

แนวทางในการกำกับดูแลการระดมทุนโดยการเสนอขาย
เหรียญดิจิทัล (Initial Coin Offering) เพื่อสนับสนุน
ยุทธศาสตร์และนโยบายเศรษฐกิจดิจิทัล

โดย

นายศักรินทร์ ร่มรังษี

ผู้ช่วยเลขาธิการ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

นักศึกษาวิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร

หลักสูตรการป้องกันราชอาณาจักร รุ่นที่ 60

ประจำปีการศึกษา พุทธศักราช 2560 - 2561

บทคัดย่อ

เรื่อง แนวทางในการกำกับดูแลการระดมทุนโดยการเสนอขายเหรียญดิจิทัล (Initial Coin Offering) เพื่อสนับสนุนยุทธศาสตร์และนโยบายเศรษฐกิจดิจิทัล

ลักษณะวิชา การเศรษฐกิจ

ผู้วิจัย นายศักรินทร์ ร่วมรังษี หลักสูตร วปอ. รุ่นที่ 60

เศรษฐกิจดิจิทัลเป็นยุทธศาสตร์สำคัญของชาติที่จะช่วยขับเคลื่อนประเทศไทยไปสู่ระบบเศรษฐกิจใหม่ รัฐบาลจัดทำแผนพัฒนาดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคมซึ่งส่วนหนึ่งมีวัตถุประสงค์สนับสนุนกิจการขนาดกลางและขนาดย่อม (SME) และวิสาหกิจตั้งใหม่ (Startup) ให้ประกอบธุรกิจโดยใช้เทคโนโลยีและนวัตกรรมหรือเป็นผู้ประกอบธุรกิจด้านเทคโนโลยี ซึ่งได้มีการให้ความสำคัญปรากฏในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 12 (พ.ศ. 2560 – 2564)

ในโลกยุคดิจิทัลที่เทคโนโลยีเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วและผู้คนทั่วโลกเชื่อมโยงกันผ่านอินเทอร์เน็ตทำให้ผู้ประกอบการที่ต้องการเงินทุนสามารถระดมทุนจากมวลชน (Crowd) ที่เรียกว่า Crowdfunding ซึ่งมีต้นทุนต่ำ ใช้เวลาน้อยและได้เงินจำนวนมาก โดยต่อมาระดมทุนดังกล่าวได้พัฒนาไปเป็นรูปแบบที่เรียกว่า Initial Coins Offering หรือ ICO ซึ่งผู้ระดมทุนออก Digital Token/Coin หรือเหรียญดิจิทัลมาเพื่อขายให้กับมวลชน จึงมีลักษณะใกล้เคียงกับการระดมทุนโดยขายหุ้นต่อประชาชน หรือ Initial Public Offering เป็นอย่างมาก

เมื่อ ICO ขยายตัวไปในวงกว้างอย่างก้าวกระโดด จึงอาจเป็นความเสี่ยงที่ส่งผลกระทบต่อเสียหายต่อประชาชน หรืออาจมีการใช้เพื่อการฟอกเงินหรือหลอกลวงประชาชน รัฐบาลของประเทศต่าง ๆ เช่น สหรัฐอเมริกา จีน และสวิตเซอร์แลนด์ จึงเฝ้าระวังและติดตามอย่างใกล้ชิด ซึ่งแต่ละประเทศมีแนวทางดำเนินการที่แตกต่างกันไป ไทยเป็นประเทศแรกในโลกที่ออกกฎหมายเฉพาะเพื่อกำกับดูแล ICO โดยเน้นเพื่อคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนและการป้องกันการฟอกเงินหรือหลอกลวง ในปัจจุบันหน่วยงานทางการมีการพิจารณากฎเกณฑ์หรือแนวทางกำกับดูแลที่เหมาะสมและทันเหตุการณ์ ซึ่งมีความท้าทายที่จะต้องสร้างความสมดุลระหว่างการส่งเสริมสนับสนุนให้ธุรกิจ SME หรือ Startup ที่ใช้เทคโนโลยีดิจิทัลให้สามารถใช้เป็นแหล่งเงินทุนทางเลือก ในขณะที่ต้องกำกับดูแลให้กลไกการระดมทุนมีความโปร่งใส เป็นธรรมและมีประสิทธิภาพเพื่อคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุน

ABSTRACT

Title Supervisory and regulatory framework for initial coin offering to support the

development of digital economy strategy and policy

Field Economics

Name Mr. Sakkarin Ruamrangsri **Course** NDC. **Class** 60

Thailand's Digital Economy Strategic Policy provides support for new business innovations to drive its economy and social development into the new era of digital transformation. One of its objective is to promote the use of new technology to improve and create new business innovation to support SME and Startup. This policy has been included as key development issues under the 12th National Economic and Social Development Plan (BE 2560-2564)

In the past year, SME or Startup have been leveraging the technology of internet to acquire new sources of funding directly from crowd, known as "Crowdfunding". It was fast, efficient, required low investment and can be used to leverage large amounts of funding. The "Crowdfunding" has since been evolved into "Initial Coins Offering" or ICO. With the ICO, the entrepreneur issues "Digital Token or Coin" to exchange for the predetermined future goods, services, or equity shares, similarly to the "Initial Public Offering" or IPO.

The concern over financial crime and fraud with ICO could potentially cause adverse effect that could damage investors or the public. To minimize the risk, many countries such as the United State of America, China, and Switzerland have been mornitoring the ICO development closely with different approaches. Thailand is the first country in the world to have legislation specifically regulating ICO, with a focus on supervision to protect public investors and prevent financial crime. It has the challenge of supporting SME or Startup to leverage the digital technology for fundraising, but there is also a need for transparency in fundraising mechanisms that is fair and effective to protect investors and public.

คำนำ

เศรษฐกิจดิจิทัลเป็นยุทธศาสตร์ที่สำคัญของรัฐบาลที่มีเป้าหมายหลัก เพื่อการขับเคลื่อนประเทศไทยไปสู่เศรษฐกิจระบบใหม่ ซึ่งจะทำให้ภาคเศรษฐกิจก้าวหน้าได้อย่างรวดเร็ว และสามารถแข่งขันในโลกสมัยใหม่ โดยเน้นการนำเทคโนโลยีดิจิทัลมาประยุกต์เพื่อปรับปรุงและพัฒนาการผลิตให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้นและเพิ่มมูลค่าของสินค้าและบริการ โดยใช้ทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดให้เกิดประโยชน์สูงสุด เอกสารวิจัย เรื่อง “แนวทางในการกำกับดูแลการระดมทุนโดยการเสนอขายเหรียญดิจิทัล” (Initial Coin Offering) จัดทำขึ้นเพื่อสนับสนุนยุทธศาสตร์และนโยบายเศรษฐกิจดิจิทัลของรัฐบาลให้ยั่งยืนอีกทางหนึ่งด้วย

ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า เอกสารวิจัยส่วนบุคคลนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจและผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องทั้งภาครัฐและเอกชน และช่วยสร้างความเข้าใจในการระดมทุนผ่านการเสนอขายเหรียญดิจิทัล รวมถึงได้ทราบถึงเครื่องมือในการระดมทุนในระบบเศรษฐกิจดิจิทัล เพื่อส่งเสริมและพัฒนาธุรกิจให้เจริญก้าวหน้า และสามารถแข่งขันกับนานาชาติได้อย่างภาคภูมิใจ

(นายศักรินทร์ ร่วมรังษี)

นักศึกษาวិทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร

หลักสูตร วปอ. รุ่นที่ 60

ผู้วิจัย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ	ก
คำนำ	ข
สารบัญ	ค
สารบัญตาราง	จ
บทที่ 1 บทนำ	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย	4
ขอบเขตของการวิจัย	4
วิธีดำเนินการวิจัย	4
ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย	4
บทที่ 2 สถานการณ์และปัญหาในการระดมทุนจากประชาชนของธุรกิจที่สนับสนุนเศรษฐกิจดิจิทัล	6
นโยบายและแนวทางส่งเสริมและพัฒนาธุรกิจเกี่ยวกับดิจิทัล	6
สถานการณ์หรือสภาพแวดล้อมของการระดมทุน โดยธุรกิจเกี่ยวกับดิจิทัล	9
สภาพปัญหาการระดมทุนที่อาจมีผลกระทบต่อประชาชนและตลาดทุน โดยรวม	20
สรุป	24
บทที่ 3 แนวคิดและหลักการของการกำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชนในตลาดทุน	26
เหตุการณ์ที่สำคัญที่เกี่ยวกับการกำกับดูแล ICO ในประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก	28
องค์กรระหว่างประเทศที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลหลักทรัพย์ออกเดือนประเทศสมาชิก	30
นโยบายและแนวทางในการกำกับดูแลของต่างประเทศ	32
แนวคิด หลักการ และแนวทางการกำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชน	
โดยการเสนอขายหลักทรัพย์ในประเทศไทย	46
หลักการของการกำกับดูแล	47
การกำกับดูแลภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน	48

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
การระดมทุนจากประชาชนของผู้ประกอบธุรกิจ SME หรือ Start up	50
สรุป	69
บทที่ 4 ทางเลือกในการใช้มาตรการและเครื่องมือในการกำกับดูแลและส่งเสริม	
การระดมทุนจากประชาชน โดยการขายเหรียญดิจิทัล	72
วิเคราะห์และประเมินทางเลือกมาตรการและเครื่องมือกำกับดูแล	72
การระดมทุนแบบ Equity Crowdfunding และมาตรการกำกับดูแล	73
การระดมทุนแบบ ICO และมาตรการกำกับดูแล	76
กฎเกณฑ์และแนวทางการกำกับดูแลและการส่งเสริม	79
ความท้าทายต่อการเปลี่ยนแปลงการระดมทุนจากประชาชนในอนาคต	85
สรุป	87
บทที่ 5 สรุปและข้อเสนอแนะ	89
สรุป	89
ข้อเสนอแนะ	92
บรรณานุกรม	96
ประวัติย่อผู้วิจัย	102

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3-1 เสนอแนะการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)	50
3-2 การเปรียบเทียบความแตกต่างของการลงทุน	54
3-3 สรุปข้อเปรียบเทียบสัดส่วนการลงทุน	59
4-1 ตารางเปรียบเทียบทางเลือกของการระดมทุนภายใต้การกำกับดูแลในปัจจุบัน	80

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
3-1	เกณฑ์การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)	50
3-2	การเปรียบเทียบความแตกต่างของการลงทุน	54
3-3	สรุปข้อเปรียบเทียบสัดส่วนการลงทุน	59
4-1	ตารางเปรียบเทียบทางเลือกของการระดมทุนภายใต้การกำกับดูแลในปัจจุบัน	80

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

เศรษฐกิจดิจิทัลเป็นยุทธศาสตร์ที่สำคัญของรัฐบาลที่มีเป้าหมายเพื่อที่จะขับเคลื่อนประเทศไทยไปสู่เศรษฐกิจระบบใหม่ ซึ่งจะทำให้ภาคเศรษฐกิจก้าวหน้าไปได้ทันโลก และสามารถแข่งขันในโลกสมัยใหม่ โดยเน้นการประยุกต์ใช้เทคโนโลยีดิจิทัลมาเพื่อปรับปรุงและพัฒนาการผลิตสินค้า และการให้บริการให้มีผลผลิตหรือบริการที่มีมูลค่าเพิ่ม และประสิทธิภาพดีขึ้น โดยใช้ เวลา แรงงาน และทรัพยากรน้อยลงอย่างมีคุณภาพและยั่งยืน

รัฐบาลได้จัดทำแผนพัฒนาดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม เพื่อเป็นแผนงานและดิจิทัลแนวทางในการดำเนินการตามยุทธศาสตร์และนโยบายเศรษฐกิจดิจิทัล ให้เกิดการนำเอาเทคโนโลยีที่ทันสมัยและหลากหลายมาเปลี่ยนแปลงวิธีการดำเนินธุรกิจโดยได้กำหนดเป็นโครงการสำคัญ 4 โครงการ ซึ่งมีสองโครงการจากสี่โครงการเป็นโครงการที่จะส่งเสริมและสนับสนุนวิสาหกิจตั้งใหม่ (Startup) และกิจการขนาดกลางและขนาดย่อม (SME) ให้ประกอบธุรกิจโดยใช้เทคโนโลยีและนวัตกรรมให้เป็นผู้ประกอบการทางเทคโนโลยี (Technopreneur) ซึ่งโครงการตามแผนพัฒนาดังกล่าว ยังได้ถูกสานต่อและนำมาบรรจุเป็นประเด็นการพัฒนาหลักที่สำคัญตามแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 12 (พ.ศ. 2560 – 2564) ด้วยความคาดหวังที่จะให้เป็นโครงการที่จะผลักดันเศรษฐกิจก้าวหน้าไปอย่างก้าวกระโดดไปสู่เศรษฐกิจใหม่เป็นเศรษฐกิจดิจิทัล

ในโครงการแรกเป็นโครงการสนับสนุน SME ไทยก้าวไกลสู่ระดับโลกซึ่งตั้งเป้าหมาย ที่จะสนับสนุนให้ SME ในทุกภาคส่วน ไม่ว่าภาคเกษตร ภาคอุตสาหกรรม และภาคบริการ เข้าถึงและสามารถใช้เทคโนโลยีดิจิทัล เพื่อให้โครงการเจริญเติบโตและมีความสามารถในการแข่งขันทั้งในเวทีภูมิภาคและเวทีโลก ซึ่งผู้ประกอบการ SME นั้น ถือได้ว่าเป็นรากฐานสำคัญของระบบเศรษฐกิจไทย นับจำนวนได้ถึง 95% ของผู้ประกอบการทั้งประเทศ การพัฒนาให้ SME นำนวัตกรรมและเทคโนโลยีมาใช้ลดต้นทุน และเพิ่มผลผลิตในประเทศจะช่วยเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญไปสู่เศรษฐกิจดิจิทัลตามที่ตั้งเป้าหมายของแผนพัฒนา นอกจากนี้ในโครงการที่สอง ได้แก่โครงการส่งเสริมการสร้างวิสาหกิจตั้งใหม่ด้านเทคโนโลยี หรือ Techno Startup จะเป็นการเร่งสร้างบ่มเพาะและสนับสนุนให้ผู้ประกอบการใหม่ด้านดิจิทัลให้เกิดขึ้นในทุกอุตสาหกรรม เพื่อให้ำนวัตกรรมและความเชี่ยวชาญในการใช้เทคโนโลยีมาใช้ในการผลิตสินค้าและบริการเพื่อเพิ่มขีดความสามารถของทุกภาคธุรกิจ รวมทั้งการพัฒนาอุตสาหกรรมดิจิทัลเองด้วย

อย่างไรก็ดี การจะส่งเสริมหรือสนับสนุนผู้ประกอบการ SME และ Startup ให้ใช้เทคโนโลยีดิจิทัลในการดำเนินธุรกิจหรือประกอบธุรกิจดิจิทัลนั้น คงไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ที่จะต้องคำนึงถึงปัจจัยด้านเงินทุนที่จะนำมาใช้ในการประกอบธุรกิจซึ่งในสภาพปัจจุบันการหาเงินทุนยังเป็นเรื่องค่อนข้างยากและจำกัดสำหรับ SME หรือ Startup ที่จะเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ต้นทุนต่ำและมีอย่างเพียงพอภายในเวลาที่ต้องการ การระดมทุนไม่ว่าจะเป็นแบบการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินภาครัฐหรือภาคเอกชนหรือการระดมทุนโดยการเสนอขายหุ้นกับประชาชนเป็นการทั่วไป ปัจจัยด้านเงินทุน จึงยังเป็นปัญหาและข้อจำกัดที่สำคัญอันหนึ่งในการก่อร่างสร้างตัวและเติบโตของ SME และ Startup ในหลายภาคอุตสาหกรรม

เพื่อที่จะให้ได้มาซึ่งแหล่งเงินทุนที่เพียงพอมาใช้ดำเนินธุรกิจ โดยส่วนใหญ่ SME หรือ Startup ที่ทำธุรกิจด้วยเทคโนโลยีดิจิทัล จะใช้วิธีการระดมทุนจากคนในครอบครัว ญาติพี่น้อง หรือเพื่อนฝูง ถ้ามีธุรกิจที่น่าสนใจก็อาจไปเชิญชวนผู้มีเงินทุนที่เป็นผู้ลงทุนที่พร้อมจะร่วมลงทุนในกิจการเกิดใหม่ที่เรียกว่า Venture Capital ซึ่งผู้ลงทุนกลุ่มนี้ก็มีจำนวนไม่มาก และมักจะคัดเลือกลงทุนเฉพาะในกลุ่มธุรกิจที่ตนสนใจ จึงยังไม่สามารถรองรับการต้องการเงินทุนของ SME หรือ Startup ที่มีจำนวนมากและมีหลากหลายอุตสาหกรรม

ในโลกยุคดิจิทัลที่มีการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีที่รวดเร็วและมีการเชื่อมโยงกันของประชาชนจำนวนมาก หรือมวลชน (Crowd) ในโลกอินเทอร์เน็ตผ่านสื่อออนไลน์ Social Media หรือ Website ต่าง ๆ ทำให้ผู้ประกอบการที่ต้องการเงินทุนสามารถเข้าถึงมวลชน (Crowd) ที่มีเงินทุนทำให้มีช่องทางที่จะระดมทุนจากมวลชนในสังคมออนไลน์ หรือที่เรียกว่า Crowdfunding ซึ่งเป็นการระดมทุนที่มีขั้นตอนที่มีต้นทุนการระดมทุนต่ำกว่า ใช้เวลาน้อยกว่า ได้จำนวนมากกว่า และมีกฎเกณฑ์กติกาต้องปฏิบัติตามน้อยกว่าเมื่อเทียบกับการขอกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินหรือระดมเงินทุนจาก Venture Capital

ในช่วงปีที่ผ่านมา การระดมทุนในโลกอินเทอร์เน็ตหรือโลกออนไลน์ได้เกิดพัฒนาการใหม่ โดยมีการเปลี่ยนแปลงรูปแบบจากระดมทุนแบบ Crowdfunding ไปเป็นรูปแบบที่เรียกว่า Initial Coins Offering หรือ ICO ซึ่งผู้ประกอบการออก Coin หรือ Digital Token ที่อาจเรียกว่า “เหรียญดิจิทัล” มาเพื่อเสนอขายให้กับมวลชน (Crowd) ในโลกออนไลน์ โดยกิจการออกเหรียญดิจิทัลจะมีข้อตกลงให้สิ่งตอบแทนต่าง ๆ ตามที่กำหนด อาจเป็นการให้สินค้าและบริการหรือให้ผลตอบแทนในการร่วมทุนเป็นเงินตามผลประกอบการ บางกรณีมีการให้สิทธิออกเสียงในการดำเนินกิจการไปด้วย ซึ่งในกรณีให้ผลตอบแทนหรือสิทธิออกเสียงนี้ทำให้เหรียญดิจิทัลมีลักษณะและสาระสำคัญเหมือนหุ้นที่มีการเสนอขายโดยบริษัทมหาชนจำกัด การขายเหรียญดิจิทัลต่อมวลชนแบบ ICO จึงมีรูปแบบและลักษณะที่คล้ายหรือใกล้เคียงกับการระดมทุนโดยการขายหุ้นต่อ

ประชาชน หรือ Initial Public Offering หรือ IPO เป็นอย่างมาก และเริ่มกลายมาเป็นรูปแบบระดมทุนทางเลือกที่นอกเหนือจากการลงทุน โดยขายหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม

อย่างไรก็ดี เนื่องจากการเสนอขายเหรียญดิจิทัลมีความใกล้เคียงและคล้ายคลึงกับการเสนอขายหุ้นของบริษัทมหาชนจำกัดมาก เมื่อนำไปใช้ระดมทุนจากมวลชน (Crowd) ในสังคมออนไลน์ ซึ่งก็เป็นการระดมเงินจากประชาชนผู้ลงทุนทั่วไปแบบหนึ่ง และเมื่อมีการขายตัวอย่างรวดเร็วแบบก้าวกระโดด จึงเป็นความเสี่ยงที่อาจทำให้เกิดผลกระทบเสียหายกับประชาชนหรือผู้ลงทุนในวงกว้างได้ รัฐจึงจำเป็นต้องหันมาให้ความสำคัญและติดตามพัฒนาการดังกล่าวอย่างใกล้ชิดเพื่อไม่ให้เกิดผลกระทบที่ไม่พึงประสงค์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปัจจุบันเริ่มมีการนำรูปแบบการระดมทุนแบบ ICO ไปใช้ในลักษณะที่เป็นการฉ้อฉลหรือหลอกลวงประชาชน โดยที่ไม่ได้ตั้งใจจะระดมทุนหรือประกอบธุรกิจจริง ทำให้ประชาชนผู้ลงทุนได้รับความเสียหายเป็นจำนวนมาก รัฐบาลในหลายประเทศจึงเริ่มที่จะหันมาเฝ้าระวัง และติดตามเพื่อกำกับดูแลหรือควบคุมที่เข้มงวดขึ้น เช่น ในประเทศสหรัฐอเมริกา หน่วยงานกำกับหลักทรัพย์ได้ออกหนังสือแจ้งเตือนผู้ประกอบการว่า เหรียญดิจิทัลบางประเภทเป็นหลักทรัพย์ (Security) ภายใต้การกำกับดูแลของกฎหมายหลักทรัพย์ ในประเทศจีน รัฐบาลประกาศห้ามมิให้ขายเหรียญดิจิทัลต่อประชาชนอีกต่อไปและห้ามผู้อยู่ภายใต้การกำกับดูแลมิให้ยุ่งเกี่ยวกับธุรกรรมใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับเหรียญดิจิทัล ในขณะที่หลายประเทศยังสงวนท่าทีโดยยังไม่กำหนดหลักเกณฑ์หรือแนวทางการกำกับดูแลหรือระดมทุนที่ชัดเจนและยังคงปล่อยให้มีการเสนอขายเหรียญดิจิทัลต่อประชาชน เนื่องจากยังเห็นว่าการระดมทุนแบบ ICO ซึ่งเกิดขึ้นในโลกอินเทอร์เน็ตที่ไม่อาจปิดกั้นหรือหลีกเลี่ยงไม่ให้เกิดได้ ในขณะเดียวกันการระดมทุนดังกล่าวยังเป็นประโยชน์และเหมาะสมกับความต้องการเงินทุนของกิจการ SME โดยเฉพาะกิจการที่เป็น Startup

สำหรับประเทศไทยยังอยู่ในกลุ่มประเทศที่ยังมิได้ออกหลักเกณฑ์หรือวางแนวทางที่ชัดเจนในการกำกับดูแลและควบคุมการเสนอขายเหรียญดิจิทัลต่อประชาชน และอยู่ในระหว่างที่หน่วยงานทางการกำลังศึกษาทำความเข้าใจลักษณะและความเหมาะสมของการระดมทุนในรูปแบบใหม่นี้รวมทั้งรับฟังความคิดเห็นจากผู้เกี่ยวข้อง เพื่อวิเคราะห์ประเมินและพิจารณากำหนดนโยบาย กฎเกณฑ์ หรือแนวทางที่เหมาะสมและเป็นประโยชน์ต่อประเทศ โดยต้องรักษาสมดุลระหว่างด้านการส่งเสริมสนับสนุนให้ธุรกิจที่ใช้เทคโนโลยีดิจิทัล โดยเฉพาะ SME หรือ Startup สามารถใช้เป็นช่องทางระดมเงินทุน เพื่อสร้างหรือขยายกิจการเป็นแรงสำคัญในการผลักดันให้เกิดเศรษฐกิจดิจิทัล และในอีกด้านหนึ่ง การกำกับดูแลให้กลไกการระดมทุนจากประชาชนมีความโปร่งใส เป็นธรรม และมีประสิทธิภาพ รวมทั้งมีการคุ้มครองประชาชนผู้มีเงินออมได้อย่างเพียงพอและเหมาะสมกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษานโยบายหรือแนวทางในการส่งเสริมและกำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชนโดยการเสนอขายเหรียญดิจิทัล (Coin หรือ Digital Token) เพื่อสนับสนุนนโยบายตามแผนพัฒนาเศรษฐกิจดิจิทัล
2. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์สถานการณ์ความเป็นมา อุปสรรค และปัญหาการระดมทุนโดยการเสนอขายเหรียญดิจิทัลให้แก่ประชาชน (Initial Coin Offering) ที่เกิดขึ้นในประเทศไทย หรือที่มีการเสนอขายจากต่างประเทศให้กับประชาชนคนไทย
3. เพื่อเสนอแนะแนวทางในการกำกับดูแลหรือควบคุม การใช้เครื่องมือทางกฎหมายหรือกลไกที่มีประสิทธิภาพ เพื่อสนับสนุนการระดมทุนในรูปแบบเหรียญดิจิทัลในโลกอินเทอร์เน็ตหรือโลกออนไลน์ในขณะที่มีการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนอย่างเพียงพอและเหมาะสม

ขอบเขตของการวิจัย

ศึกษาและวิเคราะห์นโยบายและแนวทางในการส่งเสริมและกำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชนโดยการเสนอขายเหรียญดิจิทัล เพื่อช่วยกิจการขนาดกลางและขนาดย่อม (SME) และวิสาหกิจตั้งใหม่ (Startup) ที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับเทคโนโลยีดิจิทัล เพื่อให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนได้สะดวก รวดเร็ว ต้นทุนต่ำและมีประสิทธิภาพ โดยการวิจัยจะจำกัดเฉพาะกรณีการเสนอขายเหรียญดิจิทัลที่มีลักษณะเป็นหลักทรัพย์ที่ใช้ในการระดมทุนตามกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการศึกษาโดยวิธีวิจัยเชิงคุณภาพ โดยศึกษาทางด้านเอกสาร (Documentary Research) เป็นหลัก โดยศึกษาค้นคว้าและรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากภาครัฐและเอกชน ได้แก่ เอกสารรายงานการวิจัยเชิงวิชาการที่ภาครัฐและภาคเอกชน ข้อมูลจากกฎหมาย เช่น พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561 บทความ ผลงานทางวิชาการ รวมถึงวิธีการสืบค้นข้อมูลจากอินเทอร์เน็ต ข้อมูลทางสื่อออนไลน์ที่เกี่ยวข้อง เพื่อศึกษาวิเคราะห์สภาพปัญหาที่เกิดขึ้น และกำหนดแนวทางในการแก้ไขปัญหาให้ชัดเจน เหมาะสม และมีประสิทธิภาพต่อไป

ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

1. ทราบถึงสถานการณ์และปัญหาในการระดมทุนจากประชาชนโดยการเสนอขาย

เหรียญดิจิทัล (Initial Coin Offering)

2. สามารถเสนอแนะแนวทางในการกำกับดูแลการเสนอขายเหรียญดิจิทัลต่อประชาชนอย่างเหมาะสมและมีประโยชน์ในการสนับสนุนธุรกิจด้านเทคโนโลยีดิจิทัล โดย SME หรือ Startup ในขณะเดียวกันให้มีการคุ้มครองดูแลการระดมทุนของประชาชนผู้มีเงินออมอย่างเพียงพอ เหมาะสมและมีประสิทธิภาพ

คำจำกัดความ

เหรียญดิจิทัล/โทเคนดิจิทัล	หมายถึง หน่วยข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ที่ถูกสร้างขึ้นเพื่อใช้กำหนดสิทธิของผู้ถือในการเข้าร่วมลงทุนในโครงการหรือกิจการ หรือกำหนดสิทธิในการได้สินค้า บริการหรือสิทธิอื่นที่เฉพาะเจาะจง
Initial Coin Offering (ICO)	หมายถึง การระดมทุนเพื่อที่จะนำไปลงทุนในโครงการหรือแผนงานเพื่อผลิตสินค้าหรือบริการใหม่ โดยมีการออกเหรียญดิจิทัลให้แก่ผู้ลงทุน
Cryptocurrency	หมายถึง สกุลเงินที่ถูกเข้ารหัส หรือสกุลเงินดิจิทัล
Crowdfunding	หมายถึง การระดมเงินจากประชาชนจำนวนมาก โดยปกติจะทำในโลกอินเทอร์เน็ต
SME	หมายถึง วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม
Startup	หมายถึง ผู้ประกอบการเริ่มใหม่
Blockchain	หมายถึง เทคโนโลยีที่ใช้ในการทำธุรกรรมโดยไม่ต้องผ่านบุคคลที่สาม หรือไม่ต้องผ่านคนกลาง ด้วยแนวคิดว่าการทำธุรกรรมที่ไม่ผ่านคนกลาง จะมีความน่าเชื่อถือมากกว่า
Entrepreneur	หมายถึง ผู้ที่คิดริเริ่มดำเนินธุรกิจด้วยตนเอง โดยยอมรับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้ตลอดเวลาเพื่อหวังผลกำไรที่เกิดจากผลการดำเนินงานของธุรกิจ

บทที่ 2

สถานการณ์และปัญหาในการระดมทุนจากประชาชน ของธุรกิจที่สนับสนุนเศรษฐกิจดิจิทัล

นโยบายและแนวทางส่งเสริมและพัฒนาธุรกิจเกี่ยวกับดิจิทัล

ปัจจุบัน โลกยุคใหม่กำลังก้าวเข้าสู่การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญอันเนื่องมาจากการพัฒนาอย่างรวดเร็วด้านวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยีอย่างรวดเร็วและก้าวกระโดด โดยเฉพาะเทคโนโลยีดิจิทัลได้เข้ามามีบทบาทสำคัญแทนที่ระบบอนาล็อกและขยายวงกว้างครอบคลุมไปถึงด้านต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นการดำรงชีวิตของมนุษย์หรือการดำเนินกิจกรรมทางด้านเศรษฐกิจ ปรากฏการณ์ของการเปลี่ยนรูปแบบไปสู่การใช้เทคโนโลยีดิจิทัล หรือ Digital Transformation เป็นสิ่งที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วและไม่อาจหลีกเลี่ยงได้จนทำให้เกิดโลกเสมือน (Virtual World) ขึ้นมาคู่กับโลกแห่งความเป็นจริง (Real World) และทำให้โลกแห่งความเป็นจริงเชื่อมโยงหรือทับซ้อนกับโลกเสมือนมากยิ่งขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ในการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจไม่ว่าจะเป็นการขายสินค้า การให้บริการ และการทำธุรกรรมทางการค้าต่าง ๆ จะพัฒนาและเปลี่ยนแปลงไปเป็นการติดต่อและเชื่อมโยงผ่านระบบอินเทอร์เน็ตในโลกเสมือนที่ใช้เทคโนโลยีดิจิทัล ซึ่งจะมีผลต่อเศรษฐกิจของประเทศต่าง ๆ ในโลก รวมทั้งประเทศไทย ทุกภาคส่วนไม่ว่าจะเป็นภาครัฐหรือภาคเอกชนจึงไม่สามารถหลีกเลี่ยงที่จะก้าวเข้าสู่ยุคของเศรษฐกิจดิจิทัล รัฐบาลหรือผู้นำประเทศต่าง ๆ ทั่วโลกจึงจำเป็นต้องมีนโยบายและยุทธศาสตร์ชาติเพื่อรองรับและขับเคลื่อนประเทศจากเศรษฐกิจระบบเดิมไปสู่เศรษฐกิจระบบใหม่หรือเศรษฐกิจดิจิทัล เพื่อให้เศรษฐกิจของประเทศสามารถขยายตัวและเจริญเติบโตได้อย่างเท่าทันหรือทัดเทียมอารยประเทศในโลก

ในการปรับตัวสู่การเปลี่ยนแปลงดังกล่าว รัฐบาลไทยได้มีวิสัยทัศน์เชิงนโยบายในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศไปเป็นระบบเศรษฐกิจดิจิทัล ซึ่งแนวนโยบายการขับเคลื่อนเศรษฐกิจด้วยเทคโนโลยีดิจิทัล ได้มีการผลักดันให้ภาคธุรกิจใช้เทคโนโลยีดิจิทัลในการประกอบธุรกิจให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นเพื่อยกระดับขีดความสามารถในการแข่งขันทางเศรษฐกิจของภาคการผลิตและการบริการตลอดห่วงโซ่มูลค่า ซึ่งปรากฏอยู่ในการวางแผนนโยบาย ยุทธศาสตร์ แผนงานและแนวทางต่าง ๆ ที่สำคัญของประเทศเพื่อปรับตัวรับการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว ไม่ว่าจะเป็นในยุทธศาสตร์ชาติระยะ 20 ปี แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ รวมทั้งในแผนระดับปฏิบัติการของกระทรวงหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง

ในร่างกรอบยุทธศาสตร์ชาติระยะ 20 ปี (พ.ศ. 2560 – 2579) ยุทธศาสตร์ที่ 2 ยุทธศาสตร์ด้านการสร้างความสามารถในการแข่งขัน ได้เน้นการพัฒนาสังคมผู้ประกอบการ (Entrepreneurial Society) เพื่อสร้างผู้ประกอบการที่ประกอบกิจการหรือพัฒนาธุรกิจใหม่ ๆ ด้วยการใช้วิทยาศาสตร์ เทคโนโลยี การวิจัยพัฒนาและนวัตกรรมขับเคลื่อนธุรกิจ หรือที่เรียกว่า Technopreneur โดยต้องพัฒนาทั้งด้านศักยภาพของผู้ประกอบการให้เป็นผู้ที่เข้าใจและสามารถปรับใช้เทคโนโลยียุคใหม่ได้อย่างเหมาะสม เพื่อสร้างสรรค์นวัตกรรมให้กับสินค้าและบริการในรูปแบบใหม่ที่ตอบสนองความต้องการของตลาด รวมทั้งต้องปรับปรุงหรือพัฒนาปัจจัยแวดล้อมในการสร้างสังคมผู้ประกอบการ ที่เข้มแข็ง โดยเฉพาะในส่วนสำคัญเกี่ยวกับกฎระเบียบ ระบบคุ้มครองทรัพย์สินทางปัญญา รวมทั้งการพิจารณาแหล่งเงินทุนในรูปแบบใหม่เพื่อสนับสนุนการเริ่มต้นธุรกิจของผู้ประกอบการขนาดกลางและขนาดย่อมและผู้ประกอบการชุมชน¹

ในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 12 (พ.ศ. 2560 – 2564) ส่วนที่ 4 ยุทธศาสตร์การพัฒนาประเทศ ยุทธศาสตร์ที่ 3 การสร้างความเข้มแข็งทางเศรษฐกิจและสามารถแข่งขันได้อย่างยั่งยืนมุ่งเน้นที่จะขับเคลื่อนเศรษฐกิจแนวใหม่ในการพัฒนาและใช้วิทยาศาสตร์ เทคโนโลยีและนวัตกรรมเพื่อพัฒนาไปสู่เศรษฐกิจดิจิทัล แนวทางสำคัญประการหนึ่งจะเป็นการส่งเสริมผู้ประกอบการรุ่นใหม่ หรือผู้ประกอบการขนาดกลางและขนาดย่อมหรือ SME ให้สามารถใช้เทคโนโลยีและนวัตกรรมในการสร้างสรรค์คุณค่าของสินค้าและบริการให้มีมูลค่าเพิ่มขึ้น และรู้จักใช้เทคโนโลยีและนวัตกรรมในการผลิตหรือส่งเสริมการขายหรือเป็น Smart SME โดยวางยุทธศาสตร์การพัฒนาด้านวิทยาศาสตร์ เทคโนโลยี วิจัยและนวัตกรรมที่เป็นการส่งเสริมให้ผู้ประกอบการมีบทบาทหลักในการสร้างนวัตกรรมโดยนำเทคโนโลยีมาปรับใช้และร่วมกำหนดทิศทางการพัฒนานวัตกรรมให้สอดคล้องกับแผนยุทธศาสตร์ชาติ²

นอกจากนี้การกำหนดนโยบายประเทศไทย 4.0 หรือ Thailand 4.0 ของรัฐบาล ซึ่งจะใช้เป็นโมเดลในการขับเคลื่อนประเทศไปสู่เป้าหมาย “มั่นคง มั่งคั่ง ยั่งยืน” ที่ต้องการให้ประเทศสามารถปรับตัวทันต่อสถานการณ์การเปลี่ยนแปลงของโลกในยุคที่เทคโนโลยีและนวัตกรรมที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว โดยภาครัฐและภาคเอกชนได้ร่วมกันดำเนินการเพื่อรองรับนโยบายดังกล่าว ซึ่งรวมถึงการส่งเสริมผู้ประกอบการเริ่มใหม่ หรือ Startup โดยรัฐบาลได้จัดตั้งคณะทำงานด้านการส่งเสริม SME Startup และ Social Enterprise ภายใต้คณะกรรมการสานพลังประชารัฐที่มุ่งส่งเสริมและพัฒนาให้อุตสาหกรรมเดิมปรับเปลี่ยนไปเป็นอุตสาหกรรมใหม่ ซึ่งจะก่อให้เกิดวงจร

¹ MONEY IDEAS. “SMES 101 : เริ่มต้นธุรกิจง่าย ๆ ด้วย 6 ขั้นตอน”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก : <https://aommoney.com/stories/aommoney-ideas/smes-101-เริ่มต้นธุรกิจ-ง่าย ๆ ด้วย-6-ขั้นตอน/24129#jktgb7fb24, 2561>.

² ดร. ปรมธี วิมลศิริ. “ยุทธศาสตร์ชาติ 20 ปี อนาคตประเทศไทย”. 2559.

ของการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจรอบใหม่ เป็น S – Curve ใหม่ของประเทศ โดยให้ความสำคัญไปที่ Startup ซึ่งเป็นหนึ่งใน 3 S ที่รัฐบาลมุ่งส่งเสริม ได้แก่ SME Startup และ Social Enterprises โดยเน้นการปรับโมเดลใหม่ เพื่อให้ภาคเอกชนมีส่วนร่วมขับเคลื่อนโดยภาครัฐเป็นเพียงฝ่ายสนับสนุน สร้างระบบนิเวศหรือสภาพแวดล้อมที่เหมาะสมและเอื้ออำนวยต่อภาคธุรกิจที่มีลักษณะเป็นผู้ประกอบการ รายเดียวหรือ Entrepreneur โดยเฉพาะการปรับปรุงกฎหมายเพื่อสนับสนุนและสอดคล้องกับการประกอบธุรกิจแบบบุคคลรายเดียว เช่น การตั้งบริษัทโดยบุคคลคนเดียว การนำทรัพย์สินทางปัญญามาเป็นหลักประกันในทางธุรกิจ รวมทั้งการสร้างระบบนิเวศด้านแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมและส่งเสริมมาตรการทางภาษีเพื่อจูงใจผู้ประกอบการ

ในแผนพัฒนาระดับปฏิบัติการของกระทรวง ได้แก่ แผนพัฒนาดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคมของกระทรวงดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม³ ในแผนปฏิบัติการยุทธศาสตร์ 2 เพื่อขับเคลื่อนเศรษฐกิจด้วยเทคโนโลยีดิจิทัล ซึ่งมีเป้าหมายที่จะยกระดับขีดความสามารถในการแข่งขันและกระตุ้นเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ โดยได้วางยุทธศาสตร์สำคัญ 2 ใน 4 ยุทธศาสตร์ที่สอดคล้องกับแนวนโยบายภาครัฐ โดยมียุทธศาสตร์ที่จะสนับสนุนและผลักดันให้ผู้ประกอบการขนาดกลางและขนาดย่อมหรือ SME ใช้เทคโนโลยีดิจิทัลในการเพิ่มประสิทธิภาพและลดต้นทุนการผลิตสินค้าและบริการเพื่อยกระดับให้เป็นสากลเพื่อการแข่งขันในเวทีโลก อีกยุทธศาสตร์หนึ่งเป็นการเร่งสร้างธุรกิจเทคโนโลยีดิจิทัล (Digital technology startup) ให้เป็นกำลังสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจดิจิทัล ผ่านโครงการพัฒนาความคิดสร้างสรรค์ เช่น การบ่มเพาะ อบรม การพัฒนาต้นแบบผลิตภัณฑ์บนพื้นฐานของนวัตกรรมและการสร้างสภาพแวดล้อมที่เอื้อต่อ Startup รวมทั้งการผลักดันการเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมกับลักษณะหรือรูปแบบธุรกิจที่เริ่มใหม่

โดยภาพรวมจะเห็นได้ว่าแผนงานสำคัญของชาติตั้งแต่ระดับยุทธศาสตร์มาจนถึงแผนระดับปฏิบัติการได้กำหนดนโยบาย ยุทธศาสตร์ และแนวทางที่สอดคล้องต่อเนื่องกันอย่างชัดเจนและเป็นรูปธรรมที่ให้ความสำคัญกับการขับเคลื่อนเศรษฐกิจด้วยเทคโนโลยีไปสู่ระบบเศรษฐกิจดิจิทัล โดยมุ่งเน้นส่งเสริมและพัฒนากลุ่มผู้ประกอบการ 2 กลุ่มหลัก ได้แก่ ภาคธุรกิจกลุ่มที่เป็นผู้ประกอบการ SME ซึ่งเป็นธุรกิจรากฐานสำคัญของระบบเศรษฐกิจไทยเพื่อส่งเสริมให้เป็นผู้ประกอบการยุคใหม่ที่นำเทคโนโลยีและนวัตกรรมเข้ามาใช้ในทุกกระบวนการของการประกอบกิจกรรมทางธุรกิจ และอีกกลุ่มที่จะเป็นฟันเฟืองใหม่ในระบบเศรษฐกิจดิจิทัลคือ กลุ่มผู้ประกอบการเริ่มใหม่หรือ Startup ซึ่งมุ่งเน้นการสร้างธุรกิจด้วยเทคโนโลยีดิจิทัลเพื่อพัฒนาสินค้า

³ กระทรวงเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร. “แผนพัฒนาดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม”. (ออนไลน์).

