให้ผลตอบแทนเป็นหุ้นหรือเป็นตัวแทนได้ เนื่องจากติดข้อจำกัดใน Securities Act 1933 ซึ่งกำหนดว่า ห้ามมิให้ผู้ใดเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลทั่วไปหากไม่มีข้อยกเว้นระบุเอาไว้ ข้อห้ามดังกล่าวมีรายละเอียด คือ

- (1) ห้ามการออกจำหน่ายหลักทรัพย์แก่บุคคลทั่วไป
- (2) ห้ามการโฆษณาขายหลักทรัพย์แก่บุคคลทั่วไป
- (3) มีข้อกำหนดคุณสมบัติของผู้ที่สามารถซื้อหลักทรัพย์ได้ และ
- (4) ตัวแทนหลักทรัพย์ต้องลงทะเบียนกับสำนักงาน ก.ล.ต. ว่าเป็นนายหน้าค้า

หลักทรัพย์

⁷⁵ เอกสิทธิ์ เดียววนิชย์, เรื่องเดิม, หน้า 29.

ซึ่งข้อกำหนดดังกล่าวนำมาสู่ต้นทุนการระดมทุนที่สูงของผู้ประกอบการเมื่อเทียบกับจำนวนเงินที่ตนเองต้องการระดมทุน และขณะเดียวกันก็ทำให้ผู้ให้บริการเว็บไซต์เกิดความยุ่งยากหากต้องดำเนินการตามขั้นตอนเพื่อลงทะเบียนเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์

JOBA Act ซึ่งมีผลบังคับใช้ในวันที่ 5 เมษายน 2555 ได้วางหลักการระดมทุนสำหรับธุรกิจเกิดใหม่และธุรกิจขนาดเล็กไว้ให้สามารถระดมเงินทุนผ่านทางเว็บไซต์ได้โดยการลดต้นทุนการออกขายหุ้นของบริษัทลง และอนุญาตให้เว็บไซต์ผู้ให้บริการการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ไม่ต้องลงทะเบียนเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์กับสำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา ข้อความในหมวดที่ 3 ของJOBS Act กำหนดให้มีการเพิ่มเติมเนื้อหาของ Securities Act Section 4(a)(6) เพื่อกำหนดให้มีการยกเว้นข้อกำหนดการลงทะเบียนเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ (ข้อความเดิมระบุไว้ใน Securities Act Section 5⁷⁶) และให้มีการวางหลักใหม่สำหรับเงินทุนที่ระดมทุนในรูปแบบ "Equity Crowdfunding" ว่าต้องเป็นไปตามข้อกำหนดดังต่อไปนี้

(1) การจำกัดจำนวนเงินที่บริษัทสามารถระดมทุน โดยมีข้อกำหนดว่าในรอบระยะเวลา 12 เดือน บริษัทสามารถประกาศระดมทุนได้เป็นจำนวนเงินไม่เกิน 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐ⁷⁷ และให้มีการทบทวนเพื่อปรับเพิ่มจำนวนเงินดังกล่าวขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อภายในระยะเวลาไม่เกิน 5 ปีภายหลังจากการแก้ไขล่าสุด

(2) การจำกัดจำนวนเงินสูงสุดที่ผู้ลงทุนสามารถลงทุนได้ในแต่ละปี คือให้ผู้ลงทุนสามารถลงทุนได้ในรูปแบบการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ได้

ก. ไม่เกิน 2,000 เหรียญสหรัฐต่อปี หรือไม่เกินร้อยละ 5 ของรายได้รวมตลอดทั้งปีหรือมูลค่าทรัพย์สินที่มีในครอบครอง สำหรับผู้ลงทุนที่มีรายได้ตลอดทั้งปีหรือมีทรัพย์สินมูลค่ารวมไม่เกิน 100,000 เหรียญ และให้มีการทบทวนเพื่อปรับเพิ่มจำนวนดังกล่าวขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อภายในระยะเวลาไม่เกิน 5 ปีภายหลังจากการแก้ไขครั้งล่าสุด

ข. ไม่เกินร้อยละ 10 ของรายได้รวมตลอดทั้งปี หรือไม่เกินร้อยละ 10 ของมูลค่าทรัพย์สินในครอบครอง สำหรับผู้ลงทุนที่มีรายได้ตลอดทั้งปีหรือมีทรัพย์สินในครอบครองมูลค่ารวมสูงกว่า 100,000 เหรียญขึ้นไป และให้มีการทบทวนเพื่อปรับเพิ่มจำนวนดังกล่าวขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อภายในระยะเวลาไม่เกิน 5 ปีภายหลังจากการแก้ไขครั้งล่าสุด⁷⁸

⁷⁶ Prohibitions relating to interstate commerce and the mails, 15 U.S.C. 77e.

⁷⁷ Jeff Merkley, "The amendment allows existing small businesses and startup companies to raise up to \$1 million per year," That is a substantial amount for a small business.158 CONG.REC.S1829. 20 March 2012.

⁷⁸ เอกสิทธิ์ เดี่ยวฉิษฐ์, เรื่องเดิม, หน้า 21.

(3) การกำหนดผู้ที่สามารถดำเนินธุรกิจในลักษณะการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ได้ โดยกำหนดว่าบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์หรือเว็บไซต์ช่องทางการเสนอขาย(Funding portal) ที่ลงทะเบียนกับสำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาเท่านั้น ที่สามารถดำเนินธุรกรรมทางการเงินในลักษณะนี้ได้⁷⁹

นอกจากจะกำหนดหลักการใน 3 ข้อข้างต้นดังกล่าวแล้ว ข้อความในหมวดที่ 3 ของ JOBS Act ยังกำหนดให้มีการเพิ่มเติมข้อกำหนดใน Securities Act และ Exchange Act ดังนี้

(4) การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทผู้ออกตราสาร โดยกำหนดให้เพิ่มข้อความใน Securities Act Section 4A ว่าบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์หรือเว็บไซต์ช่องทางการเสนอขายที่ให้บริการธุรกรรมทางการเงินสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (ธุรกรรมทางการเงินตาม Securities Act Section 4(a)(6)) ต้องเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนตามที่มิเกณฑ์กำหนดไว้และส่งข้อมูลดังกล่าวให้แก่สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา ตามข้อกำหนด

(5) การยกเว้นจากการลงทะเบียนเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ โดยกำหนดให้เพิ่มข้อความใน Exchange Act Section 3(h) ให้มีข้อความกำหนดให้สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา ปรับแก้กฎเกณฑ์ต่างๆ เพื่อกำหนดให้เว็บไซต์ตัวกลางได้รับการยกเว้นจากการลงทะเบียนเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ตามข้อกำหนดเดิมใน Exchange Act Section 15(a)(1)

(6) การกำหนดแนวทางการเพิกถอนสิทธิการให้บริการของเว็บไซต์ตัวกลาง ว่าหากเว็บไซต์ดังกล่าวหรือผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง ไม่สามารถปฏิบัติตามเกณฑ์ใน Securities Act Section 4(a)(6) สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา มีอำนาจเพิกถอนสิทธิการให้บริการของเว็บไซต์ตัวกลางในการเสนอขายได้

(7) การจดทะเบียนหลักทรัพย์ที่ได้มาโดยการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ โดยกำหนดให้เพิ่มข้อความใน Exchange Act Section 12(g)(6) มีข้อความกำหนดให้สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา ปรับแก้กฎเกณฑ์ต่างๆ เพื่อกำหนดข้อยกเว้นการจดทะเบียนหลักทรัพย์ที่ได้มาโดยการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (ข้อกำหนดการจดทะเบียนหลักทรัพย์เดิมมีอยู่ใน Securities Act Section 12(g))⁸⁰

อย่างไรก็ดี ภายใต้กฎหมาย JOBS Act กฎระเบียบในกฎหมายหลักทรัพย์ในส่วนที่เกี่ยวกับการหาแหล่งเงินทุนได้ถูกแก้ไข เมื่อวันที่ 9 พฤษภาคม 2559 บริษัทธุรกิจขนาดเล็กและผู้ที่ต้องการเริ่มต้นทำธุรกิจสามารถที่จะหาเงินทุนผ่านการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ได้มากถึง 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐในช่วงเวลา 12 เดือน ภายใต้กฎระเบียบใหม่นี้ บริษัท

⁷⁹ เอกสิทธิ์ เดียวณิษฐ์, เรื่องเดียวกัน, หน้า 19.

⁸⁰ เรื่องเดียวกัน, หน้า 20.

3.2 เปรียบเทียบระบบกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์
ของประเทศสหรัฐอเมริกากับประเทศไทย

สามารถอธิบายให้เห็นได้ด้านล่าง ดังแสดงไว้ในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 สรุปการเปรียบเทียบแนวกำกับดูแลการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่าย
อิเล็กทรอนิกส์ ของประเทศสหรัฐอเมริกากับประเทศไทย

	The United States	Thailand
คำสั่งสำคัญ (Major ordinances)	- Securities Act - Title III of JOBS Act + กฎระเบียบใหม่ที่มีผล บังคับใช้ในเดือน พฤษภาคม 2016	- พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 + ประกาศ คณะกรรมการกำกับตลาดทุน ทจ. 7/2558 เรื่องข้อกำหนด เกี่ยวกับการเสนอขาย หลักทรัพย์ผ่านระบบสื่อ เครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์
ข้อกำหนดสำหรับเว็บไซต์ ตัวกลาง (Regulation of Funding Portal)	- ต้องลงทะเบียนสำหรับการ เป็นเว็บไซต์ตัวกลาง	- ต้องได้รับอนุญาตจาก สำนักงาน ก.ล.ต. ของประเทศ ไทย
ข้อกำหนดผู้ออกหลักทรัพย์	- ส่งข้อมูลทางธุรกิจต่อ SEC และเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน ในรูปแบบของคำเสนอขาย	- เปิดเผยข้อมูลที่สำคัญตามที่ เว็บไซต์ตัวกลางกำหนด - จัดหานายทะเบียน หลักทรัพย์เพื่อทำหน้าที่เป็น นายทะเบียนหุ้น
ข้อจำกัดวงเงินการระดมทุน ต่อปี	- บริษัทสามารถระดมทุน สูงสุด 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐใน รอบระยะเวลา 12 เดือน	- บริษัทสามารถระดมทุนจากผู้ ลงทุนประเภทรายบุคคลได้ไม่ เกิน 20 ล้านบาทในรอบ 12 เดือนแรก และวงเงินการระดม ทุนรวมไม่เกิน 40 ล้านบาท

ตารางที่ 1 สรุปการเปรียบเทียบแนวกำกับดูแลการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ของประเทศสหรัฐอเมริกากับประเทศไทย (ต่อ)

	The United States	Thailand
ข้อกำหนดวงเงินการลงทุน สำหรับผู้ลงทุน (Investment ceiling on retail investors in any 12 month period)	- หากรายได้ต่อปีหรือมีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิน้อยกว่า 100,000 เหรียญฯ สามารถให้เงินลงทุนได้วงเงินที่สูงกว่า 2,000 เหรียญฯ หรือ ร้อยละ 5 ของรายได้ต่อปี หรือมูลค่าทรัพย์สินของตนขึ้นอยู่กับว่ารายการใดจะมีมูลค่าน้อยกว่าในช่วงระยะเวลา 12 เดือน - หากรายได้ต่อปีหรือมีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิอย่างน้อยหรือมากกว่า 100,000 เหรียญฯ สามารถลงทุนได้ถึงร้อยละ 10 ของรายได้ต่อปี	- ผู้ลงทุนรายบุคคลลงทุนได้ไม่เกิน 50,000 บาทต่อหนึ่งบริษัท และมูลค่าเป็นลงทุนรวมไม่เกิน 500,000 บาท - ผู้ลงทุนที่ไม่ใช่รายบุคคลไม่จำกัดวงเงินการลงทุน
ข้อกำหนดอื่นๆสำหรับการคุ้มครองผู้ลงทุน (Other investor protection)	- สิทธิในการถอนตัวภายใน 48 ชั่วโมง - การยอมรับความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องโดยกรอกข้อมูลในแบบสอบถาม	- ผู้ลงทุนรายบุคคลต้องทำแบบทดสอบความเข้าใจ (Knowlede Test) - สิทธิแก่ผู้ลงทุนในการยกเลิกการจองซื้อได้ตลอดระยะเวลาหากมีระยะเวลาเสนอขายเหลืออยู่มากกว่า 48 ชั่วโมง

จากตารางดังกล่าวได้แสดงให้เห็นว่าระบบกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและระบบกฎหมายของประเทศไทยมีการออกกฎเกณฑ์ในการกำกับดูแลการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์มีความแตกต่างกันอย่างชัดเจน ไม่ว่าจะเป็นในด้านการกำกับดูแลเว็บไซต์ตัวกลาง การกำหนดหน้าที่ของผู้ระดมทุน และการกำหนดวงเงินการลงทุนของผู้ลงทุน เป็นต้น

3.3 สรุปท้ายบท

จากการศึกษาในบทนี้ได้ข้อสรุปว่ากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ของประเทศสหรัฐอเมริกา ถือเป็นระบบหลักของโลก ซึ่งมีการออกกฎหมายในการกำกับดูแลที่มีความชัดเจน ครบถ้วนและมีความยืดหยุ่นที่เหมาะสม โดยแบ่งออกเป็น 3 ด้านหลัก ได้แก่ ด้านการกำกับดูแลเว็บไซต์ตัวกลาง (Funding Portal) ด้านผู้ระดมทุน (Issuers) และด้านการคุ้มครองผู้ลงทุน (Investors) อย่างไรก็ตามการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ถือเป็นเครื่องมือสำคัญในการขับเคลื่อนและพัฒนา ระบบเศรษฐกิจของประเทศ แต่ละประเทศจึงเล็งเห็นถึงความสำคัญในการพัฒนากฎหมายการระดมทุนสาธารณะในรูปแบบนี้เพื่อให้มีความสอดคล้องและทันกับยุคสมัย ตลอดจนให้เกิดประสิทธิภาพ ในการส่งเสริมธุรกิจขนาดเล็กหรือกิจการที่กำลังจะเริ่มขึ้นอันเป็นรากฐานสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศในอนาคต



บทที่ 4

วิเคราะห์ปัญหาการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

จากการศึกษาแนวคิด ทฤษฎีและความเป็นมาของกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทย โดยศึกษาเปรียบเทียบกับระบบกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งได้รับการยอมรับว่าระบบกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์มีหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลทั้งในด้านเว็บไซต์ตัวกลาง ผู้ระดมทุน และการคุ้มครองผู้ลงทุน มีความเหมาะสม ครอบคลุมและมีความชัดเจน พบว่ากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทยยังคงมีปัญหาและความไม่ชัดเจนในด้านการกำกับดูแลบุคคลที่เกี่ยวข้องดังกล่าว โดยมีข้อพิจารณาและบทวิเคราะห์ดังนี้

4.1 วิเคราะห์สภาพปัญหาเรื่องการกำกับดูแลการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทย

จากการพิจารณากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ในเบื้องต้นนั้น พบปัญหาในเชิงระบบตรวจสอบของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ที่ยังมีความไม่ชัดเจนและไม่รัดกุม เมื่อเทียบกับระบบการตรวจสอบของตลาดหลักทรัพย์แบบปกติ ไม่ว่าจะเป็นปัญหาด้านระบบการกำกับดูแลเว็บไซต์ตัวกลาง ผู้ระดมทุน รวมถึงการคุ้มครองผู้ลงทุน ซึ่งถือว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยส่งเสริมและสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุนในการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (Equity Crowdfunding) ของประเทศไทย

4.1.1 การเปิดเผยข้อมูล

ในการตัดสินใจที่จะเข้าลงทุนในกิจการใด ปัจจัยสำคัญอันดับแรก คือ ข้อมูลที่ผู้ลงทุนจะต้องได้รับและสามารถเข้าถึงแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกิจการที่ผู้ลงทุนต้องการลงทุนผ่านเว็บไซต์ตัวกลางบนเครือข่ายอินเทอร์เน็ต เนื่องจากผู้ลงทุนสามารถใช้ข้อมูลดังกล่าวประกอบการตัดสินใจเพื่อประเมินความเสี่ยงของการลงทุนในกิจการนั้นๆ การเปิดเผยข้อมูลจึงเป็นเรื่องสำคัญ

นอกจากจะเป็นไปเพื่อให้ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนแล้วยังมีบทบาทสำคัญคือ การให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุน การรักษาเสถียรภาพของตลาด ตลอดจนมีการสนับสนุนให้มีการแลกเปลี่ยนข้อมูลในตลาด⁸²

กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทยซึ่งออกโดยคณะกรรมการกำกับตลาดทุนในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลได้กำหนดให้เว็บไซต์ดังกล่าวมีหน้าที่สำคัญสองประการ คือ

ประการแรก ผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ต้องควบคุมดูแลให้มีการเปิดเผยข้อมูลผ่านระบบหรือเครือข่ายที่ “เพียงพอและน่าเชื่อถือ”⁸³

