

แนวทางการกำกับดูแลผู้ให้บริการระบบ
อิเล็กทรอนิกส์เพื่อการระดมทุนจาก
มวลชนแบบหุ้นส่วน: กรณีศึกษา
บทเรียนจากกฎหมายสหรัฐอเมริกา
Guidance for Regulating Equity-
based Crowdfunding Portals:
Lessons Learned from the U.S. Laws

- : กมลนิช สวัสดิ์พานิชย์
- : Kamolnich Swasdiphanich
- : นิติกรปฏิบัติการ
- : สำนักกฎหมาย สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
- : ถนนพระราม 6 แขวงสามเสนใน เขตพญาไท กรุงเทพฯ 10400
- : E-mail: kamolnichswas@gmail.com



บทคัดย่อ

การระดมทุนจากมวลชนกำลังเป็นที่นิยมอย่างมากทั่วโลก รวมถึงในประเทศไทยด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่งการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วน เนื่องจากการสนับสนุนให้ธุรกิจ SMEs และ Start-ups สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้น ซึ่งในปัจจุบันประเทศไทยก็ได้มีกฎหมายกำกับดูแลการระดมทุนในลักษณะนี้เป็นการเฉพาะ อย่างไรก็ตาม กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ซึ่งเป็นตัวกลางในการระดมทุนดังกล่าวยังไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร ในบทความนี้จะได้ศึกษา วิเคราะห์ เปรียบเทียบจุดแข็งและจุดอ่อนของกฎหมายไทยเทียบกับกฎหมายสหรัฐอเมริกา รวมถึงนำจุดอ่อนของกฎหมายสหรัฐฯ มาวิเคราะห์ต่อยอดสำหรับเป็นบทเรียนในการพัฒนากฎหมายไทยให้ดียิ่งขึ้น ทั้งนี้ ผู้เขียนเห็นว่าการจะกำกับดูแลผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ให้มีประสิทธิภาพ จะต้องเพิ่มเติมบทบัญญัติเกี่ยวกับความรับผิดชอบของผู้ให้บริการดังกล่าว โดยจำกัดขอบเขตความรับผิดชอบตามระดับการมีส่วนร่วมรู้เห็นในการฉ้อโกงและต้องไม่ให้เป็นภาระแก่ผู้ให้บริการดังกล่าวมากเกินไป

คำสำคัญ: การระดมทุน การระดมทุนจากมวลชน หุ้น วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม บริษัท
เกิดใหม่

Abstract

Globally, and locally, crowdfunding is considered one of the most important methods to raise capital for SMEs and start-ups. Although Thailand has already adopted rules regulating Equity-based Crowdfunding, these rules are still in need of amendment, especially rules regarding Crowdfunding Intermediaries. In this article, analysis, together with the pros and cons, of such rules are thoroughly reviewed and compared with the relevant United States laws. The pros and cons of the crowdfunding laws in the United States are also determined in order to be used as lessons for improving Thai laws in the future. The author believes that Crowdfunding Intermediaries should have specific liability, which is classified by the level of the Intermediaries' awareness of fraud. The liability, however, should not burden the Intermediaries with conducting excessive checks.

Keywords: Fundraising, Crowdfunding, Equity, SMEs, Start-ups



บทนำ

ปัจจุบันโลกกำลังเกิดการเปลี่ยนแปลงเข้าสู่ยุคดิจิทัล มีการใช้เทคโนโลยีเพื่อลดต้นทุนด้านแรงงานและเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิตซึ่งแนวโน้มเหล่านี้กำลังเป็นกระแสตื่นตัวอย่างมากในประเทศไทย ดังจะเห็นได้จากนโยบายภาครัฐที่พยายามผลักดันเศรษฐกิจดิจิทัล (Digital Economy) โดยรัฐมีความเชื่อว่าเศรษฐกิจดิจิทัลจะสามารถช่วยให้ประเทศหลุดพ้นจากกับดักรายได้ของชนชั้นกลางและชนชั้นล่างได้ ในประเทศตะวันตก ประเทศญี่ปุ่น และประเทศเกาหลีใต้ ฯลฯ ก็นำเทคโนโลยีสารสนเทศ (Information Technology: IT) มาปรับใช้เพื่อลดต้นทุนในกระบวนการผลิต เพิ่มประสิทธิภาพการผลิต และยกระดับรายได้ของประชากร ดังนั้น เทคโนโลยีสารสนเทศจึงกลายเป็นหนึ่งในสิ่งที่มีอิทธิพลสูงสุดต่อการยกระดับธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ของโลกยุคใหม่

อย่างไรก็ตาม ปัญหาหลักของธุรกิจ SMEs และธุรกิจที่เพิ่งเริ่มก่อตั้งหรือ Start-ups ทั่วโลกก็คือ การเข้าถึงแหล่งเงินทุน เนื่องจากธุรกิจเหล่านี้มักไม่มีทุนหรือมีหลักประกันเพียงพอสำหรับการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งภายหลังจากที่โลกต้องเผชิญวิกฤติทางการเงินครั้งใหญ่อย่าง “วิกฤติการณ์แฮมเบอร์เกอร์ (Hamburger Crisis)” อันเกิดจากสถาบันการเงินบริหารความเสี่ยงด้านการให้สินเชื่ออย่างไม่เหมาะสม ทำให้ผู้นำกลุ่มประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่ (G-20) ร่วมกันพัฒนาปรับปรุงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสถาบันการเงิน นำไปสู่หลักเกณฑ์ใหม่ที่เรียกว่า “Basel III” ซึ่งหลักเกณฑ์นี้มีความเข้มงวด

ด้านการให้สินเชื่อของสถาบันการเงินเป็นอย่างมาก แม้ด้านหนึ่งจะเป็นผลดีต่อความมั่นคงของสถาบันการเงินและระบบเศรษฐกิจ แต่อีกด้านหนึ่งกลับก่อให้เกิดปัญหาต่อธุรกิจ SMEs และ Start-ups ที่ต้องการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน

ผลิตภัณฑ์ทางการเงินและการลงทุนใหม่ ๆ หลายประเภทถือกำเนิดขึ้นจากปัญหาดังกล่าว ทั้งนี้ เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนใหม่ ๆ ให้กับธุรกิจ SMEs และ Start-ups เช่น นิติบุคคลร่วมลงทุน (Venture Capital) กิจการเงินร่วมลงทุน (Private Equity) และการระดมทุนจากมวลชน (Crowdfunding) เป็นต้น สำหรับการระดมทุนจากมวลชน คือ การระดมเงินจากประชาชนทั่วไปในอัตราต่ำต่อผู้ให้เงินทุนหนึ่งราย แต่เน้นการมีผู้ให้เงินทุนจำนวนมาก และการระดมทุนจากมวลชนนี้เองที่ได้นำเทคโนโลยีสารสนเทศเข้ามาใช้ให้เป็นประโยชน์

บทความนี้จะได้กล่าวถึงการระดมทุนจากมวลชนซึ่งกำลังได้รับความนิยมมากขึ้นในปัจจุบัน อีกทั้งยังสอดคล้องกับความพยายามของภาครัฐที่จะผลักดันให้ประเทศก้าวเข้าสู่สังคมเศรษฐกิจดิจิทัล อย่างไรก็ตาม กฎเกณฑ์ในการกำกับดูแลการระดมทุนจากมวลชนยังไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร โดยเฉพาะอย่างยิ่ง กฎเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางระหว่างผู้ระดมทุนและผู้ให้เงินทุน (Crowdfunding Portals)