และบริการแบบใหม่ ๆ ที่มีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้นบนพื้นฐานของการสร้างสรรค์นวัตกรรมผสมผสานการทำธุรกิจที่สามารถตอบสนองผู้บริโภคและตลาดในโลกยุคดิจิทัล

สถานการณ์หรือสภาพแวดล้อมของการระดมทุนโดยธุรกิจเกี่ยวกับดิจิทัล

ในการขับเคลื่อนประเทศจากระบบเศรษฐกิจเดิมไปสู่เศรษฐกิจระบบใหม่หรือระบบเศรษฐกิจดิจิทัลตามนโยบายไทยแลนด์ 4.0 รัฐบาลได้ผลักดันและส่งเสริมให้ผู้ประกอบการให้ความสำคัญกับการนำเอาวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยีนวัตกรรมและความคิดสร้างสรรค์มาใช้ในการปรับปรุงและพัฒนาการประกอบธุรกิจและปรับเปลี่ยนแนวคิดและวิธีการจากเดิมที่ทำเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพมาเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มด้วยนวัตกรรมและความคิดสร้างสรรค์ ซึ่งถ้าผู้ประกอบการที่เป็นกลไกสำคัญในระบบเศรษฐกิจของประเทศมีการปรับเปลี่ยนดังกล่าวก็จะทำให้ระบบเศรษฐกิจเปลี่ยนไปเป็นระบบเศรษฐกิจที่เน้นการสร้างมูลค่า (Value – Based Economy)

กลยุทธ์สำคัญภายใต้ไทยแลนด์ 4.0 จึงให้ความสำคัญกับการส่งเสริมและสนับสนุนการใช้เทคโนโลยีและนวัตกรรมในการประกอบธุรกิจของกลุ่มผู้ประกอบการที่เป็นรากฐานสำคัญของเศรษฐกิจไทย ได้แก่ SME และ Startup ในส่วนของ SME เดิมที่มีอยู่ให้เปลี่ยนไปเป็นผู้ประกอบการยุคใหม่ที่น่าเอาเทคโนโลยีและนวัตกรรมเข้ามาปรับใช้ทำให้เปลี่ยนจากผู้ประกอบการแบบดั้งเดิมหรือ Traditional SME ไปเป็น Smart Enterprise ในส่วนของ Startup ก็เน้นวางรากฐานการสร้างผู้ประกอบการที่ทำธุรกิจผลิตสินค้าและบริการใหม่ที่ใช้เทคโนโลยีและนวัตกรรม โดยเฉพาะผู้ประกอบการเริ่มใหม่ด้านเทคโนโลยี (Tech Startup) และผู้ประกอบการเริ่มใหม่ที่เป็นธุรกิจเชิงสร้างสรรค์ (Creative Startup) ซึ่งทั้งสองกลุ่มจะประกอบธุรกิจที่มีมูลค่าสูง (High Value Startup) หรือธุรกิจที่ใช้เทคโนโลยีและการสร้างสรรค์เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่ม และสร้างรายได้และผลกำไรที่สูงโดยใช้เงินลงทุนไม่มาก ทำในลักษณะทำน้อยแต่ได้มาก (less for more) โดยในยุคปัจจุบันที่เทคโนโลยีดิจิทัลกำลังเป็นกระแสที่มาแรงและสร้างความเปลี่ยนแปลงอย่างก้าวกระโดด การสร้างธุรกิจด้วยเทคโนโลยีดิจิทัลให้เกิดสินค้าหรือบริการบนความคิดสร้างสรรค์หรือนวัตกรรม โดยผู้ประกอบการเริ่มใหม่ในธุรกิจดิจิทัลหรือ Digital Startup จึงเป็นกลุ่มที่ภาครัฐให้ความสำคัญและส่งเสริมเพื่อหวังให้เป็นกลุ่มธุรกิจสำคัญที่จะช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจเพื่อสร้างระบบเศรษฐกิจดิจิทัลภายใต้ไทยแลนด์ 4.0

เพื่อให้เกิดผลตามนโยบายและกลยุทธ์ในการพัฒนาและส่งเสริมกลุ่มผู้ประกอบการ SME และ Startup ให้เป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจไปสู่ระบบเศรษฐกิจใหม่นั้น รัฐบาลได้มีการดำเนินการผ่านหน่วยงานสำคัญหลายหน่วยงานเพื่อสามารถสนับสนุนการประกอบการให้ครอบคลุมเรื่องที่สำคัญโดยมีหน่วยงานหลักที่มีบทบาทสำคัญและรับผิดชอบนโยบายและยุทธศาสตร์ดังกล่าว ได้แก่ สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม

(“สสว.”) ภายใต้คณะกรรมการส่งเสริมรัฐวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม และสำนักงานส่งเสริมเศรษฐกิจดิจิทัล (“ดีป้า”) สังกัดกระทรวงดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม

ในการส่งเสริมและพัฒนา SME และ Startup สสว. ได้จัดทำแผนการส่งเสริม SME ฉบับที่ 4 (พ.ศ. 2560 – 2564) ที่มุ่งเน้นให้ SME สามารถอยู่รอดและเติบโตได้อย่างแข็งแกร่งและต่อเนื่องในสภาวะที่การแข่งขันทางการค้านับวันจะทวีความรุนแรงและเปลี่ยนแปลงสภาพแวดล้อมอย่างรวดเร็ว ซึ่งจำเป็นต้องสนับสนุนให้ SME ประกอบธุรกิจอย่างชาญฉลาด โดยต้องมีความรู้ความเข้าใจและทักษะในการประกอบกิจการ มีความสามารถในการนำเทคโนโลยีและความคิดสร้างสรรค์มาพัฒนาสินค้าและบริการให้มีคุณภาพได้มาตรฐานและมีมูลค่าสูงเพื่อเพิ่มศักยภาพการแข่งขันทั้งตลาดในประเทศและตลาดโลก โดยแนวทางดำเนินการที่สำคัญประการหนึ่ง จะส่งเสริมให้ SME นำเทคโนโลยีและนวัตกรรมมาใช้ในการประกอบกิจการเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพมากขึ้น รวมทั้งการนำเทคโนโลยีสมัยใหม่มาช่วยลดต้นทุนของกิจการและส่งเสริมพัฒนาเพื่อยกระดับการใช้เทคโนโลยีและนวัตกรรมมาเพิ่มศักยภาพในการแข่งขัน โดยมุ่งให้เกิดการสร้างมูลค่าเพิ่มของสินค้าและบริการที่มีความแตกต่าง สร้างสรรค์ และมีคุณภาพในระดับสากล การนำนวัตกรรมมาพัฒนากิจการให้เจริญเติบโตเพื่อสร้างกลุ่ม SME ให้มีศักยภาพและเติบโตแบบก้าวกระโดด (Competitive growth) ทำให้เกิดกลุ่ม SME ที่มีนวัตกรรม เทคโนโลยี และความคิดสร้างสรรค์ (Innovative SME / Tech Startup / Creative SME) และกลุ่ม SME ที่สร้างมูลค่าเพิ่มสูง (High Value Added) โดยในแผนการส่งเสริม SME ดังกล่าว ได้กำหนดกลุ่มเป้าหมายในการส่งเสริมและพัฒนาไว้ 6 กลุ่มหลัก ซึ่ง 3 ใน 6 ของ SME กลุ่มเป้าหมายเป็นกลุ่มที่ประกอบธุรกิจที่เน้นการใช้เทคโนโลยีและนวัตกรรมในโลกดิจิทัล ได้แก่ กลุ่มธุรกิจด้านดิจิทัล กลุ่มธุรกิจเชิงสร้างสรรค์และวัฒนธรรม และกลุ่มธุรกิจบริการที่มีมูลค่าสูง ซึ่งกลุ่มธุรกิจเหล่านี้เป็นกลุ่มที่ถูกคาดหวังให้เป็นกลุ่มที่ยกระดับอุตสาหกรรมเดิมไปสู่อุตสาหกรรมใหม่ที่สร้างความสามารถในการแข่งขันของประเทศไปสู่ระดับสากล และเป็นจุดเริ่มต้นของการก้าวไปสู่การเป็นประเทศที่ขับเคลื่อนด้วยนวัตกรรม⁴

ในแผนการส่งเสริม SME ฉบับที่ 4 (พ.ศ. 2560 – 2564) ได้วางยุทธศาสตร์และกลยุทธ์เพื่อการส่งเสริมและพัฒนา SME ในหลายด้าน โดยกลยุทธ์ที่สำคัญด้านหนึ่งจะเป็นเรื่องของการส่งเสริมและสนับสนุนการเข้าถึงแหล่งเงินทุนเพื่อประกอบกิจการของ SME โดยเฉพาะในกลุ่มผู้ประกอบการเริ่มใหม่ที่มีมูลค่าสูง (High Value Startup) เนื่องจากเงินทุนที่นำมาใช้ในการประกอบการเป็นปัจจัยสำคัญและจำเป็นต่อการดำเนินธุรกิจ ตั้งแต่ในช่วงเริ่มต้นกิจการไปจนถึงการมีเงินทุนสภาพคล่องเพียงพอทำให้ธุรกิจดำเนินไปได้อย่างต่อเนื่องและเพื่อการเจริญเติบโตต่อไป

⁴ “Thailand 4.0 โมเดลขับเคลื่อนประเทศไทย สู่มั่งคั่ง มั่นคง และยั่งยืน”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก :

ในกลยุทธ์เพื่อส่งเสริมการเข้าถึงแหล่งเงินทุนมีกำหนดแผนงานและเป้าหมายให้สนับสนุน SME สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนทางเลือกอื่น (Alternative Financing) นอกจากการใช้นิติเงินเชื่อจากสถาบันการเงิน โดยเฉพาะการใช้แหล่งเงินทุนประเภททุน (Equity Financing) ให้มากขึ้น โดยสนับสนุนให้ใช้การระดมทุนจากสาธารณะหรือจากมวลชน (Crowdfunding) เป็นทางเลือกใหม่เนื่องจากเป็นรูปแบบการระดมทุนแบบใหม่ที่สะดวกและเหมาะสมกับลักษณะของ SME เพราะมีต้นทุนต่ำ ใช้เวลาในการระดมทุนไม่มาก และสามารถระดมทุนจากประชาชนทั่วไป ซึ่งร่วมลงทุนด้วยเงินจำนวนที่ไม่มาก

ในส่วนของสำนักงานส่งเสริมเศรษฐกิจดิจิทัล หรือดีป้า ซึ่งเป็นหน่วยงานโดยตรงที่ดูแลการพัฒนาและส่งเสริมธุรกิจที่เกี่ยวกับเศรษฐกิจดิจิทัล ก็ได้มีแผนยุทธศาสตร์ที่ให้ความสำคัญกับการสนับสนุนให้กลุ่มธุรกิจดิจิทัลที่เป็น SME โดยเฉพาะ Digital Startup เพื่อเพิ่มความสามารถในการแข่งขันซึ่งรวมไปถึงการสนับสนุนให้กิจการสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ตอบสนองความต้องการของธุรกิจที่เป็นไปตามแต่ละช่วงของการเจริญเติบโตของกิจการ

การเข้าถึงแหล่งเงินทุนถือเป็นปัญหาและข้อจำกัดที่สำคัญของ SME และ Startup ซึ่งการไม่สามารถหาแหล่งเงินทุนได้อย่างเพียงพออาจส่งผลถึงขั้นทำให้ธุรกิจอาจต้องล้มเลิกกิจการ ในงานวิจัยฉบับหนึ่งที่ได้ทำการศึกษาวิจัยเกี่ยวกับกลยุทธ์การเข้าถึงแหล่งเงินทุนของ SME ได้พบว่า ปัญหาที่เจ้าของกิจการทุกรายต้องประสบนั้นเป็นเรื่องของเงินทุนที่จะนำมาใช้ในการบริหารจัดการ เพื่อเสริมสภาพคล่องทางธุรกิจและเป็นทุนหมุนเวียน (Cash Flow) ในกิจการ โดยปัญหาและอุปสรรคของการเข้าถึงแหล่งเงินทุนซึ่งส่วนใหญ่เป็นการได้รับเงินเชื่อจากสถาบันการเงิน ได้แก่ การขาดประสบการณ์ในการทำธุรกิจของผู้ประกอบการรายใหม่ ปัญหาด้านระบบบัญชีและการเงินที่มีมักจะไม่ถูกต้องครบถ้วนทำให้ขาดความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางบัญชีและการเงิน การมีส่วนของทุนในกิจการไม่เพียงพอ รวมทั้งการไม่มีบุคคลหรือหลักทรัพย์มาเป็นหลักประกันการกู้ยืมเงิน ทำให้สถาบันการเงินไม่ค่อยให้เงินเชื่อกับผู้ประกอบการรายเล็กหรือรายใหม่ ในขณะที่ธนาคารของรัฐที่ได้เข้ามาให้การสนับสนุนรายเล็ก แต่ก็ทำได้ในวงเงินที่ไม่สูงนัก⁵

แม้ว่าในปัจจุบันภาครัฐก็ได้มีมาตรการสนับสนุน SME ให้เข้าถึงแหล่งเงินทุน โดยมีหน่วยงานเฉพาะที่รับผิดชอบและดำเนินการ เช่น ธนาคารพัฒนาวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม หรือธนาคาร SME ที่ให้ความช่วยเหลือด้านการให้เงินเชื่อแก่ SME ในขณะที่บริษัทประกันสินเชื่ออุตสาหกรรมขนาดย่อม (บสย.) ก็มาช่วยแก้ปัญหาเรื่องหลักประกันในการขอสินเชื่อโดยเข้าค้ำประกันสินเชื่อสำหรับผู้ประกอบการที่มีหลักประกันไม่เพียงพอกับการกู้ยืมเงิน และในส่วนของ

⁵ สุรศักดิ์ อำนวยประวิทย์. “กลยุทธ์การเข้าถึงแหล่งเงินทุนของผู้ประกอบการวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ในเขตพื้นที่กรุงเทพมหานคร”. 2559. หน้า 194 - 195.

สว. ก็ได้สนับสนุนโดยเข้ามาช่วยลงทุนกับผู้ประกอบการ SME ที่มีความพร้อมตามแนวทางที่วางไว้ แต่ก็ยังทำได้ไม่เต็มที่และครอบคลุมได้อย่างทั่วถึง เนื่องจากปัญหาที่คล้ายกันคือข้อจำกัดด้านงบประมาณที่ยังไม่เพียงพอที่จะใช้สนับสนุนผู้ประกอบการจำนวนมาก⁶

นอกจากปัญหาเรื่องความไม่พร้อมของผู้ประกอบการ และข้อจำกัดของระบบการให้สินเชื่อของสถาบันการเงินแล้ว ยังอาจมีข้อจำกัดอีกประการหนึ่ง คือ การที่แหล่งเงินทุนในประเทศไม่ค่อยมีความหลากหลายและไม่สามารถตอบสนองความต้องการของผู้ประกอบการที่อยู่ในแต่ละช่วงของการเติบโตของธุรกิจได้อย่างเหมาะสม เนื่องจากผู้ประกอบการ SME จะเป็นธุรกิจที่มีขนาดที่หลากหลาย เริ่มตั้งแต่เป็น Startup ที่มีขนาดเล็กมาก ไปจนถึงขนาดกลาง ขณะที่ช่วงเวลาเติบโตของธุรกิจก็อาจมีได้ตั้งแต่เริ่มตั้งต้นกิจการหรือธุรกิจเกิดใหม่ไปจนถึงธุรกิจที่ประกอบการจนมีรายได้หรือผลประกอบการที่เห็นผลหรือการดำเนินธุรกิจที่ชัดเจนแล้ว ดังนั้น ลักษณะหรือประเภทของเงินทุนที่เหมาะสมที่จะตอบสนองการดำเนินธุรกิจในแต่ละช่วง จึงมีความต้องการที่แตกต่างกันและมีความเฉพาะตามแต่ละประเภทธุรกิจและวงจรชีวิต

ผู้ประกอบการธุรกิจที่เป็นกลุ่มเป้าหมายตามแผนการส่งเสริมของ สว. อันได้แก่ ธุรกิจดิจิทัล ธุรกิจเชิงสร้างสรรค์ หรือธุรกิจบริการที่มีมูลค่าสูง มักจะเป็นผู้ประกอบการเริ่มใหม่หรือ Startup ซึ่งทำธุรกิจโดยใช้เทคโนโลยียุคใหม่หรือเทคโนโลยีดิจิทัล และความคิดสร้างสรรค์ในการพัฒนาสินค้าและบริการรูปแบบใหม่ ๆ เพื่อสร้างความสะดวกสบายหรือแก้ปัญหาบางอย่างให้ผู้บริโภค ซึ่งบางครั้งสินค้าและบริการใหม่นั้นมีการเปลี่ยนแปลงจากรูปแบบเดิมอย่างมากจนถึงขั้นที่ทำให้ธุรกิจแบบเดิมต้องล้มหายตายจาก (Business Disruption) ในขณะที่ธุรกิจรูปแบบใหม่จะประสบความสำเร็จสร้างมูลค่าให้แก่กิจการหลายเท่าตัว ซึ่งโดยส่วนใหญ่จะพบว่าเป็นธุรกิจที่อยู่ในโลกดิจิทัลในรูปแบบของ Application หรือ Online Platform ตัวอย่างเช่น Uber หรือ Grab Taxi ที่ให้บริการในรูปแบบ Application ที่เชื่อมต่อผู้ที่มีรถยนต์ให้สามารถนำรถมารับส่งผู้ที่ต้องการใช้รถโดยสารโดยที่บริษัทผู้ทำ Platform ไม่มีรถเป็นของตนเองแต่สามารถให้บริการขนส่งผู้โดยสารได้ในหลายประเทศทั่วโลก ทำให้ในช่วงเวลาเพียงไม่กี่ปีบริษัทดังกล่าวเติบโตอย่างก้าวกระโดดจนกลายเป็นบริษัทที่มีรายได้สูงและประสบความสำเร็จในระดับต้น ๆ ของโลก อีกตัวอย่างได้แก่ Airbnb ที่มีช่องทาง Application และ Platform ที่เชื่อมโยงให้ผู้ที่มีบ้านหรือห้องพักอาศัยที่เหลื่อใช้นำมาให้ ผู้ที่ต้องการพักอาศัยได้เช่าใช้พักแรมคล้ายการเข้าพักโรงแรมโดยที่ไม่มีโรงแรมหรือห้องพักเป็นของตนเองแม้แต่ห้องเดียว อย่างไรก็ตาม การทำธุรกิจแบบ Startup ถึงแม้จะทำให้มีรายได้และเกิดมูลค่าเพิ่มได้มากและรวดเร็ว แต่อัตราส่วนของความสำเร็จก็มีจำนวนน้อยมาก ธุรกิจที่

⁶ สุรศักดิ์ อำนวยประวิทย์. “กลยุทธ์การเข้าถึงแหล่งเงินทุนของผู้ประกอบการวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในเขตพื้นที่กรุงเทพมหานคร”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก : <http://www.journal.mutt.ac.th:8080/index.php/business/article/view/408,2561>.

ประสบความสำเร็จอาจมีไม่ถึงสิบเปอร์เซ็นต์ของธุรกิจที่มีการก่อตั้งทั้งหมด นอกจากนั้นอาจเป็นธุรกิจที่ล้มเหลวไม่ว่าด้วยความคิดที่ไม่สามารถทำให้เป็นจริง เทคโนโลยีไม่สนับสนุน ตลาดไม่ยอมรับ สินค้าหรือบริการไม่ทันกับความต้องการที่เปลี่ยนแปลงเร็ว การทำธุรกิจของ Startup เหล่านี้จึงมีลักษณะที่ผู้ประกอบการต้องคิดเร็วทำเร็ว ถ้าเห็นว่าจะไม่สำเร็จต้องรีบเลิกกิจการหรือล้มให้เร็ว เพื่อไปเริ่มคิดสร้างสรรค์ในเรื่องใหม่ ๆ ต่อไป

ด้วยรูปลักษณะการทำธุรกิจที่ต้องคิดเร็วทำเร็วและมีความเสี่ยงที่อาจทำให้ไม่สำเร็จสูง ผู้ประกอบการจึงต้องการหาแหล่งเงินทุนที่ตอบสนองการใช้เงินทุนตั้งแต่ช่วงเริ่มต้นซึ่งมีเพียงความคิดสร้างสรรค์และแผนงานหรือโครงการ แล้วจะนำเงินทุนไปพัฒนาสินค้าและบริการตามที่ได้เสนอแผนหรือโครงการ และผู้ที่จะสนับสนุนเงินทุนจึงควรจะเป็นผู้เข้าร่วมลงทุนที่พร้อมจะร่วมกิจการ ที่พร้อมรับความเสี่ยงที่อาจจะไม่สำเร็จได้สูง โดยไม่มีหลักประกันว่าจะได้ผลตอบแทนหรือเงินคืน แต่ถ้าธุรกิจสามารถประสบความสำเร็จตามแผนงานหรือโครงการจะสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการและได้ผลประโยชน์ตอบแทนมีมูลค่าสูงหลายเท่าตัว

ในหลายปีที่ผ่านมาพัฒนาการรูปแบบของการหาแหล่งเงินทุนและการระดมทุนของ SME หรือ Startup ที่นอกเหนือจากการได้สินเชื่อจากสถาบันการเงินได้มีการพัฒนาและเปลี่ยนแปลงไปตามสถานการณ์และความต้องการของผู้ประกอบการและลักษณะของผู้ร่วมลงทุน รูปแบบการหาเงินทุนที่ได้รับความนิยมและมีความเหมาะสมกับธุรกิจ SME และ Startup มีอยู่ 2 ลักษณะ ได้แก่ 1) การระดมทุนจากผู้ลงทุนแบบร่วมลงทุน หรือ Venture Capital และ 2) การระดมทุนจากมวลชนหรือ Crowdfunding ซึ่งมีลักษณะและรูปแบบที่สามารถตอบสนองความต้องการของผู้ประกอบการที่มีความแตกต่างตามช่วงของการเติบโตหรือวงจรชีวิตของธุรกิจ ซึ่งถือเป็นส่วนเสริมที่นอกเหนือจากการหาเงินทุนจากระบบธนาคารพาณิชย์ได้เป็นอย่างดี

การระดมทุนจากผู้ลงทุนแบบร่วมลงทุน หรือ Venture Capital เป็นรูปแบบที่มีพัฒนาการมานานหลายปีแล้ว โดยเป็นแหล่งเงินทุนจากธุรกิจที่ตั้งมาเพื่อหากิจการที่น่าสนใจและเข้าร่วมลงทุน ผู้ลงทุนแบบนี้กลุ่มหนึ่งอาจเป็นนักลงทุนรายบุคคลที่เป็นมืออาชีพและเชี่ยวชาญในการทำธุรกิจ หรือที่เรียกว่า Angel Investor นำเงินส่วนตัวมาลงทุน ซึ่งปกติจะเป็นธุรกิจที่ตนคุ้นเคยหรือสนใจ อีกกลุ่มหนึ่งคือ Venture Capital มักจะเป็นองค์กรหรือบริษัทเอกชนที่ทำธุรกิจที่นำเงินซึ่งรวบรวมมาจากหลายแหล่ง เช่น กองทุนต่าง ๆ เป็นต้น ซึ่งบางครั้งอาจเป็นเงินทุนที่มาจากบริษัทขนาดใหญ่หรือธนาคารพาณิชย์มีลักษณะเป็น Corporate Venture Capital ที่มีเป้าหมายลงทุนในธุรกิจ Startup ที่ทำธุรกิจที่สอดคล้องกับกิจการที่ทำอยู่หรือเป็นธุรกิจที่สามารถขยายหรือต่อยอดออกไป เช่น ธนาคารพาณิชย์ที่สนใจลงทุนใน Startup ที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับการเงินที่ใช้เทคโนโลยีเพื่อสร้างนวัตกรรมทางการเงินใหม่ ๆ หรือ Financial Technology Startup (Fintech

Startup) เพื่อไปร่วมหรือสนับสนุนกิจการให้บริการทางการเงินดังกล่าวที่อาจเข้ามาแทนที่กิจการธนาคารหรือเป็นการทำธุรกิจที่ต่อเนื่องจากธุรกิจธนาคาร

การระดมทุนจากมวลชนหรือ Crowdfunding เป็นรูปแบบการระดมทุนที่เริ่มเกิดขึ้นเมื่อไม่กี่ปีที่ผ่านมาและเป็นที่ยอมรับเป็นอย่างมากในประเทศสหรัฐอเมริกาเพราะสามารถสนับสนุนการระดมทุนให้แก่ธุรกิจลักษณะเจ้าของกิจการรายเดียว (Entrepreneur) ได้อย่างลงตัวและเหมาะสม Crowdfunding เป็นการระดมทุนที่มีพัฒนาการมาจากผลพวงของการเจริญเติบโตของโลกเทคโนโลยีอินเทอร์เน็ตและโลกสังคมออนไลน์ที่ผู้คนทั่วโลกสามารถเชื่อมโยงและติดต่อกันได้ตลอดเวลาผ่านเครื่องคอมพิวเตอร์ส่วนตัวหรือโทรศัพท์มือถือ โดยผู้ประกอบการที่ต้องการระดมเงินทุนมาใช้ในธุรกิจจะเสนอโครงการเพื่อชักชวนให้ผู้คนในโลกของอินเทอร์เน็ตให้เข้าร่วมสนับสนุนเงินทุนแก่โครงการดังกล่าว ซึ่งเป็นการระดมเงินได้ทั้งแบบบริจาค (Donation-based) แบบให้สินค้าหรือบริการตามโครงการเพื่อตอบแทน (Reward-based) แบบให้ยืมเงินและให้ผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ย (Lending-based) หรือแบบการลงทุน (Investment-based) ที่อาจเป็นการให้หุ้นและให้ผลตอบแทนเป็นส่วนแบ่งกำไรหรือเงินปันผล (Equity-based) หรือเป็นการให้หุ้นกู้และให้ผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ย (Debt-based)⁷

ในการจะสนับสนุนให้ SME หรือ Startup ที่ทำธุรกิจดิจิทัลหรือธุรกิจเชิงสร้างสรรค์ที่สร้างมูลค่าสูงได้มีเงินทุนที่เพียงพอและช่วยให้เติบโตได้ตามลักษณะของธุรกิจ จะต้องเข้าใจวงจรชีวิตธุรกิจและความต้องการเงินทุนในแต่ละช่วงของการเจริญเติบโต ซึ่งโดยปกติอาจแบ่งเป็นช่วง ๆ เพื่อทำความเข้าใจได้ดังนี้⁸

1. ช่วงแรกซึ่งอาจเรียกว่า Problem/Solution Fit เป็นช่วงเริ่มต้นของการคิดสร้างสรรค์

และค้นหาทางแก้ปัญหาหรือการสร้างความสะดวกสบายให้แก่ผู้บริโภคโดยการคิดถึงปัญหาในชีวิตประจำวันของผู้คนจำนวนมาก ยิ่งได้ปัญหาร่วมของคนหมู่มากยิ่งทำให้โอกาสที่ธุรกิจจะมีความสำเร็จอย่างสูงได้มากยิ่งขึ้น แล้วจึงคิดค้นหาทางแก้ปัญหาโดยใช้นวัตกรรมหรือเทคโนโลยีมาสร้างสินค้าหรือบริการใหม่ ๆ ที่เป็นทางออกของปัญหาดังกล่าว และพัฒนาเป็นสินค้าหรือบริการต้นแบบ

2. ช่วงที่สองซึ่งอาจเรียกว่า Product Market Fit เป็นช่วงที่สามารถพัฒนาสินค้าหรือ

⁷ ปริญ เตชะมวลาไวยวิทย์. “โอกาสของ SMEs และ Startup”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก : <https://www.sec.or.th>, 2561.

⁸ สดาร์ท็อพ 101. “การแบ่ง STAGE ของ STARTUP”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก : <https://www.smartsme.co.th/content/74766>, 2561.

บริการต้นแบบได้แล้วและนำมาทดลองให้กลุ่มตัวอย่างหรือลูกค้ากลุ่ม เป้าหมายในกลุ่มเล็กได้ใช้ก่อนและปรับเปลี่ยนจนเป็นที่พอใจในระดับที่มั่นใจได้ว่าจะทำการตลาดได้อย่างจริงจัง โดยจะต้องบริหารการตลาดอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อให้ได้สินค้าต้นแบบที่ใช้เวลาและเงินทุนน้อยที่สุดหรือที่เรียกว่า Minimum Viable Product หรือ MVP และเมื่อมั่นใจได้ว่า MVP มีความพร้อมสำหรับตลาดจริงแล้วก็จะเข้าสู่การเริ่มต้นทำธุรกิจเต็มรูปแบบ

3. ช่วงที่สามซึ่งอาจเรียกว่า Business Market Fit เป็นขั้นตอนที่จะนำสินค้าหรือบริการที่พัฒนามาจนพร้อมที่จะออกสู่ตลาดเพื่อขายหรือให้บริการต่อผู้บริโภคทั่วไป ซึ่งในช่วงนี้ผู้ประกอบการต้องเริ่มต้นเข้าสู่ธุรกิจจริงและขยายตลาดออกไปในวงกว้างจึงจำเป็นต้องมีทั้งความรู้ความเข้าใจในการประกอบธุรกิจและหาแหล่งเงินทุนให้เพียงพอที่จะสนับสนุนการดำเนินกิจการจนครบวงจรธุรกิจตามรูปแบบ (Business Model) ที่ได้ออกแบบไว้

4. ช่วงหลังจากนั้นหากกิจการประสบความสำเร็จเป็นที่ยอมรับของตลาดและผู้บริโภคทั่วไปก็จะเป็นช่วงของการขยายกิจการและเติบโตขึ้นเป็นไปตามความต้องการของตลาดและความพร้อมด้านต่าง ๆ รวมทั้งด้านเงินทุนของกิจการ และจะสามารถเจริญเติบโตต่อไปอย่างต่อเนื่องตามเท่าที่ตลาดยังคงตอบรับสินค้าหรือบริการดังกล่าวอยู่ต่อไป

จะเห็นได้ว่าการทำธุรกิจแบบ Startup เป็นการประกอบกิจการขนาดเล็กและมีเงินทุนน้อยแต่จะอาศัยการนำเอาความคิดสร้างสรรค์และเทคโนโลยีสมัยใหม่มาสร้างสินค้าและบริการให้แก่คนหมู่มากในโลกอินเทอร์เน็ตนี่จึงเป็นที่ยอมรับและสร้างรายได้หรือมูลค่าเพิ่มของกิจการอย่างมากจนถึงขั้นมหาศาล การดำเนินธุรกิจของ Startup จึงมีวงจรชีวิตที่แตกต่างและอาจอยู่ในหลายขั้นตอน เริ่มตั้งแต่ช่วงที่มีเพียงความคิดและเงินทุนเล็กน้อยของเจ้าของกิจการไปจนถึงช่วงที่อาจประสบความสำเร็จอย่างรวดเร็วและขยายกิจการไปได้จนถึงเป็นธุรกิจที่ใช้เงินทุนมากและมีขนาดใหญ่ระดับโลกที่ขายสินค้าและให้บริการให้แก่ผู้คนทั่วโลก ดังนั้นความต้องการเงินทุนของธุรกิจจะมากน้อยหรือรูปแบบอย่างไรจึงขึ้นอยู่กับในแต่ละช่วงของการเติบโตของกิจการ ซึ่งถ้าพิจารณาตามช่วงของวงจรชีวิตของธุรกิจก็อาจพบว่าเป็นไปตามลำดับ ดังนี้⁹ 10

1. เนื่องจากผู้ประกอบการ Startup มักจะมีเงินทุนน้อยจึงจำเป็นต้องระดมเงินทุนจากคนอื่นตั้งแต่ในระยะต้น ๆ ตั้งแต่ช่วงที่คิดค้นทางแก้ปัญหาและพัฒนาสินค้าหรือบริการต้นแบบหรือช่วง Problem/Solution Fit โดยจะเป็นการเสนอโครงการสินค้าและบริการพร้อมต้นแบบเพื่อชักชวนผู้สนใจร่วมทุนกลุ่ม Angel Investor หรืออาจจะระดมเงินทุนจากมวลชนในโลกอินเทอร์เน็ต

⁹ สตาร์ทอัพ 101. “การหาแหล่งเงินทุนหรือ FUNDING มีกี่ระดับ?”. (ออนไลน์). เข้าใจได้จาก :

<https://www.smartsme.co.th/content/74798, 2561>.

¹⁰ Lauren Bass. “5 Phases of the Startup Lifecycle : Morgan Brown on What it Takes to Grow a Startup”. 2016.

แบบ Crowdfunding ให้มาร่วมลงทุนเพื่อได้รับสินค้าหรือบริการเมื่อทำสำเร็จหรือรับผลประโยชน์ตอบแทนเป็นเงินส่วนแบ่ง

2. เมื่อสามารถพัฒนาสินค้าต้นแบบและให้กลุ่มลูกค้าเป้าหมายในกลุ่มเล็กได้ทดลองใช้แล้วและได้ผลพอสมควรในช่วงของ Product Market Fit จะยังมีการลงทุนโดยกลุ่มที่เป็น Angel Investor หรือ Crowdfunding และเริ่มต้นขยายไปยัง Venture Capital กลุ่มต้น ๆ ที่เป็นองค์กรหรือบริษัท

3. เมื่อสินค้าและบริการได้รับการพัฒนาและทดลองกับกลุ่มลูกค้าเป้าหมายจนไปถึงขั้นที่มี Business Model ที่เห็นชัดเจนและพร้อมที่จะเข้าสู่ตลาดในช่วง Business Market Fit ก็จะเริ่มเป็นที่สนใจของผู้สนใจร่วมลงทุนที่เป็นบริษัทขนาดใหญ่หรือ Corporate Venture Capital การหาเงินทุนจำนวนมากก็อาจทำได้ง่ายขึ้นและมีผู้มาช่วยให้คำปรึกษาหรือร่วมบริหารธุรกิจทำให้เพิ่มความแข็งแกร่งของธุรกิจ แต่การเข้ามาของผู้ร่วมทุนขนาดใหญ่ก็ต้องแลกกับการลดสัดส่วนความเป็นเจ้าของกิจการพร้อมก็ต้องยอมให้คนอื่นเข้ามาบริหารหรือร่วมกำหนดทิศทางของธุรกิจมากขึ้น

4. เมื่อกิจการสามารถอยู่รอด มีการขยายตัวและเติบโตอย่างต่อเนื่องได้ถึงระดับหนึ่งที่ต้องการใช้เงินทุนอีกจำนวนมากเพื่อรองรับการเป็นธุรกิจขนาดใหญ่ ถ้าหากผู้ประกอบการยังคงต้องการทำธุรกิจอยู่ต่อไปโดยไม่ได้ขายให้คนอื่นที่สนใจมาซื้อกิจการ ก็อาจตัดสินใจระดมทุนเพิ่มโดยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนและนำหลักทรัพย์เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เปลี่ยนสภาพจากการเป็นบริษัทครอบครัวหรือบริษัทเอกชนไปสู่การเป็นบริษัทมหาชนที่มีเจ้าของร่วมเป็นประชาชนทั่วไป

ถึงแม้ว่าการระดมทุนจากมวลชนแบบ Crowdfunding จะเพิ่งเริ่มเป็นที่รู้จักและนำมาใช้แพร่หลายในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา แต่ก็เป็นที่นิยมมากในหมู่ผู้ประกอบการ SME และ Startup ที่ทำธุรกิจดิจิทัลหรือธุรกิจเชิงสร้างสรรค์และมีแนวโน้มที่จะขยายตัวเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพราะมีข้อดีและความเหมาะสมที่สามารถตอบสนองลักษณะการใช้เงินทุนของธุรกิจดังกล่าวอยู่หลายประการได้แก่

1. สามารถแก้ปัญหาด้านเงินทุนของกิจการที่ต้องการการสนับสนุนเงินทุนตั้งแต่ในช่วงเริ่มต้นที่มีเพียงโครงการหรือเพิ่งเริ่มพัฒนาสินค้าต้นแบบ ซึ่งโดยปกติจะหาผู้ที่มาให้เงินทุนค่อนข้างยาก ไม่ว่าจะเป็น Venture Capital หรือสถาบันการเงินซึ่งมักจะต้องการเห็นธุรกิจที่ชัดเจนในระดับหนึ่งก่อน และถ้าจะพิจารณาสนับสนุนก็จะเรียกผลประโยชน์ตอบแทนที่ค่อนข้างสูงตามความเสี่ยงของโอกาสการได้รับเงินคืน

2. ใช้เวลาในการระดมทุนได้อย่างรวดเร็วเพียงไม่กี่เดือนเพราะส่วนใหญ่จะเป็นเพียง

การเสนอโครงการหรือแผนงานไปยัง Funding Portal ที่เป็นแพลตฟอร์มในโลกอินเทอร์เน็ตซึ่งทำหน้าที่เสมือนเป็นศูนย์กลางที่เปิดให้ผู้ทำโครงการต่าง ๆ ได้มาเจอกับผู้ที่สนใจร่วมสนับสนุนหรือลงทุนในโครงการและเปิดโอกาสให้ร่วมลงทุนภายในระยะเวลาระดมทุนที่ไม่ยาวนาน

3. ระดมทุนได้จำนวนมากเนื่องจากการเสนอการร่วมทุนไปยังมวลชนในโลกอินเทอร์เน็ตที่มีอยู่จำนวนมากมหาศาลเป็นร้อยล้านคน แม้จะมีคนสนใจเพียงสัดส่วนเล็กน้อยก็อาจได้คนร่วมทุนถึงจำนวนเป็นหมื่นเป็นแสนคน และเพียงมีคนร่วมลงเงินกันคนละไม่กี่บาทก็อาจจะได้เงินทุนเป็นจำนวนร่วมล้านหรือเป็นสิบล้านหรือมากกว่านั้นขึ้นไป

4. มักจะมีต้นทุนทางการเงินที่ถูกกว่าเมื่อเทียบกับสินเชื่อจากสถาบันการเงินหรือการร่วมทุนกับ Venture Capital และยังสามารถให้ผลตอบแทนขึ้นอยู่กับผลประกอบการ นอกจากนี้บางกรณีสิ่งตอบแทนที่ให้อาจเป็นสินค้าหรือบริการของโครงการนั่นเอง

5. ยังรักษาอำนาจในการควบคุมกิจการไว้กับเจ้าของเดิมเพราะผู้ร่วมทุนจะเป็นผู้คนที่ร่วมทุนรายเล็ก ๆ ที่อาจไม่ได้สนใจที่จะเข้ามาร่วมบริหารกิจการ เจ้าของเดิม จึงยังเป็นผู้มีอำนาจบริหารที่มีเสียงใหญ่ที่สุดในกิจการ ซึ่งจะต่างไปจากกรณีการร่วมทุนโดย Angel Investor หรือ Venture Capital

นอกจากข้อดีและประโยชน์ตามที่ได้กล่าวมาแล้ว ด้วยลักษณะการระดมทุนแบบ Crowdfunding มีรูปแบบการระดมทุนที่เข้ามาเสริมช่องว่างของความต้องการใช้เงินทุนของ SME หรือ Startup ในช่วงเริ่มต้นของกิจการที่มีเรื่องโครงการและแผนงานธุรกิจซึ่งแหล่งเงินทุนรูปแบบเดิมไม่สามารถตอบสนองได้ ไม่ว่าจะเป็นร่วมทุนจาก Angel Investor หรือ Venture Capital หรือจากการกู้เงินจากสถาบันการเงิน จึงทำให้ Crowdfunding เป็นการระดมทุนทางเลือกที่สำคัญในการสนับสนุนกิจการ SME หรือ Startup ที่เพิ่งเริ่มธุรกิจให้สามารถอยู่รอดและเติบโตต่อไปได้ ยิ่งถ้าพิจารณาถึงข้อจำกัดของแหล่งเงินทุนรูปแบบเดิมที่น่าจะมีอย่างจำกัดไม่เพียงพอเมื่อเทียบกับจำนวนของผู้ประกอบการ SME หรือ Startup ในประเทศไทยที่มีอยู่จำนวนมากแล้ว Crowdfunding จึงน่าจะเป็นการระดมทุนที่รัฐบาลควรให้ความสำคัญและส่งเสริมให้เป็นทางเลือกหรือทางออกในการหาเงินทุนของผู้ประกอบการ SME หรือ Startup

Crowdfunding เป็นการระดมทุนรูปแบบใหม่ที่ได้รับการยอมรับและถูกนำมาใช้มากขึ้นทั่วโลก ซึ่งเกิดขึ้นและมีพัฒนาการจากการที่โลกเชื่อมโยงกันระบบอินเทอร์เน็ตทำให้ผู้คนทั่วโลกสามารถรู้จักและติดต่อกันได้อย่างรวดเร็วจากทุกที่ตลอดเวลาผ่านเว็บไซต์และแพลตฟอร์มต่าง ๆ โดยแทบจะไม่มีต้นทุน จึงทำให้ผู้ประกอบการที่มีความคิดสร้างสรรค์ในการทำธุรกิจสามารถนำเอาความคิดสร้างสรรค์นั้นมาชักชวนให้ผู้คนหรือมวลชนในโลกอินเทอร์เน็ตมาร่วมลงทุนในการพัฒนาสินค้าและบริการ หรือร่วมลงทุนในธุรกิจ ทำให้เกิดการระดมทุนที่มีรูปแบบใหม่ที่ผู้ประกอบการสามารถระดมทุนจากคนจำนวนมากโดยมีเพียงแค่โครงการที่เป็นเพียงแผนงานหรือ

อาจมีเพียงสินค้าต้นแบบที่ยังไม่เคยออกขายจริงในตลาด โดยผู้สนใจร่วมลงทุนก็พร้อมที่จะเข้าร่วมลงทุนตั้งแต่ในช่วงที่ยังไม่ได้เห็นผลการทำธุรกิจที่ชัดเจน ส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะผู้สนใจร่วมลงทุนที่รู้จักกับผู้ประกอบการนั้นมาก่อนจากการเป็นผู้ติดตามหรือเพื่อนในโลกออนไลน์ หรืออาจเป็นคนที่มีความเชื่อหรือสนใจในความคิดสร้างสรรค์ตามโครงการนั้นอยู่แล้วจึงมั่นใจว่าสินค้าหรือบริการนั้นมีความเป็นไปได้และจะประสบความสำเร็จได้ ซึ่งการระดมทุนรูปแบบดังกล่าวมีความแตกต่างไปจากการระดมทุนทั่วไปในปัจจุบันที่การชักชวนให้ประชาชนทั่วไปเข้าร่วมลงทุนจะต้องเป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจที่มีการขายสินค้าหรือให้บริการแล้วและมีผลประกอบการให้เห็นอย่างเป็นรูปธรรม

การเกิดขึ้นและเติบโตของการระดมทุนแบบ Crowdfunding นอกจากจะเป็นพัฒนาการของการระดมทุนที่ตอบสนองหรือปรับเปลี่ยนตามโลกธุรกิจดิจิทัลที่เน้นความคิดสร้างสรรค์และเทคโนโลยีที่สร้างธุรกิจใหม่หรือเปลี่ยนแปลงธุรกิจเดิมอย่างก้าวกระโดดแล้ว ยังแสดงให้เห็นว่าการระดมทุนแนวใหม่เกิดจากกลไกของตลาดที่ผลักดันให้มีการปรับเปลี่ยนกิจกรรมทางเศรษฐกิจไปในทางที่ทำให้สะดวกขึ้น ทำได้เร็วขึ้น ลดต้นทุนให้ต่ำลงรวมถึงลดตัวกลางที่ไม่จำเป็นออกไป ซึ่งพัฒนาการดังกล่าวก็ยังคงเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องและทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงหรือมีสิ่งใหม่เกิดขึ้นได้ตลอดเวลาอย่างคาดไม่ถึง

ในระยะเวลาเพียงไม่กี่ปีนับจากที่ผู้คนทั่วโลกโดยเฉพาะธุรกิจในโลกอินเทอร์เน็ตได้เริ่มรู้จักการระดมทุนแบบ Crowdfunding และกำลังได้รับความนิยมใช้อย่างแพร่หลายมากขึ้น การระดมทุนจากมวลชนในโลกออนไลน์ ก็ได้เกิดการเปลี่ยนแปลงและพัฒนาไปอีกระดับหนึ่ง โดยผู้ประกอบการธุรกิจเกี่ยวกับดิจิทัลได้หันมาระดมเงินโดยการออกเหรียญดิจิทัลหรือ Digital token เพื่อเสนอขายให้มวลชนในโลกอินเทอร์เน็ตโดยตกลงว่าจะให้ประโยชน์ หรือสิทธิในรูปแบบต่าง ๆ เช่น ให้ซื้อสินค้าหรือใช้บริการที่จะสร้างขึ้นในอนาคต ให้ผลตอบแทนเป็นเงินที่กำหนดตามระยะเวลาแน่นอนคล้ายดอกเบี้ย หรือให้สิทธิร่วมได้ส่วนแบ่งกำไรจากกิจการโดยไม่ได้สิทธิออกเสียงในการควบคุมกิจการ เป็นต้น โดยจะมีการออกเหรียญดิจิทัลให้ผู้ซื้อถือไว้ในระบบที่จัดขึ้นในระบบอินเทอร์เน็ตและผู้ถือเหรียญก็สามารถโอนหรือขายเหรียญดิจิทัลให้แก่คนอื่นหรือนำไปซื้อขายในตลาดซื้อขายเหรียญดิจิทัลที่มีการจัดขึ้นได้ การระดมทุนโดยการออกเหรียญดิจิทัล ที่เป็นที่นิยมมากในหมู่คนที่ประกอบธุรกิจดิจิทัล โดยเฉพาะกลุ่ม Tech Startup และจากการที่มีการเสนอขายเพื่อระดมทุนดังกล่าวมีลักษณะคล้ายการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเป็นการทั่วไปหรือ Initial Public Offering (IPO) จึงมีการเรียกการระดมทุนด้วยเหรียญดิจิทัลนี้ว่า Initial Coin Offering (ICO)

การระดมทุนแบบ ICO เริ่มถูกนำมาใช้ในช่วงสองปีที่ผ่านมาจนได้รับความนิยมทั่วโลกและเติบโตอย่างรวดเร็วเพราะเป็นช่องทางระดมทุนที่ทำได้ด้วยระบบอิเล็กทรอนิกส์ในโลกอินเทอร์เน็ต ที่เข้าถึงผู้คนได้จำนวนมาก จึงทำได้ง่าย รวดเร็ว และมีค่าใช้จ่ายไม่สูงนัก ปี พ.ศ. 2560

ในระยะเวลาเพียงไม่กี่เดือนการระดมทุนแบบ ICO เติบโตอย่างก้าวกระโดดจนมีมูลค่าที่เพิ่มขึ้นสูงกว่าการระดมทุนแบบร่วมลงทุนโดย Venture Capital ที่ลงทุนในธุรกิจเกี่ยวกับ Bitcoin และเทคโนโลยีบล็อกเชน (Blockchain technology)¹¹ และในปี 2561 เพียงไตรมาสแรกไตรมาสเดียวมูลค่าการระดมทุนแบบ ICO ได้เพิ่มสูงขึ้นเป็น 6,300 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งมากกว่ามูลค่าการระดมทุนในปี 2560 ทั้งปี¹²

แนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงของการระดมทุนในโลกดิจิทัลที่พัฒนาปรับเปลี่ยนกลายมาเป็น ICO ได้อย่างรวดเร็วและเป็นที่ยอมรับในวงกว้างนั้น น่าจะเกิดจากพัฒนาการของปัจจัยสำคัญในโลกดิจิทัล 3 ประการ ได้แก่

1. การระดมทุนที่เกิดจากมวลชนในโลกอินเทอร์เน็ตที่สามารถติดต่อและเชื่อมโยงกันได้กับผู้คนทั่วโลกได้ตลอดเวลาทำให้ผู้ประกอบการธุรกิจสามารถเข้าถึงผู้สนใจร่วมลงทุนจำนวนมากพร้อมกันในสังคมออนไลน์

2. เทคโนโลยีบล็อกเชนที่เป็นเทคโนโลยีที่สร้างระบบหรือกลไกทางอิเล็กทรอนิกส์ที่รองรับการทำธุรกรรมหรือข้อตกลง และมีระบบหรือกลไกดังกล่าวที่สามารถบังคับให้เกิดผลตามธุรกรรมหรือข้อตกลงที่ได้ทำกันไว้ได้อย่างแน่นอน เป็นเสมือนสัญญาอัจฉริยะ (Smart Contract) เมื่อกำหนดสิ่งที่จะต้องทำอะไรไว้แล้ว จะมีระบบหรือกลไกอิเล็กทรอนิกส์ที่จะดำเนินการให้เกิดการทำตามสิ่งที่กำหนดไว้โดยอัตโนมัติ ซึ่งเทคโนโลยีนี้ใช้สร้างเหรียญดิจิทัลที่ให้น่าเชื่อถือจนสามารถใช้เป็นสินทรัพย์ดิจิทัลที่ถือครองได้อย่างทรัพย์สินทั่วไป และแสดงความเป็นเจ้าของเหนือเหรียญดิจิทัลนั้นได้ โอนเปลี่ยนมือได้ รวมทั้งสามารถกำหนดสิทธิหน้าที่ที่ชัดเจนให้ติดอยู่กับเหรียญดิจิทัลได้ด้วย

3. เงินดิจิทัล (Cryptocurrency) ซึ่งเป็นหน่วยอิเล็กทรอนิกส์ที่ถูกสร้างขึ้นเพื่อใช้เป็นสื่อกลางในการซื้อขายหรือแลกเปลี่ยนสินค้าและบริการในโลกดิจิทัลซึ่งอาจนำมาใช้ในการซื้อขายเหรียญดิจิทัลได้สะดวกและเป็นที่ยอมรับในสังคมออนไลน์

เนื่องจากการระดมทุนแบบ ICO เป็นการระดมทุนที่เป็นวิวัฒนาการใหม่โดยไม่ได้เป็นการออกหลักทรัพย์ในแบบดั้งเดิม เช่น หุ้น หุ้นกู้ หรือหน่วยลงทุน แต่เป็นการออกเหรียญดิจิทัลซึ่งเป็นหน่วยทางอิเล็กทรอนิกส์ที่มีข้อตกลงที่ให้สิทธิบางประการแก่ผู้ถือซึ่งสามารถออกแบบสิทธิ

¹¹ Alexander Lielacher. "The Current State of ICO Regulations Across the Globe". (Online). Available : <https://btcmanager.com/current-state-of-ico-regulations-across-the-globe/>, 2018.