ประการที่สอง หากผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ประสงค์จะจัดให้มีการโฆษณา ผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ต้องดำเนินการให้การโฆษณานั้น มีความเหมาะสมทั้งในด้านเนื้อหา สัดส่วนของเนื้อหา และวิธีการนำเสนอ เพื่อทำให้นักลงทุนผู้เป็นสมาชิกได้รับข้อมูลที่จำเป็นและเป็นประโยชน์ต่อการใช้บริการของผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์หรือต่อการตัดสินใจลงทุน และการโฆษณานั้นต้องไม่มีลักษณะเป็นเท็จ เกินความจริง บิดเบือน ปดบัง หรือทำให้สำคัญผิดในสาระสำคัญ ไม่เร่ร่อนให้มีการตัดสินใจใช้บริการของผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์หรือตัดสินใจลงทุน และไม่มีลักษณะชี้นำหรือประกันผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุน นอกจากนี้หากมีการให้ข้อมูลโดยอ้างอิงข้อมูลของบุคคลอื่น ข้อมูลที่นำเสนอต้องมาจากแหล่งที่น่าเชื่อถือและเป็นปัจจุบัน โดยต้องมีการระบุแหล่งที่มาอย่างชัดเจน และเพื่อเป็นการย้ำให้นักลงทุนทราบว่าการลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ต้องมีคำเตือนเกี่ยวกับความเสี่ยงของการลงทุนด้วย และเพื่อให้นักลงทุนได้รับข้อมูลที่ครบถ้วนเพื่อประกอบการตัดสินใจของตน ผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ต้องแจ้งวิธีการสำหรับติดต่อเพื่อสอบถามข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับการให้บริการหรือการลงทุน⁸⁴

เมื่อพิจารณาเนื้อหาของประกาศที่ออกโดยคณะกรรมการกำกับตลาดทุนจะเห็นได้ว่าการออกประกาศดังกล่าวนี้ต้องการให้การเปิดเผยข้อมูลแก่ผู้ลงทุนเป็นไปด้วยความถูกต้องและมี

⁸² Joan MacLeod Heminway, “Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the Crow,” *Vermont Law Review* 38 (2014): 827.

⁸³ คณะกรรมการตลาดทุน, “ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 7/2558 เรื่องข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ข้อ 23(5),” 20 เมษายน 2561.

⁸⁴ คณะกรรมการตลาดทุน, “ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 7/2558 เรื่องข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ข้อ 25,” 20 เมษายน 2561.

ความน่าเชื่อถือ แต่ปัญหาที่เกิดขึ้นคือ แม้ว่าจะมีการกำหนดหน้าที่ให้เว็บไซต์ตัวกลางมีหน้าที่สองประการข้างต้นที่กล่าวมาแล้ว แต่ระบบการให้ข้อมูลที่จะให้แก่ผู้ลงทุนนั้นอาจยังไม่ “เพียงพอและน่าเชื่อถือ”

สาเหตุหลักที่ทำให้การเปิดเผยข้อมูลไม่เพียงพอและน่าเชื่อถือ คือ ความไม่สมมาตรของข้อมูล (asymmetric information problem)⁸⁵ กล่าวคือ แม้ว่าผู้ลงทุนจะสามารถเข้าถึงและค้นหาข้อมูลต่างๆ เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน แต่บริษัทผู้เสนอขายหุ้นก็ยังอยู่ในฐานะที่มีข้อมูลเกี่ยวกับโครงการหรือกิจการของตนมากกว่าผู้ลงทุน ดังนั้นผู้เสนอขายหุ้นจึงอยู่ในฐานะที่สามารถเลือกได้ว่าจะให้ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนมากน้อยเพียงใด บางกรณีผู้เสนอขายหุ้นอาจให้ข้อมูลไม่ครบถ้วนโดยสุจริต และในบางกรณีผู้เสนอขายหุ้นอาจจงใจเลือกที่จะให้ข้อมูลไม่ครบถ้วน หรือเลือกที่จะบิดเบือนข้อมูล รวมถึงสาเหตุที่อาจเกิดจากตัวผู้ลงทุนเอง เนื่องจากผู้ลงทุนที่เข้าลงทุนมีความหลากหลาย มีประสบการณ์ ตลอดจนความรู้ความเข้าใจในเรื่องการลงทุนที่แตกต่างกัน เช่น ผู้ลงทุนที่มีประสบการณ์ในการลงทุนอาจต้องการข้อมูลที่มากกว่าผู้ลงทุนอื่นเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจ แต่สำหรับผู้ลงทุนที่ยังขาดประสบการณ์ในการลงทุนนั้นอาจไม่สามารถประเมินได้ว่าข้อมูลที่ตนได้รับเพียงพอต่อการตัดสินใจที่จะลงทุนหรือไม่ หรือไม่อาจประเมินได้ว่าข้อมูลที่ตนได้รับมีความน่าเชื่อถือหรือไม่⁸⁶

ข้อพึงพิจารณา คือ เว็บไซต์ตัวกลางอยู่ในฐานะที่จะรับรองความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่ปรากฏในระบบหรือไม่ เนื่องจากเว็บไซต์ตัวกลางเป็นเพียงผู้จัดทำระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์เพื่อใช้ในการระดมทุนจากประชาชนเท่านั้น ไม่ได้มีความสามารถหรืออยู่ในฐานะที่จะรับรองความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่ปรากฏในระบบได้ เว็บไซต์ตัวกลางจึงทำได้เพียงควบคุมดูแลให้การโฆษณาในระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์เป็นไปอย่างเหมาะสมเท่านั้นดังที่ประกาศของคณะกรรมการกำกับตลาดทุนได้กำหนดหน้าที่ไว้ โดยไม่มีการกำหนดหน้าที่ของเว็บไซต์ตัวกลางให้ต้องเข้าไปตรวจสอบความน่าเชื่อถือของตัวข้อมูลที่เปิดเผยต่อประชาชน

เนื่องจากหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้นั้นเป็นการกำหนดให้เว็บไซต์ตัวกลางต้องดำเนินการให้การโฆษณาไม่มีลักษณะเป็นเท็จ เกินความจริง หรือทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิดในสาระสำคัญเท่านั้น แต่ไม่มีการระบุหลักเกณฑ์หรือเงื่อนไขที่เว็บไซต์ตัวกลางใช้ในการตรวจสอบ

⁸⁵ Joseph E Stiglitz, “Information and the Change in the Paradigm in Economics,” *American Economic Review* 92 (2002): 3.

⁸⁶ นิธิพนธ์ เลิศนุวัฒน์, “การให้ความคุ้มครองแก่นักลงทุนในการระดมทุนผ่านทางระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์โดยการเสนอหุ้นตอบแทน,” *วารสารนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์* 45 (กันยายน 2559): 788.

ว่า การโฆษณามีลักษณะเป็นเท็จหรือไม่ เกินความจริงหรือไม่ หรือทำให้นักลงทุนสำคัญผิดในสาระสำคัญหรือไม่⁸⁷

ดังนั้นการที่ไม่มีการระบุหลักเกณฑ์หรือเงื่อนไขที่ชัดเจนให้เว็บไซต์ดังกล่าวใช้ในการตรวจสอบข้อมูลในส่วนการเปิดเผยข้อมูลที่ต้องให้แก่ประชาชน จึงทำให้การกำหนดหลักเกณฑ์ดังกล่าวโดยคณะกรรมการกำกับตลาดทุนนั้นเป็นการกำหนดไว้เพียงกว้างๆ ซึ่งไม่มีรายละเอียดเพียงพอที่จะสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุนว่าข้อมูลที่ได้รับนั้นมีความเพียงพอและน่าเชื่อถือ

การซื้อขายหลักทรัพย์ในระบบตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

มาตรการการกำกับดูแลบริษัทสมาชิก

การซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีมาตรการในการกำกับดูแลโบรกเกอร์หรือบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยมีการกำหนดกฎเกณฑ์ในการกำกับดูแลให้ฝ่ายกำกับบริษัทสมาชิกดูแลและให้คำแนะนำเกี่ยวกับข้อกำหนด แนวทางและวิธีปฏิบัติงานแก่บริษัทสมาชิกทั้งในตลาดตราสารทุน ตลาดตราสารหนี้ และตลาดตราสารอนุพันธ์ รวมถึงการปฏิบัติงานของสมาชิกผู้ฝากหลักทรัพย์และสมาชิกสำนักหักบัญชี เพื่อสนับสนุนการดำเนินงานของสมาชิกให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและเป็นธรรมกับทุกฝ่าย โดยมี 2 ส่วนงานหลักดังนี้

1. ส่วนกำกับบริษัทสมาชิก (Member Supervision) ดูแลและให้คำแนะนำการปฏิบัติงานของบริษัทสมาชิกในส่วนที่เป็นข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับสมาชิก⁸⁸
2. ส่วนโครงการตรวจสอบพิเศษ (Special Audit Project) ดูแลและให้คำแนะนำการปฏิบัติงานของบริษัทสมาชิกเกี่ยวกับการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมในการเป็นนายหน้าหรือตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์

ทั้งนี้ประกาศของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง หลักเกณฑ์เงื่อนไขและวิธีการเปิดเผยข้อมูลเพื่อคุ้มครองประโยชน์หรือส่วนได้เสียของประชาชน พ.ศ. 2548 ได้มีการกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการในส่วนการเปิดเผยข้อมูล เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับทราบข้อมูลอย่างครบถ้วนและเพียงพอต่อการตัดสินใจในการลงทุน และมีส่วนร่วมในการกำกับดูแล ตลอดจน

⁸⁷ นิอุบน เลิศนุวัฒน์, เรื่องเดียวกัน, หน้า 789.