ลักษณะทั่วไปของการระดมทุนจากมวลชน

การระดมทุนจากมวลชน คือ การระดมทุนจากผู้ให้เงินทุนจำนวนมากโดยใช้เครือข่ายออนไลน์

เป็นสื่อกลาง มีผู้เกี่ยวข้องในการทำธุรกรรมด้วยกันทั้งหมด 3 ฝ่าย ได้แก่ ผู้ระดมทุน (ธุรกิจ SMEs หรือ Start-ups ที่ต้องการเงินทุน) ผู้ให้เงินทุน (ประชาชนทั่วไป) และผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ ส่วนประโยชน์ตอบแทนที่ผู้ให้เงินทุนแต่ละรายจะได้รับจากการให้เงินทุนจะแตกต่างกันไปตามประเภทของการระดมทุนจากมวลชน¹ ดังนี้

1) การระดมทุนจากมวลชนแบบให้เปล่า (Donation-based Crowdfunding หรือ Philanthropic Campaigns) ผู้ให้เงินทุนจะไม่ได้รับประโยชน์อะไรตอบแทนเลย ลักษณะคล้ายกับการบริจาคเงินอย่างหนึ่ง ซึ่งผู้ให้เงินทุนจะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีหรือไม่ขึ้นขึ้นอยู่กับประเภทของธุรกิจที่ระดมทุน

2) การระดมทุนจากมวลชนแบบได้รับของตอบแทน (Reward-based Crowdfunding) ผู้ให้เงินทุนจะได้รับสินค้าหรือบริการเป็นสิ่งตอบแทน หรืออาจได้รับสิทธิประโยชน์บางประการจากธุรกิจที่ระดมทุน เช่น ส่วนลดในการซื้อสินค้าหรือบริการ เป็นต้น

3) การระดมทุนจากมวลชนแบบกู้ยืม (Lending-based Crowdfunding) หรือการให้กู้ยืมเงินระหว่างบุคคล (Peer to Peer Lending) ผู้ให้เงินทุนจะได้รับดอกเบี้ยเป็นสิ่งตอบแทน

4) การระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วน (Equity-based Crowdfunding) ผู้ให้เงินทุนจะได้

รับหุ้นในธุรกิจที่ระดมทุนเป็นสิ่งตอบแทน ลักษณะคล้ายกับการซื้อขายหุ้น ดังนั้น ผู้ให้เงินทุนจึงมีสถานะเป็น “ผู้ลงทุน (Investor)” ในหุ้นนอกตลาดนั่นเอง

หลักการของการระดมทุนจากมวลชนทั้ง 4 รูปแบบ คือ ผู้ระดมทุนจะประกาศผ่านหน้าเว็บไซต์ของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์เกี่ยวกับโครงการที่ต้องการเงินทุนสนับสนุน จำนวนเงินทุนที่ต้องการ และสิ่งตอบแทนที่จะมอบแก่ผู้ให้เงินทุน โดยผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์อาจได้รับประโยชน์เป็นค่าธรรมเนียมในการให้บริการ

ปัจจุบัน แม้ว่าประเทศไทยจะมีการระดมทุนจากมวลชนเพียงแค่แบบให้เปล่าและแบบได้รับของตอบแทน² แต่ภาครัฐก็พยายามผลักดันให้เกิดการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนมากขึ้นโดยการออกกฎหมายเพื่ออำนวยความสะดวกสำหรับการระดมทุนในรูปแบบนี้เป็นการเฉพาะ เช่นเดียวกับประเทศสหรัฐอเมริกาที่เพิ่งจะมีการออกกฎหมายใหม่ว่าด้วย “Equity Crowdfunding” อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณากฎหมายของทั้งสองประเทศแล้วจะพบว่ามีคล้ายคลึงกัน รวมถึงมีข้อควรปรับปรุงแก้ไขคล้ายคลึงกันด้วย ในบทความนี้จะได้วิเคราะห์ข้อควรปรับปรุงแก้ไขดังกล่าว และเสนอแนะแนวทางในการปรับปรุงแก้ไขเพื่อให้การระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนมีการเจริญเติบโตที่ดีและกลายเป็นทางเลือกสำคัญในการระดมเงินทุนของธุรกิจ SMEs และ Start-ups ต่อไปในอนาคต

¹ Gary A. Gabison. (2015). Understanding Crowdfunding and its Regulations. *JRC SCIENCE AND POLICY REPORT*. [Online]. Available at: <http://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC92482/lbna26992enn.pdf>

² Darana Chudasri. Regulations hamper crowdfund growth. *Bangkok Post*. May 16, 2016.

การระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วน ในประเทศสหรัฐอเมริกา

การระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนได้มีการปฏิบัติกันอยู่แล้วในสหรัฐอเมริกา อย่างไรก็ตามช่องทางตามกฎหมายหลักทรัพย์เดิมยังไม่สามารถตอบโจทย์ความต้องการของธุรกิจ SMEs และ Start-ups ได้มากเท่าที่ควร เนื่องจากมีต้นทุนและค่าใช้จ่ายค่อนข้างสูง ซึ่งขัดกับลักษณะของธุรกิจ SMEs และ Start-ups ที่ยังขาดเงินทุนในการดำเนินธุรกิจ ดังนั้น รัฐบาลสหรัฐฯ จึงได้ออกกฎหมาย Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act) Title III อันเป็นกฎหมายว่าด้วย Equity Crowdfunding โดยเฉพาะ และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐฯ (U.S. Securities and Exchange Commission: SEC) ก็ได้ออกกฎเกณฑ์สุดท้าย (Final Rules) เพื่อกำหนดรายละเอียดตาม Title III ดังกล่าว โดยกฎเกณฑ์สุดท้ายนี้เพิ่งจะมีผลบังคับใช้ไปเมื่อวันที่ 16 พฤษภาคม 2016 ที่ผ่านมา

ตามหลักการเดิมของกฎหมายหลักทรัพย์ก่อนที่จะมี JOBS Act Title III การซื้อขายหลักทรัพย์ไม่ว่าในหรือนอกตลาดหลักทรัพย์ หลักทรัพย์ดังกล่าวจะต้องจดทะเบียนกับ SEC เสียก่อน ซึ่งกระบวนการจดทะเบียนนี้ค่อนข้างซับซ้อนและมีค่าใช้จ่ายสูง จึงกลายเป็นอุปสรรคประการสำคัญของธุรกิจที่ยังไม่มีเงินทุนเพียงพอ แม้กฎหมายจะได้กำหนดข้อยกเว้นบางกรณีที่สามารถซื้อขาย

หลักทรัพย์ได้โดยไม่ต้องจดทะเบียนกับ SEC³ แต่ข้อยกเว้นดังกล่าวก็ยังคงมีต้นทุนค่าใช้จ่ายที่สูงเกินกว่าธุรกิจ SMEs และ Start-ups ส่วนใหญ่จะรับภาระได้

JOBS Act Title III ได้เพิ่มเติมบทบัญญัติบางประการใน The Securities Act of 1933 (Securities Act)⁴ เกี่ยวกับข้อยกเว้นการจดทะเบียนซื้อขายหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วน และ SEC ก็ได้ออกกฎเกณฑ์สุดท้ายกำหนดรายละเอียดและเงื่อนไขของข้อยกเว้นดังกล่าวไว้ ในบทความนี้จะแยกพิจารณาเป็นกฎเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ระดมทุนและผู้ลงทุน และกฎเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์

1) กฎเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ระดมทุนและผู้ลงทุน จะกำกับในลักษณะจำกัดมูลค่าของการระดมทุนและมูลค่าของการลงทุน รวมถึงรายละเอียดข้อมูลที่ผู้ระดมทุนจะต้องเปิดเผย ดังนี้

1.1) กฎเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ระดมทุน

- บริษัทที่ต้องการระดมทุนสามารถระดมทุนได้สูงสุด 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐภายในช่วงระยะเวลา 12 เดือน

- บริษัทที่ต้องการระดมทุนสามารถระดมทุนจากผู้ลงทุนรายเดียวกันด้วยรูปแบบการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนในทุกช่องทางรวมแล้วต้องไม่เกิน 1 แสนเหรียญสหรัฐภายในช่วงระยะเวลา 12 เดือน