¹² David Floyd. "\$63 Billion : 2018 ICO Funding Has Passed 2017's Total". 19 April 2018. (online). Available : <https://www.coindesk.com/6-3-billion-2018-ico-funding-already-outpaced-2017/>, 2018.

ที่ทำให้ได้หลากหลายตามความต้องการของผู้ออก ซึ่งยังไม่พบว่ามีประเทศใดในต่างประเทศที่มีกฎหมายหรือกฎเกณฑ์เฉพาะหรือโดยตรงที่มากำกับดูแลหรือควบคุมการออกหรือเสนอขายเหรียญดิจิทัล แต่ก็มีบางประเทศ เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศสิงคโปร์ที่หน่วยงานกำกับดูแลด้านหลักทรัพย์ออกมามีประกาศว่าการขายเหรียญดิจิทัลในบางลักษณะถือเป็นหลักทรัพย์ที่ต้องถูกกำกับดูแลภายใต้กฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่บางประเทศ เช่น ประเทศจีนและประเทศเกาหลีได้ออกประกาศห้ามการทำ ICO ไว้ก่อน โดยยังไม่ได้ออกกฎหมายกำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO ในขณะที่ในหลายประเทศยังคงสงวนท่าทีโดยยังไม่ได้ออกกฎหมายหรือแนวทางที่ชัดเจน แต่ก็ยังไม่ได้แสดงท่าทีที่จะห้ามหรือจะกำกับควบคุมอย่างเข้มข้น¹³ ซึ่งจะศึกษาเรื่องนี้โดยละเอียดต่อไปในบทที่ 3

สภาพปัญหาการระดมเงินทุนที่อาจมีผลกระทบต่อประชาชนและตลาดทุน โดยรวม

เงินทุนเป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างยิ่งต่อการประกอบธุรกิจเป็นเสมือนเส้นเลือดหล่อเลี้ยงกิจการตั้งแต่เริ่มตั้งต้น ไปจนถึงการดำเนินกิจการให้อยู่รอดและเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง การหาเงินทุนของธุรกิจมักจะมาจากทุนของผู้ประกอบการเองและครอบครัว รวมทั้งอาจขยายไปยังเพื่อนฝูงและคนรู้จัก แต่เมื่อกิจการมีความเจริญก้าวหน้าและต้องการขยายกิจการหรือต่อยอดธุรกิจผู้ประกอบการจึงอาจจำเป็นต้องไปหาแหล่งเงินทุนจากบุคคลภายนอกที่สนใจร่วมลงทุนในกิจการที่น่าสนใจและพร้อมให้การสนับสนุนเงินทุน เช่น ผู้ลงทุนแบบ Angel investor หรือกิจการร่วมลงทุนที่เรียกว่า Venture capital แต่นักลงทุนเหล่านี้ก็มีไม่มากนัก และมักจะเลือกลงทุนในกิจการซึ่งตนเองสนใจและเห็นความชัดเจนของกิจการในระดับหนึ่ง โดยปกติผู้ประกอบการส่วนใหญ่จะไปพึ่งพาการกู้ยืมเงินหรือการขอสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินในระบบตลาดเงิน

แม้ว่าสินเชื่อจากสถาบันการเงินจะเป็นแหล่งเงินทุนที่ธุรกิจมีการใช้กันอยู่เป็นการทั่วไป แต่ระบบการให้สินเชื่อก็มีข้อจำกัดอยู่หลายประการ ไม่ว่าจะเป็นกระบวนการพิจารณาหลักทรัพย์และระยะเวลาการให้สินเชื่อ การจำกัดวงเงินสินเชื่อ การต้องมีหลักประกันการกู้ยืมเงิน รวมไปถึงสัดส่วนทางการเงินของผู้ประกอบการเอง เช่น สัดส่วนหนี้สินต่อทุนของผู้กู้ยืม ที่อาจทำให้การกู้ยืมเงินไม่เหมาะกับการเพิ่มเงินทุนมาเพื่อใช้ในการประกอบกิจการ รวมทั้งการกู้ยืมเงินก็มักจะมีต้นทุนทางการเงินที่สูงและอาจก่อภาระเกินควรแก่ผู้ประกอบการ โดยเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจไม่ค่อยดีหรืออยู่ในช่วงที่ดอกเบี้ยการให้สินเชื่อจากสถาบันการเงินมีอัตราสูง

¹³ Alexander Lielacher. "The Current State of ICO Regulations Across the Globe". (Online). Available :

การระดมทุนในตลาดทุนจึงเป็นอีกหนึ่งทางเลือกของผู้ประกอบการเพราะเป็นแหล่งระดมทุนที่มีความหลากหลายรูปแบบ มีทั้งแบบที่เป็นหนี้ เช่น หุ้นกู้ หรือเป็นทุนเช่น หุ้น มีทั้งแบบที่เป็นเงินทุนระยะสั้นหรือระยะยาว ซึ่งเป็นการระดมทุนที่มีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่าการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินและสามารถเลือกรูปแบบตามความเหมาะสมกับลักษณะสภาพของกิจการหรือรูปแบบของธุรกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในธุรกิจที่ต้องใช้เงินทุนจำนวนมากในระยะยาว นอกจากนี้การใช้เงินทุนโดยการระดมเงินทุนในตลาดทุนยังช่วยสร้างสมดุลของโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสำหรับกิจการ ซึ่งจะเป็นประโยชน์ในการเจริญเติบโตของธุรกิจอย่างต่อเนื่องและยั่งยืน

แต่เนื่องจากการระดมเงินทุนในตลาดทุนเป็นการระดมเงินโดยตรงจากผู้มีเงินทุนด้วยการออกหลักทรัพย์เพื่อเสนอขายให้กับผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่มในวงแคบหรือเสนอขายให้แก่ผู้ลงทุนที่เป็นประชาชนโดยทั่วไป ซึ่งเป็นการทำธุรกรรมที่ไปสัมพันธ์หรือเกี่ยวข้องกับผู้ลงทุนรายเล็ก ๆ หรือต่อประชาชนทั่วไปในวงกว้าง โดยปกติผู้ระดมทุนที่เป็นคู่กรณีในธุรกรรมส่วนใหญ่จะเป็นคนที่มีความได้เปรียบกว่า เพราะจะเป็นบริษัทหรือกิจการที่เป็นองค์กรธุรกิจ อำนาจต่อรองจึงสูงกว่าผู้ลงทุนรายย่อยหรือประชาชน นอกจากนี้ ในการเสนอขายหลักทรัพย์ ผู้ระดมทุนจะรู้ข้อมูลของกิจการที่มากกว่า ลึกกว่า และมีความเป็นปัจจุบันมากกว่าข้อมูลที่ผู้ลงทุนหาได้ ความได้เปรียบดังกล่าวอาจนำไปสู่การเอาเปรียบอย่างไม่เป็นธรรม ไม่ว่าจะเป็นการกำหนดข้อผูกมัดหรือเงื่อนไขการเสนอขายต่าง ๆ ที่ได้เปรียบเกินสมควร หรืออาจเป็นการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ถูกต้อง ไม่ครบถ้วนหรือไม่เป็นปัจจุบัน ทำให้ผู้ลงทุนต้องตัดสินใจซื้อผิดพลาดและต้องขาดทุนจากการลงทุน

โดยหลักการในการค้าขายหรือการทำธุรกรรมต่าง ๆ ในตลาดเสรี ผู้ค้าขายหรือคู่กรณีในธุรกรรมควรต้องมีเสรีภาพในการจะตกลงหรือมีข้อผูกมัดระหว่างกันได้ตามความต้องการเท่าที่ไม่ขัดต่อกฎหมายและศีลธรรมอันดี คู่กรณีต้องเป็นผู้ศึกษาหาข้อมูล ทำความเข้าใจและเจรจาต่อรองเพื่อการทำธุรกรรมนั่นเอง โดยรัฐไม่ควรเข้าไปแทรกแซงในการทำธุรกรรม จะมีข้อยกเว้นต่อเมื่อธุรกรรมใดที่คู่กรณีฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดอยู่ในสถานะที่เสียเปรียบจนเกินสมควร โดยเฉพาะถ้าฝ่ายที่เสียเปรียบเป็นประชาชนทั่ว ๆ ไป รัฐอาจต้องเข้าไปดูแลหรือแทรกแซงด้วยเครื่องมือที่เหมาะสม ซึ่งรวมถึงการใช้กฎหมายกำกับดูแลการทำธุรกรรมให้มีความเป็นธรรมแก่คู่กรณีทั้งสองฝ่าย โดยอาจมีข้อกำหนดคกฏเกณฑ์ที่คุ้มครองประชาชนรายย่อยที่มีอำนาจต่อรองที่ด้อยกว่า

การระดมทุนจากประชาชนโดยตรงถือเป็นธุรกรรมที่ผู้ระดมทุนมีความได้เปรียบและมีโอกาสทำธุรกรรมอย่างไม่เป็นธรรมต่อประชาชนหรือผู้ลงทุนรายย่อยได้ รัฐจึงต้องกำหนดกฎหมายเพื่อกำกับดูแลและควบคุมการทำธุรกรรมที่อาจมีผลกระทบต่อประชาชนให้เกิดความเป็นธรรม ไม่ถูกเอาเปรียบและมีความโปร่งใส โดยได้มีการออก พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ขึ้นเพื่อกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ซึ่งกำหนดให้ผู้ที่ระดมทุนต้องมีการขออนุญาตกับหน่วยงานกำกับดูแลคือ สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในการจะออก

หลักทรัพย์เสนอขายต่อประชาชน และต้องมีการเปิดเผยข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนให้มีความถูกต้อง เพียงพอและเป็นปัจจุบัน

นอกจากนี้รัฐจะต้องกำกับดูแลเพื่อการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนแล้ว เนื่องจากระดมทุนจากประชาชนทั่วไปเป็นการจัดสรรเงินทุนของประเทศจากผู้มีเงินออมไปยังผู้ประกอบการที่ต้องการใช้เงินทุนที่เป็นตลาดหลักของตลาดทุน ซึ่งเป็นกลไกสำคัญของระบบเศรษฐกิจของประเทศ รัฐจึงต้องดูแลเพื่อให้ตลาดในการระดมทุนมีประสิทธิภาพและต้องแก้ปัญหาหากเกิดสภาพตลาดที่ล้มเหลว (Market failure) ซึ่งในตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพจะต้องมีการซื้อขายในตลาดที่เปิดกว้าง โปร่งใสและมีกลไกกติกาที่ชัดเจนและเป็นธรรม โดยที่ผู้ลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์ต้องมีข้อมูลเพื่อการตัดสินใจที่ถูกต้อง เพียงพอ เป็นปัจจุบันและมีความเท่าเทียมกันและเมื่อเกิดเหตุการณ์ที่อาจทำให้เกิดตลาดล้มเหลว เช่น ผู้ระดมทุนให้ข้อมูลที่ไม่ถูกต้องหรือไม่ครบถ้วน หรือมีการซื้อขายที่ไม่เป็นธรรมหรือมีการเอาเปรียบกัน เป็นต้น รัฐจะต้องมีกลไกที่เข้าแก้ปัญหาเพื่อให้ตลาดกลับมามีประสิทธิภาพ โดยอาจเลือกใช้มาตรการออกกฎหมายและบังคับใช้กฎหมายเพื่อแก้ปัญหาที่เกิดขึ้น

แม้ว่าโดยทั่วไป รัฐควรปล่อยให้การระดมทุนเป็นไปตามกลไกตลาดเสรีเพื่อให้การใช้ทรัพยากรเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและเกิดประโยชน์สูงสุดในทางเศรษฐกิจ แต่ก็ต้องมีการกำกับดูแลหรือเข้าไปแทรกแซงเมื่อจำเป็นต้องทำเพื่อคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนทั่วไป หรือเพื่อไม่ให้เกิดสภาพของตลาดที่ล้มเหลว¹⁴ ซึ่งจะต้องทำอย่างระมัดระวังและเท่าที่จำเป็น โดยต้องเข้าใจสภาพของตลาดและสภาพแวดล้อมที่เกี่ยวข้องอย่างแท้จริง ระดับของการเข้าไปยุ่งเกี่ยวหรือแทรกแซงก็ต้องพิจารณาตามที่เหมาะสมกับสภาพของตลาดแต่ละแห่งและในแต่ละช่วงเวลา รวมทั้งความสามารถของผู้ที่เป็นคู่กรณี เช่น ในสภาพตลาดที่มีฝ่ายหนึ่งมีอำนาจต่อรองเหนืออีกฝ่ายหนึ่งมาก ก็ต้องมีกลไกกำกับดูแลหรือการแทรกแซงตามความมากน้อยของอำนาจต่อรอง หรือในสถานการณ์ที่ฝ่ายหนึ่งเป็นผู้ครอบครองข้อมูลที่อีกฝ่ายหนึ่งไม่สามารถหรือยากที่จะเข้าถึง ก็อาจต้องมีกฎหมายกำหนดให้ฝ่ายที่มีข้อมูลมีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลให้แก่อีกฝ่ายหนึ่งอย่างถูกต้องและเพียงพอ เป็นต้น

ในโลกยุคใหม่ที่มีการค้าขายหรือการทำธุรกิจทำในโลกอินเทอร์เน็ตหรือโลกออนไลน์ ขยายตัวเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง เทคโนโลยีและนวัตกรรมทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงรูปแบบและวิธีการทำธุรกิจแบบเดิมและเกิดรูปแบบธุรกิจใหม่ ๆ การระดมทุนจากประชาชนของธุรกิจโดยการเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดทุนก็มีลักษณะและรูปแบบเปลี่ยนไปเช่นกัน จากเดิมที่มีการเสนอขาย

¹⁴ อภิชาติ สถิตินิรามัย, “ศ. 461 เศรษฐศาสตร์การพัฒนาทฤษฎีและนโยบาย”. (เอกสารประกอบคำสอน มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กันยายน 2549). หน้า 49.

หลักทรัพย์ต่อประชาชนแบบ IPO ที่มีการติดต่อผ่านบุคคลที่เกี่ยวข้องและตามสถานที่ที่กำหนด เริ่มมีการเสนอขายกันผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์ในโลกอินเทอร์เน็ต เช่น การระดมทุนจากมวลชนแบบ Crowdfunding หรือแบบ ICO ที่สภาพตลาดมีลักษณะพิเศษที่แตกต่างไปจากการระดมทุนแบบเดิม ตัวอย่างเช่น เป็นการระดมทุนที่ผู้ลงทุนจำนวนมากสามารถติดต่อและเข้าถึงได้โดยตรงอย่างสะดวกและรวดเร็ว เป็นการทำธุรกรรมที่ไร้พรมแดนและอาจอยู่นอกอาณาเขตของรัฐ ผู้ระดมทุนกับผู้ลงทุนอาจเป็นคนที่รู้จักหรือคุ้นเคยผ่านสังคมออนไลน์มาก่อน การหาข้อมูลของกิจการและผู้บริหารกิจการสามารถเข้าถึงทำและตรวจสอบได้ง่าย ผู้ลงทุนจำนวนมากอาจมีการรวมกลุ่มกันและมีอำนาจต่อรองใกล้เคียงกับผู้ระดมทุน หรือเทคโนโลยีอาจทำให้ลดขั้นตอนและตัดตัวกลาง ที่ไม่จำเป็น เป็นต้น

แม้ว่าการระดมทุนแบบ ICO จะเป็นการระดมทุนจากประชาชนทั่วไป เช่นเดียวกับการระดมทุนแบบ IPO แต่ก็มี ความแตกต่างที่สำคัญหลายประการ ได้แก่¹⁵

1. IPO จะมีกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่กำกับดูแลเป็นการเฉพาะกำหนดให้ต้องทำเอกสารตามกฎหมายที่แสดงเจตนาการเสนอขายที่เรียกว่า หนังสือชี้ชวนเสนอขาย (Prospectus) ในขณะที่ ICO ไม่มีกฎหมายเฉพาะที่มาใช้บังคับกับการเสนอขายและการจัดทำเอกสารในทางปฏิบัติจะมีการนำเอกสารที่เรียกว่า White paper ที่อธิบายสาระสำคัญของโครงการที่ทำ
2. บริษัทที่เสนอขายแบบ IPO จะเป็นกิจการที่มีการประกอบธุรกิจจนมีผลประกอบการ (Track Record) จนเป็นที่น่าเชื่อถือในระดับหนึ่งแล้ว แต่ ICO บริษัทหรือกิจการที่ออกจะเสนอเป็นโครงการ ซึ่งยังไม่เริ่มประกอบกิจการหรือเป็นช่วงเริ่มต้นแรก ๆ ของกิจการ
3. IPO เป็นการเสนอขายหุ้นที่เป็นหลักฐานแสดงความเป็นเจ้าของกิจการ และมีสิทธิได้รับเงินปันผล รวมทั้งสิทธิในการออกเสียงเพื่อควบคุมกิจการ ส่วน ICO ผู้ถือเหรียญดิจิทัลไม่ได้เป็นเจ้าของกิจการและไม่มีสิทธิออกเสียงเพื่อควบคุมกิจการ ผู้ถือมีสิทธิที่จะได้รับผลประโยชน์ในอนาคตตามแต่จะกำหนด ซึ่งมีได้หลากหลายลักษณะตามความต้องการของผู้ออก
4. IPO ส่วนใหญ่จะดำเนินการโดยใช้เวลาค่อนข้างมาก ตั้งแต่วันที่ได้รับอนุญาต จนถึงวันที่เสนอขายเสร็จอาจใช้เวลา 4-6 เดือน ในขณะที่ ICO ช่วงเวลาการขายอาจใช้เวลาเพียงเดือนเดียว
5. IPO ส่วนใหญ่จะถูกจัดสรรให้กับผู้ลงทุนที่เป็นสถาบันก่อน แล้วจึงแบ่งให้ผู้ลงทุน

¹⁵

Aziz, Founder of Master the Crypto. "Crypto ICO. VS STOCK IPO : What's the Difference ?". (Online).

รายย่อย ซึ่งถ้าเป็นหุ้นของกิจการที่น่าสนใจ จำนวนหุ้นที่จะกระจายถึงผู้ลงทุนรายย่อยค่อนข้างน้อย แต่ถ้าเป็นการขายแบบ ICO จะเปิดโอกาสให้ประชาชนทั่วไป โดยเฉพาะที่อยู่ในโลกออนไลน์เข้าถึงได้อย่างทั่วถึง ผู้ที่เข้ามาลงทุนใน ICO จึงจะมีผู้ถือหุ้นรายย่อยในวงกว้างมากกว่ากรณีของ IPO

สภาพตลาด สภาพแวดล้อม และผู้คนที่เกี่ยวข้องกับกระแสมูลทุนจากประชาชนในโลกอินเทอร์เน็ตนี้มีความแตกต่างไปจากการระดมทุนแบบเดิมอย่างมาก และยังมีการเปลี่ยนแปลงอย่างต่อเนื่องและไม่สิ้นสุด จึงเป็นเรื่องที่ท้าทายของภาครัฐที่จะต้องทำหน้าที่ในการสนับสนุนการเคลื่อนย้ายเงินทุนได้อย่างเสรี ในขณะที่หน่วยงานกำกับดูแลต้องมีการติดตามดูแลการระดมทุนเพื่อให้ตลาดมีประสิทธิภาพและดำเนินการได้ทันการณ์หากเกิดสภาพตลาดที่ล้มเหลว รวมทั้งต้องกำกับควบคุมกิจกรรมที่อาจมีผลกระทบต่อประชาชนในวงกว้างเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อย ดังนั้น รัฐหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้องจึงต้องวางบทบาทและใช้กลไกหรือเครื่องมือในการพัฒนาและกำกับดูแลที่จะสร้างสมดุลระหว่างการสนับสนุนให้การทำธุรกรรมเป็นไปอย่างเสรีแต่มีประสิทธิภาพ และการกำกับเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนและประชาชนทั่วไป

สรุป

โดยสรุปแล้วจะเห็นได้ว่า การเปลี่ยนแปลงของโลกไปสู่ยุคของดิจิทัลเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นอย่างอย่างรวดเร็วและไม่อาจหลีกเลี่ยง และจะส่งผลกระทบต่อประเทศไทยทั้งในด้านสังคมและเศรษฐกิจ รัฐบาลไทยจึงได้วางนโยบาย ยุทธศาสตร์และแผนงานต่าง ๆ ที่จะปรับตัวและพัฒนาให้เศรษฐกิจไปสู่ระบบเศรษฐกิจดิจิทัล โดยส่งเสริมและสนับสนุนภาคเอกชนที่เป็นผู้ประกอบการ SME และ Startup ประกอบธุรกิจที่ใช้เทคโนโลยี นวัตกรรม และความคิดสร้างสรรค์ เพื่อสร้างธุรกิจที่เพิ่มมูลค่าสูง (High Value Added) เช่น Innovative / Creative SME หรือ Tech Startup ซึ่งเป็นตัวจักรที่สำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจให้เป็นระบบเศรษฐกิจที่เน้นการสร้างมูลค่า (Value – Based Economy)

ในการประกอบธุรกิจของ SME และ Startup มักจะมีปัญหาและข้อจำกัดด้านการเข้าถึงเงินทุนเพื่อใช้ทำธุรกิจและสร้างความเจริญเติบโต โดยเฉพาะแหล่งเงินทุนในระบบการเงินหลัก ไม่ว่าจะเป็นสินเชื่อจากระบบสถาบันการเงินในตลาดเงิน หรือการออกหลักทรัพย์เพื่อการระดมทุนจากประชาชนในตลาดทุน แม้รัฐบาลจะมีหน่วยงานหรือมาตรการที่สนับสนุนให้ SME หรือ Startup ได้เข้าถึงแหล่งเงินทุนจากภาครัฐ แต่ก็ยังไม่สามารถกระจายไปอย่างครอบคลุมทั่วถึงผู้ประกอบการจำนวนมาก ด้วยข้อจำกัดด้านงบประมาณ นอกจากนี้ แหล่งเงินทุนดังกล่าวยังไม่สามารถตอบสนองความต้องการใช้เงินทุนตามลักษณะและรูปแบบของ SME และ Startup ที่เป็นธุรกิจที่เพิ่งเริ่มต้นที่อาจมีเพียงโครงการหรือแผนงาน ทั้งยังเป็นธุรกิจที่มีความเสี่ยงที่จะไม่สำเร็จสูง แต่ถ้าสำเร็จก็จะ

สร้างมูลค่าเพิ่มได้อย่างมาก แม้การสนับสนุนเงินทุนโดย Angel Investor หรือ Venture Capital จะสามารถเข้ามาเสริมหรือปิดช่องว่างได้บ้าง แต่ก็ยังมีจำนวนจำกัดและมีต้นทุนทางการเงินที่สูง

เมื่อเทคโนโลยีและนวัตกรรมทำให้เกิดระบบอินเทอร์เน็ตที่เชื่อมต่อผู้คนได้ทั่วโลก ผ่านระบบระบบสื่อสารที่สะดวกและรวดเร็วในสังคมออนไลน์ นำไปสู่พัฒนาการระดมทุนจากมวลชนผ่านระบบอินเทอร์เน็ต หรือ Crowdfunding ที่ผู้ประกอบการที่มีความคิดสร้างสรรค์ สร้างโครงการและแผนงานเพื่อระดมทุนจากผู้คนจำนวนมากมหาศาลในโลกออนไลน์ ทำให้สามารถระดมทุนได้จำนวนมากในเวลาอันรวดเร็ว ซึ่งสามารถตอบสนองความต้องการและลักษณะใช้เงินทุนของ SME และ Startup จึงกลายมาเป็นการระดมทุนแบบ Equity – based crowdfunding และพัฒนาต่อเนื่องจนเกิดเป็นการระดมทุนแบบ ICO ที่มีผู้ประกอบการนำมาระดมทุนและเป็นที่ยอมรับอย่างแพร่หลายไปทั่วโลก มีการขยายตัวอย่างก้าวกระโดดและกำลังเข้ามาแทนที่การระดมทุนรูปแบบเดิมมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็น Venture Capital หรือการระดมทุนแบบ IPO

แม้ว่าการระดมทุนแบบ ICO จะเป็นแหล่งเงินทุนที่ตอบสนองความต้องการและเป็นประโยชน์ต่อผู้ระดมทุน แต่การที่เป็นการระดมทุนจากประชาชนในวงกว้างและเป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง รวมทั้งมีการนำรูปแบบ ICO ไปใช้หลอกลวงหรือฉ้อโกงผู้ลงทุน จึงจำเป็นที่ภาครัฐต้องติดตามและหามาตรการที่เหมาะสมในการกำกับดูแลหรือคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนรวมทั้งสภาพตลาดของการระดมทุนในภาพรวม

บทที่ 3

แนวคิดและหลักการของการกำกับดูแลการระดมทุน จากประชาชนในตลาดทุน

ในการขับเคลื่อนยุทธศาสตร์ของประเทศที่จะพัฒนาเศรษฐกิจจากระบบเศรษฐกิจแบบดั้งเดิมไปสู่เศรษฐกิจดิจิทัลภายใต้ต้นนโยบายไทยแลนด์ 4.0 รัฐบาลมีแผนงานและแนวทางที่ให้ความสำคัญกับการสนับสนุนให้ภาคเอกชนมีบทบาทหลักในการดำเนินธุรกิจ หรือกิจกรรมทางเศรษฐกิจในการค้าขายยุคใหม่ที่อยู่ในโลกอินเทอร์เน็ต ที่ซึ่งผู้ประกอบการทุกคนไม่ว่าจะเป็นรายเล็กหรือรายใหญ่มีโอกาสเข้าแข่งขันกันได้อย่างเสรี และเปิดกว้างในตลาดที่ผู้คนหรือองค์กรธุรกิจสามารถติดต่อและเข้าถึงกันได้จากทั่วทุกมุมโลก โดยผู้ที่ประสบความสำเร็จหรือได้เปรียบในการแข่งขันมักจะเป็นคนที่สามารถปรับเอาเทคโนโลยีสมัยใหม่มาใช้ และมีนวัตกรรมหรือความคิดสร้างสรรค์ในการสร้างหรือพัฒนาสินค้าและบริการที่ตอบสนองความต้องการของตลาดยุคใหม่ รัฐบาลจึงได้มีนโยบายและแผนงานสนับสนุนผู้ประกอบการ SME และ Startup ที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับเทคโนโลยีและความคิดสร้างสรรค์ (Tech Startup/Innovative SME) ให้มีศักยภาพและความพร้อมในการประกอบกิจการเพื่อแข่งขันในตลาดโลกที่เป็นโลกดิจิทัลหรือโลกออนไลน์

การสนับสนุนผู้ประกอบการ SME หรือ Startup ให้ดำเนินธุรกิจในโลกดิจิทัลเพื่อเป็นตัวจักรสำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจ ไม่ได้เป็นแนวนโยบายที่มีเฉพาะของประเทศไทย ในนานาประเทศทั่วโลกที่ให้ความสำคัญกับการพัฒนาเศรษฐกิจไม่ว่าจะเป็นประเทศที่พัฒนาแล้วหรือกำลังพัฒนา ก็ล้วนแต่ให้ความสำคัญในการสนับสนุนให้ผู้ประกอบการแบบ Entrepreneur ที่เป็น SME หรือ Startup เป็นหน่วยธุรกิจที่สำคัญในระบบเศรษฐกิจดิจิทัล โดยรัฐบาลจะสร้างหรือส่งเสริมให้มีโครงสร้างพื้นฐานหรือปัจจัยแวดล้อมที่สำคัญที่ช่วยให้ผู้ประกอบการสามารถประกอบธุรกิจในโลกดิจิทัลได้อย่างสะดวก ซึ่งรวมไปถึงการสนับสนุนให้ผู้ประกอบการสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่เพียงพอและเหมาะสมกับความต้องการของผู้ประกอบการธุรกิจเริ่มใหม่ที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีหรือ Tech Startup หรือผู้ประกอบการขนาดกลางและขนาดย่อมที่ใช้นวัตกรรมและความคิดสร้างสรรค์ หรือ Innovative SME

การระดมทุนของผู้ประกอบการแบบ Tech Startup หรือ Innovative SME นั้น มักจะต้องการหาเงินทุนตั้งต้นในช่วงเริ่มต้นของกิจการหรือโครงการ บางกรณีอาจมีเพียงแนวความคิดหรือแผนงานก็สามารถนำมาเสนอเพื่อชักชวนให้ผู้ที่สนใจร่วมสนับสนุนทางการเงินแล้ว และด้วยการที่โลกอินเทอร์เน็ตเปิดโอกาสให้ผู้ประกอบการสามารถติดต่อและเข้าถึงมวลชน

จำนวนมาก (Crowd) ที่สนใจร่วมลงทุนได้จากทั่วโลก ทำให้การระดมเงินทุนจากผู้สนใจลงทุนในโลกออนไลน์ จึงทำได้ง่ายสะดวกรวดเร็ว และได้จำนวนมาก

การระดมทุนแบบ Crowdfunding ได้รับความนิยมจาก SME และ Startup เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และเป็นแนวโน้มที่เกิดขึ้นในนานาประเทศทั่วโลก เพราะเป็นการระดมทุนที่ทำให้เข้าถึงเงินทุนที่มาจากประชาชนได้มากขึ้นและเป็นวงกว้างขึ้น จากเดิมที่แหล่งเงินทุนค่อนข้างจำกัด ไม่ว่าจะจากการได้รับสินเชื่อของสถาบันการเงินหรือจากผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม เช่น Angel investor หรือ Venture Capital การระดมเงินทุนแบบ Crowdfunding จึงเป็นรูปแบบที่เกิดขึ้นและเติบโตอย่างก้าวกระโดด รวมทั้งมีพัฒนาการที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วตามลักษณะและสภาพแวดล้อมในโลกอินเทอร์เน็ต อย่างไรก็ดี การที่ผู้ประกอบการเข้าไประดมทุนจากประชาชนทั่วไปรวมถึงผู้ลงทุนรายย่อย ทำให้รัฐบาลของประเทศต่าง ๆ มีความกังวลและหันมาพิจารณาทบทวนความเหมาะสมในการกำกับดูแลที่ได้สมดุลระหว่างการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนและการสนับสนุนแหล่งเงินทุนของธุรกิจ SME และ Startup โดยในประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก ไม่ว่าจะเป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศจีน ประเทศสวิตเซอร์แลนด์ หรือประเทศในกลุ่มอาเซียน เช่น ประเทศสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซียมีนโยบายหรือแนวทางไปในทางที่ค่อนข้างคลายกฎเกณฑ์หรือภาระที่ต้องปฏิบัติตามกฎหมายหลักที่ใช้กำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชนทั่วไปเพื่อสนับสนุนผู้ประกอบการเหล่านี้

เมื่อโลกอินเทอร์เน็ตมีเทคโนโลยีที่ได้รับการพัฒนาให้ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง และเกิดนวัตกรรมใหม่ ๆ เช่น เทคโนโลยีบล็อกเชน หรือเงินดิจิทัล (Cryptocurrency) ก็มีผู้คิดค้นหรือออกแบบการระดมทุนในรูปแบบใหม่ที่เป็นการผสมผสานเอาเทคโนโลยีบล็อกเชน เงินดิจิทัลกับการเข้าถึงมวลชนในโลกอินเทอร์เน็ตมาประกอบและพัฒนาเสนอเป็นการระดมทุนแบบ Crowdfunding ให้ยกระดับไปอีกขั้นหนึ่ง ที่เรียกว่า Initial Coin Offering (ICO) ซึ่งเป็นการระดมเงินทุนจากมวลชน (Crowd) ในโลกออนไลน์ โดยออกเหรียญดิจิทัล

การระดมทุนแบบ ICO ได้รับความนิยมจากผู้ประกอบการหลายกลุ่ม โดยเฉพาะผู้ประกอบการ SME และ Startup ที่ทำธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีบล็อกเชนเพราะสามารถระดมทุนได้จากเงินของมวลชนจำนวนมากได้ในระยะเวลาอันสั้นเพื่อรองรับโครงการที่อยู่ในระยะเริ่มแรก เช่น มีเพียงแผนงานหรือสินค้าและบริการที่อยู่ในช่วงทดลอง โดยที่ผู้ระดมทุนสามารถออกแบบเหรียญดิจิทัลที่ให้สิทธิประโยชน์แก่ผู้ถือได้ตามความต้องการแล้วแต่ที่ผู้ประกอบการจะออกแบบ ซึ่งทำให้ผู้ระดมทุนเลือกที่จะให้ประโยชน์ตอบแทนเพียงบางอย่าง โดยมีให้สิทธิเข้าร่วมเป็นเจ้าของหรือสิทธิในการออกเสียงในกิจการได้

เนื่องจากการระดมทุนแบบ ICO เป็นเรื่องที่ยังใหม่ และสามารถกำหนดสิทธิที่ผูกติดกับเหรียญดิจิทัลได้หลากหลายจึงยังไม่มีความชัดเจนว่าการระดมทุนแบบนี้อยู่ภายใต้กฎหมาย

หลักทรัพย์หรือกฎหมายอื่นใดอย่างชัดเจน หรือบางกรณีอาจถูกมองว่า ยังไม่มีกฎหมายกำกับดูแล ในการทำ ICO ประกอบกับมีผู้ประกอบการที่ระดมเงินทุนแบบ ICO เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและ ก้าวกระโดด ทำให้รัฐบาลของประเทศต่าง ๆ ทั่วโลกตระหนักและติดตามเพื่อหามาตรการดูแลการ เติบโตอย่างรวดเร็วและขยายไปยังประชาชนในประเทศของตน ซึ่งแต่ละประเทศมีแนวทางและ วิธีการที่ติดตามดูแลในลักษณะที่แตกต่างกัน มีทั้งประเทศที่ออกมาตรการห้ามการระดมทุนแบบ ICO ประเทศที่ใช้กฎหมายต่าง ๆ ที่มีอยู่เพื่อกำกับดูแล และประเทศที่มีแนวทางในการยอมรับและ สนับสนุน โดยยังไม่ได้ออกกฎหมายมาอย่างชัดเจน รวมทั้งบางประเทศก็สับสนทำที่โดยยังไม่มี แนวนโยบายหรือออกกฎหมายในเรื่องดังกล่าว

เหตุการณ์ที่สำคัญเกี่ยวกับการกำกับดูแล ICO ในประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก

ก่อนที่จะศึกษาและทำความเข้าใจนโยบายหรือแนวทางการกำกับดูแลของแต่ละ ประเทศ จะขอลำดับเหตุการณ์หรือพัฒนาการสำคัญที่เกิดขึ้นในหลายประเทศทั่วโลกที่รัฐบาลของ ประเทศต่าง ๆ ได้ดำเนินการหรือแสดงท่าทีต่อการกำกับดูแลหรือควบคุมการระดมทุนแบบ ICO ลำดับเหตุการณ์สำคัญดังนี้

เดือนมกราคม 2559 รัฐบาลของรัฐ Gibraltar อาณานิคมของประเทศสหราชอาณาจักร ซึ่งถือเป็นประเทศแรกที่ออกนโยบายกำกับดูแลการทำ ICO ได้ประกาศว่าจะสร้างโครงสร้างหรือ กฎระเบียบที่จะสนับสนุนกิจการ Startup และมีประกาศอย่างเป็นทางการในเดือนพฤษภาคม 2560 โดยมีแนวคิดที่จะสนับสนุนให้สถานะทางกฎหมายแก่บริษัทที่เน้นเทคโนโลยีบล็อกเชนและบริษัท ที่จะระดมทุนแบบ ICO โดยมีการคาดหมายว่าจะมีการออกกฎหมายที่เกี่ยวกับเหรียญดิจิทัลมาใช้ ในต้นปี 2561 (เมื่อเดือนมีนาคม 2561 รัฐบาลของ Gibraltar ได้ออก White paper เสนอแนวทางการ ออกกฎหมายดูแลเหรียญดิจิทัล (Token Regulation) ซึ่งระบุในเอกสารว่า ร่างกฎหมายที่กำกับ การออกและเสนอขาย Token จะเสร็จในเดือนมีนาคม 2561 ร่างกฎหมายกำกับตลาดรองหรือตลาด ซื้อขาย Token คาดว่าจะเสร็จในเดือนพฤษภาคม 2561)

เดือนกรกฎาคม 2560 คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือ Securities and Exchange commission (SEC) ของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ออกแนวการตีความ กฎหมายครั้งสำคัญในกรณี DAO Token ว่า Digital Token ที่มีลักษณะเป็นการร่วมลงทุนใน หลักทรัพย์ถือเป็นหลักทรัพย์ (Securities) และต้องปฏิบัติตามกฎหมายหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้ผู้ระดม ทุนแบบ ICO ตลาดซื้อขาย ICO รวมทั้งผู้ประกอบการธุรกิจเกี่ยวกับ ICO ต้องทบทวนการดำเนินการ ของตนเองที่อาจอยู่ภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นกฎหมายที่มีการกำกับดูแลและบังคับใช้อย่าง เคร่งครัด การตีความดังกล่าวทำให้เกิดผลกระทบต่อการระดมทุนแบบ ICO โดยเฉพาะใน

สหรัฐอเมริกา แต่มีส่วนทำให้รัฐบาลและหน่วยงานกำกับดูแลในหลายประเทศทั่วโลกก็เริ่มมีความตื่นตัวที่จะต้องพิจารณาและวางแนวทางอย่างจริงจังในการกำกับดูแล

เดือนกรกฎาคม 2560 ราวหนึ่งสัปดาห์นับจากที่มีการตีความของ US SEC หน่วยงานกำกับดูแลด้านการเงินของสิงคโปร์ที่มีชื่อว่า The Monetary Authority of Singapore (MAS) ซึ่งทำหน้าที่กำกับดูแลทั้งธุรกิจธนาคารและธุรกิจหลักทรัพย์ได้ออกแถลงการณ์ในทำนองเกี่ยวกับการตีความของ US SEC โดยสรุปได้ว่า เหรียญดิจิทัลหรือ Token ที่ออกเสนอขายในการระดมทุนแบบ ICO บางกรณีอาจเข้าข่ายเป็นหลักทรัพย์ที่ต้องอยู่ภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์

หลังจากนั้นหน่วยงานกำกับดูแลด้านการเงินของหลายประเทศก็มีการออกแถลงการณ์ในลักษณะเดียวกัน หรือออกคำเตือนถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนใน ICO เช่น ประเทศอังกฤษ ประเทศรัสเซีย และประเทศแคนาดา เป็นต้น

เดือนกันยายน 2560 หน่วยงานกำกับดูแลด้านการเงินของประเทศสวิตเซอร์แลนด์ ได้แก่ Financial Market Supervision Authority หรือ FINMA ได้ออกแนวทางที่กล่าวถึงการทำ ICO ที่ยังไม่มีความหมายกำกับดูแลเฉพาะแต่อาจไปอยู่ภายใต้บังคับของกฎหมายหลายฉบับที่มีอยู่ เช่น กฎหมายว่าด้วยการธนาคาร กฎหมายว่าด้วยธุรกิจหลักทรัพย์และกฎหมายว่าด้วยการฟอกเงิน โดยประเทศสวิตเซอร์แลนด์ซึ่งเป็นศูนย์กลางทางการเงินและธนาคารของโลกมีทำที่ที่จะสนับสนุนกิจกรรมที่ใช้ Blockchain และ Cryptocurrency ในเขตปกครองบางแห่งมีการยอมรับให้ใช้ Bitcoin ในการจ่ายภาษี และองค์กรรถไฟมีการขาย Bitcoin ตรงจุดบริการขายตั๋วรถไฟ รวมทั้งรัฐบาลก็สนับสนุนให้ทุนในการศึกษาในอุตสาหกรรม Blockchain และ Cryptocurrency และยังมีนโยบายภาษีที่ส่งเสริม จนกระทั่งในเดือนกุมภาพันธ์ 2561 FINMA ได้ออก Guidelines ที่เกี่ยวกับ ICO ที่อธิบายประเภทของ Token ที่มีความแตกต่างกันและอธิบายถึงกฎหมายที่ใช้บังคับหรือเกี่ยวข้องกับ Token ในแต่ละประเภท ซึ่งถือว่าเป็นหน่วยงานกำกับดูแลประเทศแรก ๆ ที่ให้ความชัดเจนเกี่ยวกับประเภทของ Digital Token ในรูปแบบต่าง ๆ ที่อยู่ภายใต้กำกับดูแลตามกฎหมายที่มีอยู่แล้ว

เดือนกันยายน 2560 รัฐบาลของประเทศจีนได้ประกาศให้การทำ ICO เป็นสิ่งที่ผิดกฎหมาย สั่งห้ามการระดมทุน ICO ที่อยู่ระหว่างดำเนินการและให้ตลาดรองซื้อขาย (Exchange Platform) หยุดประกอบกิจการโดยทันที ซึ่งน่าจะเกิดจากกรณีที่เกิดขึ้นในปี 2560 การซื้อขายแบบ ICO ในประเทศจีนมีการเติบโตอย่างมากและรวดเร็ว แต่ปรากฏว่าได้มีการนำเอารูปแบบ ICO ไปใช้หลอกลวงถือโกงและทุจริตมากถึงร้อยละ 90 ของการเสนอขายในช่วงดังกล่าว¹⁶ อย่างไรก็ตาม

¹⁶ Yuthavithi Rootwararit. “จีนสั่งห้ามขาย ICO ถึง 99% ของทั้งหมด ถือเป็นกิจกรรมการระดมทุนที่ผิดกฎหมาย”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก : <https://siamblockchain.com/2017/09/04/game-over-china-halts-99percent-ico-sales/>, 2561.