⁸⁸ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องข้อกำหนดเกี่ยวกับสมาชิก พ.ศ. 2544.

เพิ่มความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน และเพื่อคุ้มครองผลประโยชน์หรือส่วนได้เสียของประชาชน โดยเงื่อนไข และวิธีการในการเปิดเผยข้อมูลเพื่อคุ้มครองประโยชน์และส่วนได้เสียของประชาชน⁸⁹

4.1.2 การจำกัดจำนวนเงินที่ลงทุน

ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ข้อ 7 (1) ได้กำหนดวงเงินสำหรับผู้ลงทุนรายบุคคลที่สามารถลงทุนได้ในรอบระยะเวลา 12 เดือน โดยกำหนดว่า ภายในรอบระยะเวลา 12 เดือน ผู้ลงทุนสามารถลงทุนซื้อหุ้นกับบริษัทผู้เสนอขายหุ้นเป็นจำนวนเท่าใดก็ได้ แต่จำนวนเงินที่ลงทุนในแต่ละบริษัทจะต้องไม่เกิน 50,000 บาท และจำนวนเงินลงทุนรวมต้องไม่เกิน 500,000 บาท⁹⁰ การจำกัดจำนวนเงินลงทุนสำหรับผู้ลงทุนถือเป็นการคุ้มครองผู้ลงทุนในรูปแบบหนึ่ง เนื่องจากการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์มีความเสี่ยงสูง การจำกัดจำนวนเงินที่ลงทุนนั้นจึงเป็นการจำกัดความเสี่ยงให้แก่ผู้ลงทุน

ข้อที่พึงพิจารณาคือ จำนวนเงินที่กำหนดไว้ไม่ให้เกินจำนวน 50,000 บาทต่อรายในรอบระยะเวลาสิบสองเดือนนั้น เป็นจำนวนที่เหมาะสมหรือไม่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่ผู้ลงทุนรายบุคคลบางรายมีศักยภาพทางการเงิน แม้ว่าผู้ลงทุนดังกล่าวจะมีความพร้อมในการลงทุนแต่ก็ไม่สามารถที่จะทำได้ จึงเป็นการปิดโอกาสในการลงทุนหรือไม่

การซื้อขายหลักทรัพย์ในระบบตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

มาตรการการคุ้มครองผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตระหนักถึงความสำคัญของการคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน ได้ออกมาตรการหลายรูปแบบเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน อาทิ กฎเกณฑ์ข้อบังคับ ตลอดจนการกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์และบริษัทจดทะเบียนให้มีการปฏิบัติตามระเบียบและ กฎเกณฑ์ของระบบการซื้อขาย การชำระราคา การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทให้มีความน่าเชื่อถือและมีความเท่าเทียมกัน ในการรับรู้ถึงข้อมูลข่าวสาร นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่ง

⁸⁹ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการเปิดเผยข้อมูลเพื่อคุ้มครองประโยชน์หรือส่วนได้เสียของประชาชน พ.ศ. 2548,” 20 เมษายน 2561.

⁹⁰ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 7/2558 เรื่องข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ข้อ 7 (1),” 20 เมษายน 2561.

ประเทศไทยยังได้ร่วมกับโบรกเกอร์จำนวนหนึ่งจัดตั้ง กองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ (Securities Investor Protection Fund หรือ SIPF) ขึ้น เพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านโบรกเกอร์ที่เป็นสมาชิกกองทุน ว่าทรัพย์สินของผู้ลงทุนที่มอบไว้ในความดูแลของโบรกเกอร์ที่เป็นสมาชิกกองทุนนั้นจะได้รับความคุ้มครองจากกองทุน โดยกองทุนจะจ่ายเงินชดเชยให้ตามเงื่อนไขที่กำหนด

กองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ (Securities Investor Protection Fund หรือ SIPF) คือ กองทุนที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยร่วมกับบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ (โบรกเกอร์) จำนวนหนึ่งซึ่งสมัครเป็นสมาชิกของกองทุนฯ จัดตั้งขึ้น เพื่อเป็นหลักประกันความมั่นใจให้กับผู้ลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านโบรกเกอร์ที่เป็นสมาชิกกองทุนฯ ว่า จะได้รับความคุ้มครองทรัพย์สินที่มอบไว้ในความดูแลของโบรกเกอร์ที่เป็นสมาชิกกองทุน โดยได้รับการจ่ายเงินชดเชยจากกองทุนตามหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนด ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวนี้ได้อ้างอิงถึงรายละเอียดเงื่อนไขการให้ความคุ้มครอง จำนวนเงินคุ้มครอง วิธีการได้รับความคุ้มครอง และขั้นตอนการขอรับความคุ้มครอง⁹¹

4.2 วิเคราะห์แนวทางการพัฒนากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

จากการศึกษาเรื่องการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งถือว่าเป็นการเสนอขายหุ้นตอบแทนแก่ประชาชนทั่วไปรูปแบบหนึ่ง และเป็นวิธีที่ทำได้โดยง่าย ประหยัดค่าใช้จ่าย แต่เนื่องจากกฎเกณฑ์การระดมทุนในรูปแบบนี้ยังมีข้อที่ควรพิจารณาว่า ผู้ลงทุนจะได้รับความคุ้มครองหรือไม่ เพียงใด เนื่องจากกฎเกณฑ์ที่ใช้ในการกำกับดูแลยังมีความไม่ชัดเจน จึงควรต้องมีการพัฒนากฎหมายเกี่ยวกับแนวทางการกำกับดูแลในการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ เพื่อให้เกิดการบังคับใช้ที่มีประสิทธิภาพ มีความเหมาะสมและชัดเจน

4.2.1 การเปิดเผยข้อมูล

หลักเกณฑ์ในการคุ้มครองผู้ลงทุนในส่วนการเปิดเผยข้อมูลนั้น เป็นการกำหนดหลักเกณฑ์ไว้เพียงกว้างๆและยังไม่มีรายละเอียดเพียงพอที่จะสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุนว่าจะ

⁹¹ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, ระเบียบเรื่องการให้ความคุ้มครองผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ และระเบียบเรื่องการเป็นสมาชิกกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนในหลักทรัพย์, 20 เมษายน 2561.

ได้รับข้อมูลที่เพียงพอและน่าเชื่อถือหรือไม่ เช่น การกำหนดให้เว็บไซต์ดังกล่าวมีหน้าที่ดำเนินการให้การโฆษณาที่ไม่มีลักษณะเป็นเท็จ เกินความจริง หรือทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิดในสาระสำคัญ แต่ไม่มีการระบุหลักเกณฑ์หรือเงื่อนไขที่เว็บไซต์ดังกล่าวใช้ในการตรวจสอบว่าการโฆษณามีลักษณะเป็นเท็จหรือไม่ เกินความจริงหรือไม่ หรือทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิดในสาระสำคัญหรือไม่ นอกจากนี้กฎเกณฑ์ที่ออกมายังไม่มีการกำหนดรับรองสิทธิของผู้ลงทุนรายบุคคลในการได้รับข้อมูลอย่างเท่าเทียมกับผู้ลงทุนที่ไม่ใช่ผู้ลงทุนรายบุคคล

จากการศึกษาควรมีการกำหนดหน้าที่ของเว็บไซต์ดังกล่าวให้ชัดเจนว่าต้องมีหน้าที่เข้าไปตรวจสอบการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทผู้เสนอขายหลักทรัพย์ โดยมีการกำหนดหลักเกณฑ์ในการดำเนินการที่เข้าไปตรวจสอบและขั้นตอนในการตรวจสอบในส่วนการเปิดเผยข้อมูล เพื่อให้การเปิดเผยข้อมูลมีความน่าเชื่อถือและเพียงพอสำหรับการประกอบการตัดสินใจของผู้ลงทุน อีกทั้งยังเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุนในการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