³ ผู้สนใจสามารถดูรายละเอียดได้จาก The Securities Act of 1933 Regulation A และ Regulation D

⁴ The Securities Act of 1933 Section 4(a)(6)

- บริษัทที่ต้องการระดมทุนด้วยรูปแบบการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วน ต้องเป็นบริษัทสัญชาติสหรัฐอเมริกา เท่านั้น

1.2) กฎเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ลงทุน

- ผู้ลงทุนที่มีรายได้ต่อปี หรือมีสินทรัพย์รวมแล้วน้อยกว่า 1 แสนเหรียญสหรัฐสามารถลงทุนในการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนทุกช่องทางในช่วงระยะเวลา 12 เดือนรวมแล้วต้องไม่เกินกว่า 2 พันเหรียญสหรัฐ หรือรวมแล้วต้องไม่เกินร้อยละ 5 ของรายได้หรือสินทรัพย์⁵ แล้วแต่ว่าจำนวนใดสูงกว่า

- ผู้ลงทุนที่มีรายได้ต่อปี หรือมีสินทรัพย์รวมแล้วตั้งแต่ 1 แสนเหรียญสหรัฐขึ้นไปสามารถลงทุนในการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนทุกช่องทางในช่วงระยะเวลา 12 เดือนรวมแล้วต้องไม่เกินกว่าร้อยละ 10 ของรายได้หรือสินทรัพย์⁶

1.3) กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลของผู้ระดมทุน

บริษัทผู้ระดมทุนจะต้องยื่นแบบข้อมูลและเอกสารต่อไปนี้แก่ SEC และผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ รวมถึงต้องเปิดเผยต่อผู้ลงทุน

- มูลค่าหลักทรัพย์ และวิธีการคำนวณหามูลค่าดังกล่าว

- มูลค่าหลักทรัพย์ ทั้งหมดที่ตั้งเป้าหมายไว้ว่าจะเสนอขายผ่านผู้ให้บริการระบบ

อิเล็กทรอนิกส์ และกำหนดเวลาในการเสนอขายให้ได้ตามเป้าหมาย

- สถานะทางการเงินของบริษัท (Company's Financial Condition)

- รายงานทางการเงินของบริษัท (Financial Statement)

- ข้อมูลเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจ

- ข้อมูลเกี่ยวกับบุคลากรของบริษัท รวมถึงข้อมูลของผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 20 ขึ้นไป

- ข้อมูลเกี่ยวกับรายการการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกัน (Related-party Transactions)

- รายงานประจำปีของบริษัท (Annual Report)

2) กฎเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์

2.1) คุณสมบัติของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์

เดิมทีก่อนที่จะมี JOBS Act Title III นั้น ผู้ที่สามารถทำหน้าที่ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ได้จะต้องจดทะเบียนกับ SEC ในฐานะ Broker-dealer เท่านั้น อย่างไรก็ตาม สหรัฐรัฐเล็งเห็นถึงความยุ่งยากที่ไม่เอื้อต่อการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วน จึงได้กำหนดลักษณะและคุณสมบัติของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์

⁵ การเลือกใช้ฐานรายได้หรือฐานสินทรัพย์ในการคำนวณร้อยละ 5 ให้เลือกใช้ฐานที่มีมูลค่าต่ำกว่า

⁶ การเลือกใช้ฐานรายได้หรือฐานสินทรัพย์ในการคำนวณร้อยละ 10 ให้เลือกใช้ฐานที่มีมูลค่าต่ำกว่า

เพื่อการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนไว้เป็นเอกเทศใน JOBS Act Title III เรียกว่า “Funding Portals” ที่มีกระบวนการจดทะเบียน ข้อจำกัด และภาระหน้าที่ตามกฎหมายที่สุดท้ายของ SEC แม้ว่าในทางทฤษฎีจะยังถือว่า Funding Portals ดังกล่าวเป็น Broker-dealer ประเภทหนึ่งก็ตาม

นอกจากการจดทะเบียนกับ SEC ในฐานะ Funding Portals แล้ว ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ยังต้องจดทะเบียนกับสมาคมหลักทรัพย์แห่งชาติ (National Securities Association) ซึ่งในปัจจุบันมีเพียงสมาคมเดียว คือ Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (FINRA) สมาคมดังกล่าวเป็นหน่วยงานเอกชนที่มีหน้าที่กำกับดูแลและส่งเสริมการดำเนินกิจการของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ ลักษณะคล้ายกับสมาคมผู้ประกอบการประเภทต่าง ๆ และสภาวิชาชีพของไทย

2.2 หน้าที่ ของ ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์

นอกจากคุณสมบัติที่ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์จะต้องจดทะเบียนกับ SEC และ FINRA แล้ว กฎหมายยังได้กำหนดหน้าที่ที่ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์จะต้องปฏิบัติตามดังต่อไปนี้

- ต้องจัดให้มีข้อมูลความรู้สำหรับผู้ลงทุนศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับขั้นตอนการลงทุนผ่านหน้าเว็บไซต์ของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์นั้น ๆ รวมถึงข้อมูลอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง
- ต้องจัดให้มีมาตรการที่เหมาะสมเพื่อป้องกันการฉ้อโกง และจัดให้มีกระบวนการ

เพื่อยืนยันว่าผู้ระดมทุนผ่านหน้าเว็บไซต์ของตนได้ปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของ SEC ครบถ้วนแล้ว

- ต้องจัดให้มีการเปิดเผยข้อมูลให้ผู้ระดมทุนมีหน้าที่จะต้องเปิดเผยบนหน้าเว็บไซต์ โดยผู้ลงทุนจะต้องเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวได้ก่อนเริ่มมีการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ระดมทุนเจ้าของข้อมูลอย่างน้อย 21 วันไปจนถึงสิ้นสุดระยะเวลาการเสนอขาย

- ต้องจัดให้มีช่องทางการติดต่อสื่อสารและแลกเปลี่ยนความคิดเห็นเกี่ยวกับการเสนอขายรายการต่าง ๆ บนหน้าเว็บไซต์

- ต้องเปิดเผยแก่ผู้ลงทุนว่า ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์นั้น ๆ ได้รับประโยชน์ตอบแทนเป็นจำนวนเท่าใดในการให้บริการ

- ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์จะสามารถรับคำสั่งซื้อจากผู้ลงทุนได้ก็ต่อเมื่อผู้ลงทุนรายนั้นได้เปิดบัญชีกับผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์แล้ว

- ต้องจัดให้มีกระบวนการเพื่อยืนยันว่าผู้ลงทุนได้ปฏิบัติตามข้อจำกัดเรื่องจำนวนการลงทุน

- ต้องแจ้งให้ผู้ลงทุนทราบถึงการยืนยันคำสั่งซื้อก่อนหรือในเวลาที่การทำธุรกรรมมีผลสมบูรณ์

- ต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการดำรงเงินทุน กล่าวคือ SEC จะกำหนดว่าผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์จะต้องดำรงเงินทุนสำรองไว้เป็นจำนวนเท่าใด ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ก็ต้องปฏิบัติตามที่ SEC กำหนด

- ต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์เกี่ยวกับขั้นตอนการเสนอขายและการยกเลิกการเสนอขาย เช่น หากผู้ลงทุนไม่ยืนยันการทำธุรกรรมอีกครั้งหลังจากมีคำสั่งซื้อภายใน 5 วันทำการ ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์จะต้องยกเลิกคำสั่งซื้อดังกล่าว และต้องคืนเงินให้แก่ผู้ลงทุน เป็นต้น

นอกจากหน้าที่ที่จะต้องปฏิบัติแล้ว กฎหมายยังห้ามผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์กระทำการดังต่อไปนี้

- เปิดให้บริษัทที่มีความเสี่ยงว่าจะฉ้อโกงหรือกระทำการอย่างใด ๆ ที่จะส่งผลเสียต่อประโยชน์ของผู้ลงทุนสามารถเข้าถึงหน้าเว็บไซต์การซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ได้