มีการคาดการณ์ว่า การห้ามกิจการที่เกี่ยวข้องกับ Cryptocurrency และ ICO น่าจะเป็นเพียงการดำเนินการชั่วคราวเพื่อเตรียมการออกกฎหมายเฉพาะที่กำกับดูแลเรื่องดังกล่าว

เดือนกันยายน 2560 ในช่วงที่ประเทศจีนมีมาตรการห้ามการระดมทุนแบบ ICO ประเทศเกาหลีได้ดำเนินการในแนวทางเดียวกันนี้ โดยรัฐบาลเกาหลีได้ออกกฎเกณฑ์เพื่อห้ามการออกและเสนอขายเหรียญดิจิทัลต่อประชาชนและเมื่อมีการออกกฎเกณฑ์ดังกล่าวทำให้ส่งผลกระทบต่อการประกอบธุรกิจในตลาดรองซื้อขาย Cryptocurrency ที่ต่างถูกกำกับดูแลและตรวจสอบเช่นกัน

ช่วงครึ่งหลังของปี 2560 เป็นช่วงที่รัฐบาลของประเทศต่าง ๆ มีความตื่นตัวและติดตามความเคลื่อนไหวและพัฒนาการของการระดมทุนแบบ ICO ที่ขยายตัวอย่างรวดเร็วและก้าวกระโดดกระจายไปยังประชาชนในวงกว้าง แม้การระดมทุนดังกล่าวจะเป็นพัฒนาการใหม่ที่สนับสนุนแหล่งเงินทุนให้แก่ภาคธุรกิจเอกชนโดยเฉพาะ SME และ Startup ที่ทำธุรกิจที่ใช้เทคโนโลยีดิจิทัล ซึ่งจะมีส่วนทำให้เศรษฐกิจเจริญเติบโต แต่การระดมทุนแบบ ICO ก็เป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง และอาจเป็นความเสี่ยงใหม่ที่ผู้ลงทุนไม่คุ้นเคย รวมทั้งมีการนำรูปแบบของ ICO ไปใช้ในทางที่ไม่ถูกต้องหรือผิดกฎหมาย เช่น การหลอกลวงหรือฉ้อโกงให้ลงทุนใน ICO โดยมีได้ทำโครงการจริงหรือนำไปใช้เป็นช่องทางของการฟอกเงินหรือสนับสนุนการเงินแก่ผู้ก่อการร้าย เป็นต้น

ผลกระทบทางด้านลบของการระดมทุนแบบ ICO ไม่เพียงจะเกิดขึ้นหรือสร้างความกังวลในระดับประเทศ แต่เป็นผลกระทบที่เกิดขึ้นในระดับภูมิภาคและในระดับโลก ทำให้หน่วยงานกำกับดูแลด้านการเงินในระดับภูมิภาคหรือองค์กรระหว่างประเทศที่เกี่ยวข้องได้นำเรื่องความกังวลและความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการระดมทุนแบบ ICO ขึ้นพิจารณาเป็นวาระสำคัญเกี่ยวกับเรื่องดังกล่าว

องค์กรระหว่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลหลักทรัพย์ออกเตือนประเทศสมาชิก

หน่วยงานกำกับดูแลด้านหลักทรัพย์และตลาดทุนของยุโรป หรือ The European Securities and Markets Authority (ESMA) มีการพิจารณาและออกแถลงการณ์ในเดือนพฤศจิกายน 2560 ฉบับแรกเป็นการเตือนผู้ลงทุนให้ระมัดระวังการลงทุนใน ICO และฉบับที่สองเป็นการเตือนผู้ประกอบการที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุน ICO ให้ปฏิบัติตามกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้อง

ในแถลงการณ์ฉบับแรก ได้ระบุว่า ICO เป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงมากและมีการเก็งกำไรสูง (“ICOs are extremely risky and speculative investments”) และเตือนให้ผู้ลงทุนถึงความเสี่ยงด้านต่าง ๆ ดังนี้

1. ความเสี่ยงที่ ICO ไม่อยู่ในขอบเขตที่มีกฎเกณฑ์กำกับดูแล ทำให้มีการฉ้อฉล (fraud)

หรือการกระทำที่ผิดกฎหมาย (illicit activities) เนื่องจากการออก Token หรือ Coin ผู้ออกสามารถกำหนดหรือออกแบบข้อตกลงหรือสัญญาทำให้แก่ผู้ซื้อได้ตามที่ ผู้ออกต้องการโดยไม่มีข้อจำกัด

2. ความเสี่ยงที่อาจสูญเสียเงินลงทุนทั้งหมด เนื่องจาก ICO โดยส่วนใหญ่ถูกนำไปใช้เพื่อดำเนินโครงการที่อยู่ในช่วงเริ่มต้นของธุรกิจ ซึ่งมีความเสี่ยงที่จะไม่สำเร็จได้สูง แม้บาง Coin ผู้ออกจะตกลงว่าจะให้ได้สินค้าหรือให้บริการในอนาคต แต่ก็ไม่ได้มีหลักประกันที่แน่นอนว่า การที่ออกสินค้าหรือบริการนั้นจะสำเร็จตามเป้าหมาย

3. ไม่มีทางเลือกที่จะรับเงินคืน และราคาซื้อขายมีความผันผวนสูง เพราะ Coin นั้นอาจไม่มีตลาดรองในการซื้อขายหรือเปลี่ยนคืนเป็นเงินเมื่อต้องการ หรืออาจจะมีตลาดรองแต่ไม่มีสภาพคล่อง และยังมีมีความผันผวนสูง ทำให้ราคาซื้อขายอาจลดลงจากมูลค่าที่ลงทุนเป็นอย่างมาก แล้วยังอาจเสี่ยงต่อการที่มีคนเข้าไปสร้างราคาในตลาดซื้อขาย (Price manipulation) รวมทั้งโดยปกติผู้ออกก็ไม่มีข้อตกลงที่จะซื้อคืน Coin จากผู้ซื้อไม่ว่ากรณีใด ๆ ทำให้ Coin ไม่มีสภาพคล่องที่จะเปลี่ยนเป็นเงินหรือทรัพย์สิน

4. การขาดข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนที่เพียงพอ ข้อมูลที่ปกติผู้ลงทุนได้รับจะอยู่ใน White paper ซึ่งมักจะไม่มีการตรวจสอบ ไม่ครบถ้วน หรือบางครั้งอาจทำให้ เข้าใจผิด เช่น ปกติมักจะเน้น โอกาสที่จะได้รับประโยชน์มากกว่าการอธิบายถึงความเสี่ยงสำหรับการลงทุน

5. ความบกพร่องของเทคโนโลยี Coin อาจถูกสร้าง โอน หรือเก็บรักษาด้วยเทคโนโลยีที่ยังไม่ดีพอและทำงานได้ไม่ถูกต้อง รวมทั้งอาจมีความเสี่ยงต่อการถูกขโมยหรือการโจมตีทางไซเบอร์¹⁷

นอกจากนี้ความกังวลที่เกี่ยวกับ ICO ยังได้ถูกยกขึ้นเป็นวาระสำคัญในระดับโลก โดยที่ประชุมขององค์กรระหว่างประเทศของหน่วยงานกำกับดูแลด้านหลักทรัพย์ที่เรียกว่า International Organization of Securities Commission (IOSCO) ซึ่งมีสมาชิกมาเป็นหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของประเทศสำคัญทั่วโลก ได้มีการจัดประชุมสมาชิกจากทั่วโลกในเดือนตุลาคม 2560 โดยมีการปรึกษาหารือเกี่ยวกับสถานการณ์และพัฒนาการของการระดมทุนแบบ ICO สภาพปัญหาความกังวลและแนวทางดำเนินการของประเทศต่าง ๆ

เมื่อ 15 พฤศจิกายน 2560 คณะกรรมการของ IOSCO ออกแถลงการณ์ถึงความกังวลเกี่ยวกับ ICO โดยที่ได้ให้ความเห็นว่า ICO เป็นการลงทุนที่มีการเก็งกำไรและมีความเสี่ยงต่อผู้ลงทุนหลายประการ และมีประเด็นปัญหาต่าง ๆ ที่เป็นความเสี่ยงของ ICO คล้ายความเห็นของ

¹⁷ “ESMA highlights ICO risks for investors and firms”. (Online). Available :

ESMA ได้แก่ การเป็นกิจกรรมที่ไม่อยู่ภายใต้การกำกับดูแล มีความสัมพันธ์ต่อการฉ้อฉลและทุจริต (fraud) การขาดข้อมูลที่เพียงพอต่อการลงทุน ความบกพร่องของเทคโนโลยีและโครงสร้างพื้นฐาน และความเสียหายจากการขาดสภาพคล่อง โดยได้ยกประเด็นเพิ่มเติมถึงความเสี่ยงอีกด้านหนึ่งคือ ความเสี่ยงจากการเป็นธุรกรรมข้ามชาติ เนื่องจากระดมทุนแบบ ICO มักจะดำเนินการระดมทุนนอกอาณาเขตที่ผู้ลงทุนอาศัยอยู่ และหากโครงการที่ออก ICO ไม่สำเร็จ การติดตามของเงินคืนในทางปฏิบัติทำได้ยากมาก

IOSCO ยังได้เน้นย้ำให้ประเทศสมาชิกได้ศึกษาทำความเข้าใจถึงความเสี่ยงและปัญหาที่อาจเกิดขึ้นกับผู้ลงทุน ซึ่งอาจรวมไปถึงปัญหาการฟอกเงิน การคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคลและความปลอดภัยทางไซเบอร์ เพื่อนำไปประกอบการออกและพัฒนานโยบายหรือกฎเกณฑ์ที่เหมาะสมและมีประสิทธิภาพ โดยจัดการความเสี่ยงให้เหมาะสมตามลักษณะของความเสี่ยง รวมทั้งบริบทและสภาพแวดล้อมของแต่ละประเทศ เนื่องจาก Coin ที่ออกจะมีลักษณะเฉพาะและสามารถออกแบบได้หลากหลาย จึงอาจไม่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลตามกฎหมายของประเทศสมาชิกบางประเทศ หรืออาจมีการออกแบบให้หลีกเลี่ยงข้อปฏิบัติตามกฎหมายของประเทศนั้น ๆ แต่ละประเทศจึงต้องทำการศึกษาและวิเคราะห์ปัญหาหรือช่องว่างที่อาจมีอยู่ในกฎหมายของประเทศของตนและสนับสนุนให้มีการทำงานร่วมกันอย่างใกล้ชิดกับประเทศสมาชิกอื่น¹⁸

นโยบายและแนวทางในการกำกับดูแลของต่างประเทศ

เพื่อประโยชน์ในการพิจารณาและวิเคราะห์แนวทางในการกำหนดแนวนโยบายและวางกฎเกณฑ์เพื่อกำกับดูแลและการส่งเสริมที่เหมาะสม จึงควรทำความเข้าใจและศึกษาแนวทางการดำเนินการ เพื่อกำกับดูแลและควบคุมของต่างประเทศ ซึ่งเห็นว่าควรศึกษาโดยแบ่งเป็น 2 กลุ่มคือ

1. กลุ่มประเทศที่ไม่ได้ห้ามการทำ ICO โดยใช้กฎหมายที่มีอยู่กำกับดูแล
 - 1.1 ประเทศที่เน้นการกำกับดูแล
 - 1.2 ประเทศที่ให้ความสำคัญกับการส่งเสริม
2. กลุ่มประเทศที่ห้ามการทำ ICO
 1. กลุ่มประเทศที่ไม่ได้ห้ามการทำ ICO โดยใช้กฎหมายที่มีอยู่กำกับดูแล

จากที่ได้ทำการศึกษากำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO ในประเทศที่มีการระดมทุนแบบนี้เกิดขึ้นมากพบว่าโดยส่วนใหญ่ไม่ได้ห้ามการทำ ICO โดยสิ้นเชิง แต่ใช้การกำกับควบคุม

¹⁸ Carltta Vitzthum. "Iosco Board Communication on Concerns Related to Initial Coin Offerings (ICOs)". (Online). Available : <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS485.pdf>, 2018.

ภายใต้กฎหมายที่มีอยู่ เช่น กฎหมายหลักทรัพย์ กฎหมายธุรกิจธนาคาร กฎหมายป้องกันการฟอกเงิน เป็นต้น ประเทศในกลุ่มเหล่านี้ เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศสหราชอาณาจักร ประเทศญี่ปุ่น ประเทศสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย โดยแต่ละประเทศจะมีทำที่ที่ให้ความสำคัญกับการส่งเสริมหรือกำกับดูแลที่มีความเข้มข้นต่างกัน

1.1 ประเทศที่เน้นการกำกับดูแล

ในกลุ่มประเทศที่เน้นการกำกับดูแลนั้น มีประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศที่น่าสนใจศึกษาและใช้ในการเทียบเคียง เพราะเป็นประเทศที่เป็นศูนย์กลางทางการเงินที่ใหญ่ที่สุดในโลก และยังมีภาวะระดมทุนแบบ ICO มากเป็นอันดับต้นๆของโลก รวมทั้งเป็นประเทศที่มีการพัฒนาด้านกฎหมายและการกำกับดูแลตลาดทางการเงินที่สำคัญและมีพัฒนาการที่ทันสมัยมาอย่างยาวนาน

ประเทศสหรัฐอเมริกา

สหรัฐอเมริกาเป็นประเทศที่มีกฎหมายและการกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนจากประชาชนที่ค่อนข้างเข้มงวด ทั้งในด้านกฎเกณฑ์ที่ต้องปฏิบัติตามและการบังคับใช้กฎเกณฑ์อย่างจริงจัง โดยมีคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์หรือ SEC เป็นหน่วยงานหลักที่ทำหน้าที่กำกับดูแลกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุน โดยการขายหลักทรัพย์และตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ มีภารกิจสำคัญในการสนับสนุนการระดมทุน (Capital Formation) ของประเทศ ขณะเดียวกันก็มีบทบาทหน้าที่ปกป้องคุ้มครองผู้ลงทุน (Investor Protection) และดูแลให้ตลาดทุนมีการซื้อขายอย่างเป็นธรรม เป็นระเบียบและมีประสิทธิภาพ (Fair orderly and efficient market)

แนวคิดการกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน มาจากหลักการที่ว่าผู้ลงทุนทุกคนต้องสามารถเข้าถึงข้อมูลพื้นฐานในการลงทุนก่อนที่จะซื้อ และตลอดเวลาที่ยังถือเพื่อใช้ตัดสินใจขาย SEC จึงต้องกำกับดูแลให้ผู้ประกอบการที่ออกหลักทรัพย์เสนอขายต้องมาขึ้นทะเบียนกับ SEC และต้องเปิดเผยข้อมูลสำคัญแก่ผู้ลงทุนทั้งในครั้งแรกที่มีการขายหลักทรัพย์ และเปิดเผยข้อมูลสำคัญอย่างต่อเนื่องและตามเวลาที่เหมาะสมเพื่อให้ผู้ลงทุนหรือประชาชนทั่วไปได้ข้อมูลที่ถูกต้องเพียงพอและทันการณ์เพื่อนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน (Informed decision) จึงจะทำให้เกิด ตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพและโปร่งใส ซึ่งเป็นปัจจัยหลักทำให้เกิด Capital formation

นอกจากนี้ เมื่อหลักทรัพย์ของกิจการได้มีการนำเข้าไปจดทะเบียนซื้อขายในตลาดซื้อขาย ก็ต้องมีการกำกับดูแลให้การซื้อขายเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ มีสภาพคล่องและเป็นธรรม รวมทั้งการกำกับควบคุมการประกอบธุรกิจสำคัญที่เกี่ยวข้อง เช่น ผู้ประกอบธุรกิจตลาดซื้อขาย ผู้ให้บริการเป็นนายหน้าซื้อขาย ที่ปรึกษาการลงทุน หรือผู้จัดการบริหารกองทุน เป็นต้น ด้วย

หลักการที่ต้องดูแลให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับตลาดซื้อขายให้มีการซื้อขายอย่างเป็นธรรมและป้องกันการทุจริตฉ้อฉล (Fraud)¹⁹

ในการกำกับดูแลและควบคุมการระดมทุนจากประชาชนและการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยปกติการซื้อขายจะค่อนข้างมีกฎเกณฑ์ที่ต้องปฏิบัติตาม การกำกับตรวจสอบ และการบังคับใช้ที่ค่อนข้างเข้มงวด เนื่องจากเป็นกิจกรรมที่อาจมีผลกระทบต่อผู้ลงทุนหรือประชาชนทั่วไป และความน่าเชื่อถือของตลาดรองในการซื้อขาย อย่างไรก็ตาม ในปี 2555 เพื่อสนับสนุนผู้ประกอบการที่เป็นธุรกิจเริ่มใหม่ (Startup) หรือบริษัทที่อยู่ในช่วงเริ่มต้น (Early – stage companies) สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากสาธารณชนทั่วไป ประเทศสหรัฐอเมริกา ได้ออกกฎหมาย Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act) เป็นกฎหมายเฉพาะรองรับการระดมทุนแบบ Crowdfunding โดยให้การผ่อนคลายนอกกฎเกณฑ์ภายใต้กฎหมายที่กำกับดูแลหลักทรัพย์บางประการ ซึ่งเปิดโอกาสให้ Startup สามารถระดมทุนโดยการออกหลักทรัพย์เสนอขายให้กับประชาชนทั่วไปได้สะดวกขึ้น ทำให้มีช่องทางเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่มาจากประชาชนในวงกว้างได้มากขึ้น ในขณะที่รัฐยังต้องมีการกำหนดมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนรายย่อยที่เหมาะสม เพียงพอและมีประสิทธิผล

แม้ว่าจะมีการออกกฎหมาย JOBS Act ที่ผ่อนคลายนอกกฎเกณฑ์และลดภาระหน้าที่ตามกฎหมายลงเพื่อเปิดโอกาสให้ธุรกิจ Startup สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้นและสะดวกขึ้น แต่เนื่องจากการระดมทุนในกิจการในช่วงเริ่มต้น จึงเป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง SEC จึงได้ออกกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวกับ Crowdfunding โดยกำหนดหลักเกณฑ์ขอบเขต และข้อจำกัดที่สำคัญ ได้แก่

1. การเสนอขายต้องทำผ่านแพลตฟอร์มออนไลน์ (Online Platform) เช่น website หรือ application บนมือถือของผู้ถือใบอนุญาตเป็นนายหน้า – ผู้ค้า (Broker-dealer) หรือผู้ให้บริการช่องทางระดมทุน (Funding Portal) รวมเรียกว่าตัวกลางระดมทุน (Crowding Intermediary) โดยตัวกลางระดมทุนต้องขึ้นทะเบียนกับ SEC และเป็นสมาชิกขององค์กรที่ทำหน้าที่กำกับดูแลการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ ที่ชื่อว่า The Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)
2. ผู้ลงทุนแต่ละรายจะถูกจำกัดมูลค่าของการซื้อโดยขึ้นอยู่กับรายได้หรือทรัพย์สินที่มีอยู่ในรอบระยะเวลา 12 เดือน ซึ่งเป็นการจำกัดความเสี่ยงการลงทุนของบุคคลธรรมดาเป็นรายบุคคล
3. ตัวกลางระดมทุนมีหน้าที่ต้องให้ข้อมูลความรู้เกี่ยวกับการลงทุนในกิจการแบบ

¹⁹ U.S. Securities and Exchange Commission. 10 June 2013. (Online). Available :

Crowdfunding พร้อมทั้งความเสี่ยงต่าง ๆ ที่อาจเกิดขึ้น เช่น การที่ธุรกิจมีโอกาสไม่สำเร็จสูงจนอาจสูญเสียเงินลงทุนทั้งหมด สภาพคล่องน้อยหรืออาจไม่มีสภาพคล่องเลย การไม่มีราคาในตลาดรองให้อ้างอิง การได้รับข้อมูลที่เปิดเผยอย่างจำกัด มีโอกาสเกิดทุจริตฉ้อฉลได้ง่าย เป็นต้น ซึ่งตัวกลางระดมทุนต้องให้ผู้ลงทุนได้อ่านข้อมูลความรู้และความเสี่ยง รวมทั้งมีการยืนยันการรับรู้และสามารถรับภาระการที่อาจสูญเสียเงินลงทุนทั้งหมด

4. ผู้ลงทุนไม่สามารถขายหลักทรัพย์ในช่วงปีแรกของการลงทุน เว้นแต่ตัวบุคคลที่กฎเกณฑ์กำหนด เช่น บุคคลภายในครอบครัว ผู้ลงทุนแบบ Accredited Investor หรือขายคืนให้กับบริษัทที่ออกหลักทรัพย์นั้น

5. บริษัทผู้ระดมทุนต้องให้ข้อมูลขั้นต่ำเกี่ยวกับรายงานทางการเงิน ซึ่งต้องผ่านผู้ตรวจบัญชีอิสระสอบทานหรือตรวจสอบ ซึ่งระดับความมากน้อยของข้อมูลจะขึ้นอยู่กับจำนวนเงินที่จะระดมทุน เพื่อไม่ให้เกิดภาระจนเกินควรแก่ผู้ที่ระดมเงินจำนวนไม่มาก นอกจากนี้ผู้ระดมทุนต้องรายงานผลการดำเนินงานและสถานะทางการเงินไม่ต่ำกว่าปีละ 1 ครั้ง

6. ผู้ระดมทุนต้องให้ข้อมูลสำคัญในการเสนอขาย เช่น ข้อมูลทั่วไปเกี่ยวกับบริษัท ผู้บริหาร และกรรมการ คำอธิบายธุรกิจ วัตถุประสงค์และแผนการใช้เงิน ที่ระดมทุน จำนวนและเวลาที่เสนอขาย ความเสี่ยงสำคัญของบริษัทหรือของธุรกิจ เป็นต้น ซึ่งเป็นข้อมูลที่ค่อนข้างจำกัดกว่าเมื่อเทียบกับการเปิดเผยข้อมูลตามปกติของบริษัทที่เสนอขายหุ้นต่อประชาชน^{20 21}

จะเห็นได้ว่าในการออกกฎเกณฑ์เพื่อสนับสนุนกิจการ Startup ให้สามารถระดมเงินทุนจากประชาชนทั่วไป มีการคำนึงถึงลักษณะและรูปแบบของ Startup ที่โดยปกติจะอยู่ในช่วงเริ่มต้นธุรกิจที่อาจมีเพียงโครงการหรือแผนงานต่างจากกรณีระดมทุนแบบทั่วไปที่ต้องประกอบธุรกิจที่มีผลประกอบการแล้ว จึงทำให้ Startup สามารถอธิบายข้อมูลเกี่ยวกับกิจการได้เพียงระดับหนึ่ง หลักเกณฑ์ที่ใช้จึงกำหนดให้ต้องมีตัวกลางระดมทุนมาเป็นเสมือนผู้ช่วยในการคัดเลือกรายบริษัทที่จะมีโอกาสเข้ามาระดมทุน อธิบายข้อมูลความรู้และความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องแก่ผู้ลงทุน และยังช่วยแนะนำในการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ให้แก่ Startup ที่อาจยังไม่คุ้นเคยกับกฎเกณฑ์หรือกติกาในการระดมทุนในตลาดทุน

ในด้านของการคุ้มครองผู้ลงทุนรายย่อย เพื่อลดหรือจำกัดความเสี่ยงหรือผลกระทบเชิงลบที่อาจเกิดขึ้นต่อผู้ลงทุน มีการใช้วิธีการจำกัดจำนวนการลงทุนของผู้ลงทุน รวมทั้งการเน้นย้ำ

²⁰ U.S. Securities and Exchange Commission. “Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers”. (Online). Available : <https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/regcrowdfunding>, 2018.

²¹ FINRA. “Crowdfunding and the JOBS Act What Investors Should Know”. (Online). Available : <http://www.finra.org/investors/alerts/crowdfunding-and-jobs-act-what-investors-should-know>, 2018.

หรือสร้างความตระหนักให้ผู้ลงทุนรับรู้และเข้าใจอย่างชัดเจนถึงความเสี่ยงต่าง ๆ จากการลงทุนแบบดังกล่าว เช่น ความเสี่ยงที่เป็นการลงทุนที่มีลักษณะเก็งกำไร การไม่มีสภาพคล่องหรือมีสภาพคล่องต่ำ การมีข้อจำกัดในการยกเลิกและคืนเงินทุน การมีข้อมูลเพื่อการลงทุนที่เปิดเผยอย่างจำกัด และยังมีอาจมีความเสี่ยงที่จะเกิดการฉ้อฉลหลอกลวงหรือทุจริต (Fraud) เป็นต้น

การระดมทุนจากประชาชนในโลกอินเทอร์เน็ตเพื่อมาดำเนินธุรกิจของ Startup ในรูปแบบ Crowdfunding ได้รับความนิยมนำจนถึงระยะหนึ่ง จนกระทั่งเริ่มมีผู้ประกอบการที่ใช้การระดมทุนแบบ ICO เพื่อหาเงินทุนจากมวลชนในโลกออนไลน์และได้รับความนิยมนำหลายอย่างรวดเร็วดังแต่ปี 2559 จนถึงปัจจุบัน โดยในปี 2560 การระดมทุนแบบ ICO ทั่วโลกมีมูลค่ามากกว่า 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ และมีการคาดการณ์ว่า ปี 2561 จะยังมีการขยายกิจการอย่างมากขึ้นและต่อเนื่องจนถึงปัจจุบันทั้งที่มีแรงกดดันจากการกำกับดูแลโดยหน่วยงานทางการมากขึ้นก็ตาม ซึ่งการเติบโตอย่างรวดเร็วเป็นแนวโน้มที่เกิดขึ้นทั่วโลก รวมทั้งสหรัฐอเมริกา

ประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศที่มีผู้ประกอบการแบบเจ้าของรายเดียวหรือ Entrepreneur ที่เป็น Startup ที่ใช้เทคโนโลยีในการประกอบธุรกิจจำนวนมาก จึงทำให้การระดมทุนแบบ Crowdfunding เป็นที่นิยมและขยายตัวอย่างกว้างขวาง และต่อมามีการเปลี่ยนรูปแบบมาใช้ในการระดมทุนแบบ ICO ได้อย่างรวดเร็วเช่นกัน เนื่องจากสหรัฐอเมริกาได้ให้ความสำคัญและสนับสนุนให้มีกิจการแบบเจ้าของรายเดียวหรือ Entrepreneur รวมทั้งส่งเสริมการพัฒนาด้านเทคโนโลยีและนวัตกรรม จึงทำให้มีผู้ประกอบการ Startup ที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับเทคโนโลยีโดยเฉพาะเทคโนโลยีบล็อกเชนเกิดและเพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมากซึ่งผู้ประกอบการเหล่านี้ได้หันมาให้ความสนใจและใช้วิธีการระดมทุนแบบ Crowdfunding มากขึ้นเพราะตรงกับความต้องการและลักษณะการประกอบธุรกิจของ Tech startup และเมื่อมีการเกิดขึ้นของเทคโนโลยีบล็อกเชน และ Cryptocurrency ซึ่งเป็นส่วนที่ทำให้เกิดการปรับเปลี่ยนรูปแบบและวิธีการไปเป็นการระดมทุนแบบ ICO ซึ่งสามารถระดมเงินจำนวนมากได้ง่ายกว่า รวดเร็วกว่าและยังไม่อยู่ภายใต้กฎหมายหรือกฎเกณฑ์ที่กำกับดูแลเฉพาะ ทำให้การระดมทุนดังกล่าวเติบโตอย่างรวดเร็วและขยายวงกว้างจนกลายเป็นเหตุการณ์ที่น่าเป็นห่วงสำหรับภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแล ในบางกรณีอาจไปใกล้เคียงหรือเหมือนกับการระดมทุนโดยการออกเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน และบางกรณีมีการอาศัยการแอบอ้างการระดมทุนแบบ ICO ไปเพื่อการฉ้อฉลหลอกลวงหรือทุจริตเพื่อแสวงหาประโยชน์เอาจากประชาชนทั่วไป ซึ่ง SEC ก็ได้เฝ้าระวังและติดตามพัฒนาการที่เปลี่ยนแปลงมาโดยตลอด

จนกระทั่งในเดือนกรกฎาคม 2560 SEC ได้มีการสอบสวนการออกเหรียญดิจิทัล หรือ Token ที่ออกโดย DAO และชี้ว่า DAO Token นั้นมีลักษณะเป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา การออกขายเหรียญดิจิทัลดังกล่าวต่อประชาชนโดยไม่ได้รับอนุญาตจึงเป็นการ

กระทำที่ผิดกฎหมาย ซึ่งเป็นการพิจารณาจากลักษณะและข้อตกลงของเหรียญดิจิทัล โดยใช้แนวการตีความตามคำพิพากษาของศาลฎีกาในคดี Howey หรือที่เรียกว่า Howey Test ที่วางหลักในการพิจารณาไว้ว่า จะถือว่าเป็นหลักทรัพย์เมื่อ

1. เป็นการลงทุนโดยใช้เงิน (Investment of Money)
2. โดยคาดหวังผลกำไรจากการลงทุน (Expectation of profit from investment)
3. ที่เกิดขึ้นมาจากวิสาหกิจร่วม (Common Enterprise) และ
4. พึ่งพาความพยายามของผู้ออกหรือบุคคลที่สาม (Profit come from effort of other)

การออกแนวตีความกรณี DAO Token เป็นการพิจารณาตามลักษณะหรือสาระของข้อตกลงที่เกิดขึ้นว่ามีลักษณะ 4 ประการตามแนวคำพิพากษาไม่ได้ถือว่าเป็นเหรียญดิจิทัลหรือ Token ทุกอันที่ใช้เทคโนโลยีบล็อกเชนจะเป็นหลักทรัพย์ และต้องใช้การพิจารณาเป็นแต่ละกรณี ทำให้การออกเหรียญดิจิทัลที่ออกแล้วหรือที่กำลังจะออกขายต้องถูกระงับและทบทวนเพื่อพิจารณาการปฏิบัติให้ถูกต้องตามกฎหมาย โดยหากพบว่ามิใช่ลักษณะเป็นหลักทรัพย์ ผู้ประกอบการที่ออกเหรียญดิจิทัลนั้นต้องจดทะเบียนเหรียญดิจิทัลกับ SEC และต้องเปิดเผยข้อมูลสำคัญ เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับกิจการและวัตถุประสงค์ทำธุรกิจ ข้อมูลเกี่ยวกับเหรียญดิจิทัล ข้อมูลเกี่ยวกับผู้บริหารกิจการ หรือรายงานทางการเงินต้องได้มาตรฐานและรับรองโดยผู้ตรวจสอบบัญชีอิสระ เป็นต้น เว้นแต่จะเข้าลักษณะหลักทรัพย์ที่ได้รับยกเว้นการปฏิบัติตามกฎหมาย

ในขณะที่เดียวกันการนำเอาเหรียญดิจิทัลที่ถือว่าเป็นหลักทรัพย์ไปซื้อขายในตลาดซื้อขายหรือแพลตฟอร์มที่ใช้แลกเปลี่ยนเหรียญดิจิทัลดังกล่าว ผู้ให้บริการที่เป็นตลาดกลางซื้อขายหรือแพลตฟอร์มนั้นจะต้องเป็นผู้ที่ได้รับการขึ้นทะเบียนกับ SEC ซึ่งรวมไปถึงกรณีของผู้ให้บริการที่เกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็นนายหน้าซื้อขายหรือผู้ให้คำปรึกษาการลงทุน ดังนั้น หากเหรียญดิจิทัลใดถือเป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมาย ผู้ลงทุนก็จะได้รับความคุ้มครองไม่ว่าจากการที่เหรียญดิจิทัลจะถูกพิจารณาโดย SEC และผู้ประกอบการที่เกี่ยวข้องจะถูกกำกับดูแลในมาตรฐานเช่นเดียวกับการออกหลักทรัพย์อื่น ๆ

อย่างไรก็ดี เนื่องจากการออกเหรียญดิจิทัลขายแบบ ICO เป็นการนำทรัพย์สินดิจิทัลและเทคโนโลยีสมัยใหม่มาใช้ในการทำธุรกรรมทางการเงิน จึงอาจมีความเสี่ยงต่อผู้ลงทุนที่เพิ่มขึ้น เช่น การเพิ่มความเสี่ยงของการหลอกลวงทุจริต (Fraud) การสร้างราคา (Price manipulation) หรือการเปิดเผยข้อมูลที่ขาดคุณภาพ เป็นต้น และอาจเป็นความเสี่ยงที่มีรูปแบบที่ต่างออกไป เช่น ความเสี่ยงจากการสูญเสยเงินลงทุนในโครงการที่ไม่ชัดเจนหรือไม่สำเร็จ หรือความเสี่ยงจากการถูกโจรกรรมทางคอมพิวเตอร์ (Hacking) ซึ่งในความเสี่ยงบางอย่างไม่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลโดยกฎหมายหลักทรัพย์

นอกจากนี้ ในการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนใน ICO นอกเหนือจากการใช้มาตรการทางกฎหมายแล้ว SEC ยังใช้วิธีการประชาสัมพันธ์ให้ข้อมูล ความรู้ความเข้าใจ และคำเตือนถึงความเสี่ยงต่าง ๆ ที่อาจเกิดขึ้น ตัวอย่างเช่น การแยกแยะ ICO ที่มีชื่อเรียกที่หลากหลายซึ่งอาจมีและไม่มีกฎหมายเฉพาะกำกับดูแล หรือการเข้าใจความเสี่ยงใหม่ๆ ที่รวมถึงความเสี่ยงที่เกี่ยวกับเทคโนโลยี และการซื้อขายข้ามประเทศที่อาจไม่มีกฎหมายคุ้มครองที่ดีพอ ซึ่งจะเห็นว่า SEC ได้ใช้การให้ข้อมูลและความรู้เป็นเครื่องมือสำคัญในการรับมือกับการระดมทุนที่มีความเสี่ยงสูง แต่กลับเข้าถึงประชาชนได้อย่างง่ายดาย ซึ่งได้ใช้ควบคู่ไปกับการบังคับใช้กฎหมายอย่างเข้มงวดและจริงจัง

ประเทศสิงคโปร์

ประเทศสิงคโปร์เป็นประเทศที่มีเป้าหมายที่จะเป็นศูนย์กลางทางการเงินในระดับโลก ได้วางบทบาทและแนวทางการกำกับดูแลการระดมทุนจากมวลชนในโลกออนไลน์ในลักษณะที่ค่อนข้างไปในทางส่งเสริมสนับสนุนมากกว่าการกำกับควบคุมอย่างเข้มข้น แม้ว่าในช่วงเดือนสิงหาคม 2560 หน่วยงานกำกับด้านการเงินของสิงคโปร์ หรือ Monetary Authority of Singapore (MAS) ได้ออกประกาศว่าการเสนอขายเหรียญดิจิทัล หรือ Digital Token อาจเป็นการขายหลักทรัพย์ที่ต้องถูกกำกับควบคุมโดยกฎหมายหลักทรัพย์ แต่ก็เป็นระยะเวลาหลายเดือน หลังจากที่มีการระดมทุนแบบ ICO ได้มีการทำอย่างแพร่หลายในสิงคโปร์ และขยายตัวมากพอสมควรแล้ว และเป็นการดำเนินการในหนึ่งสัปดาห์ หลังจากที่ SEC ของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ออกแนวตีความที่ชัดเจนในกรณี DAO Token น่าจะแสดงให้เห็นว่า ประเทศสิงคโปร์ค่อนข้างระมัดระวังในการใช้มาตรการกำกับดูแลกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่กำลังดำเนินอยู่

การกำกับดูแลการระดมเงินลงทุนจากประชาชนใช้กฎเกณฑ์ตามกฎหมายหลักทรัพย์ ซึ่งดูแลและรับผิดชอบโดย MAS มีหลักเกณฑ์ที่สำคัญกำหนดให้ผู้ประกอบกิจการที่ต้องการระดมทุนโดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ต้องออกหนังสือชี้ชวนเสนอขาย (Prospectus) และต้องลงทะเบียนกับ MAS ก่อนที่จะมีการแจกจ่ายให้กับประชาชน โดยต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์และเงื่อนไขสำคัญ เว้นแต่การเสนอนั้นเข้าข้อยกเว้น เช่น การขายจำนวนไม่มากหรือให้บุคคลจำนวนน้อยในวงจำกัด เป็นต้น การไม่ปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ให้ถูกต้องหรือการให้ข้อมูลเท็จ หรือทำให้สำคัญผิดมีผลให้มีความผิดทางอาญา รวมทั้งให้สิทธิแก่ผู้ลงทุนที่เสียหายฟ้องร้อง เรียกค่าเสียหายทางแพ่งจากการที่ให้ข้อมูลเท็จหรือปกปิดข้อมูลที่ต้องแจ้ง

เมื่อพิจารณาย้อนหลังไปถึงการดำเนินการที่ผ่านมา พบว่าประเทศสิงคโปร์ได้ให้ความสำคัญกับการสนับสนุนให้ SME และ Startup เข้าถึงแหล่งเงินทุนที่มาจากประชาชนในตลาดทุน เนื่องจาก SME และ Startup เป็นตัวการสำคัญในการสร้างความเติบโตของเศรษฐกิจ และ

ยังเป็นแหล่งจ้างงานถึงร้อยละ 70 ของแรงงานในสิงคโปร์²² โดยรูปแบบของการระดมเงินแบบ Crowdfunding ได้ถูกส่งเสริมให้เป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกแก่ SME และ Startup โดยเฉพาะ รูปแบบ การระดมทุนที่คล้ายหลักทรัพย์หรือ Securities – based crowdfunding ซึ่งแบบออกเป็น 2 แบบ คือ Lending – based crowdfunding เป็นการกู้ยืมเงินจากบุคคลทั่วไปโดยได้ดอกเบี้ยเป็นค่าตอบแทน ส่วน Equity – based crowdfunding เป็นการออกหุ้นของบริษัทเพื่อเสนอขายให้กับผู้ลงทุน โดยได้เงินปันผลหรือเงินส่วนแบ่งกำไรเป็นค่าตอบแทน ซึ่งทั้งสองรูปแบบถือเป็นการระดมทุนจากประชาชนที่อยู่ภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ที่มีกฎเกณฑ์ที่ค่อนข้างเข้มงวด

แม้ว่า MAS มีความต้องการจะสนับสนุนการระดมทุนทางเลือกแบบ Securities – based crowdfunding ให้แก่ SME หรือ Startup โดยการลดภาระและหน้าที่ที่ต้องปฏิบัติตามกฎหมาย แต่ก็ยังต้องคำนึงถึงการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนให้มีกลไกหรือมาตรการที่เป็นเกราะป้องกันที่เพียงพอ และเหมาะสมตามลักษณะของการระดมทุนแบบดังกล่าวซึ่งเป็นการระดมทุนที่มีความเสี่ยงสูงต่อ ผู้ลงทุน โดยความเสี่ยงที่สำคัญมีหลายแบบ 1) ความเสี่ยงที่อาจสูญเสียเงินลงทุนทั้งหมด 2) การขาดสภาพคล่องของเงินลงทุน 3) โอกาสของการถูกฉ้อฉลทุจริต (Fraud) หรือ 4) ความเสี่ยงที่แพลตฟอร์มเลิกกิจการหรือไม่สามารถปฏิบัติตามหน้าที่ได้ตามที่ตกลงไว้

เพื่อให้เกิดสมดุลระหว่างการส่งเสริมการระดมทุนของ SME และ Startup กับการคุ้มครองประชาชนและผู้ลงทุนรายย่อย MAS ได้วางแนวทางการกำกับดูแลที่ผ่อนคลายนลงโดย ยกเว้นให้การระดมทุนแบบ Securities – based crowdfunding ไม่ต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่ใช้การออกหลักทรัพย์ขายต่อประชาชนในกรณีทั่วไป และให้ปฏิบัติตามกฎเกณฑ์เฉพาะสำหรับการระดมทุนแบบดังกล่าว ซึ่งมีหลักเกณฑ์และสาระสำคัญ ได้แก่

1. การเสนอขายหลักทรัพย์ต้องทำผ่านแพลตฟอร์มที่ให้บริการ Securities – based crowdfunding (SCF Platform) โดยแพลตฟอร์มดังกล่าวต้องได้รับใบอนุญาตการให้บริการตลาดทุน หรือ Capital Markets Services License จาก MAS ภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์

2. บริษัทที่ต้องการระดมทุนจากประชาชนทั่วไปจะเสนอขายหุ้นกับนักลงทุนทั่วไปได้ไม่เกิน 5 ล้านเหรียญสิงคโปร์ภายในระยะเวลา 1 ปี โดยที่ไม่จำเป็นต้องทำหนังสือชี้ชวนเพื่อเสนอขายต่อประชาชน (Prospectus) แต่ต้องมีการอธิบายความเสี่ยงที่สำคัญให้ผู้ลงทุนทราบและลงนามรับรู้ทุกคน ได้แก่

2.1 การสูญเสียเงินลงทุนทั้งหมด

²² JD Alois. “Monetary Authority of Singapore Publishes Consultation on Crowdfunding”.

(Online). Available : <https://www.crowdfundinsider.com/2015/02/62799-monetary-authority-of-singapore-publishes-consultation-on-crowdfunding/>, 2018.