ประเทศสหรัฐอเมริกา

ในประเทศสหรัฐอเมริกามีการกำหนดให้ช่องทางการระดมทุนหรือเว็บไซต์ดังกล่าวต้องอยู่ภายใต้ข้อบังคับของ Code of Federation Regulation Chapter X of Title 31 ที่กำหนดว่าช่องทางการระดมทุนมีสถานะเดียวกันกับนายหน้าค้าหลักทรัพย์ ซึ่งต้องดำเนินธุรกิจให้เป็นไปตามกฎหมายป้องกันการฟอกเงิน (Anti-money laundering: AML) เนื่องจากเชื่อว่าเว็บไซต์ดังกล่าวนั้นมีบทบาทสำคัญในการเป็นผู้ตรวจสอบ ป้องกัน และรายงานธุรกรรมทางการเงินที่เข้าข่ายเป็นการฟอกเงิน หรือการกระทำผิดกฎหมายการเงินอื่น เช่น การปั่นหุ้น หรือการฉ้อฉล โดยกำหนดให้เว็บไซต์ดังกล่าวต้องมีการบริหารจัดการให้เป็นไปตามข้อกำหนดของ BSA กล่าวคือ เว็บไซต์ดังกล่าวจะต้องมีการจัดตั้งและบริหารจัดการ AML Program ให้มีประสิทธิภาพ มีการจัดการและเก็บรักษาข้อมูลส่วนตัวของลูกค้า ฝ้าติดตามและนำส่งรายงานพฤติกรรมที่น่าสงสัย รวมทั้งต้องมีระบบจัดทำข้อมูลให้เป็นไปตามข้อบังคับของ Financial Crimes Enforcement Network อีกด้วย

จะเห็นได้ว่าหลักเกณฑ์ที่ประเทศสหรัฐอเมริกามีกำหนดหน้าที่ของเว็บไซต์ดังกล่าวไว้นั้น มีวัตถุประสงค์เพื่อให้เว็บไซต์ดังกล่าวมีหน้าที่ต้องเข้าไปตรวจสอบข้อมูลและการดำเนินการต่างๆของผู้ระดมทุนว่ามีความน่าเชื่อถือมากน้อยเพียงใด โดยมีการกำหนดขั้นตอนการดำเนินการในการตรวจสอบไว้อย่างชัดเจน ตลอดจนแนวทางในการบังคับใช้กฎหมายเพื่อจัดการกับการฟอกเงิน การก่อการร้ายทางการเงิน เป็นต้น การกำหนดหลักเกณฑ์ดังกล่าวทำให้เพิ่มความเชื่อมั่นในการลงทุนของผู้ลงทุน เนื่องจากเป็นช่องทางหนึ่งที่ช่วยป้องกันความเสียหายให้กับการระดมทุนในรูปแบบการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านสื่อกลางอินเทอร์เน็ต ตลอดจนเป็นการคุ้มครองผู้ลงทุนที่เลือกลงทุนในช่องทางนี้ด้วย

4.2.2 การจำกัดจำนวนเงินที่ลงทุน

ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ข้อ 7 นั้น ได้กำหนดจำนวนเงินลงทุนไว้ไม่ให้เกินจำนวน 50,000 บาทต่อรายในรอบระยะเวลาสิบสองเดือนนั้น ปัญหา คือ เป็นจำนวนที่เหมาะสมหรือไม่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่ผู้ลงทุนรายบุคคลบางรายมีศักยภาพทางการเงิน แม้ว่าผู้ลงทุนดังกล่าวจะมีความพร้อมในการลงทุนแต่ก็ไม่สามารถที่จะทำได้ จึงเป็นการปิดโอกาสในการลงทุนและการเติบโตของการระดมทุนในรูปแบบการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านสื่อกลางอินเทอร์เน็ต

จากการศึกษาควรมีเกณฑ์ในการพิจารณาจำนวนเงินที่ลงทุนโดยกำหนดจากสถานะทางการเงินของผู้ลงทุนเป็นสำคัญ ซึ่งอาจแบ่งประเภทของผู้ลงทุนออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มผู้ลงทุนรายบุคคลที่มีสินทรัพย์มาก(high net-worth individuals) กลุ่มผู้ลงทุนที่มีรายได้ระดับกลาง(middle-income individuals) และกลุ่มผู้ลงทุนที่มีรายได้ต่ำ (lower-income individuals)⁹² โดยผู้ลงทุนรายบุคคลที่มีสินทรัพย์มากควรมีอิสระในการตัดสินใจว่าจะลงทุนเป็นจำนวนเท่าใดโดยไม่มีข้อจำกัด ซึ่งผู้ลงทุนกลุ่มนี้ถือเป็นผู้ลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงจากการลงทุนได้มาก การคุ้มครองด้วยการจำกัดจำนวนเงินลงทุนจึงไม่มีความจำเป็น ส่วนผู้ลงทุนอีกสองกลุ่มเป็นผู้ลงทุนที่ต้องให้ความคุ้มครองผู้ลงทุนที่อยู่ในกลุ่มที่มีรายได้ระดับกลางสามารถลงทุนได้ตามสัดส่วนรายได้ของผู้ลงทุนแต่ละคน ส่วนผู้ลงทุนที่อยู่ในกลุ่มที่มีรายได้ต่ำให้มีการกำหนดจำนวนเงินขั้นสูงที่สามารถลงทุนได้⁹³

ตารางที่ 2 แบ่งประเภทผู้ลงทุนรายบุคคลโดยพิจารณาตามเกณฑ์รายได้-สินทรัพย์

ประเภทผู้ลงทุนรายบุคคล (พิจารณาจากเกณฑ์รายได้หรือสินทรัพย์)	การจำกัดจำนวนเงินลงทุน (รอบระยะเวลา 12 เดือน)
ผู้ลงทุนรายบุคคลที่มีรายได้-สินทรัพย์มาก	ไม่จำกัดจำนวนเงินลงทุน
ผู้ลงทุนรายบุคคลที่มีรายได้-สินทรัพย์ระดับกลาง	จำกัดจำนวนเงินลงทุนไม่เกินร้อยละ 10 ของรายได้สุทธิในรอบระยะเวลา 12 เดือน
ผู้ลงทุนรายบุคคลที่มีรายได้-สินทรัพย์ น้อย	จำกัดจำนวนเงินลงทุนไม่เกิน 50,000 บาทต่อรายในรอบระยะเวลา 12 เดือน

⁹² Finance and Private Sector Development, Crowdfunding’s Potential for the Developing World, at https://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf, (last visited 28 September 2018).

⁹³ นิธิพนธ์ เลิศบุญวัฒน์, เรื่องเดิม, หน้า 784-785.

หากมีการกำหนดจำนวนเงินที่ลงทุนโดยพิจารณาจากสัดส่วนรายได้หรือสินทรัพย์ของผู้ลงทุนแต่ละราย หน่วยงานของรัฐจะต้องกำหนดวิธีการในการคำนวณรายได้ต่อปีหรือรายได้สุทธิของผู้ลงทุน หรือวิธีในการคำนวณสินทรัพย์ของผู้ลงทุนไว้ด้วย⁹⁴

การกำหนดจำนวนเงินในลักษณะนี้เป็นการเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนที่มีรายได้มาก และมีศักยภาพมากพอที่จะรับความเสี่ยงในการลงทุน มีโอกาสลงทุนได้เพิ่มขึ้น และสามารถทำให้การระดมทุนผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์มีการเติบโตได้มากขึ้นตามไปด้วย การลงทุนในหลักทรัพย์มีผลดีต่อระบบเศรษฐกิจ เป็นแหล่งเงินทุนสำหรับผู้ต้องการเงินทุนเพื่อนำเงินลงทุนไปใช้ในภาคการผลิตหรือภาคการเงิน สร้างสภาพคล่องให้แก่ผู้ลงทุน ช่วยพัฒนาเศรษฐกิจโดยรวม ธุรกิจจะขยายตัวเนื่องจากการจ้างงานและใช้ทรัพยากรเพิ่มขึ้น สร้างรายได้ให้แก่หน่วยธุรกิจในรูปค่าแรง ดอกเบี้ย ค่าเช่า เงินปันผลและกำไรซึ่งเป็นการระดมทุนสำหรับผู้ขาดแคลนเงินทุน ซึ่งเป็นการจัดสรรทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ และส่งเสริมประสิทธิภาพในการผลิต ลดการก่อหนี้หรือการกู้ยืมจากในและนอกประเทศ รวมถึงเป็นการส่งเสริมการออมระยะยาว ลดความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อเนื่องจากอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นทำให้มูลค่าของเงินตราลดลง ดังนั้นการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าหรือเท่ากับอัตราเงินเฟ้อ จะช่วยลดความเสี่ยงที่มูลค่าของเงินจะลดลงได้

จะเห็นได้ว่าการลงทุนถือเป็นปัจจัยสำคัญในการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศ การลงทุนถือเป็นการเพิ่มค่าของเงิน ซึ่งทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลกำไรหรือผลตอบแทนจากการลงทุน ทำให้ผู้ลงทุนเองมีรายได้ในรูปของดอกเบี้ย เงินปันผล เป็นต้น นอกจากนี้เงินลงทุนยังมีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ เพราะเงินที่ทุกคนลงทุนนั้นจะหมุนเวียนไปยังผู้ที่ขาดแคลนเงินทุนเพื่อพัฒนาหรือขยายธุรกิจ ซึ่งการผลิตและการลงทุนเหล่านี้จะก่อให้เกิดการจ้างแรงงาน และส่งผลต่อเนื่องไปสู่ภาคธุรกิจอื่นๆ ตลอดจนภาครัฐยังสามารถนำเงินลงทุนของผู้ลงทุนไปใช้หมุนเวียนในการพัฒนาประเทศได้อีกด้วย การลงทุนจึงเป็นตัวสะท้อนการพัฒนาของประเทศที่สำคัญ⁹⁵ และเพื่อให้สอดคล้องกับเป้าหมายการพัฒนาเศรษฐกิจของภาครัฐ โดยมีนโยบายการ

⁹⁴ ดูตัวอย่างวิธีการกำหนดการคำนวณ, “Investor Bulletin: Crowdfunding for Investors,” U.S. Securities and Exchange Commission, at http://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_crowdfunding-.html, (last visited 5 August 2016).