- มีผลประโยชน์ทางการเงินอย่างใด ๆ ร่วมกับบริษัทที่ระดมทุนผ่านหน้าเว็บไซต์ของตนเอง เว้นแต่ผลประโยชน์นั้นจะเกิดจากการให้บริการตามปกติในฐานะผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์

- ให้ประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ที่ให้ข้อมูลอันระบุตัวตนได้ (Personality Identifiable Information) ของผู้ลงทุน

- ให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนหรือชี้ชวนให้มีการเสนอขายหรือซื้อขายหลักทรัพย์รายการใด ๆ⁷

- ให้ประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ที่ชี้ชวนให้มีการเสนอขายหรือซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ที่สนับสนุนให้เกิดการกระทำดังกล่าว

- เป็นผู้ถือหุ้น เป็นเจ้าของ หรือเป็นผู้บริหารจัดการกองทุนที่เข้ามาเป็นผู้ลงทุนในหน้าเว็บไซต์ของตน

การระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนในประเทศไทย

แม้ว่าการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนจะยังไม่แพร่หลายนักในประเทศไทย แต่ก็มีแนวโน้มที่จะเป็นแหล่งเงินทุนสำคัญของธุรกิจ SMEs และ Start-ups ในอนาคต โดยภาครัฐเริ่มเล็งเห็นความสำคัญของการระดมทุนรูปแบบนี้ในฐานะที่เป็นฟันเฟืองสำคัญของการก้าวไปสู่สังคมดิจิทัลอย่างเต็มรูปแบบ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จึงได้ออกประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 3/2558 เรื่อง การยกเว้นการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ และคณะกรรมการกำกับตลาดทุนก็ได้ออกประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายสื่ออิเล็กทรอนิกส์เพื่อกำหนดหลักเกณฑ์ในการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วน ทั้งนี้ มีรายละเอียดที่สำคัญ ดังนี้

⁷ การห้ามไม่ให้แนะนำการลงทุน รวมถึงไม่ให้ชี้ชวนการซื้อขายหลักทรัพย์ คือ ข้อแตกต่างที่สำคัญระหว่าง Broker-dealer กับผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์เพื่อการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วน



1) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ระดมทุน

1.1) คุณสมบัติของผู้ระดมทุน

- เป็นบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชน จำกัดที่จัดตั้งตามกฎหมายไทย
- มีการประกอบธุรกิจหรือมีโครงการธุรกิจที่ชัดเจนและประสงค์จะใช้เงินที่ได้จากการระดมทุนนี้ในการดำเนินธุรกิจหรือโครงการดังกล่าว
- ต้องมีเป้าหมายที่ชัดเจนของจำนวนทุนหรืองบประมาณที่ต้องการจากการระดมทุน

1.2) หน้าที่และเงื่อนไขในการระดมทุนของผู้ระดมทุน

- จัดทนายทะเบียนหลักทรัพย์เพื่อทำหน้าที่เป็นนายทะเบียนหุ้นในการจัดเก็บข้อมูลการถือหุ้น และข้อมูลดังกล่าวต้องทำให้เป็นปัจจุบันอยู่เสมอ
- รายงานผลการเสนอขายหุ้นต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ภายใน 15 วันนับแต่วันปิดการขาย
- ต้องระดมทุนให้ได้ตามจำนวนที่ตั้งเป้าหมายภายในระยะเวลาที่กำหนด มิฉะนั้นต้องยกเลิกการระดมทุนและชำระเงินคืนให้แก่ผู้ลงทุน
- Holding Company ที่สามารถระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนได้ จะต้องถือหุ้นในบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 ของจำนวนสิทธิ์ออกเสียงทั้งหมด
- สามารถเสนอขายให้แก่ผู้ลงทุนที่ไม่ใช่ผู้ลงทุนรายบุคคลได้โดยไม่จำกัดวงเงิน เช่น

ผู้ลงทุนสถาบัน กองทุนรวม หรือนิติบุคคลร่วมลงทุน เป็นต้น

- สามารถเสนอขายให้แก่ผู้ลงทุนรายบุคคลในการระดมทุนครั้งแรกไม่เกิน 20 ล้านบาทภายในช่วงระยะเวลา 12 เดือน และการเสนอขายรวมทั้งสิ้นต้องไม่เกิน 40 ล้านบาท

- การให้จองซื้อหุ้นและจัดสรรให้เกินกว่ามูลค่าที่เสนอขาย (Oversubscription) ทำได้เฉพาะกรณีที่มีการเสนอขายมีวงเงินไม่น้อยกว่า 20 ล้านบาท และมูลค่าส่วนที่เกินกว่าที่เสนอขายต้องไม่มากกว่าร้อยละ 25 ของมูลค่าที่เสนอขาย และวงเงินรวมทั้งหมดต้องไม่เกินกว่า 40 ล้านบาท

2) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ลงทุน

2.1) คุณสมบัติของผู้ลงทุน

- เป็นผู้ลงทุนสถาบัน กิจการเงินร่วมลงทุน นิติบุคคลร่วมลงทุน ผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะ (Angel Investors) หรือผู้ลงทุนรายบุคคล

2.2) หน้าที่และเงื่อนไขในการลงทุนของผู้ลงทุน

- สัมครเป็นสมาชิกของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ผ่านระบบตรวจสอบยืนยันตัวตน
- ผู้ลงทุนรายบุคคลสามารถลงทุนได้ไม่เกิน 50,000 บาทต่อ 1 บริษัท และเงินลงทุนรวมทุกบริษัทที่ลงทุนต้องไม่เกิน 500,000 บาทในช่วงระยะเวลา 12 เดือน
- ผู้ลงทุนรายบุคคลต้องทำแบบทดสอบที่ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์จัดไว้ให้ โดยต้องทำให้ถูกต้องทุกข้อ และในกรณีที่ทำแบบ

ทดสอบมาแล้วนานกว่า 3 เดือน จะต้องทำแบบทดสอบใหม่อีกครั้ง

3) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์

ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์นี้ ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนจะเรียกว่า “Crowdfunding Portal” และกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ไว้ ดังนี้

3.1) คุณสมบัติของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์

- เป็นบริษัทที่จัดตั้งตามกฎหมายไทยซึ่งมีวัตถุประสงค์หลักในการประกอบธุรกิจเป็นผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์เพื่อการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนโดยเฉพาะ

- กรรมการ ผู้จัดการ หรือบุคคลผู้มีอำนาจในการจัดการต้องมีคุณสมบัติและไม่มีลักษณะต้องห้ามตามที่กฎหมายกำหนด

- ไม่มีฐานะทางการเงินที่อาจก่อให้เกิดความเสียหาย และไม่มีเหตุอันควรเชื่อได้ว่ามีความไม่เหมาะสมสำหรับการปฏิบัติงานในฐานะผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์

- มีทุนจดทะเบียนชำระแล้วไม่น้อยกว่า 5 ล้านบาท

3.2) หน้าที่ของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์

- คัดเลือกบริษัทผู้ระดมทุน และจัดให้มีมาตรการลดความเสี่ยงต่อผู้ลงทุนจากมิฉฉชีพ

- จัดให้มีข้อมูลเพื่อให้ความรู้แก่สมาชิกเกี่ยวกับการใช้บริการและการลงทุนผ่าน

หน้าเว็บไซต์ของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์

- จัดให้มีแบบทดสอบความเข้าใจสำหรับผู้ลงทุนรายบุคคล

- จัดให้มีระบบการป้องกันความเสี่ยงต่าง ๆ เช่น ระบบป้องกันการเข้าถึงข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นจากบุคคลที่ไม่ใช่สมาชิก ระบบตรวจสอบตัวตนและคุณสมบัติของสมาชิก ระบบทดสอบความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนของสมาชิก ระบบการจัดการเงินค่าจองซื้อหุ้นด้วยการจัดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญา (Escrow Agent) ระบบการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอและน่าเชื่อถือ ระบบสื่อสารแลกเปลี่ยนความคิดเห็นระหว่างสมาชิกและ/หรือระหว่างสมาชิกกับบริษัทผู้ระดมทุน ระบบสำรองการจัดเก็บข้อมูล และระบบการจัดการเกี่ยวกับข้อร้องเรียนของสมาชิก เป็นต้น