- 2.2 ความยากที่จะเปลี่ยนคืนเป็นเงิน
- 2.3 ความเสี่ยงที่คล้ายการลงทุนในตราสารทุน เช่น ความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับเงินปันผล ความเสี่ยงที่อาจถูกลดสัดส่วนการออกเสียง เนื่องจากมีการเพิ่มทุน
- 2.4 SCF Platform เลิกกิจการหรือไม่สามารถทำตามที่ตั้งใจได้
- 2.5 การไม่มีกฎหมายบังคับเรื่องเปิดเผยข้อมูล
- 2.6 ความเสี่ยงการลงทุนกรณีเป็นบริษัทต่างประเทศที่อาจมีข้อจำกัดด้านการติดตามหรือบังคับใช้กฎหมาย
- 2.7 การไม่มีหลักประกันเรื่องความถูกต้องของรายงานทางการเงิน

3. SCF Platform ต้องมีการเก็บรักษาทรัพย์สินของลูกค้าแยกจากทรัพย์สินของตน และต้องเก็บบันทึกของการทำธุรกรรมอย่างครบถ้วน

4. บริษัทหรือ SCF Platform จะโฆษณาหรือเชิญชวนให้มาซื้อหุ้นไม่ได้

การระดมทุนแบบ Equity – based crowdfunding ได้รับความนิยมในหมู่ของ Startup จนถึงปัจจุบัน เพราะทำให้ Startup สามารถเข้าถึงผู้ลงทุนได้อย่างกว้างขวางขึ้น โดยเฉพาะมวลชนโลกอินเทอร์เน็ต และยังไม่ต้องเสียอำนาจควบคุมกิจการเหมือนกิจการระดมทุนจาก Angel Investor หรือ Venture Capital อย่างไรก็ตาม เมื่อการระดมทุนในโลกอินเทอร์เน็ตมีการพัฒนาและกลายเป็นทางเลือกรูปแบบใหม่ ได้แก่ การระดมทุนแบบ ICO ซึ่งยังตอบสนองความต้องการและความจำเป็นหลายอย่างให้แก่ Startup ได้เช่นเดียวกับแบบ Crowdfunding และยังตอบสนองความต้องการและความสะดวกให้แก่ผู้ประกอบการได้เพิ่มขึ้นอีก เช่น เป็นการระดมทุนได้เงินทุนจำนวนมากภายในเวลาอันสั้น ระดมทุนคล้ายหุ้นโดยไม่ต้องให้อำนาจควบคุมหรือสิทธิออกเสียงในการดำเนินธุรกิจเลย รวมทั้งยังไม่มีความหมายหรือกฎหมายที่กำกับดูแลอย่างชัดเจน

การระดมทุนแบบ ICO ได้ถูกนำมาใช้เป็นวิธีการระดมเงินทุนเพื่อประกอบกิจการในโลกอินเทอร์เน็ตอย่างต่อเนื่อง จนในเดือนสิงหาคม 2561 MAS ได้ออกประกาศที่แจ้งว่าเหรียญดิจิทัล หรือ Digital token อาจถือเป็นสินค้าภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ ซึ่งกำกับดูแลโดย MAS และต้องปฏิบัติตามกฎหมายดังกล่าวเช่นเดียวกับหลักทรัพย์อื่น เช่น หุ้น หุ้นกู้ หรือหน่วยลงทุนโดยขึ้นอยู่กับโครงสร้าง คุณสมบัติและสิทธิที่กำหนดในเหรียญดิจิทัลหรือ Token ที่มีการออกขาย

หากพิจารณาได้ว่าเหรียญดิจิทัลหรือ Token นั้นเข้าลักษณะเป็นหลักทรัพย์ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์สำคัญ เช่น ต้องมีการเสนอขายโดยทำหนังสือชี้ชวน และขึ้นทะเบียนกับ MAS รวมทั้งการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญต่าง ๆ และอาจเข้าข้อยกเว้นตามปกติ ได้แก่

1. การเสนอขายแบบ Small Offer ที่ไม่เกิน 5 ล้านเหรียญสิงคโปร์ การนับระยะเวลาไม่เกิน 12 เดือน ภายใต้เงื่อนไขที่กำหนด
2. การเสนอขายบุคคลในวงจำกัด (Private Placement) ไม่เกินกว่า 50 ราย ภายใน

ระยะเวลาไม่เกิน 12 เดือน ภายใต้เงื่อนไขที่กำหนด

3. การเสนอขายให้เฉพาะผู้ลงทุนสถาบัน หรือ Institutional Investor
4. การเสนอขายให้ผู้ลงทุนที่ได้รับการรับรอง (Accredited investor) ภายใต้เงื่อนไข

ที่กำหนด

ในการทำการเสนอขายรวมทั้งการซื้อขาย Token ที่ถือว่าเป็นหลักทรัพย์ที่มีการให้บริการในด้านต่าง ๆ โดยผู้ให้บริการเป็นตัวกลาง อาจถือเป็นผู้ประกอบการที่ต้องได้รับใบอนุญาต Capital market services license ได้แก่

1. ผู้ประกอบธุรกิจแพลตฟอร์มที่เสนอขาย Token ให้กับผู้ลงทุน
2. ผู้ประกอบธุรกิจที่ให้คำแนะนำในการลงทุนหรือการเงินเกี่ยวกับ Token
3. ผู้ประกอบธุรกิจแพลตฟอร์มในการซื้อขายหรือแลกเปลี่ยน Token²³

นอกจากนี้ เนื่องจากการระดมทุนในระบบ ICO มีบางกิจกรรมที่เข้าข่ายหรือเกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมทางการเงินที่อยู่ภายใต้กฎหมายป้องกันการฟอกเงินและต่อต้านการสนับสนุนทางการเงินแก่การก่อการร้าย จึงต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น หน้าที่ในการรายงานธุรกรรมต้องสงสัย หรือการห้ามการทำธุรกรรมกับบุคคลที่ถูกกำหนด เป็นต้น

จะเห็นได้ว่าทั้งประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศสิงคโปร์ซึ่งเป็นประเทศที่ต่างมีการกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ที่มีการพัฒนามายาวนาน ใช้หลักการที่สำคัญในการกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน โดยกำหนดให้ผู้ระดมทุนต้องจดทะเบียนหลักทรัพย์กับหน่วยงานกำกับและต้องเปิดเผยข้อมูลสำคัญให้แก่ประชาชนทั้งก่อนและหลังการเสนอขาย แต่เมื่อมีนโยบายที่ต้องการส่งเสริมกิจการ Startup ที่อาจเป็นธุรกิจที่เริ่มต้นและยังไม่เข้าใจการปฏิบัติตามกฎหมาย จะใช้แนวทางและวิธีการที่คล้ายกัน โดยการกำหนดให้มีผู้ที่ให้บริการแพลตฟอร์มที่ทำหน้าที่ดูแลและช่วยเหลือการออกเสนอขาย โดยผู้ให้บริการต้องได้รับความเห็นชอบเพื่อให้อยู่ในกำกับดูแลของหน่วยงานกำกับดูแล และผู้ให้บริการดังกล่าวจะได้ช่วยคัดกรองผู้ระดมทุนและดูแลให้มีการเปิดเผยข้อมูลและปฏิบัติตามกฎหมายเพื่อให้ผู้ลงทุนยังได้รับข้อมูลและการคุ้มครองในระดับหนึ่ง

นอกจากนี้ เพื่อลดความเสี่ยงให้กับผู้ลงทุนรายย่อยอีกส่วนหนึ่ง ทางหนึ่งได้กำหนดให้จำกัดจำนวนเงินที่จะลงทุนต่อผู้ลงทุนแต่ละราย อีกทางหนึ่งใช้การเตือนและให้ผู้ลงทุนรับรู้และตระหนักถึงความเสี่ยงที่สำคัญอย่างชัดเจน ในส่วนของลักษณะหรือประเภทความเสี่ยงที่ทั้งสอง

²³ Monetary Authority of Singapore. "A Guide to Digital Token Offerings". 1 August 2017. (Online).

ประเทศให้ความสำคัญส่วนใหญ่จะมีความคล้ายกัน เช่น ความเสี่ยงที่จะสูญเสียเงินลงทุนทั้งหมด ความเสี่ยงการขาดสภาพคล่อง ความเสี่ยงจากการขาดข้อมูลเพื่อการตัดสินใจลงทุน ความเสี่ยงการเลิกกิจการของผู้ให้บริการตัวกลางระดมทุนหรือ Funding portal หรือความเสี่ยงการถูกฉ้อฉล หลอกลวงทุจริต (Fraud) หรือความเสี่ยงจากการเป็นธุรกรรมข้ามชาติ และรวมถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดจากการใช้เทคโนโลยีและความมั่นคงปลอดภัยทางไซเบอร์อีกด้วย

ทั้งสองประเทศไม่ได้มีการออกกฎหมายเฉพาะเพื่อกำกับดูแลหรือควบคุมการระดมทุนแบบ ICO โดยยังคงใช้กฎหมายที่มีอยู่เพื่อการดูแลความเสี่ยงต่างๆที่อาจเกิดขึ้นต่อตลาดการระดมทุนและประชาชนผู้ลงทุน ในส่วนของการระดมทุนที่มีการออกและเสนอขายเหรียญดิจิทัลที่มีลักษณะคล้ายกับหลักทรัพย์ก็จะถูกกำกับดูแลโดยกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ จึงทำให้การระดมทุนแบบ ICO ยังได้รับความคุ้มครองในมาตรฐานเช่นเดียวกับการออกหลักทรัพย์ทั่วไป

1.2 ประเทศที่ให้ความสำคัญกับการส่งเสริม

ในกลุ่มประเทศที่ไม่ได้ห้ามการทำ ICO แต่ใช้การกำกับดูแลผ่านกฎหมายหรือกฎเกณฑ์ด้านต่างๆที่มีอยู่ แต่ยังมีท่าทีที่ค่อนข้างเป็นมิตรและสนับสนุนให้มีการระดมทุนดังกล่าวเกิดขึ้นในประเทศของตน ประเทศที่มีท่าทีแสดงออกในทางสนับสนุนและมีการระดมทุนแบบ ICO มากเป็นอันดับต้นๆของโลก ได้แก่ ประเทศสวิตเซอร์แลนด์

ประเทศสวิตเซอร์แลนด์

ประเทศสวิตเซอร์แลนด์เป็นประเทศที่ได้รับการยอมรับว่าเป็นศูนย์กลางของอุตสาหกรรมด้านการบริหารทรัพย์สิน (Wealth Management) ของโลกมาเป็นระยะเวลายาวนาน จึงไม่น่าแปลกใจสวิตเซอร์แลนด์ยังคงวางบทบาทและมีท่าทีที่สนับสนุน Cryptocurrency และการระดมทุนแบบ ICO จนได้ชื่อว่าเป็นประเทศที่มีสภาพแวดล้อมที่เป็นมิตรต่อสินทรัพย์ดิจิทัลมากที่สุดในโลก 4 ใน 10 การเสนอขายเหรียญดิจิทัลแบบ ICO ที่ใหญ่ที่สุดเกิดขึ้นในสวิตเซอร์แลนด์ มีผู้กล่าวว่าสวิตเซอร์แลนด์จะเติบโตเป็นศูนย์กลาง ICO หรือ ICO Hub เนื่องจากมีนักลงทุนที่มีฐานะและมีผู้เชี่ยวชาญด้านเทคโนโลยีมาอยู่ร่วมกัน เมือง Zug ซึ่งเป็นเมืองเล็ก ๆ ที่อยู่ตอนใต้ของเมือง Zurich ถ้าเรียกชื่ออย่างไม่เป็นทางการว่า “Crypto Valley”²⁴

ในด้านการกำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO สวิตเซอร์แลนด์มิได้มีคำสั่งหรือกฎหมายเฉพาะที่ออกมาห้ามหรือกำกับดูแลเป็นการเฉพาะ รวมทั้งไม่ได้ออกคำเตือนอย่างเป็นทางการเกี่ยวกับ ICO เช่นเดียวกับกรณีที่เกิดขึ้นในประเทศอื่น แต่จะเน้นการให้ข้อมูลและความ

²⁴ Smith + Crown. “Overview and Analysis of ICO Regulatory Developments”. (Online). Available :

เข้าใจแก่ผู้ที่เกี่ยวข้อง FINMA หน่วยงานกำกับด้านการเงินได้ออกแนวทางเรียกว่า FINMA Guidance 04/2012 ในเดือนเมษายน 2561 ที่แสดงท่าทีรับรู้และพร้อมที่จะสนับสนุนการพัฒนาและการนำเทคโนโลยีบล็อกเชนมาใช้ในศูนย์กลางด้านการเงินของสวิสเซอร์แลนด์ โดยในส่วนของกำกับดูแล ไม่มีการออกกฎหมายหรือกฎเกณฑ์เข้ามากำกับเป็นการเฉพาะ แต่จะใช้กฎหมายเท่าที่มีอยู่ในการกำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO เป็นแต่ละกรณี เนื่องจาก Digital Token ที่ออกเสนอขายในแต่ละกรณี อาจมีวัตถุประสงค์และคุณสมบัติที่แตกต่างกัน จึงต้องพิจารณาว่าเหรียญดิจิทัล หรือ Token ที่ออกเป็นการให้สิทธิอย่างไร ซึ่งถ้าเป็นสิทธิเกี่ยวกับการบริการทางการเงิน อาจต้องพิจารณากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการเงิน เช่น กฎหมายป้องกันการฟอกเงิน กฎหมายว่าด้วยการธนาคาร กฎหมายหลักทรัพย์ หรือกฎหมายว่าด้วยโครงการจัดการลงทุน เป็นต้น ในส่วนของการดูแลผู้ลงทุน Guidance ดังกล่าวได้ให้ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนในประเด็นที่ว่า Token มีความผันผวนสูง และโครงการ ที่ระดมทุนอาจอยู่ในช่วงเริ่มต้นของธุรกิจและได้ออกคำเตือนให้ผู้ลงทุนระมัดระวัง ICO ที่อาจเป็นการหลอกลวงหรือฉ้อฉล รวมทั้งการออกขาย Cryptocurrency ปลอม

หลังจาก FINMA ได้ออก Guidance 04/2017 ประมาณหนึ่งปี ปรากฏว่าในช่วงเกือบหนึ่งปีดังกล่าว จำนวนของการระดมทุนแบบ ICO ที่ทำหน้าที่และวางแผนว่าจะทำในสวิสเซอร์แลนด์เพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมาก แต่ก็ยังคงมีคำถามจากผู้ปฏิบัติที่แสดงถึงความไม่เข้าใจเกี่ยวกับการปฏิบัติตามกฎหมายอยู่มาก ในเดือนกุมภาพันธ์ 2561 FINMA จึงได้ออกแนวทางอีกฉบับ เป็น ICO Guideline เพื่ออธิบายการใช้หรือการปฏิบัติตามกฎหมายที่มีอยู่ โดยหลักในการพิจารณาจะแยกแยะพิจารณาโดยดูที่วัตถุประสงค์หลักในการออกและการโอนเปลี่ยนมือได้ของ Token ซึ่งแบ่งออกเป็น 3 ข้อพิจารณา ได้แก่

1. โทเคนเพื่อการชำระเงินหรือ Payment token ซึ่งรวมถึง Cryptocurrency ที่ใช้เป็นสื่อกลางในการชำระเงิน (Means of payment) โดยไม่มีการให้สิทธิอย่างอื่นหรือสิทธิที่ผูกโยงกับโครงการใด ๆ
2. โทเคนเพื่อใช้ประโยชน์ หรือ Utility token มีวัตถุประสงค์ที่ให้สิทธิในการใช้บริการ หรือเข้าใช้ Application ต่าง ๆ ในโลกดิจิทัล
3. โทเคนทรัพย์สิน หรือ Asset token เป็นสิทธิที่มีส่วนร่วมในทรัพย์สินของกิจการ ในกระแสเงินที่อาจได้รับ หรือได้เงินปันผลหรือดอกเบี้ย ซึ่งมีลักษณะทางเศรษฐกิจคล้ายหุ้น หุ้นกู้ หรือสิทธิทางการเงินอื่น ๆ

การอธิบายลักษณะของประเภทเพื่อให้สามารถแยกประเภทได้ง่าย และระบุกฎหมายที่กำกับดูแลได้อย่างชัดเจน ซึ่งการกำกับดูแลจะเน้นไปที่การดูแล 2 ด้าน ได้แก่ การป้องกันการฟอกเงินที่มีวัตถุประสงค์เพื่อดูแลระบบการเงินจากความเสี่ยงจากการฟอกเงิน และการสนับสนุนการก่อ

การร้าย ส่วนอีกด้านหนึ่ง ได้แก่ กฎหมายหลักทรัพย์ที่ดูแลให้ผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุนมีข้อมูลถูกต้อง และเพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุน เพื่อให้เกิดการซื้อขายในราคาที่เป็นธรรมและน่าเชื่อถือ โดยพิจารณาตามแนวกำกับดูแลดังกล่าว สำหรับเหรียญดิจิทัลแต่ละประเภท ดังนี้

กรณี Payment token ซึ่งเป็นสื่อกลางการชำระเงิน และต้องปฏิบัติตามกฎหมายป้องกันการฟอกเงิน แต่ไม่ถือเป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายหลักทรัพย์

กรณี Utility token โดยปกติถ้าเป็นเรื่องเพื่อการให้บริการจะไม่ถือว่าเป็นหลักทรัพย์ แต่ถ้าเป็นการออกเพื่อเป็นการลงทุนในโครงการ อาจเป็นการลงทุนที่ถือเป็นหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์

กรณี Asset token ถือเป็นหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์²⁵

ประเทศสวิตเซอร์แลนด์เป็นประเทศที่มีการระดมทุนแบบ ICO เกิดขึ้นเป็นจำนวนมาก และมีการระดมทุนที่ไม่สามารถทำสำเร็จได้ตามโครงการจำนวนไม่น้อย ซึ่งหลายกรณีเป็นการทำ ICO โดยฉ้อฉลหลอกลวง หน่วยงานกำกับดูแลไม่ได้มีการกำกับดูแลหรือออกกฎเกณฑ์เป็นพิเศษเฉพาะและยังคงใช้การกำกับดูแลภายใต้กฎหมายที่มีอยู่ โดยเน้นการสร้าง ความเข้าใจให้แก่ผู้ที่ต้องการระดมทุนแยกแยะลักษณะและประเภทของเหรียญดิจิทัลเพื่อช่วยให้ปฏิบัติตามกฎหมายในแต่ละเรื่องได้อย่างถูกต้องและให้ความคุ้มครองผู้ลงทุนได้อย่างเหมาะสม ในขณะที่เดียวกันก็ช่วยให้ผู้ลงทุนได้เข้าใจและสามารถลงทุนได้ตามความต้องการของแต่ละบุคคล ซึ่งแสดงให้เห็นว่า สวิตเซอร์แลนด์น่าจะใช้นโยบายที่จะสนับสนุนให้การระดมทุนแบบ ICO เป็นทางเลือกหนึ่งให้แก่ผู้ประกอบการที่ทำธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีและนวัตกรรมในโลกอินเทอร์เน็ต

2. กลุ่มประเทศที่ห้ามการทำ ICO

กลุ่มประเทศที่ออกกฎหมายหรือมีคำสั่งห้ามการทำ ICO นับเป็นกลุ่มประเทศข้างน้อยที่ใช้วิธีการดังกล่าว ได้แก่ ประเทศจีนและประเทศเกาหลีใต้

ประเทศจีน

ประเทศจีนนับเป็นประเทศแรกที่มีท่าทีในการกำกับควบคุมการระดมทุนแบบ ICO และใช้มาตรการอย่างเข้มงวด โดยในเดือนกันยายน 2560 หน่วยงานทางการเงินของจีนได้สั่งห้ามการทำกิจกรรมทุกอย่างที่เกี่ยวข้องกับ ICO ในประเทศจีน ตั้งแต่การเสนอขายเหรียญดิจิทัลต่อประชาชนไปจนถึงตลาดซื้อขาย ซึ่งได้มีการอธิบายว่าการดำเนินการดังกล่าวเป็นไปเพื่อการคุ้มครองสิทธิตามกฎหมายของผู้ลงทุน และเพื่อป้องกันความเสี่ยงทางการเงิน

²⁵ Tobias Lux. "FINMA publishes ICO guidelines". (Online). Available :

การดำเนินการที่เข้มงวดเป็นสิ่งที่สามารถคาดได้เพราะการระดมทุนจากมวลชนในโลกอินเทอร์เน็ตนั้นมีขนาดใหญ่และกระจายไปยังประชาชนในวงกว้าง นับตั้งแต่ปี 2556 เป็นต้นมา ประเทศจีนเป็นประเทศที่มีการขยายตัวของการระดมทุนแบบ Crowdfunding เป็นอันดับต้น ๆ ของโลก ซึ่งเป็นรูปแบบการระดมทุนผ่านอินเทอร์เน็ตที่ได้รับความนิยมจากประชาชนจำนวนมาก ทั้งในรูปแบบ 1) Peer - to - peer lending 2) Reward - based crowdfunding 3) Donation - based crowdfunding และ 4) Equity - based crowdfunding โดยการระดมทุนแบบ Equity - based crowdfunding หรือ Equity crowdfunding ที่เป็นการระดมทุนด้วยการเสนอขายหุ้นให้แก่ผู้ลงทุนบนแพลตฟอร์มในอินเทอร์เน็ต มีอัตราการเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและรวดเร็ว

แต่เนื่องจากการระดมทุนแบบ Equity - based crowdfunding มีการขายหุ้นไปยังนักลงทุนรายย่อย (Retail investors) ที่มีความต้านทานต่อการแบกรับความเสี่ยงได้ค่อนข้างต่ำ และยังอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงราคา หน่วยงานกำกับจึงต้องมีมาตรการจำกัดให้การลงทุนอยู่ในวงจำกัด ในช่วงแรก ในช่วงปี 2557 สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Securities Association of China หรือ SAC) ได้ออกกฎเกณฑ์ที่จำกัดเฉพาะให้นักลงทุนที่ได้รับการรับรอง (Accredited Investors) เท่านั้น ที่ลงทุนได้ในจำนวนที่ไม่เกินกว่าที่กฎหมายกำหนด แต่ต่อมาก็มีการผ่อนคลายมาตรการดังกล่าวลง โดยให้ผู้ลงทุนอื่นร่วมลงทุนได้ในแต่ละโครงการจะสามารถระดมทุนจากนักลงทุนได้ไม่เกิน 200 ราย และปรับการระดมแบบ Equity Crowdfunding ให้เป็นการระดมทุนจากประชาชนทั่วไป โดยสามารถโฆษณาและเปิดเผยข้อมูลด้านการเงินในแพลตฟอร์มการระดมทุนของผู้ให้บริการแพลตฟอร์มระดมทุนได้²⁶

เพื่อการคุ้มครองผู้ลงทุนในการระดมทุนแบบ Equity Crowdfunding รัฐบาลจีนได้กำหนดมาตรการต่าง ๆ ที่สำคัญ ได้แก่ การให้ผู้บริหารต้องเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจฐานะการเงิน และข้อมูลอื่น ๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการลงทุนให้แก่ผู้ลงทุน การกำกับดูแลตัวกลางในการให้บริการโดยเฉพาะผู้ให้บริการ ช่องทางการระดมทุนผ่านอินเทอร์เน็ต หรือ Crowdfunding Platform รวมถึงการกำหนดความปลอดภัยทางด้านอินเทอร์เน็ต

แม้การระดมทุนแบบ Equity Crowdfunding จะเป็นที่ยอมรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่เมื่อมีการระดมทุนรูปแบบใหม่ คือ ICO ซึ่งเกิดขึ้นสืบเนื่องมาจากการเกิดขึ้นของเทคโนโลยี Blockchain และ Cryptocurrency เป็นการระดมทุนที่สามารถตอบสนองความต้องการการระดมทุนผ่านโลกอินเทอร์เน็ต โดยไม่มีข้อจำกัดทางกฎหมายเหมือนกับ Equity Crowdfunding เนื่องจากยัง

²⁶ สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.). “การจัดทำยุทธศาสตร์และแผนปฏิบัติการส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก : http://www.sme.go.th/upload/mod_download/Final%20Report%20-%20Alternative%20Finance-20171113111338.pdf, 2560.

ไม่มีกฎหมายที่กำกับควบคุมอย่างชัดเจน จึงทำให้ผู้ประกอบการต่าง ๆ หันมาใช้ ICO ในการระดมทุนจากมวลชน ในปี 2560 ตลาด ICO เจริญเติบโตมาก มีผู้ประกอบการว่า มีการเสนอขาย 65 โครงการเป็นเงิน 378 ล้านดอลลาร์สหรัฐจากผู้ลงทุนนับแสนคน แต่เนื่องจากไม่ได้ถูกกำกับควบคุมเป็นการเฉพาะ ทำให้มีการใช้ ICO ไปในลักษณะที่เอาเปรียบหรือโกงผู้ลงทุน เช่น การหลอกลวงโดยไม่มีโครงการจริง (Scammer) การทำแชร์ลูกโซ่โดยอ้างว่าทำ ICO (Pyramid Scheme) หรือการทุจริตฉ้อฉล (Fraud) ในโครงการ การหลอกลวงหรือทุจริตมีมากขึ้นถึงร้อยละ 90 ของการเสนอขายดังกล่าว การระดมทุนแบบ ICO ยังคงเติบโตต่อเนื่องในเดือนกรกฎาคมและสิงหาคม มีมูลค่าการระดมทุนถึง 766 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในที่สุดเมื่อเดือนกันยายน 2560 รัฐบาลนั้นจึงต้องออกคำสั่งห้ามการทำ ICO และกิจกรรมที่เกี่ยวข้องทั้งหมดในประเทศจีน การกำกับและควบคุมยังคงดำเนินการอย่างต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน โดยยังไม่มีกฎหมายที่ออกมารองรับเป็นการเฉพาะ ในการประชุมในเดือนกุมภาพันธ์ 2561 ของหน่วยงานชื่อ China's National Finance Association (NIFA) ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลตนเองที่ได้ทำงานร่วมกับหน่วยงานรัฐที่กำกับดูแลด้านธนาคารและธุรกิจหลักทรัพย์ ได้เปิดเผยว่าจะมีการเพิ่มการดูแลด้านการเงินในอินเทอร์เน็ตและจะเพิ่มความเข้มข้นในการติดตามกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับ Cryptocurrency นอกจากนี้ยังมีรายงานข่าวจากหนังสือพิมพ์ China Daily ที่อ้างแหล่งข่าวใกล้ชิดชี้ว่า รัฐบาลจีนกำลังเตรียมออกกฎหมายใหม่ที่จะเพิ่มข้อจำกัดการทำ ICO โดยเฉพาะที่มาจากแพลตฟอร์มของต่างประเทศ โดยรัฐบาลได้เตรียมมาตรการร่วมกับหน่วยงานกำกับดูแลอื่น และจะนำมาใช้เมื่อสถานการณ์สงบ²⁷

สถานการณ์ที่เกี่ยวกับการระดมทุนในประเทศจีนอาจมีความแตกต่างกับของประเทศอื่นที่กล่าวมา การระดมทุนแบบ Crowdfunding และ ICO ได้รับความนิยมและใช้อย่างกว้างขวางจนมีปริมาณของการระดมทุนแบบ ICO มากเป็นอันดับต้นๆของโลก แต่ด้วยความที่มีการฉ้อฉลหลอกลวงโดยอ้างการทำ ICO เกิดขึ้นจำนวนมากจนถึงในช่วงหนึ่งการระดมทุนที่เพิ่มขึ้นเพื่อหลอกลวงมีส่วนมากถึงร้อยละ 90 ของการระดมทุนที่มีการเสนอขายเหรียญดิจิทัล จึงน่าจะเป็นเหตุผลที่รัฐบาลจีนจำเป็นต้องใช้มาตรการห้ามการระดมทุนแบบ ICO และกิจกรรมที่เกี่ยวข้องในทันที และจนถึงปัจจุบันก็ยังไม่ได้มีการออกกฎหมายหรือคำสั่งใดที่จะให้เห็นแนวทางในการกำกับดูแลเรื่องนี้ต่อไปในอนาคต

แนวคิด หลักการ และแนวทางการกำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชน โดยการเสนอขายหลักทรัพย์ในประเทศไทย

²⁷ "Lithuania Issues Guidelines for When ICO Tokens Are Securities". (Online). Available :

ในการระดมทุนแบบ ICO ผู้ประกอบการที่ต้องการระดมทุนจะออกเหรียญดิจิทัลหรือ Digital Token ให้แก่ผู้ลงทุนเพื่อแลกกับเงินหรือ Cryptocurrency โดยตกลงที่จะให้สิ่งตอบแทนหรือสิทธิประโยชน์ตามที่กำหนดไว้ซึ่งถ้าสิ่งตอบแทนเป็นเงินที่ให้ตามผลประกอบการก็จะมีลักษณะคล้ายหุ้น หรือถ้าสิ่งตอบแทนเป็นเงินที่กำหนดเป็นอัตราไว้ชัดเจนก็จะมีลักษณะคล้ายพันธบัตรหรือหุ้นกู้ เหรียญดิจิทัลแบบนี้จึงเป็นโทเคนที่มีลักษณะคล้ายหลักทรัพย์ กล่าวคือ เป็นเสมือนหลักฐานที่แสดงสิทธิต่าง ๆ ที่กำหนดขึ้น เพียงแต่ปรากฏในรูปแบบของหน่วยข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งอาจเรียกเหรียญดิจิทัลแบบนี้ว่า Securities Token การระดมทุนจากประชาชนโดยออก Securities Token จึงมีลักษณะหรือสาระเช่นเดียวกับการออกหลักทรัพย์เสนอขายต่อประชาชน ซึ่งเป็นกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ควรต้องถูกกำกับดูแลโดยสำนักงาน ก.ล.ต. ภายใต้หลักเกณฑ์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น เพื่อจะพิจารณาแนวทางในการกำกับดูแลการระดมทุนโดยการเสนอขาย Securities Token ต่อประชาชน จึงควรเข้าใจแนวคิดหลักการและแนวทางการกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนของประเทศไทย

การระดมทุนจากประชาชนโดยการเสนอขายหลักทรัพย์ หรือ Public Offering เป็นธุรกรรมที่ต้องถูกกำกับดูแลด้วยวัตถุประสงค์ที่รัฐต้องมีบทบาทหน้าที่ในการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนทั่วไป รวมทั้งดูแลให้กลไกในตลาดแรกและตลาดทุนมีความน่าเชื่อถือเป็นธรรมและมีประสิทธิภาพ โดยผู้ประกอบการที่จะระดมทุนต้องยื่นขออนุญาตออกหลักทรัพย์ และยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลรวมทั้งร่างหนังสือชี้ชวนกับสำนักงาน ก.ล.ต. โดยสำนักงาน ก.ล.ต. จะพิจารณาคุณสมบัติของบริษัท ที่ออกหลักทรัพย์ คุณสมบัติและลักษณะของหลักทรัพย์ และกำหนดให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญหรือให้ผู้ลงทุนได้ใช้ประกอบการตัดสินใจซื้อขายหรือลงทุน ซึ่งสามารถสรุปสาระสำคัญได้ดังนี้

หลักการของการกำกับดูแล

การกำกับดูแลก่อนและในช่วงการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

บริษัทที่ออกหลักทรัพย์ต้องได้รับอนุญาตให้ออกหลักทรัพย์จากสำนักงาน ก.ล.ต. และแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนต้องมีผลใช้บังคับแล้ว ก่อนที่จะมีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ภายใต้หลักการสำคัญ ได้แก่

1. การพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และลักษณะของหลักทรัพย์

การกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนของประเทศไทยยึดหลักการที่ให้ภาครัฐเป็นผู้พิจารณาก่อนกรองคุณสมบัติบริษัทผู้ออกและเสนอขายหลักทรัพย์หรือที่เรียกว่า Merit – based approach ซึ่งอาจแตกต่างกับหลักการหรือแนวคิดที่ภาครัฐจะไม่ได้เข้าไปกลั่นกรอง

แต่จะเน้นให้มีการเปิดเผยข้อมูลให้ถูกต้องครบถ้วนเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน หรือที่เรียกว่า Disclosure-based approach ซึ่งในต่างประเทศบางประเทศก็จะยึดหลักการ เน้นการเปิดเผยข้อมูลในการกำกับดูแลการระดมทุนเป็นหลัก โดยมีวัตถุประสงค์ให้ผู้ลงทุนมีข้อมูลครบถ้วนและเพียงพอต่อการตัดสินใจตามวิจรณ์ญาณและความเหมาะสมของแต่ละคน

การพิจารณากลับกรองของสำนักงาน ก.ล.ต. จะขึ้นกับลักษณะและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย กรณีเสนอขายหุ้นซึ่งผู้ลงทุนจะเป็นเสมือนเจ้าของกิจการและมีสิทธิออกเสียงควบคุมกิจการและสิทธิได้รับส่วนแบ่งกำไร มีข้อกำหนดให้ต้องมีโครงสร้างการถือหุ้นที่ชัดเจน กรรมการหรือผู้บริหารที่น่าเชื่อถือ งบการเงินที่ได้มาตรฐานและตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบ รวมทั้งการเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้องเพียงพอและโปร่งใส ในขณะที่ถ้าเสนอขายหุ้นกู้ซึ่งผู้ลงทุนเป็นเสมือนเจ้าหนี้ที่มีสิทธิได้เงินต้นคืนและได้รับดอกเบี้ย จะมีข้อกำหนดให้ต้องมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทและหุ้นกู้ในระดับที่ยอมรับได้

2. การเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ที่เสนอขาย

นอกจากหลักการกำกับดูแลที่ใช้ Merit based approach แล้ว ประเทศไทยยังใช้หลักการที่ผสมผสานเอา Disclosure – based approach มาใช้ควบคู่กันไป โดยมีการกำหนดให้ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลขั้นต่ำทั้งก่อนและระหว่างเสนอขาย ซึ่งจะครอบคลุมถึงลักษณะของธุรกิจ สถานะการเงิน ผลการดำเนินงานและความเสี่ยงด้านต่าง ๆ ของบริษัท การเปิดเผยข้อมูลจะถูกระบุไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนที่ยื่นให้กับสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. เพื่อให้ผู้ลงทุนและประชาชนทั่วไปสามารถตรวจสอบหรือติดตามข้อมูลที่เปลี่ยนแปลงได้ สำหรับรายการหรือจำนวนของข้อมูลที่ต้องเปิดเผยจะขึ้นอยู่กับการกระจายการเสนอขายให้กับผู้ลงทุน หากมีการเสนอขายกระจายไปยังประชาชนในวงกว้างจะต้องเปิดเผยข้อมูลอย่างเต็มที่ แต่ถ้าเสนอขายให้กับบุคคลในวงจำกัด การเปิดเผยจะอยู่ในระดับที่น้อยกว่า โดยพิจารณาตามความเหมาะสม และผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อผู้ลงทุนในวงกว้างหรือแคบอีกด้วย

การกำกับดูแลภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน

นอกจากการกำกับดูแลในช่วงก่อนและในช่วงที่มีการเสนอขายแล้วยังมีการกำกับดูแลไปถึงในช่วงภายหลังจากที่มีการเสนอขาย และบริษัทมีการดำเนินกิจการต่อเนื่อง ซึ่งข้อกำหนดที่ต้องปฏิบัติที่สำคัญมี 2 ส่วน ได้แก่

1. หน้าที่เปิดเผยข้อมูลการทำการเสนอขายหลักทรัพย์

เมื่อหลักทรัพย์ได้ถูกขายไปให้แก่ผู้ลงทุนทั่วไปแล้ว บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะถูก

กำหนดให้มีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลสำคัญ เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับรู้เพื่อประกอบการตัดสินใจซื้อขายและลงทุน รวมทั้งเพื่อให้ตลาดซื้อขายมีข้อมูลที่ถูกต้องและเป็นปัจจุบัน เพื่อให้ตลาดมีความน่าเชื่อถือและเป็นที่ยอมรับจากผู้ลงทุนและผู้ระดมทุน โดยมีการกำหนดรายการหรือลักษณะของข้อมูลสำคัญ เช่น งบการเงินและรายงานทางการเงิน การทำธุรกรรมที่มีสาระสำคัญหรืออาจมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ การถือครองหลักทรัพย์ของกรรมการและผู้บริหาร หรือเหตุการณ์สำคัญต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่อฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน หรือการตัดสินใจลงทุน เป็นต้น หน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลถือเป็นหัวใจสำคัญของการระดมทุนต่อประชาชน เพราะนอกจากจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ให้ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ต้องใช้ในการซื้อขายหรือลงทุนในหลักทรัพย์แล้ว ยังเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการติดตามการดำเนินงานของบริษัทหรือรักษาสิทธิประโยชน์ในฐานะที่เป็นเจ้าของกิจการอีกด้วย

2. การคุ้มครองสิทธิในฐานะผู้ถือหลักทรัพย์

เมื่อบริษัทมีการระดมทุนจากประชาชนหรือผู้ลงทุนทั่วไปในระหว่างบริษัทก็จะมีการถือหลักทรัพย์ที่เป็นประชาชนทั่วไป และผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อยจึงต้องมีกลไกที่จะป้องกันหรือคุ้มครองสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหลักทรัพย์ที่อาจได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งมีความแตกต่างกันขึ้นอยู่กับลักษณะของหลักทรัพย์

กรณีที่เป็นการเสนอขายหุ้น จะมีกลไกหรือกฎเกณฑ์ที่สำคัญหรือคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้น เช่น การกำหนดให้ต้องขายหุ้นที่จะออกใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมก่อน เพื่อป้องกันการลดสัดส่วนความเป็นเจ้าของกิจการของผู้ถือหุ้นเดิม การกำหนดให้การได้มาหรือการจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินสำคัญหรือรายการที่จะมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลและได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น หรือการกำหนดให้กรรมการหรือผู้บริหารต้องมีหน้าที่ที่ต้องปฏิบัติด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวัง (Fiduciary duties) ซึ่งทำผิดหน้าที่โดยไม่สุจริตอาจต้องรับผิดชอบตามกฎหมายทั้งทางแพ่งและทางอาญา

กรณีที่เป็นการเสนอขายหุ้นกู้ จะมีกลไกหรือกฎเกณฑ์ที่สำคัญเพื่อคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นกู้ในฐานะของเจ้าหนี้ เช่น การกำหนดข้อตกลงและเงื่อนไขต่าง ๆ ของหุ้นกู้ รวมทั้งกรอบข้อตกลงเกี่ยวกับสิทธิหน้าที่และความรับผิดชอบระหว่างบริษัทผู้ออกกับผู้ถือ ตลอดจนการมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ที่จะทำหน้าที่เสมือนเป็นตัวแทนในการดูแลและรักษาสิทธิของผู้ถือหุ้นกู้ทั้งปวง

จะเห็นว่าหลักการและแนวทางในการกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มุ่งเน้นให้ความสำคัญกับการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนทั่วไป โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อยอย่างมาก โดยวางกฎเกณฑ์หรือกำกับดูแลที่ใช้วิธีการหลายรูปแบบ ไม่ว่าจะเป็นการกั้นกรองกิจการและหลักทรัพย์ที่จะระดมทุน การเปิดเผยข้อมูลภาคบังคับให้แก่ผู้ลงทุน และการมีกลไกคุ้มครองสิทธิในฐานะผู้ถือหลักทรัพย์

ในการวางกรอบกติกาเพื่อกำกับดูแล เพื่อให้การระดมทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ มีการคุ้มครองผู้ลงทุนที่เพียงพอ และไม่ก่อภาระเกินควรต่อผู้ออกหลักทรัพย์ระดมทุน จะมีการพิจารณาวางนโยบายและแนวทางการกำกับดูแลที่วางสมดุลที่เหมาะสมที่จะส่งเสริม สนับสนุนการระดมทุนของผู้ประกอบการและการคุ้มครองผู้ลงทุน กฎเกณฑ์จึงถูกสร้างให้ยืดหยุ่น ตามลักษณะและความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละประเภท และคุณสมบัติ ลักษณะ และขอบเขตของกลุ่มผู้ลงทุน มีทั้งกฎเกณฑ์ที่มีความเคร่งครัดเต็มรูปแบบ และอาจผ่อนคลายเป็นไปตามความเหมาะสม ซึ่งเพื่อให้เป็นไปตามนโยบายของรัฐบาลในการสนับสนุนผู้ประกอบการธุรกิจที่เป็น SME หรือ Startup ให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนได้หลายช่องทาง จึงต้องหาแนวทางที่เหมาะสมสอดคล้องกับการ ประกอบธุรกิจที่มีขนาดเล็ก ที่ส่วนใหญ่เป็นกิจการเจ้าของคนเดียวหรือเป็นธุรกิจครอบครัว รวมทั้งมักจะ มีความต้องการระดมทุนในช่วงเริ่มต้นของการประกอบกิจการ

การระดมทุนจากประชาชนของผู้ประกอบธุรกิจ SME หรือ Startup

ในหลายปีที่ผ่านมา ผู้ประกอบธุรกิจ SME หรือ Startup ที่ประสงค์จะระดมทุน ในตลาดทุน โดยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนภายใต้กรอบของกฎหมายหลักทรัพย์และ ตลาดหลักทรัพย์ แบ่งได้เป็น 2 แบบ ได้แก่

1. การระดมเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)

ตลาดหลักทรัพย์ mai เป็นตลาดที่ถูกจัดตั้งขึ้น โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพื่อเป็นแหล่งระดมทุนทางเลือกในการระดมทุนระยะยาว โดยวัตถุประสงค์หลักในการเปิดโอกาสให้ผู้ประกอบธุรกิจ SME ได้เข้าถึง แหล่งเงินทุนในตลาดทุน ซึ่งเป็นทางเลือกของแหล่งเงินทุนให้กับ SME นอกเหนือจากการขอ สินเชื่อจากสถาบันการเงิน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดตลาดซื้อขายออกเป็น 2 ตลาด ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ SET และตลาดหลักทรัพย์ mai โดยกำหนดคุณสมบัติของบริษัทที่จะนำ หลักทรัพย์มาจดทะเบียนที่แตกต่างกัน ซึ่งบริษัทขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET จะเป็น บริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีทุนชำระแล้วตั้งแต่ 300 ล้านบาทขึ้นไป ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ mai ต้องการจะส่งเสริมบริษัท SME กำหนดให้เป็นบริษัทที่มีทุนชำระแล้วตั้งแต่ 50 ล้านบาทขึ้นไป และ การดำเนินงานมาแล้วไม่น้อยกว่า 2 ปี และเริ่มมีผลประกอบการเป็นกำไร การระดมทุนผ่านตลาด หลักทรัพย์ mai จึงน่าจะเหมาะกับบริษัท SME ที่มีการประกอบการแล้วระยะหนึ่ง มีธุรกิจที่ชัดเจน และต้องมีคุณสมบัติทั้งในเชิงปริมาณและคุณภาพตามตาราง ดังนี้

ตารางที่ 3 - 1 เกณฑ์การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)

เกณฑ์	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)		ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)	
	เกณฑ์กำไรสุทธิ	เกณฑ์มูลค่าหุ้นสามัญตามราคาตลาด*	เกณฑ์กำไรสุทธิ	เกณฑ์มูลค่าหุ้นสามัญตามราคาตลาด*
มูลค่าที่ตราไว้ขั้นต่ำ	≥ 0.5 บาท/หุ้น			
ทุนชำระแล้ว (เฉพาะหุ้นสามัญ)	≥ 300 ล้านบาท		≥ 50 ล้านบาท	
ส่วนของผู้ถือหุ้น	≥ 300 ล้านบาท และก่อนเสนอขายหุ้น IPO ต้องมีส่วนของผู้ถือหุ้น > 0		≥ 50 ล้านบาท และก่อนเสนอขายหุ้น IPO ต้องมีส่วนของผู้ถือหุ้น > 0	
กำไรสุทธิ / มูลค่าหุ้นสามัญตามราคาตลาด	<ul style="list-style-type: none"> 2-3 ปี รวมกัน ≥ 50 ล้านบาท ปีล่าสุด ≥ 30 ล้านบาท กำไรงวดสะสมล่าสุด > 0 	<ul style="list-style-type: none"> ≥ 7,500 ล้านบาท EBIT ปีล่าสุด และ งวดสะสมล่าสุด > 0 	<ul style="list-style-type: none"> ปีล่าสุด ≥ 10 ล้านบาท กำไรงวดสะสมล่าสุด > 0 	<ul style="list-style-type: none"> ≥ 1,000 ล้านบาท EBIT ปีล่าสุด และ งวดสะสมล่าสุด > 0
ผลการดำเนินงาน (Track record)	≥ 3 ปี		≥ 2 ปี	
กรรมการและผู้บริหารส่วนใหญ่เป็นกลุ่มเดียวกับมาอย่างต่อเนื่อง (Same management)	≥ 1 ปี		≥ 1 ปี	
% การเสนอขายหุ้นต่อประชาชน	≥ 15% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (≥ 10% หรือ 75 ล้านบาท (แล้วแต่จำนวนใดสูงกว่า) หากทุนจดทะเบียนชำระแล้ว ≥ 500 ล้านบาท)		≥ 15% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว	
การกระจายหุ้นให้ผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float)	≥ 25% + 1,000 ราย (≥ 20% หากทุนจดทะเบียนชำระแล้ว ≥ 3,000 ล้านบาท)		≥ 25% + 300 ราย (≥ 20% หากทุนจดทะเบียนชำระแล้ว ≥ 3,000 ล้านบาท)	

แม้การระดมทุนจากประชาชนโดยการออกหุ้นเสนอขายหลักทรัพย์และมาจดทะเบียนในตลาด mai จะเป็นทางเลือกหนึ่งของผู้ประกอบการธุรกิจ SME แต่ก็ไม่ได้หมายความว่าทุก SME ที่ต้องการจะระดมทุนสามารถเข้าระดมทุนในทางเลือกนี้ได้ เพราะต้องมีคุณสมบัติตามมาตรฐานที่ตลาด mai กำหนด ซึ่งในปัจจุบันต้องเป็นบริษัทที่มีขนาดพอสมควรไม่เล็กมาก และมีผลประกอบการมาในระดับหนึ่ง ตลาด mai จึงอาจไม่ใช่วิธีทางเลือกให้กับบริษัท SME ที่มีขนาดเล็กมากหรือเป็นบริษัทในลักษณะ Startup