⁹⁵ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง, ความสำคัญของการลงทุน, at http://www.fpo.go.th/SI/Source/Training/training3/training3_2/training3_2_4.htm, (last visited 10 March 2018).

เร่งรัดให้มีการเพิ่มการลงทุน เพื่อให้เกิดการเพิ่มประสิทธิภาพของระบบเศรษฐกิจและสร้างฐานการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศไทยในอนาคต⁹⁶

ประเทศสหรัฐอเมริกา

ข้อความใน (Securities Act) Section 4(a)(6)(B) จำกัดจำนวนเงินสูงสุดที่ผู้ลงทุนสามารถลงทุนได้ในแต่ละปี การจำกัดจำนวนเงินของนักลงทุน ทั้งนักลงทุนที่ได้รับการรับรองและนักลงทุนที่ไม่ได้รับการรับรองอาจลงทุนได้ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ดังต่อไปนี้

นักลงทุนรายย่อยในรอบระยะเวลา 12 เดือนสามารถลงทุนในการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ได้ดังนี้

1. หากรายได้ต่อปีหรือมีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิน้อยกว่า 100,000 เหรียญฯ สามารถให้เงินลงทุนได้วงเงินที่สูงกว่า 2,000 เหรียญฯ หรือ ร้อยละ 5 ของรายได้ต่อปี หรือมูลค่าทรัพย์สินของตนขึ้นอยู่กับว่ารายการใดจะมีมูลค่าน้อยกว่าในช่วงระยะเวลา 12 เดือน
2. หากรายได้ต่อปีหรือมีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิอย่างน้อยหรือมากกว่า 100,000 เหรียญฯ สามารถลงทุนได้ถึงร้อยละ 10 ของรายได้ต่อปี หรือมูลค่าทรัพย์สินของตนขึ้นอยู่กับว่ารายการใดจะมีมูลค่าน้อยกว่าในช่วงระยะเวลา 12 เดือน⁹⁷

เนื่องจากการระดมทุนสาธารณะประเภทนี้มีความเสี่ยงจึงต้องมีข้อจำกัดในส่วน of จำนวนเงินลงทุนสำหรับผู้ลงทุนรายย่อยในช่วงระยะเวลา 12 เดือน ข้อจำกัดเกี่ยวกับจำนวนเงินที่ผู้ลงทุนสามารถลงทุนขึ้นอยู่กับมูลค่าสุทธิและรายได้ต่อปีของผู้ลงทุน กล่าวคือ

1. หากรายได้ประจำปีหรือมูลค่าสุทธิของผู้ลงทุนน้อยกว่า \$ 107,000 ในช่วง 12 เดือนใด ๆ ผู้ลงทุนสามารถลงทุนได้มากกว่า 2,200 เหรียญหรือ 5% ของรายได้หรือมูลค่าสุทธิรายปีของผู้ลงทุน
2. หากทั้งรายได้ประจำปีและมูลค่าสุทธิของผู้ลงทุนเท่ากับหรือมากกว่า 107,000 เหรียญ ในช่วง 12 เดือนใดๆ ผู้ลงทุนสามารถลงทุนได้ถึง 10% ของรายได้ต่อปีหรือมูลค่าสุทธิแล้วแต่จำนวนใดจะน้อยกว่า แต่ต้องไม่เกิน \$ 107,000

อย่างไรก็ดีผู้ลงทุนสามารถคำนวณรายได้ประจำปีหรือมูลค่าสุทธิโดยการร่วมกันรวมทั้งรายได้หรือทรัพย์สินของกลุ่มสมรส ไม่จำเป็นต้องมีการยึดทรัพย์สินร่วมกัน อย่างไรก็ตามหากผู้ลงทุนคำนวณรายได้หรือสินทรัพย์ของผู้ลงทุนร่วมกับกลุ่มสมรสของผู้ลงทุน การลงทุนในคราว

⁹⁶ สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, การลงทุนเพื่ออนาคตของประเทศไทย, at http://www.nesdb.go.th/download/document/PPT_Group2.pdf, (last visited 10 March 2018).

⁹⁷ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, op.cit., p. 1.

เดียวกับผู้ลงทุนจะไม่สามารถเกินขีดจำกัดที่จะนำไปใช้กับผู้ลงทุนรายย่อยในรายได้หรือมูลค่าสุทธิรายปีได้

ตารางการคำนวณมูลค่าสุทธิเกี่ยวข้องกับการเพิ่มสินทรัพย์ทั้งหมดและลบหนี้สินทั้งหมดของผู้ลงทุน ผลรวมเป็นมูลค่าสุทธิของผู้ลงทุน⁹⁸

Annual Income	Net Worth	Calculation	12-month Limit
\$30,000	\$105,000	Greater of \$2,200 or 5% of \$30,000 (\$1,500)	\$2,200
\$150,000	\$80,000	greater of \$2,200 or 5% of \$80,000 (\$4,000)	\$4,000
\$150,000	\$107,000	10% of \$107,000 (\$10,000)	\$10,700
\$200,000	\$900,000	10% of \$200,000 (\$20,000)	\$20,000
\$1.2 million	\$2 million	10% of \$1.2 million (\$120,000), subject to cap	\$107,000

จะเห็นได้ว่า รูปแบบการจำกัดจำนวนเงินของประเทศสหรัฐอเมริกาที่ผู้ลงทุนสามารถลงทุนได้ เป็นการจำกัดจำนวนเงินที่ลงทุนให้แปรผันตามสัดส่วนรายได้ของผู้ลงทุนแต่ละรายและไม่ได้มีการกำหนดจำนวนเงินลงทุนเป็นจำนวนเงินที่ตายตัว ด้วยเหตุนี้การจำกัดจำนวนเงินในรูปแบบนี้ถือเป็นการเปิดโอกาสในการลงทุนสำหรับผู้ลงทุนมากขึ้น และเป็นส่งเสริมให้การระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์มีการเติบโตมากขึ้นตามไปด้วย

4.3 สรุปท้ายบท

จากการศึกษาในบทที่ 4 ถึงสภาพปัญหาของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทยที่เกี่ยวกับแนวทางในการกำกับดูแลบุคคลที่เกี่ยวข้องในการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งเป็นกฎเกณฑ์ที่ใช้บังคับกับการระดมทุนในช่วงเวลาที่มีการระดมทุน คือ กฎเกณฑ์ที่ออกโดยคณะกรรมการกำกับตลาดทุน โดยกฎเกณฑ์ดังกล่าวนั้นยังมี

⁹⁸ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Updated Investor Bulletin: Crowdfunding for Investors, at https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_crowdfunding-.html, (last visited 20 April 2018).

การกำหนดที่ไม่ชัดเจนในการให้ความคุ้มครองผู้ลงทุนในเรื่องการเปิดเผยข้อมูล และการจำกัดจำนวนเงินลงทุนของผู้ลงทุน โดยทำการศึกษาเปรียบเทียบกับระบบกฎหมายการระดมทุนสาธารณะของประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อใช้เป็นแนวทางในการพัฒนากฎเกณฑ์การกำกับดูแลให้มีความชัดเจนและมีความเหมาะสมมากขึ้น



บทที่ 5

สรุปและข้อเสนอแนะ

ในบทที่ 2 ได้ทำการศึกษาแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวกับระบบกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ เพื่อทำความเข้าใจหลักการทางวิชาการอันเกี่ยวกับการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์ในการศึกษาวิจัยให้มีความเข้าใจในเชิงลึก บทที่ 3 ได้ศึกษาระบบกฎหมายและแนวทางการพัฒนากฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อทำความเข้าใจให้ทราบถึงความเป็นมาและการพัฒนาระบบกฎหมายดังกล่าวซึ่งถือว่าเป็นระบบกฎหมายหลักของโลก บทที่ 4 ได้วิเคราะห์ถึงสภาพปัญหาแนวทางการกำกับดูแลของกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ เพื่อให้ได้มาซึ่งผลของการวิจัยตามที่กำหนดไว้ในวัตถุประสงค์ และสมมติฐานการวิจัย ในบทนี้จึงทำการสรุปผลการศึกษาวิจัยและข้อเสนอแนะแนวทางในการแก้ไขปัญหา ดังนี้