- ต้องอนุญาตให้สมาชิกยกเลิกการทำธุรกรรมได้ตลอดเวลา เว้นแต่จะเหลือระยะเวลาการเสนอขายน้อยกว่า 48 ชั่วโมง

สำหรับประเด็นที่ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ต้องจัดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญานี้ เนื่องจากการทำธุรกรรมของการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนมีลักษณะเป็นการทำสัญญาจะซื้อจะขาย ดังจะเห็นได้จากผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ต้องอนุญาตให้ผู้ลงทุนสามารถยกเลิกคำสั่งซื้อได้ตลอดเวลา เว้นแต่ระยะเวลาการเสนอขายจะเหลือน้อยกว่า 48 ชั่วโมง ดังนั้นก่อนการทำธุรกรรมจะมีผลสมบูรณ์อย่างแท้จริงเงินของผู้ลงทุนจึงต้องได้รับความคุ้มครอง และผู้ลงทุนต้องสามารถมั่นใจได้ว่าเงินของตนเองยังคงอยู่ และได้รับความคุ้มครองว่าหากธุรกรรมมีผล

สมบูรณ์เมื่อใด ตนต้องได้รับหุ้นตามจำนวนที่ได้ชำระเงินไปแล้วอย่างถูกต้องครบถ้วน

ตามพระราชบัญญัติการดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญา พ.ศ. 2551 บัญชีของผู้ดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญาจะได้รับความคุ้มครองแม้ว่าผู้ดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญานั้นล้มละลาย ซึ่งจะแตกต่างจากบัญชีเงินฝากในธนาคารทั่ว ๆ ไป อันเป็นหลักประกันเพื่อรักษาประโยชน์ของผู้ลงทุนจำนวนมากในการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วน

อย่างไรก็ตาม ผู้ที่สามารถเป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญาได้จะต้องเป็นสถาบันการเงินหรือนิติบุคคลอื่นตามที่กำหนดในกฎกระทรวงและผู้ดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญาจะได้รับค่าธรรมเนียมในการให้บริการเป็นค่าตอบแทนด้วย ทำให้ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ต้องมีภาระค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นในการจัดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญาดังกล่าว ทั้งนี้ จะได้นำเสนอข้อพิจารณาสำหรับแก้ไขปรับปรุงในลำดับต่อไป

ข้อเสนอแนะแนวทางการกำกับดูแลผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์เพื่อการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วน

เมื่อศึกษาลักษณะการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนแล้วจะพบว่า นอกจากผู้ระดมทุนและผู้ลงทุนแล้ว ฝ่ายที่มีบทบาทสำคัญยิ่งอีกฝ่ายหนึ่งก็คือ ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางระหว่างผู้ระดมทุนและผู้ลงทุน เพราะการทำธุรกรรมทั้งหมดจะต้องกระทำผ่านหน้าเว็บไซต์ของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์เหล่านี้

ดังนั้น หากมีการกำกับดูแลผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ที่มีประสิทธิภาพ นอกจากผู้ระดมทุนและผู้ลงทุนจะได้รับความคุ้มครองแล้ว ยังเป็นการสนับสนุนให้ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์เหล่านี้มีการดำเนินธุรกิจที่สะดวกง่ายดายขึ้นอีกด้วย

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาทั้งกฎหมายสหรัฐฯ และกฎหมายไทย พบว่ามีลักษณะคล้ายคลึงกัน กล่าวคือ กฎหมายมุ่งเน้นไปที่การจำกัดวงเงินที่ผู้ระดมทุนสามารถระดมทุน และผู้ลงทุนสามารถลงทุนได้ วัตถุประสงค์ก็เพื่อจำกัดความเสียหายหากเกิดการฉ้อโกง หรือกรณีที่ธุรกิจของผู้ระดมทุนไม่ประสบความสำเร็จ เป็นต้น แต่การแก้ปัญหาดังกล่าวยังคงไม่เพียงพอหากว่าการกำกับดูแลผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ยังไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร บทความในส่วนนี้จะได้กล่าวถึงข้อเสนอแนะเพิ่มเติมเกี่ยวกับแนวทางการกำกับดูแลผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ที่เหมาะสม

ในวงการกฎหมายสหรัฐฯ มีการวิเคราะห์กฎเกณฑ์สุดท้ายของ SEC กันอย่างกว้างขวางและพบว่าบทบัญญัติเกี่ยวกับหน้าที่ของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ยังไม่ชัดเจนเท่าที่ควร กล่าวคือกฎหมายกำหนดให้ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ต้องจัดให้มีมาตรการบังคับต่อผู้ระดมทุนหากปรากฏว่ามี “reasonable basis”⁸ หรือเหตุอันควรเชื่อได้ว่า ผู้ระดมทุนรายนั้นขาดคุณสมบัติตามที่ SEC กำหนด นอกจากนี้ ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ยังต้องจัดให้มีมาตรการป้องกันไม่ให้ผู้ระดมทุนสามารถระดมทุนผ่านหน้าเว็บไซต์ของตนได้ หากผู้ระดมทุนรายนั้นมี “potential for

⁸ Rule 301(a) and Rule 301(c)(1)

fraud or otherwise raises concerns regarding investor protection⁹” หรือมีความเป็นไปได้ว่าจะฉ้อโกงหรือมีพฤติการณ์ที่จะสร้างความเสียหายให้แก่ผู้ลงทุน ซึ่งการบัญญัติลักษณะนี้ก่อให้เกิดความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับขอบเขตหน้าที่ที่ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์จะต้องกระทำ เนื่องจากไม่ได้กำหนดไว้อย่างชัดเจนว่า ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์จะต้องตรวจสอบมากน้อยเพียงใดเพื่อให้ได้มาซึ่งข้อมูลของผู้ระดมทุนอันจะทำให้ทราบว่าผู้ระดมทุนรายนั้นมี “potential for fraud” หรือไม่ และอย่างไรจึงจะถือได้ว่าผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์มี “reasonable basis” เพียงพอที่จะใช้มาตรการบังคับต่อผู้ระดมทุนที่มีเหตุอันควรสงสัยว่าขาดคุณสมบัติ

ปัญหาที่สืบเนื่องจากความไม่ชัดเจนของบทบัญญัติดังกล่าว ก็คือ ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์จะมีขอบเขตความรับผิดชอบอย่างไรต่อความเสียหายที่เกิดขึ้นกับผู้ลงทุนจากการกระทำของผู้ระดมทุน ซึ่งประเด็นปัญหานี้ มีนัยกฎหมายสหรัฐฯ เสนอแนะแนวทางแก้ไขด้วยวิธีการจัดประเภทขอบเขตความรับผิดชอบของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ไว้อย่างน่าสังเกต ดังนี้¹⁰

- 1) เมื่อผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์รู้ถึงการฉ้อโกงของผู้ระดมทุน
- 2) เมื่อผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์เห็นว่ามีความเป็นไปได้ที่จะเกิดการฉ้อโกงของผู้ระดมทุนหรือที่เรียกว่ามองเห็นสัญญาณธงแดง (Red Flags)

3) เมื่อผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ไม่ล่วงรู้ว่าจะมีการฉ้อโกงของผู้ระดมทุน