2. การระดมทุนแบบ Crowdfunding

ในยุคที่การขอสินเชื่อจากสถาบันการเงินค่อนข้างถูกเข้มงวด และขณะที่การระดมทุนตลาด mai ยังจำกัดอยู่กับบริษัทขนาดเล็กแต่ไม่ถึงกับเล็กมาก และต้องมีประวัติการดำเนินงาน (track record) ที่ดีและยาวนาน การเปิดโอกาสให้ผู้ประกอบการธุรกิจ SME หรือ Startup เข้าถึงแหล่งระดมทุนที่มาจากประชาชนทั่วไป ซึ่งรวมถึงมวลชนจำนวนมากที่อยู่ในโลกออนไลน์ อาจทำได้โดยการระดมทุนแบบ Crowdfunding ผ่านระบบอินเทอร์เน็ต

โดยทั่วไปการระดมทุนแบบ Crowdfunding มีอยู่ 4 แบบ ได้แก่

1. Donation – based crowdfunding ซึ่งเป็นกิจการที่ระดมทุนในลักษณะของการบริจาคเงิน โดยผู้บริจาคไม่หวังสิ่งตอบแทนใด ๆ
2. Reward – based crowdfunding เป็นกรณีการระดมทุนโดยเสนอสิ่งตอบแทนเป็นสิ่งของหรือสิทธิประโยชน์เกี่ยวกับสินค้าหรือบริการที่จะมีขึ้นในอนาคต
3. Peer to peer lending เป็นกรณีกิจการขอกู้ยืมเงินจากนักลงทุน โดยตกลงว่าจะคืนเงินต้นและดอกเบี้ยตามอัตราและกำหนดเวลาที่ตกลงกันได้
4. Investment – based crowdfunding โดยเสนอสิ่งตอบแทนให้ ถ้าเป็นการระดมทุนโดยออกหุ้น จะตอบแทนด้วยเงินปันผล แต่ถ้าเป็นการออกหุ้นกู้จะตอบแทนด้วยดอกเบี้ย

ปัจจุบัน สำนักงาน ก.ล.ต. กำกับดูแลการระดมทุนเฉพาะแบบ Investment – based crowdfunding เท่านั้น โดยในระยะแรกอนุญาตให้ระดมทุนจากประชาชนได้โดยการออกหุ้น หรือ Equity – based crowdfunding ตามกฎเกณฑ์ที่กำหนด

ภายใต้กฎเกณฑ์ที่ว่าด้วยการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding กิจการที่ระดมทุนต้องกระทำผ่านผู้ให้บริการที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการติดต่อระหว่างผู้ระดมทุนกับผู้ลงทุน ซึ่งเรียกว่า Funding Portal (FP) โดย FP ต้องเป็นบริษัทที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. และต้องปฏิบัติตามหน้าที่ตามกฎเกณฑ์กำกับดูแลให้ FP ปฏิบัติตามหน้าที่ที่จะได้รับความมั่นใจว่า ผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุนและมีระบบงานที่ช่วยให้ผู้ลงทุนได้รับการปฏิบัติอย่างเป็นธรรมและไม่ถูกเอาเปรียบ โดย FP ต้องมีคุณสมบัติและหน้าที่ดังต่อไปนี้

1. คุณสมบัติและหน้าที่ของ FP

- 1.1 เป็นบริษัทจัดตั้งตามกฎหมายไทย
- 1.2 กรรมการ ผู้จัดการ หรือบุคคลผู้มีอำนาจในการจัดการ ต้องมีคุณสมบัติและไม่มีลักษณะต้องห้ามตามมาตรฐานที่กำหนด
- 1.3 ไม่มีฐานะทางการเงินที่อาจก่อให้เกิดความเสียหาย
- 1.4 มีทุนจดทะเบียนชำระแล้วไม่น้อยกว่า 5 ล้านบาท
- 1.5 มีระบบงานที่มีความพร้อม ได้แก่
 - 1.5.1 ระบบป้องกันการเข้าถึงข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์จากผู้ลงทุนที่มีใช้สมาชิก
 - 1.5.2 ระบบตรวจสอบตัวตนและคุณสมบัติของผู้ลงทุน
 - 1.5.3 ระบบทดสอบความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนของผู้ลงทุน
 - 1.5.4 ระบบการจัดการเงินค้ำจองซื้อหุ้นด้วยวิธีการจัดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญาตามกฎหมายว่าด้วยการดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญา (Escrow Agent) เพื่อดูแลเก็บเงินค้ำจองหุ้น
 - 1.5.5 ระบบการเปิดเผยข้อมูลผ่านระบบหรือเครือข่ายที่เพียงพอและน่าเชื่อถือ
 - 1.5.6 ระบบสื่อสารทางอิเล็กทรอนิกส์เพื่อใช้สื่อสารระหว่างผู้ลงทุนด้วยกันหรือระหว่างผู้ลงทุนกับบริษัทที่ระดมทุน โดยต้องสามารถป้องกันผู้ลงทุนไม่ให้ผู้ลงทุนใช้เพื่อการเสนอขายหุ้นของตนเองได้
 - 1.5.7 ระบบสำรองการจัดเก็บข้อมูลบนระบบหรือเครือข่ายที่เชื่อถือได้
 - 1.5.8 ระบบงานรับส่งข้อมูลอัตโนมัติทางอิเล็กทรอนิกส์
 - 1.5.9 ระบบงานที่สามารถรองรับการประกอบธุรกิจได้อย่างต่อเนื่อง
 - 1.5.10 ระบบการกำกับดูแลการปฏิบัติงานของผู้ประกอบธุรกิจ (compliance) ตามที่ประกาศกำหนด
 - 1.5.11 ระบบการจัดการเกี่ยวกับป้องกันข้อร้องเรียนของสมาชิกเพื่อระงับข้อพิพาทอย่างมีประสิทธิภาพ

2. หน้าที่ของ FP

- 2.1 คัดเลือก Issuer โดยช่วยคัดกรองกิจการที่จะระดมทุนผ่านระบบของตน และจัดมาตรการเพื่อช่วยผู้ลงทุนลดความเสี่ยงจากกรณีมีมีฉ้อโกงเข้ามาหลอกลวงโดยแฝงมาเป็นผู้ต้องการระดมทุน
- 2.2 จัดให้มีข้อมูลเพื่อให้ความรู้แก่สมาชิก ดังนี้
 - 2.2.1 ความรู้เกี่ยวกับการลงทุนผ่าน Crowdfunding รวมทั้งแนะนำประโยชน์

และความเสี่ยงของการลงทุน

2.2.2 ขั้นตอนและวิธีการจองซื้อหลักทรัพย์ รวมถึงขอบเขตการให้บริการ

2.2.3 ความเสี่ยงของหุ้นที่เสนอขาย และความเสี่ยงที่เกิดจากการเสนอขาย

รูปแบบนี้

2.2.4 ข้อมูลเกี่ยวกับกิจการที่ระดมทุน

2.2.5 ข้อจำกัดเกี่ยวกับวงเงินลงทุนของสมาชิกแต่ละราย

2.2.6 สิทธิในการยกเลิกการจองซื้อหลักทรัพย์ รวมถึงสิทธิอื่นตามกฎหมาย

ที่เกี่ยวข้อง

2.2.7 คำเตือนว่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายมีสภาพคล่องน้อย เนื่องจากไม่มี

ตลาดรองหรืออาจมีข้อจำกัดในการโอน

2.3 จัดให้สมาชิกที่เป็นผู้ลงทุนรายบุคคลทำแบบทดสอบความเข้าใจ (knowledge test) ก่อนจองซื้อหุ้น

2.4 จัดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของผู้ลงทุน หรือ Escrow account (เป็นสถาบันการเงิน) เพื่อทำหน้าที่ดูแลการรับ เก็บ และคืนเงินค่าจองซื้อหุ้น (ถ้ามี) ในช่วงการระดมทุน

อย่างไรก็ดี เนื่องจากการดำเนินการตามนโยบายที่จะสนับสนุนธุรกิจ SME และ Startup สามารถระดมทุนเงินทุนได้อย่างสะดวกและรวดเร็ว จึงกำหนดกฎเกณฑ์ที่ไม่เข้มงวดเท่ากับกรณีการระดมทุนตามปกติ เมื่อประกอบกับเป็นธุรกิจที่ยังไม่มีผลประกอบการที่ชัดเจนจึงมีความเสี่ยงสูง จึงมีการจำกัดจำนวนวงเงินที่จะระดมทุนและจำกัดผู้ลงทุนที่จะเข้ามาลงทุน ดังนี้

1. วงเงินที่ระดมทุนต้องไม่เกิน 20 ล้านบาทในรอบ 12 เดือนแรก และทั้งหมดไม่เกิน 40 ล้านบาท

2. ผู้ลงทุนต้องมีลักษณะแบบใดแบบหนึ่ง ดังนี้

2.1 ผู้ลงทุนสถาบัน

2.2 กิจการเงินร่วมลงทุน (Private Equity)

2.3 นิติบุคคลร่วมลงทุน (Venture Capital)

2.4 ผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะ (Qualified Investor)

2.5 ผู้ลงทุนรายบุคคลซึ่งจำกัดการลงทุนไม่เกิน 50,000 บาทต่อกิจการ และรวมในทุกกิจการไม่เกิน 500,000 บาท

เพื่อให้เห็นภาพในการเปรียบเทียบลักษณะและความแตกต่างของการระดมเงินทุนทั้ง 2 แบบ อาจพิจารณาได้ตามตารางดังต่อไปนี้²⁸

ตารางที่ 3 - 2 การเปรียบเทียบความแตกต่างของการระดมทุน

รายการเปรียบเทียบ	การระดมทุนในตลาด mai หุ้นของบริษัทจดทะเบียน	หุ้นที่ระดมทุนแบบ Equity crowdfunding
1. ผู้ระดมทุน	บริษัทมหาชนจำกัด	บริษัทมหาชนจำกัด บริษัทจำกัด
2. ทรัพย์สินที่ได้รับ	หุ้น	หุ้น
3. การอนุญาตให้เสนอขาย	สำนักงาน ก.ล.ต. อนุญาตให้เสนอขายและ filing มีข้อมูลครบถ้วนเปิดเผยในระยะเวลาที่เกณฑ์กำหนด	Funding Portal สอบทานความมีตัวตนของบริษัทที่ออกหุ้น และตรวจทานข้อมูลว่ามีการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอชัดเจน และไม่ทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิดในสาระสำคัญ (fair clear and not misleading)
4. การจัดจำหน่ายหุ้น	บริษัทหลักทรัพย์ที่มีใบอนุญาตจัดจำหน่าย (Underwriter)	Funding Portal (FP) ที่ได้รับความเห็นชอบจาก สำนักงาน ก.ล.ต.

²⁸ “ตารางสรุปความแตกต่างของการเสนอขายหุ้นต่อประชาชน (IPO) และการเสนอขายหุ้นผ่าน equity crowdfunding”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก : <http://www.sec.or.th/TH/RaisingFunds/CFD/Pages/principle.aspx>, 2561.

5.ช่องทางการเสนอขาย	ช่องทางจัดจำหน่ายของ Underwriter เช่น สาขาของ ธนาคาร, บริษัทหลักทรัพย์ ฯลฯ	ผ่าน Crowdfunding Platform เช่น เว็บไซต์, แอปพลิเคชัน ที่ FP เป็นผู้ให้บริการระบบ
6.ผลตอบแทน	เงินปันผลและส่วนต่างราคา	เงินปันผลและส่วนต่างราคา
7.ตลาดซื้อขายแลกเปลี่ยน	มีตลาดรองรับ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)	ไม่มีตลาดรองรับ ทำให้การซื้อขายเปลี่ยนมือไม่คล่องตัว รวมถึงการขาย การขายไม่สามารถโฆษณา การขายเป็นการทั่วไป
8.จำนวนเงินลงทุน	*ไม่จำกัดเงินลงทุนในบริษัทใดบริษัทหนึ่ง และ	*ไม่เกิน 50,000 บาทต่อบริษัท และ

ตารางที่ 3 - 2 การเปรียบเทียบความแตกต่างของการระดมทุน (ต่อ)

รายการเปรียบเทียบ	การระดมทุนในตลาด mai หุ้นของบริษัทจดทะเบียน	หุ้นที่ระดมทุนแบบ Equity crowdfunding
	*ไม่จำกัดวงเงินลงทุนต่อผู้ลงทุนรายหนึ่ง	*ทุกบริษัทรวมกัน ไม่เกิน 5 แสนบาท ในรอบ 12 เดือน
9.ความเสี่ยง	ปัจจัยภายในและภายนอกทางธุรกิจ	ปัจจัยภายในและภายนอกทางธุรกิจ แต่มีความเสี่ยงมากกว่า เนื่องจากเป็นบริษัทที่ เพิ่งเริ่มดำเนินการ จึงอาจมีความเสี่ยงได้แก่ 1) กิจการล้มเหลว ทำให้ผู้ลงทุนสูญเสียเงินลงทุนทั้งหมด 2) ขาดสภาพคล่องเนื่องจากยังไม่มีตลาดรองรับการเปลี่ยนมือ

		<p>3) การไม่มีข้อมูลเพียงพอสำหรับใช้ตัดสินใจ เนื่องจากข้อตกลงในการเปิดเผยข้อมูลมีเพียงว่า ข้อมูลต้องเพียงพอชัดเจน ไม่ทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิด (fair clear and not misleading)</p> <p>4) ด้านกลไก เนื่องจาก crowdfunding ที่ซื้อขายหุ้นผ่าน platform บนระบบอินเทอร์เน็ต จึงอาจมีการ โกงรูปแบบต่าง ๆ เช่น เว็บไซต์เถื่อนที่แอบอ้างเป็น FP และความไม่ปลอดภัยทางไซเบอร์</p>
--	--	--

ตารางที่ 3- 2 การเปรียบเทียบความแตกต่างของการระดมทุน (ต่อ)

รายการเปรียบเทียบ	การระดมทุนในตลาด mai หุ้นของบริษัทจดทะเบียน	หุ้นที่ระดมทุนแบบ Equity crowdfunding
		<p>5) อาจจะไม่ได้รับเงินปันผลของกิจการ เนื่องจากเป็นธุรกิจที่เพิ่งเริ่มก่อตั้ง</p> <p>6) การเลิกกิจการของ FP หรือระบบงานไม่มีเพียงพอ</p>
10. ขั้นตอนการซื้อขาย	<p>เปิดบัญชีกับบริษัทหลักทรัพย์ทำ Suitability Test (แบบประเมินความเสี่ยง) ส่งหลักฐานที่ใช้ในการเปิดบัญชีหรือผลการพิจารณาประมาณ 1 สัปดาห์ จึงสามารถซื้อขายหลักทรัพย์</p>	<p>*สมัครสมาชิก/ลงทะเบียนบนเว็บไซต์ของ FP (ผ่านระบบยืนยันตัวตนบนเว็บไซต์/ทำ KYC เพื่อจัดประเภทผู้ลงทุน)</p> <p>*ทำ Knowledge Test แบบทดสอบความรู้ผู้ลงทุนก่อนการจองซื้อ</p> <p>*จองซื้อหลักทรัพย์ผ่านระบบ</p>

		ของ FP *ชำระเงินผ่านระบบของ Escrow agent
--	--	--

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบการระดมทุนแบบที่ออกหุ้นขายต่อประชาชนและนำไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ mai กับการระดมทุนที่ออกหุ้นขายต่อประชาชนแบบ Equity crowdfunding จะเห็นได้ว่ามีหลักเกณฑ์และวิธีดำเนินการที่แตกต่างกันค่อนข้างมาก เนื่องจากการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding มีวัตถุประสงค์ที่จะสนับสนุนให้ SMEs และ Startups สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนทางเลือกที่เป็นการระดมทุนจากประชาชนทั่วไป จึงมีการกำหนดกฎเกณฑ์ที่ผ่อนลงและปรับให้เหมาะสมกับลักษณะและรูปแบบของการประกอบกิจการของ SMEs และ Startups ที่ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นธุรกิจและมีความเสี่ยงสูง แต่ต้องการเงินทุนไปสร้างธุรกิจหรือการเติบโตให้กิจการ การกำกับดูแลจึงไม่สร้างภาระและต้นทุนแก่กิจการมากเกินไป แต่อย่างไรก็ตาม เนื่องจากมีการเปิดโอกาสให้ระดมเงินจากประชาชนทั่วไปแม้ว่าจะจำกัดจำนวนเงินลงทุนก็ตาม จึงยังต้องคำนึงถึงและมีมาตรการที่พอเหมาะในการดูแลคุ้มครองผู้ลงทุนอีกด้านหนึ่งด้วย

จากแนวทางและหลักการในการกำกับดูแลแบบปกติที่ให้ผู้ระดมทุนที่ออกหลักทรัพย์เป็นผู้ขออนุญาตและยื่นแบบหนังสือชี้ชวนเสนอขายหลักทรัพย์เป็นผู้มีหน้าที่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลเกี่ยวกับกิจการ รวมไปถึงดูแลการเปิดเผยข้อมูลทั้งก่อนและภายหลังเสนอขาย หากมีความไม่ถูกต้องหรือทำให้สำคัญผิด ก็อาจต้องรับผิดชอบทั้งทางแพ่งและทางอาญา แต่กรณีของการระดมทุนแบบ crowdfunding บริษัทผู้ระดมทุนจะไม่ใช่เป็นผู้ดำเนินการหลักและรับผิดชอบในกรณีที่มีความไม่ถูกต้องเกิดขึ้น แต่กำหนดให้มี FP ที่ต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นผู้ดำเนินการและรับผิดชอบหลักในการช่วยคัดกรองบริษัทและการเปิดเผยข้อมูลและการดำเนินการเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน ดังนี้

1. การคัดกรองคุณสมบัติของบริษัท และการเปิดเผยข้อมูล

FP จะเป็นผู้ทำหน้าที่คัดกรองผู้ระดมทุนที่มีโครงการหรือแผนธุรกิจที่ชัดเจนและมีความเป็นไปได้ สอบทานการมีตัวตนและคุณสมบัติของผู้ระดมทุน เก็บรวบรวมข้อมูลกิจการและการเสนอขายเพื่อเปิดเผยให้แก่ผู้ลงทุน รวมทั้งการให้ความรู้และการรับรู้เกี่ยวกับความเสี่ยงของการลงทุนให้แก่ผู้ลงทุน

2. การคุ้มครองผู้ลงทุน

เนื่องจากกิจการที่ระดมทุนอยู่ในช่วงเริ่มต้นและมีโอกาสที่จะไม่ประสบความสำเร็จได้มาก และความคุ้มครองตามกฎหมายก็อาจไม่เท่ากับกรณีปกติ เช่น ผู้ระดมทุนไม่ได้มีหน้าที่และความรับผิดชอบตามกฎหมายในการเปิดเผยข้อมูล หรือกรรมการและผู้บริหารบริษัท ไม่มีหน้าที่และ

ความรับผิดชอบสำคัญบางอย่างตามที่กำหนดในกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ จึงต้องมีมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนตามความสามารถในการรับความเสี่ยงและระดับความเข้าใจในการลงทุน ได้แก่

2.1 การจำกัดความเสี่ยงหายจากการลงทุน โดยผู้ลงทุนที่เป็นรายย่อยลงทุนได้ไม่เกิน 50,000 บาทต่อบริษัท และมูลค่าเงินลงทุนรวมไม่เกิน 500,000 บาทต่อปี และบริษัทจะระดมทุนจากผู้ลงทุนที่เป็นรายย่อยรวมได้ไม่เกิน 20 ล้านบาทในรอบ 12 เดือน โดยรวมทั้งหมดไม่เกิน 40 ล้านบาท ในส่วนผู้ลงทุนที่ไม่ใช่รายย่อยสามารถลงทุนได้อย่างไม่จำกัด

2.2 การสร้างความเข้าใจและการรับรู้ความเสี่ยงในการลงทุน โดยก่อนการลงทุนผู้ลงทุนต้องได้รับความรู้ความเข้าใจและมีการรับทราบความเสี่ยงอย่างชัดเจน รวมทั้งต้องผ่านการทดสอบ Knowledge test

2.3 การจัดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของผู้ลงทุนหรือ Escrow account เพื่อทำหน้าที่ดูแลการรับจ่าย เก็บรักษาและคืนเงินค่าจองซื้อหุ้น

แม้จะมีการออกข้อกำหนดที่วางหลักเกณฑ์และแนวทางกำกับดูแลสำหรับการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding มาตั้งแต่ปี 2558 แต่ก็ยังไม่มีผู้ประกอบการ SMEs และ Startups ที่ระดมทุนแบบ Equity crowdfunding ที่ปฏิบัติตามข้อกำหนดดังกล่าว และเมื่อเดือนพฤษภาคม 2561 ฟังจะมีผู้เปิดให้บริการเป็น FP ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ด. เป็นรายแรก ได้แก่ บริษัท ไลฟ์ฟินคอร์ป จำกัด ซึ่งจัดตั้งและถือหุ้น 99.99% โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อให้บริการ “LIVE” แพลตฟอร์มย่อมาจาก Launchpad and investment Vehicle for Enterprise เป็นแพลตฟอร์มในการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding และแพลตฟอร์มการซื้อขายหลักทรัพย์ในรูปแบบเจรจาต่อรอง (Over The Counter : OTC) ที่จัดตั้งเพื่อรองรับการระดมทุนของ SMEs และ Startups โดยเฉพาะแพลตฟอร์มดังกล่าวมีการนำเอาเทคโนโลยี blockchain มาใช้ในการพัฒนา โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจของชาติ โดยเป็นช่องทางให้ SMEs และ Startups ที่เริ่มสร้างนวัตกรรมสู่ตลาดแต่ยังขาดโอกาสทางการเงินเข้าถึงแหล่งเงินทุนในรูปแบบ Crowdfunding ขณะเดียวกันยังเป็นโอกาสให้ผู้ลงทุนตามคุณสมบัติที่สำนักงาน ก.ล.ด. กำหนดทั้งบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลได้มีทางเลือกลงทุนในกิจการ SMEs และ Startups ที่มีศักยภาพเติบโตในอนาคต

การระดมทุนผ่าน “LIVE” แพลตฟอร์มนั้น กิจการที่จะระดมทุนต้องเป็นบริษัทจำกัดที่จดทะเบียนตามกฎหมายไทย โดยคุณสมบัติและเงื่อนไขสำคัญ ดังนี้

1. ไม่กำหนดทุนชำระแล้วและกำไรสุทธิ
2. ไม่กำหนดว่าจะต้องกระจายหุ้นแก่ประชาชนทั่วไป
3. ถ้าระดมทุนเกิน 20 ล้านบาท ต้องมีประวัติระดมทุนอย่างน้อย 5 ล้านบาทหรือมี

ผู้สนับสนุนหรือ Sponsor

4. งบการเงินต้องผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาต เว้นแต่ระดมทุนเกิน 100 ล้านบาท ต้องรับรองโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต.
 5. ผู้ก่อตั้งและผู้บริหารไม่มีประวัติกระทำผิดอาญาตามกฎหมายหรือประวัติเครดิตไม่ดีกับสถาบันการเงินหรือเครดิตบูโร
 6. ซื้อขายแลกเปลี่ยนนอกตลาด (OTC) โดยการซื้อขายในตลาดรองใช้วิธีการเป็นแบบเจรจาต่อรอง โดยกำหนดเวลาชำระเงินในวันทำการถัดจากวันที่ซื้อขาย (T+1)
 7. การห้ามขายหุ้นขึ้นอยู่กับข้อตกลงระหว่างบริษัทกับผู้ถือหุ้นโดยตรง
 8. เนื่องจากการลงทุนใน SME และ Startup แม้จะมีศักยภาพที่จะเติบโตสูง แต่ก็มีความเสี่ยงสูง จึงกำหนดให้เฉพาะผู้ลงทุนที่มีฐานะการเงินมั่นคงและมีความรู้ในการลงทุนเป็นเข้ามาซื้อขายได้ ซึ่งได้แก่ผู้ลงทุน 4 ประเภทดังต่อไปนี้
 - 8.1 ผู้ลงทุนสถาบัน (Institutional investor)
 - 8.2 กิจการเงินร่วมลงทุน (Private Equity)
 - 8.3 นิติบุคคลร่วมลงทุน (Venture Capital)
 - 8.4 ผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะที่สำนักงาน ก.ล.ต.กำหนด ซึ่งต้องมีรายได้ไม่ต่ำกว่า 3 ล้านบาทต่อปี หรือมีสินทรัพย์รวมไม่ต่ำกว่า 50 ล้านบาทและมีประสบการณ์ลงทุนไม่น้อยกว่า 1 ปี
 9. ส่วนบุคคลทั่วไปยังไม่สามารถลงทุนใน “LIVE” แพลตฟอร์มได้ในขณะนี้ แต่ก็มีแนวทางที่จะกำหนดเงื่อนไขเงินลงทุนไว้แล้วว่าต้องลงทุนขั้นต่ำ 1,000 บาท สามารถลงทุนสูงสุด 50,000 บาทต่อโครงการ และไม่เกิน 500,000 บาท ต่อปี และมีสัดส่วนการลงทุนไม่เกิน 20 ล้านบาทต่อบริษัท
- ตารางที่ 3 – 3 สรุปข้อเปรียบเทียบสัดส่วนการลงทุน

สรุปข้อเปรียบเทียบ SET, mai และ LIVE



เรื่อง	คุณสมบัติ		
	SET	mai	LIVE
สถานะ	บริษัทมหาชนจำกัด หรือนิติบุคคลที่มีกฎหมายไทยจัดตั้งขึ้นโดยเฉพาะ		บริษัทจำกัด
ทุนชำระแล้ว	≥ 300 ล้านบาท	≥ 50 ล้านบาท	ไม่กำหนดขั้นต่ำ
ผลการดำเนินงาน	มีกำไรสุทธิในระยะเวลา 2 ปี หรือ 3 ปี ล่าสุดรวมกัน > 50 ล้านบาท และปีล่าสุด > 30 ล้านบาท	มีกำไรสุทธิในปีล่าสุด > 10 ล้านบาท	ไม่กำหนดกำไรสุทธิ
การเสนอขายหุ้นแก่ประชาชน	> 15%/10% ของทุนชำระแล้ว ขึ้นอยู่กับทุน	> 15% ของทุนชำระแล้ว	ไม่กำหนดการกระจายหุ้น
อื่นๆ	มีการกำกับดูแลกิจการและการควบคุมภายใน กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ มีการห้ามขายหุ้น (Silent Period)		การห้ามขายหุ้น (Silent Period) ขึ้นอยู่กับข้อตกลงระหว่างบริษัทและผู้ถือหุ้น
นายทะเบียน	แต่งตั้งให้บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) (TSD) หรือบุคคลที่ตลาดหลักทรัพย์เห็นชอบเป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์		
การซื้อขายในตลาดรอง	ระบบจับคู่อัตโนมัติ (Auto-matching)		ระบบเจรจาต่อรอง (Dealing)
วันที่ชำระเงิน	T+2		T+1

ตารางที่ 3 – 4 เงื่อนไขการระดมทุนของผู้ประกอบการ

เงื่อนไขการระดมทุนของผู้ประกอบการ



คุณสมบัติ	มูลค่าการระดมทุนในรอบ 12 เดือน		
	ไม่เกิน 20 ล้านบาท (Seed Stage)	ตั้งแต่ 20 ล้านบาทแต่ไม่เกิน 100 ล้านบาท (Early Stage / Series A,B,C)	ตั้งแต่ 100 ล้านบาท (Pre-IPO)
ประเภทกิจการ	บริษัทจำกัดที่จดทะเบียนในประเทศไทย		
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว	ไม่กำหนดทุนจดทะเบียนขั้นต่ำ		
ผลการดำเนินงาน	ไม่กำหนดกำไรสุทธิ		
สัดส่วนการเพิ่มทุน	ไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด	ไม่เกิน 45% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด	
ประวัติการเสนอขายหุ้น	ไม่กำหนด	ต้องผ่านการระดมทุนที่มีมูลค่ารวมไม่ต่ำกว่า 5 ล้านบาท หรือมี sponsor ดูแลการระดมทุน	
คุณสมบัติผู้บริหาร	ต้องไม่มีประวัติเครดิตไม่ดีจากสถาบันการเงินเครดิตบูโร		
คุณสมบัติกรรมการบริษัท	ไม่เคยมีประวัติความผิดทางกฎหมายและการลงโทษจากสำนักงานก.ล.ต.		
การเปิดเผยในการเสนอขายหุ้น	ระบุข้อมูล แผนธุรกิจ ประวัติผู้บริหาร งบการเงิน สิทธิผู้ถือหุ้น ความเสี่ยงของโครงการ รายชื่อผู้ถือหุ้นที่เกิน 20% และมีการนำเสนอข้อมูลทั้งแบบ online และ offline รวมถึงมีการประชุมจัดทำข้อตกลงผู้ถือหุ้น		
งบการเงินรับรองโดยผู้สอบบัญชี	สภาวิชาชีพบัญชี	สำนักงานก.ล.ต.	
ข้อตกลงผู้ถือหุ้น (Shareholders Agreement)	มีการคุ้มครองผู้ถือหุ้นเสียงข้างน้อย Tag Along Right มีตัวแทนผู้ถือหุ้นเป็นกรรมการบริษัท		มีการการอิสระเป็นกรรมการบริษัท

หมายเหตุ: Sponsor สามารถเป็นได้ทั้ง บล.,FA, Lead Investors ที่มีการทำ Due Dilligence บริษัท

การกำหนดคุณสมบัติและเงื่อนไขของผู้ระดมทุนและผู้ลงทุนใน “LIVE” แพลตฟอร์ม จะมีหลายส่วนที่มีการเพิ่มเติมไปจากข้อกำหนดที่ออกโดยสำนักงาน ก.ล.ต. จึงทำให้ SME หรือ Startup ที่จะระดมทุนแบบ Equity crowdfunding ได้ในปัจจุบัน ต้องมีคุณสมบัติและลักษณะตามที่ สามารถผ่านเกณฑ์และเงื่อนไขทั้งที่ของสำนักงาน ก.ล.ต.กำหนดและของ “LIVE” แพลตฟอร์ม จึงมี ผลให้ผู้ที่จะเข้าถึงแหล่งเงินทุนแบบ Equity crowdfunding ยังต้องมีคุณสมบัติและสามารถปฏิบัติตามเงื่อนไขที่กำหนด ทำให้ยังอาจไม่ครอบคลุมถึง SME หรือStartup ทั้งหมดที่มีอยู่ในประเทศไทย และเนื่องจากเพิ่งจะมีผู้ประกอบการ FP ได้ไม่นานจึงยังไม่อาจประเมินได้ว่าหลักเกณฑ์และ

แนวทางที่ใช้อยู่ในปัจจุบันมีความเหมาะสมและสอดคล้องกับการระดมทุนของ SME หรือ Startup โดยมีแนวทางการกำกับดูแลที่เพียงพอและมีประสิทธิภาพหรือไม่ อย่างไร

ในช่วงหนึ่งถึงสองปีที่ผ่านมา ขณะที่ SME หรือ Startup ในประเทศไทยยังไม่สามารถระดมทุนแบบ Equity crowdfunding เนื่องจากยังไม่มีผู้ให้บริการเป็น FP ได้ผู้ประกอบการที่หันมาระดมทุนแบบ ICO เพื่อใช้เป็นเงินทุนประกอบธุรกิจในโลกอินเทอร์เน็ตโดยเฉพาะในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีและนวัตกรรม และกลายเป็นวิธีการระดมทุนผ่านระบบอินเทอร์เน็ตที่ได้รับการยอมรับและนิยมกันอย่างแพร่หลายของผู้ประกอบธุรกิจและประชาชนผู้ลงทุนทั่วโลก ในประเทศไทยมีผู้ประกอบการทั้งที่เป็น ธุรกิจ SME ธุรกิจ Startup หรือแม้แต่ธุรกิจขนาดใหญ่ก็ให้ความสนใจการระดมทุนแบบ ICO กันมากและเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว จนถึงปัจจุบันได้มีบริษัทที่จัดตั้งในประเทศไทยอย่างน้อยสองแห่งที่ได้มีการระดมทุนแบบ ICO จนสามารถระดมเงินทุนได้ตามที่ต้องการ ได้แก่ OmiseGo เป็นธุรกิจ Startup ที่จัดตั้งโดยบริษัท Omise ซึ่งเป็นบริษัทตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย ทำธุรกิจที่แก้ปัญหาการเชื่อมต่อการชำระเงินระหว่างผู้ให้บริการชำระเงินและสถาบันการเงินต่างๆ ได้ระดมทุนแบบ ICO ในเดือนกรกฎาคม 2560 ได้เงินทุนจำนวน 25 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา²⁹ และบริษัทที่สองเป็นบริษัทในกลุ่มบริษัทเจมาร์ท จำกัด (มหาชน) ที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ระดมทุนแบบ ICO ในเดือนกุมภาพันธ์ 2561 เพื่อนำไปพัฒนาระบบ Decentralized Digital Lending Platform (DDL) หรือการให้คนทั่วไปสามารถกู้เงิน ‘ดิจิทัล’ ผ่านมือถือ โดยเสนอขาย JFin Coin จำนวน 100 ล้านโทเคน ๆ ละ 6.60 บาท ทำให้ระดมเงินได้ราว 660 ล้านบาท³⁰

ในขณะที่ผู้ประกอบการทั้งบริษัทขนาดเล็กที่เป็นธุรกิจ Startup หรือบริษัทจดทะเบียน เริ่มหันมาใช้การระดมทุนแบบ ICO เพื่อเอาไปใช้ในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งดูเหมือนว่าอาจเป็นโอกาสหรือทางออกในการหาแหล่งเงินทุนให้กับธุรกิจต่างๆ ซึ่งรวมถึง SME หรือ Startup แต่เนื่องจากการระดมทุนในแบบดังกล่าวมีลักษณะที่เป็นการระดมเงินทุนจากมวลชนจำนวนมาก จึงอาจมีผลกระทบและความเสี่ยงต่อประชาชนหรือผู้ลงทุนทั่วไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งกรณีการระดมทุนที่ออกเหรียญดิจิทัลหรือโทเคนที่มีลักษณะคล้ายหลักทรัพย์ และยังมีกรณีที่มีการนำเอาการเสนอขายหรือการซื้อขายเหรียญดิจิทัลไปฉ้อฉลหลอกลวง ทำแชร์ลูกโซ่หรือมีการนำไปใช้ในกิจกรรม

²⁹ Leesa-Nguansuk, Suchit. "OmiseGo opens up e-wallet payments", Bangkok Post. 1 August 2017.

³⁰ Jiraboon Narktong. "JFin Coin ขายหมด 100 ล้าน โทเคนภายใน 55 ชั่วโมง ระดมทุนได้กว่า 660 ล้านบาท".

ที่ผิดกฎหมาย เช่น การฟอกเงินหรือการสนับสนุนการก่อการร้าย เป็นต้น หน่วยงานต่างๆที่เกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็นกระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. และสำนักงานปราบปรามการฟอกเงิน ได้มีการติดตามและพิจารณาการทำธุรกรรมดังกล่าวในส่วนที่แต่ละหน่วยงานดูแลรับผิดชอบ

ในส่วน of สำนักงาน ก.ล.ต. ได้ศึกษา วิเคราะห์และติดตามพัฒนาการและผลกระทบของการระดมทุนแบบ ICO เพื่อหาแนวทางการกำกับดูแลที่สอดคล้องและเหมาะสมภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ จนในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2560 ได้มีเสนอความเห็นและแนวดำเนินการในการกำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO โดยให้ความสำคัญกับการผลักดันให้เกิดนวัตกรรมดิจิทัลและการสนับสนุนธุรกิจที่ใช้เทคโนโลยีและนวัตกรรมมาสร้างบริการทางการเงินเพื่อประโยชน์แก่ประชาชนและการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของผู้ประกอบการธุรกิจโดยเฉพาะเทคสตาร์ทอัพ (tech startup) และธุรกิจเพื่อสังคม (social enterprise) ในขณะเดียวกันต้องมีการกำกับดูแลเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนทั่วไปอย่างเหมาะสมและสามารถเชื่อมั่นได้³¹

ในการเสนอแนวทางการกำกับดูแลที่มีการรับฟังความคิดเห็นดังกล่าวมีหลักเกณฑ์ที่เป็นสาระสำคัญพอสรุปได้ดังนี้

1. กำหนดให้เหรียญดิจิทัลหรือโทเคนที่เสนอขายแบบ ICO ซึ่งมีลักษณะหรือสาระเป็นการตกลงเข้าร่วมลงทุน ซึ่งไม่ใช่หลักทรัพย์ที่มีอยู่แล้วอย่างหุ้นหรือตราสารหนี้ให้เข้ามาอยู่ภายใต้การกำกับดูแลอย่างชัดเจน โดยกำหนดให้เรียกว่า “ส่วนแบ่งร่วมลงทุน”

2. ให้การออกและเสนอขายเหรียญดิจิทัลหรือโทเคนได้เฉพาะต่อผู้ลงทุนสถาบัน กิจการเงินร่วมลงทุน (Venture capital) นิติบุคคลร่วมลงทุน (Private equity) ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ (Ultra high net worth investor) และในกรณีผู้ลงทุนรายย่อย จะจำกัดวงเงินลงทุนแต่ละรายไม่เกิน 300,000 บาทต่อการลงทุนแต่ละโครงการ

3. เพื่อให้มีผู้เล่นในตลาด (Market player) ที่สามารถช่วยคัดกรองคุณภาพ รวมทั้งเพิ่มความโปร่งใสและความมั่นใจในตลาด ICO จึงควรต้องดำเนินการผ่าน ICO portal ที่สำนักงานยอมรับ โดยมีบทบาทที่สำคัญได้แก่

3.1 การทำ Due diligence และคัดกรองผู้ระดมทุนจากผู้ที่ไม่สุจริต รวมทั้งพิจารณาความเป็นไปได้ของแผนธุรกิจ และ โครงสร้างการกระจายเหรียญดิจิทัลหรือโทเคน

3.2 การตรวจสอบ Source code ของ Smart contract ที่จะกำหนดทำให้เกิดผลตาม

³¹ สำนักงาน ก.ล.ต. เอกสารรับฟังความคิดเห็น เลขที่ อทง. 34/2560. “แนวทางการกำกับดูแล Initial Coin Offering (ICO)”. เผยแพร่เมื่อวันที่ 27 ตุลาคม 2560.