5.1 สรุป

จากการศึกษาและวิเคราะห์ถึงสภาพปัญหาของกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทย ซึ่งมีการกำหนดหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ยังมีความไม่ชัดเจนและไม่สอดคล้องกับสภาพการณ์ของระบบเศรษฐกิจในปัจจุบันที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้หลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้เพื่อใช้เป็นแนวทางในการกำกับดูแลการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ทั้งในด้านเว็บไซต์ตัวกลาง ผู้ระดมทุน และการคุ้มครองผู้ลงทุน ย่อมเป็นปัญหาในการกำกับดูแลและการบังคับใช้ ตลอดจนยังเป็นอุปสรรคในการส่งเสริมการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทยด้วย

เมื่อได้ทำการศึกษาบบกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งถือว่าเป็นประเทศต้นแบบและเป็นระบบกฎหมายหลักของโลก พบว่าในประเทศสหรัฐอเมริกานั้นระบบกฎหมายที่เกี่ยวกับการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์นั้นมีหลักเกณฑ์เพื่อใช้เป็นแนวทางในการกำกับดูแล ทั้งในด้านเว็บไซต์ตัวกลาง ผู้ระดมทุน และการคุ้มครองผู้ลงทุนมีความชัดเจน ครอบคลุม และมีความยืดหยุ่นที่เหมาะสมสอดคล้องทันกับยุคสมัยของระบบเศรษฐกิจในปัจจุบัน

ดังนั้นเมื่อพิจารณาถึงประโยชน์ของการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ จึงเห็นควรให้มีการพัฒนาระบบกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทย เพื่อให้มีการบังคับใช้ ตลอดจนแนวทางในการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพต่อไปในอนาคต

5.1.1 การเปิดเผยข้อมูล

สำหรับประเทศไทยประกาศที่ออกโดยคณะกรรมการกำกับตลาดทุนในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลได้กำหนดให้เว็บไซต์ตัวกลางมีหน้าที่สำคัญที่เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล คือ ผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ต้องควบคุมดูแลให้มีระบบการเปิดเผยข้อมูลผ่านระบบหรือเครือข่ายที่ “เพียงพอและน่าเชื่อถือ”

แต่เมื่อพิจารณาเนื้อหาของประกาศที่ออกโดยคณะกรรมการกำกับตลาดทุนจะเห็นว่า การออกประกาศดังกล่าวนี้ต้องการให้การเปิดเผยข้อมูลแก่ผู้ลงทุนเป็นไปด้วยความถูกต้องและมีความน่าเชื่อถือ แต่ปัญหาที่เกิดขึ้นคือ แม้ว่าจะมีการกำหนดหน้าที่ให้เว็บไซต์ตัวกลางมีหน้าที่ดังกล่าวแล้ว แต่ระบบการให้ข้อมูลที่จะให้แก่ผู้ลงทุนนั้นอาจยังไม่ “เพียงพอและน่าเชื่อถือ” เนื่องจากเว็บไซต์ตัวกลางเป็นเพียงผู้จัดทำระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์เพื่อใช้ในการระดมทุนจากประชาชนเท่านั้น ไม่ได้มีความสามารถหรืออยู่ในฐานะที่จะรับรองความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่ปรากฏในระบบได้ เว็บไซต์ตัวกลางจึงทำได้เพียงควบคุมดูแลให้การโฆษณาในระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์เป็นไปอย่างเหมาะสมเท่านั้นดังที่ประกาศของคณะกรรมการกำกับตลาดทุนได้กำหนดหน้าที่ไว้ โดยไม่มีการกำหนดหน้าที่ของเว็บไซต์ตัวกลางให้ต้องเข้าไปตรวจสอบความน่าเชื่อถือของตัวข้อมูลที่เปิดเผยต่อประชาชน

พบได้ว่าจากหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้นั้นเป็นการกำหนดให้เว็บไซต์ตัวกลางต้องดำเนินการให้การโฆษณาไม่มีลักษณะเป็นเท็จ เกินความจริง หรือทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิดในสาระสำคัญเท่านั้น แต่ไม่มีการระบุหลักเกณฑ์หรือเงื่อนไขที่ให้เว็บไซต์ตัวกลางใช้ในการตรวจสอบว่า การโฆษณามีลักษณะเป็นเท็จหรือไม่ เกินความจริงหรือไม่ หรือทำให้นักลงทุนสำคัญผิดในสาระสำคัญหรือไม่ หลักเกณฑ์ในการคุ้มครองผู้ลงทุนในส่วนการเปิดเผยข้อมูลของประเทศไทยยังเป็นการกำหนดหลักเกณฑ์ไว้กว้างๆ ซึ่งไม่มีรายละเอียดเพียงพอที่จะสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุนว่าข้อมูลที่ได้รับนั้นมีความเพียงพอและน่าเชื่อถือ

5.1.2 การจำกัดจำนวนเงินลงทุน

ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ข้อ 7 (1) ได้กำหนดวงเงินสำหรับผู้ลงทุน

รายบุคคลที่สามารถลงทุนได้ในรอบระยะเวลา 12 เดือน โดยกำหนดว่า ภายในรอบระยะเวลา 12 เดือน ผู้ลงทุนสามารถลงทุนซื้อหุ้นกับบริษัทผู้เสนอขายหุ้นเป็นจำนวนเท่าใดก็ได้ แต่จำนวนเงินที่ลงทุนในแต่ละบริษัทจะต้องไม่เกิน 50,000 บาท และจำนวนเงินลงทุนรวมต้องไม่เกิน 500,000 บาท

ประเด็นปัญหาคือ จำนวนเงินที่กำหนดไว้ไม่ให้เกินจำนวน 50,000 บาทต่อรายในรอบระยะเวลาสิบสองเดือนนั้น เป็นจำนวนที่เหมาะสมหรือไม่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่ผู้ลงทุนรายบุคคลบางรายมีศักยภาพทางการเงิน แม้ว่าผู้ลงทุนดังกล่าวจะมีความพร้อมในการลงทุนแต่ก็ไม่สามารถที่จะทำได้ จึงเป็นการปิดโอกาสในการลงทุนและการเติบโตของการระดมทุนในรูปแบบการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านสื่อกลางอินเทอร์เน็ตหรือไม่

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงสรุปได้ว่า ระบบกฎหมายการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทยยังไม่มีความสะดวกเพียงพอ และไม่สอดคล้องกับสภาพเศรษฐกิจที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็วในปัจจุบัน เนื่องจากการระดมทุนในรูปแบบนี้ถือเป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งที่ช่วยกระตุ้นระบบเศรษฐกิจของประเทศได้เป็นอย่างดี ดังนั้นระบบกฎหมายที่เกี่ยวกับการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทยควรมีแนวทางในการกำกับดูแลที่มีความชัดเจนและครอบคลุม รวมทั้งเอื้ออำนวยต่อการส่งเสริมและพัฒนาระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทยต่อไปในอนาคต

5.2 ข้อเสนอแนะ

จากข้อสรุปดังกล่าว ผู้เขียนมีข้อเสนอแนะแนวทางในการแก้ไขปัญหาที่สำคัญ คือ ข้อเสนอแนะด้านการพัฒนากฎหมาย ดังต่อไปนี้

5.2.1 ข้อเสนอแนะด้านการพัฒนากฎหมาย

สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเด็น กล่าวคือ

1. ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ในการคุ้มครองผู้ลงทุนในส่วนการเปิดเผยข้อมูล

กำหนดให้ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ให้มีการกำหนดหน้าที่ของเว็บไซต์ตัวกลางให้ชัดเจนว่า “ต้องมีหน้าที่เข้าไปตรวจสอบการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์” และต้องมีการกำหนดหลักเกณฑ์ในการดำเนินการเข้าไปตรวจสอบ รวมถึงขั้นตอนในการตรวจสอบในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลด้วย เพื่อให้การเปิดเผยข้อมูลมีความน่าเชื่อถือและเพียงพอ

สำหรับการประกอบการตัดสินใจของผู้ลงทุน อีกทั้งยังเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุนในการระดมทุนสาธารณะผ่านเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์

2. ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการจำกัดจำนวนเงินที่ลงทุน