ปัญหาเรื่องความไม่ชัดเจนของกฎเกณฑ์ที่กำกับดูแลผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์นี้ ประเทศไทยเองก็พบว่าคล้ายคลึงกับสหรัฐฯ คือยังมีความไม่ชัดเจนว่าหน้าที่ในการตรวจสอบข้อมูลของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์มีมากน้อยเพียงไร กล่าวคือ ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทล. 7/2558 ข้อ 36(3) บัญญัติว่า “...ในกรณีที่ผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ตรวจพบหรือมีเหตุอันควรสงสัยว่าการเสนอขายหลักทรัพย์จะเป็นการฉ้อโกงหรือไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดตามประกาศหรือกฎหมายให้ผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ปฏิเสธการให้บริการพร้อมทั้งแจ้งให้สำนักงานทราบโดยไม่ชักช้า” ประกอบกับข้อ 39(3)(ค) ที่บัญญัติว่า “ให้ผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ดำเนินการเกี่ยวกับเงินค่าจองซื้อหลักทรัพย์ ดังนี้ ... (3) จัดให้มีการโอนเงินค่าจองซื้อหลักทรัพย์คืนให้แก่สมาชิกผู้จองซื้อหลักทรัพย์ภายในเจ็ดวันนับแต่วันที่ปรากฏ... (ค) เมื่อมีเหตุอันควรเชื่อได้ว่าบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์มีพฤติการณ์อันมีลักษณะเป็นการเปิดเผยข้อมูลอันเป็นเท็จ หรือไม่ครบถ้วนในสาระสำคัญ หรือเป็นการกระทำอันไม่เป็นธรรมที่เป็นการเอาเปรียบสมาชิก (fraud protection)”

เมื่อพิจารณาประกอบกับข้อ 36(1)(ก) ที่บัญญัติว่า “ผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่าย

⁹ Rule 301(c)(2)

¹⁰ Steven Bradford. (2015). Shooting the Messenger: The Liability of Crowdfunding Intermediaries for the Fraud of Others. *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 83.



อิเล็กทรอนิกส์**ต้องใช้ความระมัดระวังตามควร**ในการพิจารณาและดำเนินการดังต่อไปนี้ (1) สอบทานความมีตัวตน (identity) บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้ จะต้องไม่ปรากฏข้อเท็จจริงที่เกี่ยวข้องกับบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในลักษณะใดลักษณะหนึ่งดังต่อไปนี้**ตลอดระยะเวลาสองปี**ก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ (ก) เปิดเผยแพร่ข้อมูลอันเป็นเท็จหรือไม่ครบถ้วนในสาระสำคัญ” จะพบว่าผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ต้องตรวจสอบว่าธุรกิจ SMEs และ Start-ups ที่ระดมทุนผ่านหน้าเว็บไซต์ของตนไม่เคยเปิดเผยข้อมูลที่เป็นเท็จหรือไม่ครบถ้วนในสาระสำคัญเป็นระยะเวลา 2 ปีก่อนมีการเสนอขายหลักทรัพย์ โดยกฎหมายไม่ได้ระบุว่าข้อมูลดังกล่าวคือข้อมูลใด รายการใด ซึ่งการตรวจสอบข้อมูล**ทุกประเภท**ย้อนหลังเป็นระยะเวลาถึง 2 ปีของธุรกิจ SMEs และ Start-ups ที่ยังไม่มีระบบการจัดเก็บข้อมูลและการจัดการที่มีมาตรฐานเพียงพอย่อมก่อให้เกิดภาระต้นทุนในการตรวจสอบจำนวนมากศาลต่อผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ และแม้ว่าผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์จะได้อาศัยความพยายามอย่างเต็มที่แล้ว จะถือว่าเข้าข่ายได้ใช้**ความระมัดระวังตามควร**แล้วหรือไม่ก็ยังคงคลุมเครืออยู่

เมื่อผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ตรวจสอบไม่พบการกระทำดังกล่าว ก็ย่อมไม่มีเหตุอันควร**สงสัย**ว่าผู้ระดมทุนรายนั้นฝ่าฝืนประกาศหรือกฎหมาย ดังนั้น ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ย่อมไม่ได้ดำเนินการตามข้อ 36(3) คือ ไม่ได้ระงับการให้บริการกับผู้ระดมทุนรายนั้นทำให้ผู้ระดมทุนรายดังกล่าวยังคงระดมทุนผ่านหน้าเว็บไซต์ของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ได้ต่อไป แต่หาก

ภายหลังปรากฏว่าผู้ระดมทุนรายนั้นฉ้อโกงผู้ลงทุนตามข้อ 36(3)(ค) โดยมีข้อเท็จจริงปรากฏภายหลังว่าผู้ระดมทุนรายนั้นเคยมีพฤติการณ์เปิดเผยข้อมูลอันเป็นเท็จมาก่อนภายในระยะเวลา 2 ปีก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ แต่ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ตรวจสอบไม่พบข้อเท็จจริงดังกล่าว ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ย่อมมีแนวโน้มที่จะถูกผู้ลงทุนฟ้องร้องควบคู่ไปกับผู้ระดมทุนที่เป็นผู้กระทำความผิดที่แท้จริงด้วย ความเสี่ยงเช่นนี้ย่อมทำให้ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์**ต้องใช้ความระมัดระวัง**ในการตรวจสอบข้อมูลสูงมาก และจะกลายเป็นภาระต้นทุนที่มากเกินไปจนสุดท้ายภาระต้นทุนเหล่านี้ก็จะตกเป็นภาระต่อผู้ระดมทุนและผู้ลงทุนในรูปแบบค่าธรรมเนียมการให้บริการต่อไป ทำให้การระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนกลายเป็นการระดมทุนที่มีต้นทุนสูง ไม่เหมาะสมต่อธุรกิจ SMEs และ Start-ups

การกำหนดขอบเขตหน้าที่และขอบเขตความรับผิดชอบของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์อาจนำข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการแบ่งประเภทความรับผิดชอบที่เสนอโดยนักกฎหมายสหรัฐฯ ดังได้กล่าวไว้ข้างต้นมาร่วมพิจารณา อย่างไรก็ตาม ยังคงมีประเด็นปัญหาว่า จะใช้หลักเกณฑ์ใดในการแบ่งแยกกว่า กรณีหนึ่ง ๆ ถือว่าผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์**รู้**หรือ**เห็นว่ามี**ความเป็นไปได้ หรือถือว่า**ไม่ล่วงรู้**ถึงการกระทำความผิดของผู้ระดมทุน ประเด็นปัญหาดังกล่าวจะขอเสนอแนะแนวทางแก้ไขไว้ ดังต่อไปนี้

1) กรณีที่ถือว่าผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์**รู้**ถึงการกระทำความผิดของผู้ระดมทุนที่ทำให้ผู้ลงทุนเสียหาย

กฎหมายควรกำหนดขอบเขตให้ชัดเจนว่า ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์มีหน้าที่เพียงแค่ การตรวจสอบข้อมูลและรายการเอกสารที่กฎหมาย กำหนดให้ผู้ระดมทุนต้องเปิดเผยเท่านั้นว่าครบถ้วน หรือไม่ และมีความสอดคล้องกันหรือไม่ ซึ่ง กฎหมายต้องกำหนดรายการข้อมูลและรายการ เอกสารดังกล่าวให้ชัดเจนโดยเฉพาะเจาะจง

หลักการที่เสนอแนะนี้มีใช้กันอยู่หลาย ประเทศในภูมิภาคยุโรป กล่าวคือ สมาชิกสหภาพ ยุโรปหลายประเทศได้กำหนดหน้าที่การตรวจสอบ (due diligence) ของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ ไว้อย่างจำกัด¹¹ ดังนี้

1.1) ประเทศออสเตรีย กำหนดให้ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์มีหน้าที่ตรวจสอบ ความครบถ้วน (Completeness) ความชัดเจน (Comprehensibility) และความสอดคล้องกัน (Consistency) ของข้อมูลที่ได้จากผู้ระดมทุน