สัญญาโดยอัตโนมัติ นำไปเทียบกับเอกสารที่ใช้อธิบายโครงการและการระดมเงินที่เรียกว่า “White paper”

3.3 การมีกระบวนการเพื่อทำความรู้จักตัวตนของผู้ลงทุน (Know-Your-Client – “KYC”)

3.4 การดูแลไม่ให้ผู้ลงทุนรายย่อยลงทุนเกินวงเงินการลงทุนที่กำหนด

3.5 การมีข้อมูลที่เป็นปัจจุบันของการซื้อขายและถือครองเหรียญดิจิทัล

หรือโทเคน

3.6 การให้ความร่วมมือกับสำนักงาน ก.ล.ต. ในการกำกับดูแลภายหลังเสนอขาย

4. สำนักงาน ก.ล.ต. วางแนวทางในการทำงานร่วมและผ่าน ICO portal เพื่อให้มั่นใจ

ได้ว่า ICO portal จะสามารถดำเนินการตามวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลได้อย่างถูกต้องครบถ้วน โดยสำนักงาน ก.ล.ต. ไม่ได้กำกับการ ICO แต่ละโครงการเองและไม่ได้กำหนดวิธีการ โดยเฉพาะเจาะจงที่ ICO portal จะต้องปฏิบัติ

5. ในข้อเสนอได้เสนอกรอบกฎหมายของการกำกับดูแลไว้ 2 วิธี ได้แก่

5.1 วิธีการยกเว้นการขออนุญาต: ICO ที่ทำผ่าน ICO portal ที่สำนักงาน ก.ล.ต. ยอมรับผู้ระดมทุนแบบ ICO จะได้รับยกเว้นการขออนุญาตออกและเสนอขาย และหน้าที่เปิดเผยข้อมูล เช่น การยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขาย ร่างหนังสือชี้ชวน งบการเงินที่ตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบและเอกสารอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง ดังนั้น หากเกิดกรณีฉ้อโกงหรือเปิดเผยข้อมูลอันเป็นเท็จ สำนักงาน ก.ล.ต. จะไม่มีอำนาจ ในการดำเนินการทางกฎหมายภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ แต่ยังสามารถดำเนินการทางกฎหมายได้ตามกฎหมายอาญาทั่วไป

5.2 วิธีการอนุญาตเป็นการทั่วไป: ICO ที่ทำผ่าน ICO portal ที่สำนักงาน ก.ล.ต. ยอมรับจะได้รับอนุญาตเป็นการทั่วไป ซึ่งจะกำหนดเงื่อนไขให้ผู้ระดมทุนรายงานข้อมูลต่อ ICO portal และสำนักงาน ก.ล.ต. ขณะและภายหลังการเสนอขาย หากเกิดกรณีฉ้อโกงหรือเปิดเผยข้อมูลอันเป็นเท็จ สำนักงาน ก.ล.ต. จะมีอำนาจในการดำเนินการทางกฎหมายภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ซึ่งมีบทลงโทษที่หนักกว่ากฎหมายอาญาทั่วไป

สำนักงาน ก.ล.ต. ได้เสนอทางเลือกการอนุญาตเป็นการทั่วไป เนื่องจากจะมีเครื่องมือและกลไกเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนที่ครอบคลุมกว่าแม้ว่าอาจจะเป็นภาระและมีความรับผิดชอบผู้ระดมทุนมากกว่า และมีความแตกต่างไปจากการกำกับการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding ที่กำหนดให้ใช้วิธีการยกเว้นการขออนุญาต

แนวทางการกำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO ที่อยู่ระหว่างรับฟังความคิดเห็นและพิจารณาของสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นแนวทางที่ใกล้เคียงกับแนวทางการกำกับดูแลการระดมทุนแบบ

Equity crowdfunding เพราะมีลักษณะและวัตถุประสงค์รวมทั้งความเสี่ยงหลายอย่างที่คล้ายกัน เช่น เป็นข้อตกลงร่วมลงทุนที่มีการแบ่งผลประโยชน์ และมีความเสี่ยงที่อาจสูญเสียนเงินลงทุนทั้งหมด เป็นต้น โดยแนวทางที่ใช้กำกับดูแล ได้แก่ การจำกัดการระดมทุนของผู้ลงทุนรายย่อย การมีผู้ให้บริการแพลตฟอร์มที่เป็น Portal มาช่วยคัดกรองและดูแลผู้ระดมทุนรวมทั้งการเปิดเผยข้อมูล และมีการกำหนดวิธีการคุ้มครองผู้ลงทุนในลักษณะพิเศษ เช่น การสร้างความเข้าใจและการรับรู้ความเสี่ยงในการลงทุนก่อนการลงทุน เป็นต้น ทั้งนี้ มีกฎหมายและกฎเกณฑ์บางอย่างที่เพิ่มเติมสำหรับการระดมทุนแบบ ICO เพราะอาจมีความเสี่ยงที่สูงกว่า เช่น หากผู้ระดมทุนเปิดเผยข้อมูลเป็นเท็จหรือกระทำการทุจริต จะถูกฟ้องให้ต้องรับผิดชอบในคดีอาญา และอาจถูกผู้เสียหายฟ้องเรียกค่าเสียหายในคดีแพ่งอีกทางหนึ่ง เป็นต้น

เพื่อให้การกำหนดกฎเกณฑ์การกำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO ที่เหมาะสมและปฏิบัติได้จริง นอกจากสำนักงาน ก.ล.ต. ได้เปิดรับฟังความคิดเห็นจากบุคคลหลายฝ่ายที่เกี่ยวข้องทั้งจากผู้ที่จะระดมทุน ผู้ลงทุนและผู้ให้บริการธุรกรรมที่เกี่ยวข้อง ยังได้ศึกษาและติดตามความเคลื่อนไหวของการกำกับดูแลของประเทศต่างๆ เพราะการระดมทุนแบบ ICO เป็นการระดมทุนที่ได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายไปทั่วโลก และการเสนอขายในอินเทอร์เน็ตก็สามารถเข้าถึงผู้คนทั่วโลกได้ในเวลาเดียวกัน

ในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2561 พบว่าปัญหาและผลกระทบที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุนแบบ ICO เกิดขึ้นในลักษณะคล้ายกันในนานาประเทศทั่วโลก ทั้งที่เกิดจากความเสี่ยงของธุรกิจที่ออกหรือยุติกิจการเอง เช่น การไม่ประสบความสำเร็จตามโครงการหรือการขาดข้อมูลในการลงทุน และความเสี่ยงอื่นที่เกี่ยวข้อง เช่น การฉ้อฉลหลอกลวงให้ลงทุน การสร้างราคาในตลาดรอง การทุจริตในกิจการ การนำไปใช้เพื่อทำการฟอกเงินหรือสนับสนุนการก่อการร้าย การโจมตีหรือขโมยหรือยุติกิจการในระบบอิเล็กทรอนิกส์ เป็นต้น ซึ่งประเทศต่าง ๆ ก็ได้มีแนวดำเนินการของแต่ละประเทศด้วยวิธีการและทำที่ที่แตกต่างกันอย่างมาก ในขณะที่บางประเทศใช้แนวทางที่สนับสนุนและวางกฎเกณฑ์ที่เอื้ออำนวย บางประเทศกลับห้ามการทำกิจกรรมที่เกี่ยวข้องและมีการบังคับใช้กฎหมายอย่างเข้มงวด

ในช่วงเดียวกันนั้น แม้ประเทศไทยจะยังมีการระดมทุนแบบ ICO เกิดขึ้นไม่มาก แต่ก็มีแนวโน้มที่มีผู้ประกอบการจำนวนมากให้ความสนใจหรือวางแผนที่จะใช้ ICO เป็นทางเลือกของการระดมทุนมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่เดียวกันก็มีเหตุการณ์ที่มีการอ้างหรือใช้เหตุยุติกิจการไปเอารัดเอาเปรียบหรือในทางที่ผิดกฎหมายต่างๆเกิดขึ้นมากเช่นกัน ไม่ว่าจะเป็นฉ้อโกงหรือหลอกลวงให้ลงทุน กระทำทุจริตในธุรกิจ การทำแชร์ลูกโซ่ การฟอกเงินหรือใช้ในการทำธุรกิจที่ผิดกฎหมาย รัฐบาลโดยกระทรวงการคลังจึงได้ร่วมกับหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง ไม่ว่าจะเป็นธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. และสำนักงานป้องกันและปราบปรามการฟอกเงิน ติดตามเฝ้าระวัง

และพิจารณามาตรการและหาแนวทางในการควบคุมและกำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO การซื้อขายเหรียญดิจิทัลและ Cryptocurrency โดยได้ผลสรุปว่าควรออกกฎหมายเฉพาะเพื่อกำกับดูแลควบคุมกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ดิจิทัลซึ่งรวมโทเคนดิจิทัล (เหรียญดิจิทัล) และ Cryptocurrency อันได้แก่ การเสนอขายเหรียญดิจิทัลและควบคุมการประกอบธุรกิจตลาดซื้อขายนายหน้าหรือผู้ค้าสินทรัพย์ดิจิทัล

ในเดือนมีนาคม 2561 กระทรวงการคลังได้นำเสนอคณะรัฐมนตรีเพื่อพิจารณามาตรการดูแลและการออกกฎหมายเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล และคณะรัฐมนตรีได้เห็นชอบการกำกับควบคุมและการออกกฎหมายเกี่ยวกับธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล โดยเห็นว่ามีควมจำเป็นเร่งด่วนจึงให้ออกเป็นพระราชกำหนด (พ.ร.ก.) ซึ่งจะดำเนินการได้รวดเร็วและทันต่อเหตุการณ์ เนื่องจากเป็นเรื่องใหม่ที่ยังไม่มีกฎหมายควบคุมดูแลเฉพาะ และควรรีบดำเนินการเพื่อการคุ้มครองผู้ลงทุนรายย่อย พ.ร.ก. ดังกล่าวได้กำหนดคบทบัญญัติหลักและให้อำนาจคณะกรรมการ ก.ล.ต. สามารถออกกฎเกณฑ์ในด้านต่างๆที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งให้สำนักงาน ก.ล.ต. ทำหน้าที่เป็นหน่วยงานกำกับดูแลและบังคับใช้กฎหมาย

ในวันที่ 14 พฤษภาคม 2561 พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล (พ.ร.ก.ธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล) มีผลใช้บังคับ ได้ระบุวัตถุประสงค์ว่า “...การกำกับดูแลการประกอบธุรกิจและการดำเนินกิจกรรมเกี่ยวกับสินทรัพย์ดิจิทัล มิให้มีการนำสินทรัพย์ไปกระทำการใดในลักษณะ ที่เป็นการหลอกลวงประชาชนหรือเกี่ยวข้องกับการประกอบอาชญากรรมและเพื่อรองรับการนำเทคโนโลยีมาทำให้เกิดการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมอย่างยั่งยืน ซึ่งเป็นการสนับสนุนและอำนวยความสะดวกให้กับผู้ประกอบการที่มีเครื่องมือในการระดมทุนที่หลากหลาย รวมถึงประชาชนผู้เกี่ยวข้องมีข้อมูลที่ชัดเจนเพียงพอ เพื่อใช้ในการตัดสินใจในการลงทุน...” ซึ่งพอจะเห็นได้ว่า พ.ร.ก. นี้ได้ออกโดยมีวัตถุประสงค์หลักเน้นการกำกับดูแลเพื่อคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนทั่วไป และป้องกันอาชญากรรม โดยยังคงมีวัตถุประสงค์เพื่อสนับสนุนให้ผู้ประกอบการมีเครื่องมือระดมทุนที่หลากหลายโดยเฉพาะกลุ่ม Startup ซึ่งจะทำได้เข้าถึงแหล่งเงินทุนได้สะดวกด้วยต้นทุนต่ำ³²

ใน พ.ร.ก. ธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลได้แบ่งสินทรัพย์ดิจิทัลเป็น 2 ประเภท คือ คลิปโทเคอร์เรนซีและโทเคนดิจิทัล ซึ่งโทเคนดิจิทัลแบ่งเป็น 2 ลักษณะ ได้แก่ หน่วยข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ซึ่งถูกสร้างขึ้นบนระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์โดยมีวัตถุประสงค์

³² “คลังฯ พ.ร.ก.สินทรัพย์ดิจิทัล รองรับการลงทุนเทคโนโลยี startup”, กรุงเทพธุรกิจ, 15 พฤษภาคม 2561.

1. เพื่อกำหนดสิทธิของบุคคลในการเข้าร่วมลงทุนในโครงการหรือกิจการใด ๆ โดยจะเรียกว่า Investment Token ซึ่งเป็นโทเคนที่ให้สิทธิในการร่วมลงทุนและได้ผลตอบแทนจากกิจการนั้น จึงมีลักษณะคล้ายหลักทรัพย์ที่ใช้การระดมทุนในตลาดทุน

2. เพื่อกำหนดสิทธิในการได้มาซึ่งสินค้า บริการ หรือสิทธิอื่นใดที่เฉพาะเจาะจง โดยจะเรียกว่า Utilities Token ซึ่งเป็นโทเคนที่ให้สิทธิในการได้สินค้า ใช้บริการหรือสิทธิอื่นใด ที่กำหนด หรือตกลงไว้อย่างเจาะจงชัดเจน

โดย พ.ร.ก. ดังกล่าวได้มีบทบัญญัติที่กำหนดกรอบการกำกับดูแลการเสนอขายโทเคนดิจิทัลเพื่อระดมเงินทุนจากประชาชน ที่มีหลักเกณฑ์และวิธีการที่คล้ายกับกรอบการกำกับดูแลการระดมทุนแบบ IPO ตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ ทั้งในส่วนการเสนอขายและธุรกิจที่ถูกกำกับดูแลและควบคุม โดยมีสาระสำคัญดังนี้

1. ต้องทำโดยบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัด
2. ต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. และต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายและร่างหนังสือชี้ชวนต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ด้วย
3. ต้องขายต่อผู้ลงทุนตามประเภทและเงื่อนไขที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด
4. ต้องขายผ่านผู้ให้บริการระบบเสนอขายโทเคนดิจิทัล (ICO portal) ที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. เท่านั้น
5. ภายหลังจากเสนอขาย ต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานและฐานะการเงินและข้อมูลอื่นใดที่อาจมีผลกระทบต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือ การตัดสินใจลงทุนหรือการเปลี่ยนแปลงราคา ให้แก่สำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อเปิดเผยข้อมูลต่อประชาชนและผู้ลงทุน

6. หากแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายและร่างหนังสือชี้ชวนเป็นเท็จหรือทำให้เข้าใจผิด กรรมการหรือผู้บริหารที่ทำข้อมูลอาจต้องรับผิดชอบทั้งทางแพ่งและอาญา

นอกจากนี้ ในช่วงเดือนพฤษภาคม 2561 คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้อยู่ระหว่างการพิจารณาออกกฎเกณฑ์ที่สำคัญภายใต้ พ.ร.ก. เกี่ยวกับผู้เสนอขายและ ICO portal และรับฟังความคิดเห็นร่างกฎเกณฑ์ดังกล่าวจากผู้ที่ได้รับผลกระทบและผู้เกี่ยวข้อง โดยกำหนดหลักเกณฑ์เพิ่มเติมที่มีสาระสำคัญดังนี้

1. บริษัทที่เสนอขายต้องเป็นบริษัทที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย
2. ICO portal เป็นบริษัทที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทยและมีทุนจดทะเบียนอย่างน้อย 5 ล้านบาท ซึ่งกรรมการและผู้บริหารต้องไม่มีลักษณะต้องห้าม โดยมีบทบาทหน้าที่ทำนองเดียวกับที่ปรึกษาทางการเงิน (financial advisor) ได้แก่

2.1 ทำ Due diligence และคัดกรองผู้ระดมทุนจากผู้ที่ไม่สุจริต รวมทั้งพิจารณา

ความเป็นไปได้ของแผนธุรกิจ และ โครงสร้างการกระจายดิจิทัลโทเคน

- 2.2 ตรวจสอบ Source code ของ Smart contract ที่จะใช้บังคับตามสัญญาโดยอัตโนมัติเทียบกับ White paper
 - 2.3 มีกระบวนการเพื่อทำความรู้จักตัวตนของผู้ลงทุน “KYC” และ Suitability test สำหรับผู้ลงทุนรายย่อย
 - 2.4 ดูแลให้บริษัทที่เสนอขายปฏิบัติตามการเปิดเผยข้อมูลขั้นต่ำ
 - 2.5 ดูแลไม่ให้ผู้ลงทุนรายย่อยลงทุนเกินวงเงินการลงทุนที่กำหนด
 - 2.6 มีข้อมูลที่เป็นปัจจุบันของการซื้อขายและถือครองดิจิทัลโทเคน
 - 2.7 ให้ความร่วมมือกับสำนักงาน ก.ล.ต. ในการกำกับดูแลภายหลังการเสนอขาย
 3. ภายหลังจากการเสนอขาย บริษัทที่เสนอขายต้องให้ความร่วมมือเปิดเผยข้อมูลอย่างต่อเนื่องให้แก่ ICO portal และศูนย์ซื้อขายที่รับจดทะเบียนโทเคนดิจิทัลนั้น
 4. ประเภทผู้ลงทุนที่ขายโทเคนดิจิทัลให้ ได้แก่
 - 4.1 ผู้ลงทุนสถาบัน
 - 4.2 ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ (Ultra high net worth investors เช่น บุคคลธรรมดาที่มีสินทรัพย์สุทธิตั้งแต่ 70 ล้านบาทขึ้นไป หรือรายได้ต่อปี 10 ล้านบาทขึ้นไป หรือมีเงินลงทุนโดยตรงในหลักทรัพย์ตั้งแต่ 25 ล้านบาทขึ้นไป เป็นต้น
 - 4.3 นิติบุคคลร่วมลงทุน (Venture capital) หรือ กิจการเงินร่วมลงทุน (Private equity)
 - 4.4 ผู้ลงทุนลักษณะเฉพาะ (Qualified investor) เช่น บุคคลธรรมดาที่มีประสบการณ์ในการทำธุรกิจไม่น้อยกว่า 3 ปี และมีเงินลงทุนในหุ้นไม่น้อยกว่า 5 ล้านบาท หรือ บุคคลธรรมดาที่มีสินทรัพย์สุทธิตั้งแต่ 50 ล้านบาท หรือรายได้ต่อปี 4 ล้านบาทขึ้นไป ที่มีประสบการณ์ลงทุนในหุ้นไม่น้อยกว่า 1 ปี เป็นต้น
 - 4.5 ผู้ลงทุนรายย่อยซึ่งลงทุนแต่ละรายไม่เกิน 3 แสนบาทต่อการเสนอขายในแต่ละครั้ง นอกจากนี้มีการกำหนดมูลค่าสูงสุดของการเสนอขายในแต่ละครั้งต่อ ผู้ลงทุนประเภทนี้รวมกันไม่เกินมูลค่าดังนี้แล้วแต่มูลค่าใดจะสูงกว่า
 - 4.5.1 ไม่เกิน 4 เท่าของส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่เสนอขาย
 - 4.5.2 ไม่เกินร้อยละ 70 ของมูลค่าทั้งหมดที่เสนอขาย
- เมื่อวันที่ 7 พฤษภาคม 2561 คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้พิจารณาหลักเกณฑ์ที่จะกำกับดูแลประกอบกับความคิดเห็นที่ระดมจากผู้ที่เกี่ยวข้อง ได้เห็นชอบให้ออกกฎเกณฑ์ซึ่งสาระสำคัญ

เป็นไปตามหลักการและแนวทางที่ได้เสนอไว้และมีการปรับปรุงเพิ่มเติมเล็กน้อยโดยมีวัตถุประสงค์ว่ากฎเกณฑ์ดังกล่าวจะทำให้มีความชัดเจนสำหรับผู้ต้องการระดมทุนแบบ ICO ตัวกลางหรือผู้ทำธุรกรรมเกี่ยวกับสินทรัพย์ดิจิทัล และช่วยลดโอกาสที่ประชาชนจะถูกหลอกลวงหรือถูกเอาเปรียบ รวมทั้งช่วยให้ภาครัฐมีเครื่องมือที่ใช้ติดตามและป้องปรามการฟอกเงิน

ในส่วนการปรับปรุงเพิ่มเติมก็เป็นการปรับเพื่อให้มีความเหมาะสมและรัดกุมยิ่งขึ้น เช่น

1. ให้มีการรายงานความคืบหน้าของโครงการและการใช้เงินเป็นระยะ
2. ICO portal ต้องประเมินความสามารถในการรับความเสี่ยงของผู้ลงทุน
3. การเสนอขายต้องชำระเป็นเงินบาทหรือคริปโทเคอร์เรนซีในรายชื่อที่สำนักงาน

ก.ล.ต. ประกาศกำหนดเท่านั้น³³

เมื่อพิจารณาจากพัฒนาการของการกำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO ในประเทศไทย นั้น จะเห็นว่าแม้ว่าประเทศไทยจะยังไม่มีการระดมทุนแบบ ICO มากนัก แต่ก็มีความโน้มไปทางที่จะเติบโตและแพร่หลายไปยังประชาชนผู้ลงทุนในวงกว้าง และด้วยมีผู้ที่ไม่ประสงค์ดีนำเอาสินทรัพย์ดิจิทัลไปใช้ในทางที่เอาเปรียบและอาจจะเสียหายต่อประชาชน ทำให้ภาครัฐมีความกังวลและถือเป็นเรื่องเร่งด่วนที่ต้องมีกฎหมายเข้ากำกับดูแลเฉพาะ จึงได้ออก พ.ร.ก. ธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลซึ่งมีวัตถุประสงค์ที่ค่อนข้างแน่นหนากว่าไปกับการคุ้มครองดูแลประชาชนจากการกระทำที่ไม่ชอบกฎหมายต่าง ๆ มากกว่าการวางเกณฑ์เพื่อสนับสนุนให้เป็นแหล่งเงินทุนรูปแบบใหม่

การวางหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่ใช้กับการระดมทุนแบบ ICO ในระยะแรกนั้น มีแนวทางทำนองเดียวกับกฎเกณฑ์กำกับดูแลการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding ที่มีวัตถุประสงค์สนับสนุนให้ SME และ Startup ใช้เป็นทางเลือกของแหล่งเงินทุน จะเห็นว่ามีลักษณะและรูปแบบที่คล้ายกันมาก เช่น การให้มีผู้ให้บริการ Portal เข้ามาเป็นผู้ช่วยดำเนินการที่เกี่ยวกับการเสนอขาย สามารถระดมทุนได้ในขณะที่กิจการอยู่ในช่วงเริ่มต้น โดยผู้ระดมทุนมีหน้าที่และความรับผิดชอบไม่มาก แต่เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดผลกระทบที่เกินสมควรจึงใช้การจำกัดความเสี่ยงผู้ลงทุนโดยกำหนดประเภทผู้ลงทุนและจำกัดจำนวนการลงทุนของแต่ละราย เป็นต้น

แต่เนื่องจากการระดมทุนแบบ ICO มีความเสี่ยงต่อผู้ลงทุนมากกว่าในหลายด้าน เช่น การลงทุนในโทเคนดิจิทัลที่สิทธิของผู้ถือถูกกำหนดโดยผู้ออกได้อย่างหลากหลาย การไม่มีกฎหมายกำหนดสิทธิของผู้ถือโทเคนที่ชัดเจนอย่างเช่นกรณีการถือหุ้นหรือหุ้นกู้ ผู้ลงทุนมีโอกาสสูญเสียเงิน

³³ สำนักข่าวอินโฟเควสท์. “ก.ล.ต. เตรียมออกหลักเกณฑ์กำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลภายใน ม.ย.61”. (ออนไลน์).

ลงทุนทั้งจำนวนและอาจไม่มีสิทธิได้เงินคืนแม้กิจการจะเลิกก็ตาม การทำธุรกรรมในระบบอิเล็กทรอนิกส์อาจมีความเสี่ยงทางด้านอิเล็กทรอนิกส์ ไม่ว่าจะการแสกเกอร์เพื่อโจมตีหรือขโมย นอกเหนือจากความเสี่ยงทางธุรกิจ เป็นต้น จึงทำให้ต้องมีกฎเกณฑ์ที่ให้ผู้ระดมทุนต้องมีหน้าที่และรับผิดชอบต่อผู้ถือโทเคนดิจิทัลอย่างชัดเจนมากขึ้น เช่น การมีกฎหมายที่ให้ผู้ถือโทเคนต้องรับผิดชอบหากการให้ข้อมูลเป็นเท็จหรือทำให้สำคัญผิด การมี Escrow agent มาดูแลเรื่องการถือเงินเพื่อประโยชน์ของผู้ถือโทเคน เป็นต้น

การเตรียมออกกฎเกณฑ์การระดมทุนแบบ ICO ในระยะแรกเป็นการออกภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่สร้างกรอบกำกับดูแลแบบยืดหยุ่นไม่ได้เอกลักษณ์หรือรูปแบบของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแบบ IPO มาใช้อย่างเต็มรูปแบบ เช่น การมี ICO portal เพื่อทำ Due diligence คัดกรองผู้ระดมทุนจากผู้ที่ไม่สุจริต รวมทั้งพิจารณาความเป็นไปได้ของแผนธุรกิจ เป็นผู้อนุญาตและกั้นกรองผู้ระดมทุน และพิจารณาความชัดเจนของแผนธุรกิจ โดยผู้ระดมทุนหรือ ICO portal ไม่ต้องทำแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหรือหนังสือชี้ชวนแบบเต็มรูปแบบ หน้าท้ายหลังการขายที่ทำต่อเนื่องก็มีในระดับหนึ่งไม่มากเท่ากรณีการระดมทุนแบบ IPO เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม ในส่วนการกำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO ภายใต้กฎหมายใหม่ที่ใช้อย่างเป็นทางการเป็นการกำกับดูแลภายใต้ พ.ร.ก.ธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลที่เน้นการคุ้มครองผู้ลงทุน จึงมีการนำเอาหลักการและรูปแบบการกำกับดูแลในลักษณะใกล้เคียงกับการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแบบ IPO มาใช้มากขึ้น เช่น การออกและเสนอขายโทเคนจะต้องได้รับอนุญาตและยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหรือร่างหนังสือชี้ชวนต่อสำนักงาน ก.ล.ต. การเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหากเป็นเท็จหรือทำให้สำคัญผิด ผู้เสนอขายรวมทั้งผู้ที่เกี่ยวข้องอาจมีความผิดทั้งทางอาญาและทางแพ่ง หรือการกำหนดหน้าที่เปิดเผยข้อมูลที่ต้องทำต่อเนื่องภายหลังการเสนอขาย เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีกฎเกณฑ์ที่กำหนดให้ปฏิบัติเพื่อประโยชน์ในการกำกับดูแลตามกฎหมาย ป้องกันการฟอกเงินและการสนับสนุนการก่อการร้าย

สรุป

ตามที่ได้รวบรวมลำดับเหตุการณ์ที่สำคัญเกี่ยวกับการเกิดขึ้นและศึกษาพัฒนาการของการระดมทุนแบบ ICO รวมทั้งการกำกับดูแลโดยรัฐบาลของแต่ละประเทศ และของประเทศไทย จึงพอสรุปได้ดังนี้

1. การระดมทุนแบบ ICO เกิดขึ้นและแพร่หลายอย่างรวดเร็วเนื่องจากการเติบโตของ

โลกอินเทอร์เน็ตที่เชื่อมโยงให้ผู้ระดมทุนเข้าถึงมวลชนทั่วไป (Crowd) ผสมกับเทคโนโลยีบล็อกเชนและ Cryptocurrency ที่เอื้ออำนวยให้สามารถถือครองและโอนแลกเปลี่ยนสินทรัพย์ดิจิทัลทำได้สะดวกและน่าเชื่อถือ

2. การระดมทุนแบบ ICO มีลักษณะและรูปแบบที่เหมาะสมและตรงกับความต้องการในการใช้เงินทุนของธุรกิจ SME และ Startup โดยเฉพาะ Tech Startup เพราะเป็นธุรกิจที่ใช้เทคโนโลยีที่ต้องการใช้เงินในช่วงเริ่มต้นซึ่งผู้สนใจร่วมลงทุนจะเป็นคนที่พอรู้จักหรือคุ้นเคยกับผู้พัฒนาหรือเทคโนโลยีที่ใช้ดีพอควร อยู่แล้ว

3. แม้จะเป็นการระดมทุนที่สนับสนุนผู้ประกอบการกลุ่ม SME และ Startup ได้ดี และสร้างผลตอบแทนได้มากและรวดเร็ว แต่ก็เป็นการระดมทุนที่มีความเสี่ยงสูง มาก และยังมีโอกาสเกิดการฉ้อฉลหลอกลวงและทุจริตซึ่งอาจทำให้ผู้ลงทุนและประชาชนทั่วไปเสียหายได้ รวมทั้งอาจมีการนำไปสนับสนุนการทำผิดกฎหมาย เช่น การฟอกเงินหรือการสนับสนุนการก่อการร้าย เป็นต้น จึงทำให้ประเทศต่างๆ ทั่วโลกและองค์กรระหว่างประเทศที่เกี่ยวข้องเกิดความกังวลหันมาให้ความสำคัญและติดตามสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในระดับโลก รัฐบาลและหน่วยงานกำกับดูแลของประเทศต่างๆ ได้ติดตามและหาแนวทางการกำกับดูแลหรือควบคุมการระดมทุนดังกล่าวที่เหมาะสม โดยแต่ละประเทศยังมีท่าทีในการกำกับดูแลที่แตกต่างกันขึ้นกับแนวนโยบายและแนวทางของแต่ละประเทศที่มีตั้งแต่การสนับสนุนให้ทำได้สะดวกไปจนถึงการห้ามกระทำกิจกรรมที่เกี่ยวข้อง แต่ไม่ว่าประเทศใดจะใช้แนวทางที่ส่งเสริมหรือควบคุม จะมีแนวโน้มที่เห็นประโยชน์ของการระดมทุนแบบ ICO และนำไปสู่การส่งเสริมหรือผ่อนคลายความเข้มงวดลง โดยเลือกให้มีแนวทางและวิธีการในการกำกับควบคุมที่ได้สมดุลกับการคุ้มครองประชาชน ผู้ลงทุนของแต่ละประเทศให้ได้ อย่างลงตัวตามสถานการณ์ของประเทศของตน

4. ในส่วนของการกำกับดูแลการระดมทุนที่อาจกระทบต่อประชาชน จะมีหลักการหรือแนวคิดที่มีความคล้ายกัน กล่าวคือ ถ้าเป็นการออกโทเคนระดมทุนที่มีสภาพหรือลักษณะเป็นการร่วมลงทุนคล้ายการระดมทุนโดยออกหลักทรัพย์ก็จะใช้กฎหมายหรือมาตรการที่ใช้กับการระดมทุนในหลักทรัพย์ โดยการระดมทุนที่มีลักษณะที่ทำกับมวลชนในโลกอินเทอร์เน็ตจะเทียบเคียงได้กับการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding แต่มีรายละเอียดบางอย่างที่อาจต้องปรับเปลี่ยนให้เหมาะสมกับลักษณะและรูปแบบของการระดมทุนแบบ ICO ที่มีลักษณะบางประการที่แปลกแตกต่างจากการระดมทุนโดยออกหลักทรัพย์ ซึ่งในหลายประเทศส่วนใหญ่ ยังไม่ได้ออกกฎหมายเฉพาะหรือแนวทางที่ชัดเจนในส่วนดังกล่าว และยังมี การตีความกฎหมายที่ใช้อยู่ หรือการออกแนวปฏิบัติเพื่อเตือนและทำความเข้าใจแก่ผู้เกี่ยวข้อง

5. ประเทศไทยเป็นประเทศแรกๆ ที่ออกกฎหมายเพื่อใช้กับการระดมทุนแบบ ICO

เป็นการเฉพาะ โดยมีที่มาจากความกังวลที่การระดมทุนดังกล่าวอาจนำไปใช้ในทางที่ทำให้เกิดความเสียหายให้แก่ประชาชนและผู้ลงทุนทั่วไป ไม่ว่าด้วยความเป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงของตัวมันเอง การนำไปใช้หลอกลวงฉ้อฉล และการใช้เป็นเครื่องมือในการฟอกเงินหรือการสนับสนุนการก่อการร้าย จึงทำให้กฎเกณฑ์ที่ออกมาค่อนข้างแน่นไปในทางที่มุ่งจะคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนและระมัดระวังไม่ให้เกิดการทำผิดกฎหมายอื่น

บทที่ 4

ทางเลือกในการใช้มาตรการและเครื่องมือในการกำกับดูแล และส่งเสริมการระดมทุนจากประชาชน โดยการขายเหรียญดิจิทัล

ในบทนี้จะศึกษากฎเกณฑ์และแนวทางในการกำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชน โดยการขายเหรียญดิจิทัลที่เหมาะสมแก่การสนับสนุนหรือลดอุปสรรคในการเป็นแหล่งเงินทุน ทางเลือกให้แก่กิจการ SME หรือ Startup โดยยังคงมีมาตรการหรือการดูแลที่เพียงพอต่อการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนตามวัตถุประสงค์หลักของการกำกับดูแลในตลาดทุน

การสนับสนุนให้ธุรกิจ SME และ Startup โดยเฉพาะ Innovative SME และ Tech Startup สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้อย่างเพียงพอและเหมาะสม เป็นส่วนหนึ่งของการดำเนินการของภาครัฐที่ต้องการให้ธุรกิจดังกล่าวเติบโตเป็นตัวจักรสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจไปเป็นระบบเศรษฐกิจดิจิทัล โดยภาครัฐต้องเป็นทั้งผู้จัดหาหรือผู้สนับสนุนให้ธุรกิจสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้หลากหลาย ตามวัตถุประสงค์และสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป

วิเคราะห์และประเมินทางเลือกมาตรการและเครื่องมือกำกับดูแล

ในการประกอบธุรกิจของ Innovative SME และ Tech Startup มักจะเป็นธุรกิจที่ใช้เทคโนโลยีและความคิดสร้างสรรค์ในการผลิตสินค้าและบริการใหม่ ๆ ที่ส่วนใหญ่ต้องการเงินทุนเพื่อนำมาใช้ในส่วนที่ต้องพัฒนาสินค้าและบริการต้นแบบ หรือตั้งแต่ก่อนที่จะมีการผลิตสินค้าและบริการแล้วนำออกมาขาย ลักษณะและรูปแบบของแหล่งเงินทุน จึงต้องสอดคล้องกับความต้องการใช้เงินทุนในแต่ละช่วงของพัฒนาการของธุรกิจ รวมทั้งต้องมีต้นทุนต่ำและรวดเร็ว เพื่อทันต่อสถานการณ์ที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว และมีการแข่งขันสูง ซึ่งผู้ที่ทำสำเร็จก่อนจะได้เปรียบในการแข่งขัน และถ้าไม่สำเร็จ ก็ต้องพร้อมที่จะเลิกโครงการโดยเร็ว เพื่อไปเริ่มต้นโครงการใหม่

ดังนั้น แหล่งเงินทุนที่จะตอบสนองความต้องการของธุรกิจเหล่านี้ จึงต้องเป็นแหล่งเงินทุนที่พร้อมจะลงทุนในขั้นเริ่มต้นที่อาจมีเรื่องโครงการหรือแผนงาน มีความพร้อมที่จะเสี่ยงกับการไม่สำเร็จและเลิกกิจการ และต้องเป็นการระดมทุนที่สามารถทำได้รวดเร็วและต้นทุนต่ำ ซึ่งปัจจุบันการระดมทุนทางเลือกที่เรียกว่า Equity crowdfunding ได้อย่างค่อนข้างลงตัวและเป็นที่ยอมรับเห็นได้จากที่ภาครัฐในแต่ละประเทศ รวมทั้งประเทศไทยได้มีการสนับสนุนให้การระดมทุนแบบ Equity Crowdfunding เป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกแบบใหม่ที่เข้ามาแทนที่หรือเสริมการ

ระดมทุนแบบเดิม เช่น การระดมทุนจากผู้ลงทุนแบบร่วมทุน เช่น Venture Capital หรือ Angel Investor

การระดมทุนแบบ Equity Crowdfunding และมาตรการกำกับดูแล

เมื่อพิจารณาลักษณะและรูปแบบของ Equity Crowdfunding แล้วจะเห็นได้ว่า เป็นแหล่งเงินทุนที่อยู่ในช่วงเริ่มต้นเช่นเดียวกับการระดมทุนจากผู้ลงทุนแบบ Venture Capital หรือ Angel Investor การระดมทุนทั้งสองแบบจึงเป็นทางเลือกหรืออาจเป็นส่วนเสริมให้ผู้ประกอบการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้น และตรงกับความต้องการได้ดีขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปัจจุบัน การระดมทุนผ่าน Venture Capital หรือ Angel Investor ก็มีจำนวนจำกัดเมื่อเทียบกับจำนวนของ SME หรือ Startup ที่มีอยู่จำนวนมากและที่จะเกิดขึ้นอีก จึงน่าจะไม่ใช่เพียงพอที่จะรองรับความต้องการ และ Equity Crowdfunding จะเข้ามาช่วยเป็นทางเลือกในการระดมทุนในส่วนดังกล่าวได้

นอกจากนี้ การระดมทุนแบบ Equity Crowdfunding ยังมีลักษณะและรูปแบบที่สอดคล้องกับความต้องการของ SME และ Startup ได้แก่

1. เป็นการระดมทุนที่เข้าถึงผู้ลงทุนจำนวนมากผ่านโลกอินเทอร์เน็ต ซึ่งในปัจจุบันผู้ลงทุนก็จะเป็นผู้มีเงินออมที่ต้องการหาช่องทางการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าการฝากเงินหรือซื้อตราสารทางการเงินจากสถาบันการเงิน
2. แม้จะเป็นการเสนอขายหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่เป็นการร่วมทุน ซึ่งทำให้ผู้ถือเป็นเสมือนคนมาร่วมเป็นเจ้าของกิจการ แต่เนื่องจากผู้คนจะนิยมถือกันจำนวนน้อย จึงมักจะเป็นผู้ที่ต้องการเข้ามาร่วมเป็นเจ้าของแต่ไม่ได้เข้ามาเป็นผู้ร่วมบริหารกิจการ ซึ่งทำให้ผู้ประกอบการเป็นผู้ที่ยังมีอำนาจในการบริหารกิจการได้อย่างเต็มที่
3. เป็นการระดมทุนที่ทำในอินเทอร์เน็ต จึงสามารถทำได้อย่างรวดเร็วและมีต้นทุนต่ำ เนื่องจากมีโครงสร้างพื้นฐานในอินเทอร์เน็ตที่มีระยะเชื่อมโยงกันได้ทั่วโลก มีสื่อสังคมออนไลน์ที่ช่วยเชื่อมโยงผู้คนที่สามารถติดต่อและพูดคุยกันได้ตลอดเวลา และยังมีแพลตฟอร์มต่าง ๆ ที่ตั้งขึ้นเพื่อให้บริการเป็นศูนย์กลาง (Funding Portal) ให้ผู้ระดมทุนและผู้ลงทุนได้มาพบกันอย่างสะดวก รวดเร็ว
4. ผู้ให้บริการ Funding Portal จะทำหน้าที่เสมือนเป็นผู้ช่วยและที่ปรึกษาในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนให้กับผู้ประกอบการ ซึ่งอาจยังไม่คุ้นเคยกับการดำเนินการต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการระดมเงิน ไม่ว่าจะเป็นการวางโครงการ การดำเนินการตามขั้นตอนที่เกี่ยวข้อง และการปฏิบัติตามกฎหมายหรือกฎเกณฑ์ ต่าง ๆ อย่างถูกต้องและครบถ้วน

การระดมทุนแบบ Equity Crowdfunding ได้รับการยอมรับจากผู้ระดมทุนและผู้ลงทุนอย่างแพร่หลายไปทั่วโลก รัฐบาลของหลายประเทศที่ให้ความสำคัญกับการพัฒนาเศรษฐกิจได้มองเห็นความสำคัญและสนับสนุนให้ Equity Crowdfunding มาเป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกให้แก่ธุรกิจ SME และ Startup จะเห็นได้จากกรณีที่หน่วยงานของรัฐที่ทำหน้าที่กำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชนได้มีการปรับเกณฑ์ในการกำกับดูแล ซึ่งโดยปกติจะค่อนข้างมีความเข้มงวดเพื่อการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนให้มีความผ่อนคลายลงเพื่อให้ผู้ประกอบการที่เป็น SME และ Startup สามารถเข้าถึงช่องทางการระดมทุนจากประชาชนผ่านตลาดทุนได้ โดยมีมาตรการที่เหมาะสมและเพียงพอที่จะคุ้มครองหรือดูแลประชาชนผู้ลงทุน

โดยหลักการทั่วไปของการกำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชน ภาครัฐจะกำกับดูแลโดยใช้หลัก Merit based approach ที่วางหลักเกณฑ์ให้หน่วยงานกำกับดูแลพิจารณาถ่วงดุลของผู้ระดมทุนที่มีคุณสมบัติหรือลักษณะตามที่กำหนด ผสมผสานกับหลักการกำกับดูแลที่ใช้ Disclosure based approach ที่ให้ผู้ระดมทุนมีหน้าที่และความรับผิดชอบในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับกิจการและหลักทรัพย์ให้ผู้ลงทุนรับทราบอย่างถูกต้อง เพียงพอ และเป็นปัจจุบัน เพื่อใช้ประกอบในการตัดสินใจลงทุน โดยจะมีการกำหนดให้ผู้ระดมทุนต้องยื่นขออนุญาตหรือจดทะเบียนการเสนอขายต่อหน่วยงานกำกับดูแล และต้องมีการเปิดเผยข้อมูลในหนังสือชี้ชวนเสนอขาย (Prospectus) และ ยังต้องมีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลภายหลังอย่างต่อเนื่อง หากมีการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นเท็จหรือทำให้เข้าใจผิด ผู้ประกอบการอาจถูกทางการฟ้องร้องให้รับผิดชอบในคดีอาญา ขณะเดียวกันผู้ลงทุนที่เสียหาย ก็สามารถฟ้องคดีแพ่งเพื่อเรียกค่าเสียหายจากผู้ประกอบการได้

เพื่อให้การกำกับดูแลและคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนได้สอดคล้องกับการส่งเสริมการระดมทุนของ SME และ Startup ในหลายประเทศที่ตลาดทุนมีการพัฒนามาก เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกาหรือประเทศสิงคโปร์ รวมทั้งประเทศไทยได้วางหลักเกณฑ์และแนวทางที่ให้ผู้ช่วยสนับสนุนหรือระบบ Sponsor เนื่องจากโดยปกติผู้ประกอบการขนาดเล็กจะไม่คุ้นเคยหรือมีความสามารถในการดำเนินการที่เกี่ยวกับการระดมเงิน โดยเฉพาะการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่มีค่อนข้างมากและมีความซับซ้อน การกำหนดให้มีผู้บริหารที่มีความเชี่ยวชาญและเป็นมืออาชีพเข้ามาดูแล สนับสนุน และทำหน้าที่บางอย่างแทน ก็จะช่วยให้ผู้ระดมทุนมีความสะดวกและไม่เป็นภาระ ในขณะที่ผู้ลงทุนยังได้รับความคุ้มครองในเรื่องต่าง ๆ ตามสมควร โดยหลักเกณฑ์ที่สำคัญได้แก่

1. การเสนอขายต้องทำผ่านผู้ให้บริการแพลตฟอร์ม (Funding Portal) ที่รองรับการระดมทุนแบบ Crowdfunding โดย FP ต้องได้รับใบอนุญาตหรือการให้ความเห็นชอบจากหน่วยงานกำกับดูแล

2. FP จะเป็นผู้ทำหน้าที่หลักในการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์สำคัญ โดยเฉพาะการดูแลให้มีการเปิดเผยข้อมูลทั้งในช่วงก่อนและหลังการเสนอขาย

3. การกำหนดจำกัดจำนวนของการระดมทุน และการจำกัดจำนวนการลงทุนของผู้ลงทุน และบางกรณีอาจกำหนดกลุ่มผู้ลงทุน

4. การให้ความรู้และความเข้าใจ รวมทั้งการรับรู้เกี่ยวกับความเสี่ยงที่สำคัญในการลงทุนที่มีโอกาสเกิดขึ้นและส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนก่อนการตัดสินใจลงทุน เช่น ความเสี่ยงที่จะสูญเสียเงินทั้งหมด การขาดสภาพคล่องในตลาดรอง การขาดข้อมูลที่เปิดเผยต่อเนื่อง หรือ หลักประกันความถูกต้องของข้อมูลและรายงานทางการเงิน เป็นต้น

จะเห็นได้ว่าการกำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชน มีแนวคิดและหลักการที่มีวัตถุประสงค์เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนที่เป็นผู้มีอำนาจต่อรองน้อยกว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งกรณีผู้ลงทุนเป็นประชาชนในวงกว้าง การกำกับดูแลก็จะยิ่งเข้มงวดมากขึ้น โดยภาครัฐจะเข้าไปกำกับดูแลโดยใช้ทั้งการกั้นกรองหรือพิจารณาผู้ประกอบการที่ควรจะให้เข้าถึงการระดมทุนจากประชาชนได้ รวมทั้งการกำหนดให้เปิดเผยข้อมูลที่สำคัญและเพียงพอแล้วจึงให้ผู้ลงทุนเป็นผู้ตัดสินใจเลือกการลงทุนตามความต้องการ ซึ่งแนวโน้มการคุ้มครองผู้ลงทุนที่ผ่านมาจะเน้นแนวทางการให้เปิดเผยข้อมูลเพิ่มขึ้นเป็นลำดับ และมีแนวโน้มที่จะเพิ่มมากขึ้นต่อไปในอนาคต โดยมีความสัมพันธ์กับความรู้ความเข้าใจและความสามารถของผู้ลงทุนในการดูแลตัวเองที่มีมากขึ้นเป็นลำดับ ถ้าผู้ลงทุนยังมีความรู้และดูแลตัวเองได้มากเท่าไร ภาครัฐต้องลดการใช้ดุลพินิจกั้นกรองลงและเน้นด้านการกำกับและเปิดเผยข้อมูลมากขึ้นเท่านั้น

ในการระดมทุนจากประชาชนในโลกอินเทอร์เน็ตมีระบบนิเวศที่มีผู้ที่เกี่ยวข้องและสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนไป มวลชนที่อยู่ในโลกออนไลน์หรือ Crowd สามารถเป็นผู้ลงทุนที่ดูแลตัวเองได้ดีขึ้นเมื่อเทียบกับการระดมทุนจากประชาชนแบบเดิม พิจารณาได้จากอินเทอร์เน็ตและเทคโนโลยีปัจจุบันทำให้ผู้คนเข้าถึงข้อมูลต่าง ๆ ได้จำนวนมากและรวดเร็ว มีแหล่งเรียนรู้และทำความเข้าใจเรื่องต่าง ๆ ได้ง่ายและสะดวกรวดเร็ว นอกจากนี้ระบบสังคมออนไลน์ยังทำให้สามารถแลกเปลี่ยนข้อมูลความรู้ระหว่าง Crowd รวมไปถึงการรวมตัวกันเป็นกลุ่มเพื่อรวมกลุ่มในการแสดงความคิดเห็นและผลักดันเรื่องต่าง ๆ ได้มากขึ้น ผู้ลงทุนที่ลงทุนใน Crowdfunding จึงไม่เพียงดูแลตัวเองได้ดีขึ้น แต่ยังสามารถรวมกลุ่มกันเพื่อดูแลสิทธิหรือทรัพย์สินที่เป็นประโยชน์ร่วมกันได้ ทำให้มีอำนาจต่อรองกับผู้ระดมทุนได้มากขึ้น

เมื่อพิจารณาผู้ที่เกี่ยวข้องและสภาพแวดล้อมในระบบนิเวศที่แตกต่างไปจากเดิม ประกอบกับการมีแนวโน้มนโยบายที่จะส่งเสริมให้ SME และ Startup เข้าถึงแหล่งเงินทุนจากประชาชนทั่วไป และการผ่อนคลายนโยบายเพื่อการสนับสนุนที่ใช้แนวทางที่เน้นเรื่องการเปิดเผยข้อมูลและความรู้ความเข้าใจแก่ผู้ลงทุนพร้อมกับลดการพิจารณากั้นกรองลง โดยการกำหนดให้มี Funding

Portal ที่มีแพลตฟอร์มที่ให้ผู้ระดมทุนและผู้ลงทุนมาพบกัน มีระบบการคัดเลือกกิจการระดมทุน โดย FP ซึ่งถือเป็นผู้ที่เปี่ยมมีอาชีพที่เข้าใจและใกล้ชิดธุรกิจ ทำให้สามารถวางหลักเกณฑ์ มีระบบ และกระบวนการที่จะทำให้การดำเนินการระดมทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ เป็นธรรมและ โปร่งใส ทั้งยังต้องเป็นผู้รับผิดชอบหลักหรือบางกรณีเป็นผู้รับผิดชอบร่วมกับผู้ระดมทุนในการเปิดเผยข้อมูลสำคัญให้แก่ผู้ลงทุนอย่างต่อเนื่อง ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลเกี่ยวกับกิจการหรือหลักทรัพย์ รวมทั้งการสื่อสารให้ผู้ลงทุนตระหนักและรับรู้ความเสี่ยงที่สำคัญ ซึ่งเป็นองค์ประกอบสำคัญในการ กำกับดูแลที่เน้นการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure based approach) และให้ผู้ลงทุนมีดุลพินิจในการ เลือกการลงทุนที่เหมาะสมกับตัวเองต่อไป

อย่างไรก็ดี เนื่องจากการระดมทุนแบบ Equity Crowdfunding มักจะเป็นการระดมทุน ของกิจการที่เพิ่งเริ่มต้นและมีโอกาสที่จะไม่สำเร็จสูง จึงเป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงถึงขั้นสูญเสีย เงินลงทุนทั้งหมด หน่วยงานกำกับดูแลจึงกำหนดกฎเกณฑ์บางอย่างเพื่อลดความเสี่ยงสำหรับกลุ่ม ผู้ลงทุนรายย่อย โดยการจำกัดจำนวนเงินลงทุนของผู้ลงทุนต่อรายให้ไม่เกินจำนวนที่กำหนด หรือ จำกัดจำนวนเงินที่ผู้ระดมทุนจะระดมเงินจากผู้ลงทุนรายย่อยไม่ให้เกินจำนวนที่กำหนดต่อโครงการ ใดโครงการหนึ่ง