กำหนดให้คณะกรรมการกำกับตลาดทุนมีการกำหนดเกณฑ์ในการแบ่งประเภทผู้ลงทุนรายบุคคลจากสถานะทางการเงินของผู้ลงทุนเป็นสำคัญ โดยอาจแบ่งประเภทของผู้ลงทุนออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มผู้ลงทุนรายบุคคลที่มีสินทรัพย์มาก (high net-worth individuals) กลุ่มผู้ลงทุนที่มีรายได้ระดับกลาง (middle-income individuals) และกลุ่มผู้ลงทุนที่มีรายได้ต่ำ (lower-income individuals) โดยผู้ลงทุนรายบุคคลที่มีสินทรัพย์มากควรมีอิสระในการตัดสินใจว่าจะลงทุนเป็นจำนวนเท่าใดโดยไม่มีข้อจำกัด ซึ่งผู้ลงทุนกลุ่มนี้ถือเป็นผู้ลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงจากการลงทุนได้มาก การคุ้มครองด้วยการจำกัดจำนวนเงินลงทุนจึงไม่มีความจำเป็น ส่วนผู้ลงทุนอีกสองกลุ่มเป็นผู้ลงทุนที่ต้องให้ความคุ้มครอง ผู้ลงทุนที่อยู่ในกลุ่มที่มีรายได้ระดับกลางสามารถลงทุนได้ตามสัดส่วนรายได้ของผู้ลงทุนแต่ละคน กล่าวคือ ลงทุนได้ไม่เกินร้อยละ 10 ของรายได้สุทธิในรอบระยะเวลาสิบสองเดือน ส่วนผู้ลงทุนที่อยู่ในกลุ่มที่มีรายได้ต่ำให้มีการกำหนดจำนวนเงินขั้นสูงที่สามารถลงทุนได้ กล่าวคือ สามารถลงทุนได้ไม่เกิน 50,000 บาทต่อรายในรอบระยะเวลาสิบสองเดือน หากมีการกำหนดจำนวนเงินที่ลงทุนโดยพิจารณาจากสัดส่วนรายได้หรือสินทรัพย์ของผู้ลงทุนแต่ละราย หน่วยงานของรัฐจะต้องกำหนดวิธีการในการคำนวณรายได้ต่อปีหรือรายได้สุทธิของผู้ลงทุน หรือวิธีการในการคำนวณสินทรัพย์ของผู้ลงทุน ไว้ด้วย เพื่อให้เหมาะสมกับสภาพการณ์ของประเทศไทย

บรรณานุกรม

บทความ

นิลuben เลิศนุวัฒน์. “การให้ความคุ้มครองแก่นักลงทุนในการระดมทุนผ่านทางระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์โดยการเสนอหุ้นตอบแทน.” วารสารนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ 45 (กันยายน 2559): 788.

ภวัต เหมรัชดานันต์. “CrowdFunding: การระดมทุนในสังคมแห่งการแบ่งปัน.” นักร่างกฎหมาย (27 กันยายน 2558): 2.

อรรถพล พานิชย์ไพศาลกุล. “Crowdfunding: Investment Revolution คุณพร้อมหรือยังสำหรับการระดมทุนในรูปแบบใหม่?.” วารสารนิติศาสตร์ 9 (มีนาคม 2015): 1.

Heminway, J.M. “Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the Crow.” Vermont Law Review 38 (2014): 827.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. “Crowdfunding.” Crowdfunding for Investors (29 January 2016): 1.

Stiglitz, J.E. “Information and the Change in the Paradigm in Economics.” American Economic Review 92 (2002): 3.

วิทยานิพนธ์

สุภารัตน์ ไทยเจริญ. “สิทธิประโยชน์ด้านภาษีแก่นักลงทุนเพื่อกระตุ้นการระดมทุนสาธารณะโดยการเสนอขายหุ้นของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์.” เอกัตศึกษาปริญญาศิลปศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชากฎหมายเศรษฐกิจ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2558.

เอกสิทธิ์ เดี่ยวฉนิชัย. “แนวทางการแก้ไขกฎหมายและกฎเกณฑ์ด้านหลักทรัพย์เพื่อรองรับการระดมทุนจากบุคคลทั่วไปแบบอควิตีคราวด์ฟันดิ้ง (Equity Crowdfunding).” เอกัตศึกษาศิลปศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชากฎหมายเศรษฐกิจ คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2556.

สิ่งพิมพ์รัฐบาลและเอกสารอื่นๆ ของทางราชการ

สำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. “ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ทจ.7/2558 เรื่องข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์.” 16 พฤษภาคม 2558.

ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องข้อกำหนดเกี่ยวกับสมาชิก พ.ศ. 2544.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. “ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการเปิดเผยข้อมูลเพื่อคุ้มครองประโยชน์หรือส่วนได้เสียของ ประชาชน พ.ศ. 2548.” 20 เมษายน 2561.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. “ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ข้อ 7 (1).” 20 เมษายน 2561.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. “ระเบียบเรื่องการรักษาความคุ้มครอง ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ และระเบียบเรื่องการทำเป็นสมาชิกกองทุนคุ้มครองผู้ลงทุนใน หลักทรัพย์.” 20 เมษายน 2561.

คณะกรรมการตลาดทุน. “ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนด เกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ข้อ 23(5).” 20 เมษายน 2561.

คณะกรรมการตลาดทุน. “ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนด เกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ข้อ 25.” 20 เมษายน 2561.

เอกสารข้อมูลสารสนเทศในระบบเครือข่ายคอมพิวเตอร์

ไทยพับลิก้า. Crowdfunding ไอเดียธุรกิจแบบใหม่ ภัยแฝงคือความซื่อสัตย์ โปร่งใส และความคิด สร้างสรรค์. At <http://thaipublica.org/2015/02/crowdfunding/>. (last visited 24 February 2018).

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. โครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุน. At https://www.set.or.th/th/about/overview/history_p1.html. (last visited 24 February 2018).

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การกำกับการซื้อขาย. At https://www.set.or.th/th/regulations/supervision/surveillance_p1.html. (last visited 20 April 2018).

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การกำกับบริษัทจดทะเบียน. At https://www.set.or.th/th/regulations/supervision/listed_p1.html. (last visited 20 April 2018).

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การกำกับสมาชิก. At https://www.set.or.th/th/regulations/supervision/member_p1.html. (last visited 20 April 2018).

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การคุ้มครองผู้ลงทุน. At https://www.set.or.th/th/regulations/protection/protection_p1.html. (last visited 20 April 2018).

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การซื้อขายตราสารหนี้. At https://www.set.or.th/th/products/trading/bond/bond_trading_p1.html. (last visited 24 February 2018).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ประวัติและความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. At https://www.set.or.th/th/about/overview/history_p1.html. (last visited 20 April 2018).
- สถิตย์ อาชวานันท์กุล. การระดมทุนจากมวลชน (crowdfunding): เล็กน้นงาม และประชาธิปไตยของการเงิน. At <http://www.thaipublica.org/2012/05/crowdfunding-democratization-of-finance/>. (last visited 3 December 2017).
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. Crowdfunding. At <http://www.sec.or.th/TH/RaisingFunds/CFD/Pages/principle.aspx>. (last visited 24 February 2018).
- สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง. ความสำคัญของการลงทุน. At http://www.fpo.go.th/SI/Source/Training/training3/training3_2/training3_2_4.htm. (last visited 10 March 2018).
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. Equity Crowdfunding ทางเลือกใหม่ของการระดมทุนและลงทุนในยุคดิจิทัล. At <http://capital.sec.or.th/webedu/upload/file-09062015160156866.pdf>. (last visited 24 February 2018).
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. Equity Crowdfunding Fac Sheet โดย ก.ล.ต. At <http://th.postupnews.com/2016/01/equity-crowdfunding-fact-sheet-by-sec.html?m=1>. (last visited 24 February 2018).
- สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ. การลงทุนเพื่ออนาคตของประเทศ. At http://www.nesdb.go.th/download/document/PPT_Group2.pdf. (last visited 10 March 2018).
- Aacademy. Equity Crowdfunding. At <http://www.a-academy.net/blog/equity-crowdfunding/>. (last visited 24 February 2018).
- Department of International Trade Promotion, Ministry of Commerce, Royal Thai Government. Thai Trade Center. At <http://www.thaitradeusa.com/home/?p=21337>. (last visited 24 February 2018).
- Finance and Private Sector Development. Crowdfunding's Potential for the Developing World. At https://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf. (last visited 28 September 2018).
- Hawksford Singapore. Crowdfunding and Singapore Startups. At <http://www.guidemesingapore.com/doing-business/finances/crowdfunding-singapore-startups>. (last visited 3 December 2017).

Investor Bulletin: Crowdfunding for Investors. U.S. Securities and Exchange Commission. At http://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_crowdfunding-.html. (last visited 5 August 2016).

NASD. "NASD Provides Guidance To Member Firms Concerning Anti-Money Laundering Compliance Programs Required by Federal Law." Special Notice to Member 02-21 (April 2002). At <http://www.finra.org/Industry/Regulation/Notices/2002/p003703>. (last visited 24 February 2018).

Training.vrdee.com. Equity Crowdfunding ทางเลือกใหม่ของการระดมทุนและลงทุนในยุคดิจิทัล. At <http://training.vrdee.com/wp-content/uploads/2016/06/crownd-กิตต..pdf>. (last visited 24 February 2018).

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Updated Investor Bulletin: Crowdfunding for Investors. At https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_crowdfunding-.html. (last visited 20 April 2018).

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers. At http://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm#_ftn2. (last visited 24 February 2018).