1.2) ประเทศสเปน กำหนดให้ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์มีหน้าที่ตรวจสอบว่าข้อมูลที่ได้ จากผู้ระดมทุนมีความครบถ้วน (Complete) ตาม ที่กฎหมายกำหนด

1.3) ประเทศฝรั่งเศส กำหนดให้ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์มีหน้าที่ตรวจสอบว่า ข้อมูลที่ได้จากผู้ระดมทุนมีความสอดคล้องกัน (Consistent) และมีความชัดเจน (Clear) โดย ความครบถ้วน (Completeness) และความถูกต้อง (Accuracy) ของข้อมูลเป็นความรับผิดชอบของ

ผู้ระดมทุนเจ้าของข้อมูลแต่เพียงฝ่ายเดียว

นอกจากจะจำกัดขอบเขตหน้าที่ในการตรวจสอบข้อมูลของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์แล้ว กฎหมายของประเทศเหล่านี้ยังกำหนดรายการ ข้อมูลดังกล่าวไว้อย่างชัดเจนคล้ายคลึงกับกฎหมาย สหรัฐฯ เช่น รายงานประจำปีของบริษัท (Annual Report) รายงานทางด้านการเงินของบริษัท (Financial Statement) เป็นต้น

จากหลักการข้างต้น เห็นว่าประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนของไทยควรกำหนดลงไป ให้ชัดเจนว่ารายการข้อมูลและเอกสารที่ผู้ระดมทุน จะต้องยื่นต่อผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์มี อะไรบ้าง และผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์จะต้องเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวลงบนหน้าเว็บไซต์ให้ผู้ลงทุนสามารถเข้าตรวจสอบได้เท่าที่ไม่ขัดต่อ กฎหมายว่าด้วยการคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล โดย ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์มีหน้าที่เพียงแค่ ตรวจสอบว่าข้อมูลที่ได้รับมานั้นครบถ้วน เข้าใจได้ และสอดคล้องกันหรือไม่ หากว่าข้อมูลไม่ครบถ้วน ไม่ชัดเจน หรือไม่สอดคล้องกัน แต่ผู้ให้บริการระบบ อิเล็กทรอนิกส์ไม่ได้รับแจ้งการให้บริการกับผู้ระดมทุนรายนั้น และภายหลังปรากฏว่าผู้ระดมทุน รายนั้นฉ้อโกงผู้ลงทุน ก็ถือว่าผู้ให้บริการระบบ อิเล็กทรอนิกส์รู้ถึงการกระทำความผิดของผู้ระดมทุนด้วย

2) กรณีที่ถือว่าผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ เห็นว่ามีความเป็นไปได้ที่จะเกิดการกระทำความ

¹¹ European Commission. (2016). Crowdfunding in the EU Capital Markets Union. *Commission Staff Working Document, SWD(2016) 154 final*. [Online]. Available at: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf

ผิดของผู้ระดมทุนที่ทำให้ผู้ลงทุนเสียหาย หรือผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ทราดนิกส์มีเหตุอันควรเชื่อว่าผู้ระดมทุนจะกระทำความผิด

หากไม่ต้องการให้ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ทราดนิกส์มีการในการตรวจสอบข้อมูลมากเกินไปก็ควรใช้ประโยชน์จากความเป็นสื่อสังคมออนไลน์ของหน้าเว็บไซต์ ซึ่งแนวคิดนี้ได้รับการเสนอโดยนักเศรษฐศาสตร์ชาวสหรัฐฯ ที่เสนอแนะไว้อย่างน่าสนใจว่า เมื่อกฎหมายกำหนดให้ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ต้องจัดให้มีช่องทางสื่อสารและแสดงความคิดเห็นของสมาชิกบนหน้าเว็บไซต์แล้ว¹² ก็ควรใช้ข้อมูลจากความคิดเห็นเหล่านั้นในการช่วยตรวจสอบพฤติกรรมของผู้ระดมทุน¹³

เราอาจได้เห็นจากสื่อสังคมออนไลน์ในปัจจุบันแล้วว่า ผู้เล่นสื่อสังคมออนไลน์เหล่านี้คือผู้ที่เปรียบเสมือนผู้สื่อข่าวและผู้ตรวจสอบข้อเท็จจริงที่มีประสิทธิภาพมากที่สุด ดังนั้น ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ก็ควรกระทำตนเสมือนเป็นสื่อสังคมออนไลน์ของกลุ่มผู้ลงทุนนั่นเอง

กฎหมายได้กำหนดไว้แล้วว่าผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ต้องตรวจสอบความมีตัวตนและคุณสมบัติของผู้ลงทุนที่เข้ามาเป็นสมาชิก¹⁴ ดังนั้น หากสมาชิกรายใดแสดงความคิดเห็นเป็นเท็จทำให้ผู้ระดมทุนเสียหาย ผู้ระดมทุนที่เสียหายก็อาจดำเนินการตามกฎหมายกับสมาชิกรายนั้นได้

โดยตรงอยู่แล้วโดยไม่ทำให้ระบบการทำงานของکارระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนเสียไป

นอกจากประโยชน์ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น การใช้ความคิดเห็นของสมาชิกแทนการตรวจสอบพฤติกรรมของผู้ระดมทุนยังก่อให้เกิดประโยชน์ต่อตัวผู้ระดมทุนทางอ้อมอีกด้วย กล่าวคือ ผู้ระดมทุนที่ยังไม่มีมาตรฐานในการจัดการข้อมูลทางธุรกิจของตนที่ดีพอ ย่อมก่อให้เกิดความระแวงแคลงใจต่อผู้ลงทุนที่เป็นสมาชิก และเมื่อสมาชิกเหล่านั้นแสดงความคิดเห็นในช่องทางที่ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์จะถือว่า**มีเหตุอันควรเชื่อว่า**ผู้ระดมทุนรายนั้นมีพฤติกรรมไม่สุจริตและระงับการให้บริการกับผู้ระดมทุนรายนั้น หากข้อเท็จจริงปรากฏว่าผู้ระดมทุนรายดังกล่าวไม่ได้มีพฤติกรรมไม่สุจริต เพียงแต่เป็นปัญหาในด้านการจัดเก็บข้อมูลและระบบการดำเนินธุรกิจเท่านั้น ก็จะกระตุ้นให้ผู้ระดมทุนรายดังกล่าวเร่งพัฒนาปรับปรุงระบบธุรกิจของตนเองให้มีมาตรฐานเพื่อชี้แจงขอระดมทุนผ่านผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ได้อีกครั้งหนึ่ง ถือเป็นการพัฒนาระบบของธุรกิจ SMEs และ Start-ups ได้ทางอ้อม

3) กรณีที่ถือว่าผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์**ไม่ล่วงรู้**ถึงการกระทำความผิดของผู้ระดมทุนที่ทำให้ผู้ลงทุนเสียหาย

¹² ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทล. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ข้อ 23(6)

¹³ Robert J. Shiller. (2015). *Crowdfunding or Crowdphising?*. [Online]. Available at: <http://www.project-syndicate.org/commentary/sec-crowdfunding-regulations-by-robert-j-shiller-2015-11>

¹⁴ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทล. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ ข้อ 23(2)

จากกรณีที่ 1) และ 2) อันได้กล่าวไปแล้วข้างต้น สามารถสรุปได้ว่า ถ้าผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ได้ตรวจสอบข้อมูลของผู้ระดมทุนตามที่กฎหมายกำหนดแล้วว่า “ครบถ้วน” “ชัดเจน” และ “สอดคล้องกัน” รวมถึงไม่มีสมาชิกรายใดแสดงความคิดเห็นบนหน้าเว็บไซต์ อันสื่อถึงพฤติการณ์ไม่สุจริตของผู้ระดมทุน แม้ว่าภายหลังผู้ระดมทุนรายนั้นจะกระทำความผิดทำให้ผู้ลงทุนเสียหาย ก็ถือว่าผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ **ไม่ล่วงรู้**ถึงการกระทำความผิดเช่นนั้น

นอกจากการกำหนดขอบเขตหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์แล้ว ข้อควรพิจารณาอีกประการหนึ่ง ก็คือ หน้าที่ที่ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ต้องจัดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญาเพื่อดูแลเงินค่าจองซื้อหุ้นของสมาชิก

ดังได้กล่าวไปแล้วว่า บัญชีของผู้ดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญาจะได้รับความคุ้มครองเป็นพิเศษกรณีตัวผู้ดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญาล้มละลาย ซึ่งแตกต่างจากบัญชีเงินฝากของสถาบันการเงินโดยทั่วไป อย่างไรก็ตาม สถาบันการเงินที่ได้รับใบอนุญาตประกอบกิจการดูแลผลประโยชน์ตามกฎหมายนั้นยังไม่มีเจตนาจะทำธุรกิจร่วมกับผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์เพื่อการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนมากเท่าที่ควร¹⁵ อีกทั้งยังเกิดเป็นภาระต่อผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ที่จะต้องจ่ายค่าธรรมเนียมให้แก่ผู้ดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญาเหล่านั้น

ตามพระราชบัญญัติการดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญา พ.ศ. 2551 มาตรา 10 วรรคหนึ่ง บัญญัติว่า “ผู้ซึ่งประสงค์จะได้รับใบอนุญาตประกอบกิจการดูแลผลประโยชน์ต้องเป็นสถาบันการเงิน หรือนิติบุคคลอื่นตามที่กำหนดในกฎกระทรวง” ดังนั้น เห็นว่าหากออกกฎกระทรวงกำหนดให้ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์เพื่อการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนสามารถขอรับใบอนุญาตประกอบกิจการดูแลผลประโยชน์ได้ด้วยตนเองก็จะเป็นการสมประโยชน์ โดยมาตรา 10 วรรคสองได้กำหนดไว้ว่า กฎกระทรวงดังกล่าวอาจกำหนดเงื่อนไขอื่นใดให้นิติบุคคลที่ขอรับใบอนุญาตต้องปฏิบัติเพิ่มเติมด้วยก็ได้ จึงอาจกำหนดในกฎกระทรวงได้ว่า ผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์เพื่อการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนที่ได้รับใบอนุญาต จะต้องประกอบกิจการดูแลผลประโยชน์ที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนผ่านหน้าเว็บไซต์ของตนเองเท่านั้น ทั้งนี้ เพื่อให้เป็นการขยายขอบเขตการดำเนินธุรกิจของผู้ให้บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์จนผิดเพี้ยนไป

บทสรุป

การระดมทุนจากมวลชนแบบหุ้นส่วนแม้จะยังไม่แพร่หลายในประเทศไทย แต่ก็กำลังได้รับการผลักดันอย่างต่อเนื่องจากภาครัฐเนื่องจากมีลักษณะที่สามารถเป็นแหล่งเงินทุนสำคัญของธุรกิจ SMEs และ Start-ups ต่อไปได้ โดยประเทศไทยได้ออกกฎหมายเพื่อเอื้ออำนวยการระดมทุนในรูปแบบนี้ไว้แล้ว คือ ประกาศคณะกรรมการกำกับ

¹⁵ Darana Chudasri. Regulations hamper crowdfund growth. *Bangkok Post*. May 1.



หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 3/2558 เรื่อง การยกเว้นการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล การเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านผู้ให้บริการระบบหรือ เครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์และประกาศคณะกรรมการ กำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนด เกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือ เครือข่ายสื่ออิเล็กทรอนิกส์ อย่างไรก็ตาม ปรากฏว่า ยังมีบทบัญญัติบางประการที่ไม่ชัดเจน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง บทบัญญัติที่เกี่ยวกับผู้ให้บริการ ระบบอิเล็กทรอนิกส์อันเป็นสื่อกลางการระดมทุน หากสามารถแก้ไขปรับปรุงกฎเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ให้ บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์ให้มีประสิทธิภาพได้ ก็ย่อมดึงดูดให้มีผู้ต้องการประกอบธุรกิจเป็นผู้ให้ บริการระบบอิเล็กทรอนิกส์เหล่านี้มากขึ้น และ ผู้ระดมทุนรวมถึงผู้ลงทุนก็จะได้รับความคุ้มครอง อย่างเหมาะสม ทำให้การระดมทุนจากมวลชนแบบ หุ้นส่วนเติบโตต่อไป กลายเป็นแหล่งเงินทุนสำคัญ สำหรับผลักดันธุรกิจ SMEs และ Start-ups ใน อนาคต

บรรณานุกรม

Philipp Haas, Ivo Blohm and Jan Marco Leimeister, *An Empirical Taxonomy of Crowdfunding Intermediaries*, 2014. Available online at <https://www.alexandria.unisg.ch/234893>.

U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC Adopts Rules to Permit Crowdfunding*, 2015. Available online at <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html>.

Crowdfunding Part 3 – Understanding Intermediaries, 2015. Available online at <https://www.dorsey.com/newsresources/publications/client-alerts/2015/12/crowdfunding-part-3--understanding-intermediaries>.

Robert J. Shiller, *Crowdfunding or Crowdphising?*, 2015. Available online at <https://www.project-syndicate.org/commentary/sec-crowdfunding-regulations-by-robert-j--shiller-2015-11>.

Andrew Stephenson, *Three Policy Issues that will Hold Regulation Crowdfunding Back*, 2015. Available online at <http://www.crowdfundinsider.com/2015/12/78734-three-policy-issues-that-will-hold-regulation-crowdfunding-back>.

Usman Hayat, *Crowdfunding Needs Regulation to Scale Up*, 2015. Available online at <https://eic.cfainstitute.org/2015/12/01/crowdfunding-needs-regulation-to-scale-up>.

U.S. Securities and Exchange Commission, *A guide for small businesses on raising capital and complying with the federal securities laws*, 2016. Available online at <https://www.sec.gov/info/smallbus/qasbsec.htm#capital>.

Dan McNamee, *Crowd Valley Expert's Insights on the US Legal Framework for Crowdfunding*, 2015. Available online at <http://news.crowdvalley.com/>

news/crowd-valley-experts-insights-on-the-us-legal-framework-for-crowdfunding.

Michel Ivanovsky, *Framework of Crowdfunding activities in Europe and in France*, 2012. Available online at <https://s3-eu-west-1.amazonaws.com/mipise-website/assets/crowd-funding-regulation-topic-mipise.pdf>.

European Commission, “Crowdfunding in the EU Capital Markets Union,” *Commission Staff Working Document, SWD(2016) 154 final*. Available online at http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf.

Ross S. Weinstein, “Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You’re Expecting,” *Cornell International Law Journal: Vol. 46: Iss. 2, Article 6*, 2013.

Steven Bradford, “Shooting the Messenger: The Liability of Crowdfunding Intermediaries for the Fraud of Others,”

University of Cincinnati Law Review: Vol. 83, 2015.

Gary A. Gabison, “Understanding Crowdfunding and its Regulations,” *JRC Science and Policy Report, European Commission*, 2015.

Darana Chudasri, “Regulations hamper crowdfund growth,” *Bangkok Post May 16*, 2016.

ปัญญาพล บิณกาญจน์ และศิริกัญญา ตันสกุล, *ข้อสังเกตและข้อเสนอนโยบาย Digital Economy*, มูลนิธิสถาบันอนาคตไทยศึกษา, 2557.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, *Equity Crowdfunding ทางเลือกใหม่ของการระดมทุนและลงทุนในยุคดิจิทัล*, 2558. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <http://capital.sec.or.th/webedu/upload/file-09062015160156866.pdf>.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, *การสนับสนุน SMEs โดยใช้ Crowdfunding*, 2557. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: http://www.sec.or.th/TH/AboutUs/Documents/SME_crowdfunding.pdf.