การระดมทุนแบบ ICO และมาตรการกำกับดูแล

ถึงแม้จะมีความพยายามของภาครัฐที่จะสนับสนุนให้ SME และ Startup สามารถเข้าถึง แหล่งเงินทุนแบบ Crowdfunding ด้วยการปรับกฎเกณฑ์ให้มีความสอดคล้องกับลักษณะและความ ต้องการของธุรกิจ แต่ก็ยังไม่มีผู้ระดมทุนแบบดังกล่าวมากนัก ส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะในช่วงที่ผ่านมา ยังไม่มีผู้ประกอบการเป็น FP ที่ได้รับอนุญาตจาก ก.ล.ต. และเพิ่งจะมีการสร้างแพลตฟอร์ม “LIVE” ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงอาจต้องรอสักระยะหนึ่งจึงจะพอเห็นได้ว่า การระดมทุนแบบ Equity Crowdfunding จะเป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกที่เหมาะสมกับ SME และ Startup ซึ่งจะมีส่วนช่วยสร้างรากฐานในการพัฒนาเศรษฐกิจต่อไป

ต่อมาเมื่อการระดมทุนจากประชาชนลักษณะ Crowdfunding ได้มีพัฒนาการไปสู่การ ระดมทุนในแบบ ICO อันเป็นผลมาจากการพัฒนาของเทคโนโลยีบล็อกเชนและเงิน Cryptocurrency การระดมทุนดังกล่าวได้รับการยอมรับจากทั้งผู้ระดมทุนและผู้ลงทุนที่อยู่ในโลก อินเทอร์เน็ต เพราะสามารถทำได้ง่าย สะดวกและรวดเร็ว ทำให้มีการระดมเงินทุนแบบ ICO เพิ่มขึ้น และขยายตัว อย่างรวดเร็วไปทั่วโลก ซึ่งในระยะแรก ICO มีการใช้ไปเพื่อระดมทุนในหมู่ผู้ ประกอบธุรกิจ ที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีบล็อกเชนที่มักจะระดมทุนในช่วงเริ่มต้นธุรกิจ และ เป็นการคิดค้นนวัตกรรมใหม่ ๆ ซึ่งโอกาสสำเร็จอาจจะมีน้อย แต่หากทำได้ประสบผลสำเร็จ จะ สร้างมูลค่าเพิ่มได้สูงมาก ทำให้การระดมทุนแบบ ICO เป็นการระดมทุนที่มีความเสี่ยงสูงมาก

นอกจากนี้ในระยะหลังมีการนำเอารูปแบบ ICO ไปใช้หลอกลวงหรือล่อโกงทรัพย์สินจากประชาชน รัฐบาลของประเทศต่าง ๆ จึงต้องติดตามและเฝ้าระวังการทำ ICO อย่างใกล้ชิด เพื่อที่จะกำกับดูแลมิให้เกิดผลกระทบเสียหายต่อประชาชน และตลาดการระดมทุนของประเทศ แต่ด้วยการระดมทุนแบบ ICO เป็นแหล่งเงินทุนสำคัญที่จะมาสนับสนุน SME และ Startup ภาครัฐจึงยังต้องระมัดระวังไม่ให้ไปขัดขวางหรือเป็นอุปสรรคต่อการดำเนินธุรกิจหรือพัฒนาการของกิจกรรมทางเศรษฐกิจในโลกดิจิทัล

การระดมทุนของ ICO จะเป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกที่เหมาะสมและตรงกับความต้องการของธุรกิจ SME และ Startup โดยเฉพาะธุรกิจ Innovative SME และ Tech Startup เนื่องจากปัจจัยหลายประการ ได้แก่

1. โดยปกติการระดมทุนแบบ ICO จะใช้เทคโนโลยีบล็อกเชน และชำระเงินเป็นเงิน Cryptocurrencies ซึ่งจะตรงหรือเกี่ยวพันกับธุรกิจที่เกิดจากเทคโนโลยีบล็อกเชน หรือมีการนำบล็อกเชนมาใช้เกี่ยวเนื่อง ซึ่งเป็นเทคโนโลยีแห่งอนาคตที่มีการนำไปใช้ในธุรกิจหลากหลายอุตสาหกรรมในโลกดิจิทัล ซึ่งมีแนวโน้มขยายตัวและเติบโตสูง ทำให้ ICO ซึ่งเติบโตไปด้วยเหมือนเงาตามตัว

2. มีลักษณะเป็น Crowdfunding เช่นเดียวกับ Equity Crowdfunding จึงมีข้อดีทำนองเดียวกัน เช่น

- 2.1 สามารถใช้ระดมเงินทุนตั้งแต่ช่วงเริ่มต้นธุรกิจที่อาจมีเพียงแผนธุรกิจ

- 2.2 ใช้ระดมทุนในอินเทอร์เน็ตที่ผู้ระดมทุนเข้าถึงผู้ลงทุนจำนวนมากได้

โดยตรงจากทั่วโลกได้อย่างสะดวกรวดเร็ว

- 2.3 อาจมี Funding Portal ที่เรียกว่า ICO Portal เป็นผู้สร้างแพลตฟอร์มให้ผู้ระดมทุนใช้บริการและเป็นศูนย์กลางให้พบผู้ลงทุน รวมทั้งช่วยในการเตรียมโครงการระดมทุนและปฏิบัติตามกฎหมายและกติกที่เกี่ยวข้อง

- 2.4 ผู้ลงทุนมีความพร้อมที่จะเสี่ยงในการลงทุน เพราะผู้ลงทุนสามารถลงทุนโดยใช้เงินจำนวนเพียงเล็กน้อย และกระจายความเสี่ยงโดยการลงทุนในโครงการต่าง ๆ

- 2.5 ผู้ร่วมลงทุนมักจะเป็นคนที่รู้จักผู้ระดมทุนหรือผู้บริหารโครงการมาก่อน หรือผู้ลงทุนเป็นผู้มีความรู้ในธุรกิจหรือเทคโนโลยีที่นำมาใช้

- 2.6 ผู้ระดมทุนยังคงเป็นผู้มีอำนาจควบคุมกิจการของตนเอง โดยเฉพาะกรณี ICO นั้น ผู้ถือโทเคนโดยปกติจะไม่มีสิทธิออกเสียงหรือควบคุมกิจการเหมือนผู้ถือหุ้น

3. การออกเป็นโทเคนให้แก่ผู้ลงทุน ทำให้มีความยืดหยุ่นแก่ผู้ระดมทุนที่จะออกแบบหรือกำหนดสิทธิต่าง ๆ ให้แก่ผู้ถือได้ตามความต้องการ และสอดคล้องกับรูปแบบธุรกิจของแต่ละโครงการ เช่น บางกรณีให้สิทธิในการใช้สินค้าและบริการของตน บางกรณีอาจเป็นการให้ส่วนแบ่ง

ถ้าไรที่ได้จากการทำโครงการ บางกรณีอาจใช้สิทธิความเป็นเจ้าของเหมือนผู้ถือหุ้น ซึ่งมีสิทธิออกเสียงตัดสินใจสำคัญในกิจการ

4. โทเคนถูกมองว่าเป็นทรัพย์สินเพื่อการลงทุนที่จะให้ผลประโยชน์ตอบแทนที่ดี เช่นเดียวกับการลงทุนในหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์ทางการเงินอื่น รวมทั้งเป็นทรัพย์สินที่สามารถหาตลาดรองได้ไม่ยาก เพราะการนำโทเคนเข้าซื้อขายในตลาดหรือศูนย์ซื้อขายในอินเทอร์เน็ตสามารถทำได้ง่ายและสะดวก เนื่องจากมีผู้ให้บริการเป็นตลาดหรือศูนย์ซื้อขายอยู่จำนวนมาก

5. โทเคนเป็นเสมือนสัญญาที่ผู้ระดมทุนมีหน้าที่ต่อผู้ลงทุน รวมทั้งระบุไว้ในโครงการ ซึ่งปกติไม่ได้มีข้อผูกมัดหรือมีการความรับผิดชอบมากนัก ต่างไปจากการออกหุ้น ซึ่งผู้ระดมทุน กรรมการ และผู้บริหารจะมีหน้าที่และความรับผิดชอบตามกฎหมายว่าด้วยบริษัท

จากปัจจัยและข้อดีหลายประการของการระดมทุนโดยออกเป็นโทเคนแบบ ICO ซึ่งมีลักษณะและรูปแบบที่ยืดหยุ่นและตอบสนองความต้องการระดมทุนของ SME หรือ Startup ที่ทำธุรกิจในโลกอินเทอร์เน็ตได้เป็นอย่างดี ทำให้การขยายตัวและการเติบโตเป็นไปได้อย่างก้าวกระโดด และจะช่วยสนับสนุนให้ธุรกิจที่เป็น Innovative หรือที่ใช้เทคโนโลยียุคใหม่เกิดขึ้นและเติบโตเป็นไปตามตัว นำไปสู่การพัฒนาเศรษฐกิจในโลกดิจิทัล

แม้ว่าจะมีข้อดีหรือประโยชน์หลายประการสำหรับผู้ระดมทุน แต่หากพิจารณาในด้านผลกระทบที่อาจมีต่อผู้ลงทุน โดยเฉพาะผู้ลงทุนที่เป็นประชาชนทั่วไป การลงทุนในโทเคนที่เสนอขายแบบ ICO มีความเสี่ยงสูงและหลายด้านอาจเป็นผลกระทบเชิงลบต่อผู้ลงทุนได้ เช่น

1. การระดมทุนส่วนใหญ่จะเพื่อนำไปใช้ในช่วงเริ่มต้นของธุรกิจที่มีโครงการหรือแผนงาน จึงมีความเสี่ยงต่อการไม่สำเร็จสูง และอาจเกิดการสูญเสียเงินลงทุนทั้งจำนวน
2. เนื่องจากโทเคนมีข้อตกลงที่มีความหลากหลายและมักจะกำหนดไว้ในเอกสาร white paper ที่ไม่ค่อยชัดเจนหรือมีความละเอียด จึงทำให้ผู้ลงทุนอาจไม่สามารถเข้าใจสิทธิของตนได้อย่างชัดเจน และหากมีการไม่ปฏิบัติตามที่ตกลงกัน ผู้ลงทุนก็ทำได้เพียงการฟ้องร้องในคดีแพ่งเหมือนสัญญาทั่วไป ต่างจากการลงทุนในหุ้นที่จะมีกฎหมายบริษัทที่มีการกำหนดให้กรรมการและผู้บริหารต้องปฏิบัติหน้าที่อย่างซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวัง รวมทั้งผู้ถือหุ้นอาจรวมตัวกันใช้สิทธิเรียกประชุมเพื่อติดตามและตรวจสอบการทำงานของกรรมการและผู้บริหารได้
3. การถือโทเคนอาจมีปัญหาดสภาพคล่อง หากผู้ระดมทุนไม่จัดหาตลาดรองซื้อขาย หรืออาจจัดหาตลาดรองที่ไม่มีสภาพคล่อง ทำให้ผู้ลงทุนขาดสภาพคล่อง ราคาซื้อขายมีความผันผวนสูง และอาจเสี่ยงต่อการถูกสร้างราคา หากต้องการรับเงินคืนจากผู้ระดมทุนก็ไม่สามารถทำได้ แม้ว่าโครงการหรือธุรกิจที่ดำเนินงานยุติหรือเลิกกิจการลงในภายหลัง

4. ผู้ระดมทุนอาจไม่มีหน้าที่หรือแรงจูงใจให้มีการเปิดเผยข้อมูลสำคัญเกี่ยวกับ โทเคนหรือที่เกี่ยวกับโครงการหรือกิจการที่มีการออกโทเคน ทำให้ผู้ถือโทเคนอาจขาดข้อมูลสำคัญ เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจซื้อขาย

นอกจากนี้ เนื่องจากการระดมเงินทุนจากประชาชนทั่วไปในวงกว้าง ประกอบกับ เป็นรูปแบบการระดมทุนที่ค่อนข้างใหม่ และสามารถกำหนดสิทธิให้มีความแตกต่างหลากหลาย และโดยปกติมีความเสี่ยงสูง รวมทั้งมีความสัมพันธ์กับการนำไปใช้ในลักษณะหลอกลวงหรือน้อโกงกัน รัฐบาลหลายประเทศจึงต้องคอยติดตามอย่างใกล้ชิดเพื่อกำกับดูแลไม่ให้เกิดผลกระทบต่อประชาชนผู้ลงทุน โดยต่างมีท่าทีต่อการระดมทุนแบบ ICO ที่แตกต่างกัน ในประเทศที่มีการระดมทุนแบบ ICO จำนวนมาก และเกิดการหลอกลวงสูง เช่น ประเทศจีนจึงใช้การห้ามการระดมทุนแบบ ICO รวมทั้งกิจกรรมที่เกี่ยวข้อง หรือในประเทศสหรัฐอเมริกาที่ใช้มาตรการตามกฎหมายหลักทรัพย์เข้าดำเนินการกับการระดมทุนที่มีลักษณะเหมือนหลักทรัพย์ และใช้ความรู้เพื่อเตือนผู้ลงทุนอย่างจริงจัง แต่ก็ยังมีบางประเทศ เช่น ประเทศสวิตเซอร์แลนด์ ที่มีท่าทีที่พยายามส่งเสริมหรือสร้างบรรยากาศให้เอื้ออำนวยกับการทำ ICO โดยมีการออกแนวทางการกำกับดูแลที่ค่อนข้างเป็นมิตรกับผู้ระดมทุน ประกอบกับการเตือนผู้ลงทุนให้ระมัดระวัง

กฎเกณฑ์และแนวทางการกำกับดูแลและการส่งเสริม

แม้ว่าประเทศต่าง ๆ จะกังวลถึงผลกระทบของการระดมทุนแบบ ICO ต่อตลาดการเงิน และประชาชน แต่ก็ยังไม่มีประเทศไหนที่ออกกฎหมายที่มากำกับดูแลการระดมทุน โดยการออก โทเคนดิจิทัลเป็นการเฉพาะ โดยแทบทั้งหมดจะใช้กฎหมายที่มีอยู่ในการดูแลหรือจัดการผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น เช่น หากมีการหลอกลวงหรือน้อโกง ก็มีข้อกำหนดเกี่ยวกับการน้อโกงประชาชน หากเป็นการนำไปใช้เพื่อฟอกเงินหรือให้การสนับสนุนการก่อการร้าย ก็ใช้กฎหมายว่าด้วยการฟอกเงินหรือสนับสนุนการก่อการร้ายในการดูแลและควบคุม ซึ่งในส่วนของ การระดมทุนแบบ ICO ที่มีการออกโทเคนที่มีลักษณะคล้ายหลักทรัพย์ ก็จะใช้กฎหมายหลักทรัพย์ในการกำกับดูแลและควบคุม จึงยังไม่มีกฎหมายหรือกฎเกณฑ์เฉพาะของต่างประเทศ ที่จะนำมาศึกษาเทียบเคียง หรือเป็นแบบอย่างในการพิจารณาหาแนวทางของประเทศไทย และคงพิจารณาได้ตามกฎหมายหลักทรัพย์ที่เป็นอยู่มาปรับใช้กับกรณีโทเคนที่เหมือนกับหลักทรัพย์

หากพิจารณาโดยเทียบเคียงกับกฎหมายหลักทรัพย์ของประเทศที่มีการปรับกฎเกณฑ์ การระดมทุนจากประชาชนแบบ Crowdfunding เพื่อสนับสนุน SME หรือ Startup ก็จะพบว่า ประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศสิงคโปร์จะมีแนวทางคล้ายกัน โดยมีการปรับและผ่อนคลายกฎเกณฑ์ลง เพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะและรูปแบบของธุรกิจ SME และ Startup และทำระบบ Sponsor ที่มี Funding Portal เป็นผู้สนับสนุนหรือผู้ที่วางแนวทางในการดำเนินการต่าง ๆ เพื่อการ

ระดมทุน รวมทั้งการปฏิบัติตามกฎหมายอย่างถูกต้องครบถ้วน โดยเน้นให้มีการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญอย่างถูกต้องและเพียงพอ ให้ผู้ลงทุนใช้ตัดสินใจในการลงทุน และจำกัดความเสี่ยงต่อผู้ลงทุน โดยการจำกัดจำนวนการระดมทุนและการลงทุนของผู้ลงทุน นอกจากนี้ เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถดูแลการลงทุนในรูปแบบใหม่ ๆ ได้ด้วยตนเอง ก็เป็นการให้ความรู้ ความเข้าใจ การระดมทุนแบบ Crowdfunding และความเสียงสำคัญ

สำหรับประเทศไทยนั้น นับได้ว่าเป็นประเทศแรก ๆ ของโลกที่มีการออกกฎหมายกำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO เป็นการเฉพาะ โดยใช้หลักการและแนวทางของกฎหมายหลักทรัพย์มาเป็นแบบอย่างในการวางกฎเกณฑ์และเงื่อนไขที่ทำให้ผู้ระดมทุนต้องปฏิบัติตาม ซึ่งมีหลักเกณฑ์ในสาระสำคัญ ได้แก่

1. การออกโทเคนต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. และการเสนอขายต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนต่อสำนักงาน ก.ล.ต.
2. การเสนอขายให้กับผู้ลงทุนตามประเภทที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด
3. การเสนอขายต้องผ่าน ICO Portal ที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต.
4. ผู้ระดมทุนที่มีหน้าที่และความรับผิดชอบในการเปิดเผยข้อมูลสำคัญทั้งก่อนและหลังการเสนอขาย

ในหลักเกณฑ์ตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลก่อนข้างให้ ความสำคัญกับบทบาทของ ICO Portal ในการทำหน้าที่เป็นผู้คัดกรองผู้ระดมทุน ทำ Due diligence กิจการ พิจารณาความชัดเจนของโครงการหรือแผนธุรกิจ และตรวจสอบ Smart Contract ที่จะปฏิบัติตามที่ตกลง รวมทั้งหน้าที่อื่น ๆ ที่เน้นเพื่อประโยชน์ในการคุ้มครองผู้ลงทุน

เพื่อที่จะพิจารณาและวิเคราะห์หน้าที่และการที่ต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ และแนวทางกำกับดูแลได้อย่างชัดเจน จึงควรพิจารณาเปรียบเทียบทางเลือกการระดมทุนที่มีการกำกับดูแลในปัจจุบัน

ตารางที่ 4 – 1 ตารางเปรียบเทียบทางเลือกของการระดมทุนภายใต้การกำกับดูแลในปัจจุบัน

รายการเปรียบเทียบ	IPO ในตลาด mai	Equity Crowdfunding	ICO
1. ผู้ระดมทุน	บริษัทมหาชน	บริษัทมหาชน/ บริษัทจำกัด	บริษัทมหาชน/ บริษัทจำกัด
2. ทรัพย์สินที่ได้รับ	หุ้น	หุ้น	โทเคนดิจิทัล -Investment Token -Utility Token

3. การอนุญาตให้ เสนอขาย	ขออนุญาตจาก สำนักงาน ก.ล.ต. และยื่นแบบแสดง		*ขออนุญาต สำนักงาน ก.ล.ต. และ ยื่นแบบแสดงรายการ
----------------------------	--	--	---

ตารางที่ 4 – 1 ตารางเปรียบเทียบทางเลือกของการระดมทุนภายใต้การกำกับดูแลในปัจจุบัน (ต่อ)

รายการเปรียบเทียบ	IPO ในตลาด mai	Equity Crowdfunding	ICO
	<p>รายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน</p> <p>*ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisor) เป็นผู้ช่วยในการเตรียมและให้คำแนะนำในการดำเนินการและปฏิบัติตามกฎหมาย</p>	<p>Funding Portal ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต.</p> <p>-คัดกรองผู้ระดมทุนที่มีโครงการและธุรกิจที่ชัดเจน</p> <p>-เก็บรวบรวมข้อมูลกิจการและการเสนอขายเพื่อเปิดเผยแก่ผู้ลงทุน</p> <p>--สอบทานการมีตัวตนของผู้ลงทุนของผู้ลงทุน KYC (Know your Client) รวมทั้งทดสอบความรู้ (Knowledge Test)</p> <p>-ดูแลไม่ให้ผู้ลงทุนรายย่อยลงทุนเกินวงเงิน</p>	<p>ข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน</p> <p>*ICO Portal ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต.</p> <p>-คัดกรองผู้ระดมทุนที่มีโครงการและธุรกิจที่ชัดเจนรวมทั้งโครงสร้างการกระจายโทเคน</p> <p>-เก็บรวบรวมข้อมูลกิจการและการเสนอขายเพื่อเปิดเผยแก่ผู้ลงทุน</p> <p>-ตรวจสอบ Source Code ของ Smart Contract เพื่อเทียบกับ White paper</p> <p>--สอบทานการมีตัวตนของผู้ลงทุน KYC (Know your Client) และ Suitability test รวมทั้งทดสอบความรู้</p>

			(Knowledge Test) -ดูแลไม่ให้ผู้ลงทุน รายย่อยลงทุนเกิน วงเงิน
--	--	--	---

ตารางที่ 4 – 1 ตารางเปรียบเทียบทางเลือกของการระดมทุนภายใต้การกำกับดูแลในปัจจุบัน (ต่อ)

รายการเปรียบเทียบ	IPO ในตลาด mai	Equity Crowdfunding	ICO
4. ผลตอบแทน	เงินปันผล/ส่วนแบ่ง กำไร	เงินปันผล/ส่วนแบ่ง กำไร	เงินส่วนแบ่งกำไร สิทธิในการใช้สินค้า/ บริการ สิทธิอันใดที่ เฉพาะเจาะจง
5. ผู้ลงทุน	ผู้ลงทุนทั่วไป	*ผู้ลงทุนพิเศษ -ผู้ลงทุนสถาบัน -Private Equity -Venture Capital -Funding Portal -ผู้ลงทุนที่เคยลงทุน ในหุ้นและมีฐานะ หรือประสบการณ์ ตามที่กำหนด *ผู้ลงทุนรายย่อย -ลงทุนไม่เกิน 50,000 บาทต่อบริษัท และ ไม่เกิน 500,000 บาท ต่อปี	*ผู้ลงทุนพิเศษ -ผู้ลงทุนสถาบัน -Private Equity -Venture Capital -Funding Portal -ผู้ลงทุนที่เคยลงทุน ในหุ้นและมีฐานะ หรือประสบการณ์ ตามที่กำหนด *ผู้ลงทุนรายย่อย -ลงทุนไม่เกิน 300,000บาทต่อการ เสนอขาย
6. จำนวนระดมทุน	ไม่จำกัด	กรณีขายให้ผู้ลงทุน รายย่อยได้ไม่เกิน 20 ล้านบาทในปีแรก รวมทั้งหมดไม่เกิน 40 ล้านบาท	กรณีภายใต้ผู้ลงทุน รายย่อยได้ไม่เกิน 4 เท่าของส่วนของ ผู้ถือหุ้น หรือไม่เกิน ร้อยละ 70 ของมูลค่า

			เสนอขาย
7. กรรมการและผู้บริหารของผู้ระดมทุน	มีคุณสมบัติและไม่มีลักษณะต้องห้ามตามที่กำหนด	ไม่กำหนด	มีคุณสมบัติและไม่มีลักษณะต้องห้ามตามที่กำหนด

ตารางที่ 4 – 1 ตารางเปรียบเทียบทางเลือกของการระดมทุนภายใต้การกำกับดูแลในปัจจุบัน (ต่อ)

รายการเปรียบเทียบ	IPO ในตลาด mai	Equity Crowdfunding	ICO
8. หน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูล	บริษัทผู้ระดมทุนมีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลทั้งก่อนและหลังการเสนอขาย หากเปิดเผยเป็นเท็จ บริษัทผู้ระดมทุน กรรมการและผู้บริหาร อาจต้องรับผิดชอบทางอาญาและทางแพ่งตามกฎหมายหลักทรัพย์	FP มีหน้าที่ดูแลให้บริษัทผู้ระดมทุนเปิดเผยข้อมูลทั้งก่อนและหลังการเสนอขาย หากเปิดเผยเป็นเท็จ บริษัทผู้ระดมทุน กรรมการและผู้บริหารอาจต้องรับผิดชอบทางอาญาและทางแพ่งตามกฎหมายทั่วไป (ปกติมีบทลงโทษเบากว่าและพิสูจน์ความผิดยากกว่ากฎหมายหลักทรัพย์)	บริษัทผู้ระดมทุนมีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลทั้งก่อนและหลังการเสนอขาย หากเปิดเผยเป็นเท็จ บริษัทผู้ระดมทุน กรรมการและผู้บริหาร อาจต้องรับผิดชอบทางอาญาและทางแพ่งตามกฎหมายหลักทรัพย์
9. หน้าที่เฉพาะ		*ต้องมีผู้เก็บรักษาเงินจองซื้อ (Escrow Agent)	*การเสนอขายที่ชำระด้วยคริปโตเคอร์เรนซีทำได้เฉพาะตามข้อที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดและที่ได้มาจากการซื้อขายแลกเปลี่ยนหรือที่ได้ฝากกับผู้ประกอบการ

			สินทรัพย์ดิจิทัลที่ ได้รับอนุญาต *บริษัทผู้ระดมทุน ต้องให้ความร่วมมือ
--	--	--	--

ตารางที่ 4 – 1 ตารางเปรียบเทียบทางเลือกของการระดมทุนภายใต้การกำกับดูแลในปัจจุบัน (ต่อ)

รายการเปรียบเทียบ	IPO ในตลาด mai	Equity Crowdfunding	ICO
			เปิดเผยข้อมูลให้ ICO Portal และศูนย์ซื้อขาย โทเคนดิจิทัล

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบทางเลือกการระดมทุนทั้งสามกรณีจะเห็นว่า กฎเกณฑ์และแนวทางกำกับดูแลที่นำมาใช้กับการระดมทุนแบบ ICO เป็นแนวทางที่ใกล้เคียงกับการระดมทุนแบบ IPO ที่ต้องให้ผู้ระดมทุนต้องเป็นผู้ขออนุญาตและยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล และร่างหนังสือชี้ชวนกับสำนักงาน ก.ล.ต. และมีหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลสำคัญทั้งในช่วงก่อนและหลังการเสนอขายต่อประชาชน ซึ่งถ้าผู้ระดมทุนเปิดเผยข้อมูลเป็นเท็จหรือทำให้สำคัญผิดอย่างมีสาระสำคัญอาจต้องรับผิดชอบในคดีอาญา และอาจถูกผู้ลงทุนฟ้องเรียกค่าเสียหายทางแพ่งโดยมีกฎหมายเฉพาะรองรับ รวมทั้งกรรมการและผู้บริหารต้องมีคุณสมบัติและไม่มีลักษณะต้องห้ามตามกฎหมายที่กำหนดโดยคณะกรรมการ ก.ล.ต. ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับการระดมทุนแบบ Equity Crowdfunding ผู้ระดมทุนไม่ได้มีหน้าที่และภาระความรับผิดชอบในลักษณะดังกล่าว

ในขณะที่เดียวกันการระดมทุนแบบ ICO ยังต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์บางอย่างเหมือนกับการระดมทุนแบบ Equity Crowdfunding เช่น การเสนอขายต้องผ่านผู้บริหาร Portal ซึ่งต้องทำหน้าที่คัดกรองผู้ระดมทุน สอบทานการมีตัวตนของผู้ลงทุน ทดสอบความรู้ผู้ลงทุนและการดูแลไม่ให้ผู้ลงทุนเกินจำนวนที่กำหนด รวมทั้งการกำหนดประเภทหรือจำกัดจำนวนเงินลงทุนของผู้ลงทุน

นอกจากนี้ การระดมทุนแบบ ICO ยังมีหลักเกณฑ์และเงื่อนไขเพิ่มเติมที่กำหนดเพื่อประโยชน์ในการดูแลกฎหมายอื่น เช่น การกำหนดให้ต้องชำระด้วยเงินหรือคริปโตเคอร์เรนซีที่กำหนด แลกเปลี่ยนหรือฝากผ่านผู้ประกอบการธุรกิจที่ได้รับใบอนุญาต เพื่อที่จะช่วยป้องกันการทำธุรกรรมเพื่อฟอกเงินหรือสนับสนุนการก่อการร้าย

แม้ว่าปัจจุบันกฎหมายที่กำหนดรายละเอียดในการกำกับดูแลการออกและเสนอขาย โทเคนดิจิทัลยังไม่ได้ออกมาใช้บังคับอย่างเป็นทางการ แต่หลักเกณฑ์ที่อยู่ระหว่างรับฟังความคิดเห็นก็พอแสดงให้เห็นความเข้มของหลักเกณฑ์ ซึ่งเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบกับกฎเกณฑ์กำกับ Equity Crowdfunding ที่ค่อนข้างยืดหยุ่นและเหมาะสมกับธุรกิจ SME และ Startup แล้วจะเห็นได้ว่าหลักเกณฑ์ที่ใช้กับการระดมทุนแบบ ICO มีความเข้มงวดมากกว่า และอาจทำให้กิจการแบบ SME หรือ Startup ปฏิบัติตามได้ยากกว่า

ความท้าทายต่อการเปลี่ยนแปลงการระดมทุนจากประชาชนในอนาคต

จากการศึกษาถึงลำดับเหตุการณ์ของการเปลี่ยนแปลงการระดมทุนจากประชาชนในโลกอินเทอร์เน็ตในช่วงเพียงสองสามปีที่ผ่านมาจะเห็นได้ว่าการเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็วจาก Equity Crowdfunding ไปสู่ Initial Coin Offering เพียงในระยะเวลาไม่กี่ปีปริมาณการระดมทุนแบบ ICO ในกิจกรรมที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีบล็อกเชนได้เติบโตสูงขึ้นมากกว่าการระดมทุนแบบดั้งเดิม ได้แก่ Venture Capital โดยแนวโน้มของการเติบโตยังเป็นไปอย่างต่อเนื่องต่อไปในอนาคต และอาจเป็นไปได้ว่าการระดมทุนแบบ ICO จะไม่เพียงเข้ามาแทนที่ Venture Capital แต่อาจจะเข้าไปทดแทนการระดมทุนแบบ IPO ได้บางส่วนอีกด้วย

อย่างไรก็ดี แม้ว่าลักษณะและรูปแบบของการระดมทุนแบบ ICO จะเหมาะสมและตรงกับความต้องการใช้เงินของ SME และ Startup แต่ดูเหมือนว่าการกำกับดูแลระดมทุนดังกล่าวภายใต้กฎหมายใหม่อาจมีหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่ผู้ระดมทุนต้องปฏิบัติตามและมีภาระความรับผิดชอบค่อนข้างมากใกล้เคียงกับการกำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชนแบบ IPO ซึ่งอาจทำให้การระดมทุนแบบ ICO ไม่เหมาะสมที่จะเป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกสำหรับกิจการ Innovative SME และ Tech Startup ที่จะเป็นตัวจักรสำคัญในการผลักดันเศรษฐกิจไปสู่ระบบเศรษฐกิจดิจิทัล และยังคงมีประเด็นท้าทายที่สำคัญบางประการที่อาจต้องเผชิญในอนาคต ซึ่งควรต้องติดตาม ศึกษาและพิจารณาแนวทางในการแก้ไขอุปสรรคและความท้าทายดังกล่าวต่อไป

1. การดำเนินนโยบายส่งเสริมผู้ประกอบการ Startup ภายใต้กฎหมายและกฎเกณฑ์ที่เน้นการกำกับดูแล

เนื่องจากกฎเกณฑ์และการกำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO ตามพระราชกำหนดสินทรัพย์ดิจิทัลมีที่มาและวัตถุประสงค์หลักเพื่อจะคุ้มครองประชาชนและผู้ลงทุนทั่วไป รวมทั้งการสนับสนุนการบังคับใช้กฎหมายการฟอกเงินและสนับสนุนการก่อการร้าย จึงมีบทบัญญัติที่กำหนดหน้าที่ให้ผู้ระดมทุนที่จะออกเหรียญดิจิทัลต้องปฏิบัติตามอย่างค่อนข้างเข้มข้นซึ่งอาจมีบางส่วนที่ไม่ค่อยสอดคล้องกับลักษณะและรูปแบบการใช้เงินและภาระหน้าที่ของ Startup เช่น การระดมทุน

ต้องมีแผนธุรกิจที่ชัดเจน การต้องเป็นผู้ขออนุญาตเองและต้องผ่านการคัดกรองของ ICO portal การต้องเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งอาจต้องรับผิดชอบตามกฎหมายทั้งทางอาญาและทางแพ่งในระดับเช่นเดียวกับกรณีผู้ระดมทุนจากประชาชนแบบ IPO อาจจะทำให้เป็นข้อจำกัดของ SME หรือ Startup ที่จะใช้ ICO เป็นทางเลือกในการระดมทุน ทั้งนี้ ICO เป็นรูปแบบการระดมทุนที่มีพัฒนาการมาจากความต้องการและสอดคล้องกับลักษณะของกิจการแบบ SME หรือ Startup

ข้อจำกัดดังกล่าวจึงอาจส่งผลต่อการดำเนินนโยบายและแผนยุทธศาสตร์ที่ต้องการจะส่งเสริมและสนับสนุนให้ Innovative SME และ Tech startup ให้สามารถดำเนินธุรกิจโดยมีการระดมทุนลักษณะ crowdfunding เป็นทางเลือกที่ช่วยเสริมหรืออาจเป็นหลักในการเป็นแหล่งเงินทุนที่ตรงตามความต้องการและลักษณะของกิจการดังกล่าว โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อพิจารณาการดำเนินนโยบายของต่างประเทศโดยเฉพาะประเทศที่อยู่ในภูมิภาคเดียวกับประเทศไทย จะเห็นว่ามีหลายประเทศที่ให้ความสำคัญกับการส่งเสริมธุรกิจ SME และ Startup พยายามหาแนวทางที่ยืดหยุ่นเพื่อตอบสนองความต้องการของธุรกิจเหล่านั้น ซึ่งอาจทำให้ SME และ Startup ของไทยเลือกใช้วิธีการไประดมทุนแบบ ICO ในต่างประเทศแทน จึงเห็นว่าควรมีการหยิบยกเรื่องนี้ขึ้นเป็นประเด็นพูดคุยในเชิงนโยบายที่จะจัดลำดับความสำคัญของนโยบายทั้งสองด้านที่อาจยังไม่สอดคล้องหรือไปในทิศทางเดียวกัน เพื่อหาสมดุลที่ลงตัวระหว่างการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนกับการส่งเสริม SME และ Startup ที่จะเกิดประโยชน์ที่ดีที่สุดต่อเศรษฐกิจของประเทศและประชาชน

2. ความท้าทายต่อการกำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชนโดยภาครัฐ

2.1 การระดมทุนแบบ ICO แสดงให้เห็นการเปลี่ยนแปลงรูปแบบของการระดมทุนที่มีความแตกต่างไปจากการระดมทุนแบบดั้งเดิมซึ่งเกิดขึ้นในระยะเวลาอันสั้นและขยายตัวไปทั่วโลกอย่างรวดเร็ว เป็นการเปลี่ยนแปลงที่ไม่เพียงแค่รูปแบบและวิธีการ แต่เป็นการเปลี่ยนบุคคลที่เกี่ยวข้องและปัจจัยแวดล้อม เช่น การระดมทุนที่อาจทำโดยผู้ระดมทุนรายเล็ก ๆ ที่อยู่มุมหนึ่งของโลกแต่สามารถระดมทุนจากผู้คนทั่วโลกในเวลาเดียวกัน สินค้าหรือเครื่องมือที่ใช้ระดมทุนไม่ได้เป็นหลักทรัพย์ที่มีการกำหนดสิทธิชัดเจนและมีรูปแบบที่รู้จักกันอย่างเช่น หุ้น หุ้นกู้ หรือหน่วยลงทุน แต่เป็นหน่วยอิเล็กทรอนิกส์ที่ผูกติดกับข้อสัญญาที่จะตกลงกันได้ตามความต้องการ โดยการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะยังคงดำเนินอยู่ต่อไปอย่างต่อเนื่องและไม่หยุดนิ่ง ซึ่งจะมีผลกระทบต่อการกำกับดูแลของภาครัฐที่จะต้องให้ทันต่อเหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้น เพราะโดยปกติการออกกฎหมายและกฎเกณฑ์จะต้องมีความเข้าใจกิจกรรมและบุคคลที่ต้องกำกับดูแลอย่างชัดเจนหรืออย่างน้อยก็คาดการณ์ได้เพื่อจะได้วางกรอบกติกาหรือเลือกเครื่องมือที่นำมาใช้ได้อย่างเหมาะสมและมีประสิทธิผล การที่ธุรกิจมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วจะเป็นประเด็นที่ท้าทายต่อการปรับตัวของภาครัฐที่มีหน้าที่กำกับดูแลให้ทันต่อสถานการณ์

2.2 การระดมทุนแบบ ICO ล้วนเกิดขึ้นและพัฒนาในโลกอินเทอร์เน็ต การทำธุรกรรมหรือกิจกรรมที่เกี่ยวข้องเกิดขึ้นและดำเนินการในระบบอิเล็กทรอนิกส์ โดยมีเครือข่ายที่เชื่อมโยงกันทั่วโลกเป็นโลกเสมือนที่ยิ่งใหญ่มหาศาล ไม่สามารถจับต้องได้ ไร้ขอบเขตและสถานที่จึงยากจะเข้าถึง ติดตาม หรือตรวจสอบธุรกรรมหรือการกระทำที่ผิดกฎหมาย เพราะต้องอาศัยผู้ที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญเฉพาะรวมทั้งต้องมีเครื่องมือหรือระบบที่มีเทคโนโลยีที่สามารถใช้ในการติดตามและตรวจสอบให้ได้ผลและทันต่อเหตุการณ์ จึงเป็นเรื่องที่ท้าทายของหน่วยงานกำกับดูแลที่จะเข้าถึงและจัดการการกระทำผิดและสามารถปฏิบัติหน้าที่กำกับดูแลและบังคับใช้กฎหมายได้อย่างมีประสิทธิภาพ

2.3 การระดมทุนที่สามารถเข้าถึงผู้คนได้จากทุกหนทุกแห่งทั่วโลก จึงมีลักษณะเป็นกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ข้ามพรมแดนหรือไม่มีพรมแดน ซึ่งธุรกรรมหรือการกระทำที่ผิดกฎหมายที่มีผลกระทบต่อประเทศไทยหรือประชาชนคนไทยอาจมาจากผู้กระทำหรือการกระทำที่อยู่ในต่างประเทศหรือนอกอาณาเขตที่อำนาจของกฎหมายหรือเครื่องมือบังคับใช้กฎหมายจะเอื้อมไปถึงทำให้เกิดปัญหาทั้งด้านการพิจารณาว่าเป็นความผิดภายใต้กฎหมายของไทยและด้านการบังคับใช้กฎหมายต่อผู้กระทำความผิด

3. ความท้าทายต่อผู้ประกอบการ SME และ Startup ที่ยังต้องการระดมทุนแบบ ICO

เมื่อกฎหมายหรือกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุนแบบ ICO ออกมาใช้บังคับ ซึ่งอาจมีบางส่วนที่มีภาระหรือความรับผิดชอบทางกฎหมายที่มากกว่ากฎเกณฑ์การระดมทุนแบบ Equity crowdfunding ที่ใช้บังคับอยู่ ในขณะที่ ICO มีลักษณะเหมาะสมกับความต้องการใช้เงินของธุรกิจ SME และ Startup มากกว่า จึงเป็นสิ่งที่ผู้ประกอบการควรต้องศึกษาทำความเข้าใจกฎหมายและกฎเกณฑ์เพื่อประเมินและวิเคราะห์ข้อดีข้อเสียและประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นของทางเลือกของการระดมทุน เพราะแม้กฎหมายจะมีความเข้มข้นอยู่บ้าง แต่กฎเกณฑ์หรือวิธีการบังคับใช้ยังมีความยืดหยุ่นที่จะให้ผู้กำกับดูแลสามารถใช้แนวทางกำกับดูแลให้สอดคล้องกับนโยบายของภาครัฐ และสถานการณ์ที่เกิดขึ้นเท่าที่จะเป็นประโยชน์ต่อประเทศชาติโดยรวมได้

สรุป

ในการสนับสนุนและส่งเสริมให้ Innovative SME และ Tech Startup เข้าถึงแหล่งเงินทุนทางเลือกเพื่อใช้ประกอบการให้สำเร็จได้ตามเป้าหมายที่กำหนด คงต้องคำนึงถึงลักษณะและรูปแบบของกิจการที่เป็น SME และ Startup ที่ต้องการเงินทุนตั้งแต่ในช่วงเริ่มต้นของวงจรชีวิตทางธุรกิจ ซึ่งจากปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นทั่วโลกที่ธุรกิจ SME และ Startup ที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับ

เทคโนโลยีได้หันมาระดมทุนแบบ Equity crowdfunding และแบบ ICO เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและต่อเนื่อง น่าจะเป็นสิ่งที่แสดงให้เห็นการเป็นการระดมทุนยุคใหม่ที่เหมาะสมและสอดคล้องกับการทำธุรกิจ SME และ Startup

ในปัจจุบัน ประเทศต่าง ๆ หลายประเทศได้มองเห็นถึงข้อดีและประโยชน์ของการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding ที่เหมาะสมจะเป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกสำหรับ SME และ Startup และได้ออกกฎหมายกำกับดูแลที่ผ่อนคลายเพื่อสนับสนุนให้สามารถใช้ Equity crowdfunding ได้อย่างสะดวกและไม่เป็นภาระเกินสมควร แต่ก็เพียงพอที่จะให้ความคุ้มครองแก่ประชาชนผู้ลงทุน และเมื่อมีการวิวัฒนาการไปเป็นการระดมทุนแบบ ICO ซึ่งตอบสนองความต้องการใช้เงินของ SME และ Startup ได้ดีขึ้นกว่าแบบ Equity crowdfunding ประเทศส่วนใหญ่จึงยังมีแนวโน้มหรือทำที่ที่สนับสนุนหรือพยายามที่จะไม่ไปสร้างปัญหาอุปสรรคให้แก่การระดมทุนดังกล่าว

สำหรับประเทศไทยนั้น ภาครัฐได้มีแนวนโยบายสนับสนุนให้ผู้ประกอบการ SME และ Startup เข้าถึงการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding โดยในด้านการกำกับดูแลการออกเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนก็มีการออกกฎหมายที่ผ่อนคลายเพื่อสนับสนุน SME และ Startup เช่นกัน โดยมีแนวทางใกล้เคียงกับของต่างประเทศที่ใช้ระบบที่ให้มีผู้สนับสนุน (Sponsor) มาช่วยให้ผู้ระดมทุนสามารถระดมทุนได้โดยไม่ต้องมีการระงับในการเป็นผู้มีหน้าที่โดยตรงในการปฏิบัติตามกฎหมายมากนัก และให้ผู้สนับสนุนเป็นผู้ที่ช่วยทำหน้าที่สำคัญที่ต้องทำเพื่อประโยชน์ของผู้ลงทุน เช่น การคัดกรองกิจการ ความชัดเจนของโครงการ หรือการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญ เป็นต้น แม้ว่ากฎหมายของไทยจะมีลักษณะและแนวทางคล้ายกับของต่างประเทศ แต่ก็ปรากฏว่ายังไม่มีมีการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding เนื่องจากยังไม่มีผู้ให้บริการเป็นผู้สนับสนุน

ต่อมาเมื่อเกิดมีพัฒนาการมาเป็นการระดมทุนแบบ ICO ในช่วงแรกที่จะมีการออกกฎหมายภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ซึ่งมีแนวทางเดียวกับกฎหมายที่ใช้กับการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding โดยเพิ่มหน้าที่และความรับผิดชอบในทางกฎหมายมากขึ้น แต่ก็แทบไม่ได้เพิ่มภาระในทางปฏิบัติมากนัก

อย่างไรก็ตาม เมื่อมีเหตุการณ์ที่มีการระดมทุนแบบ ICO ไม่ประสบความสำเร็จจำนวนมาก โดยเฉพาะที่เกิดจากการฉ้อฉลหลอกลวง ภาครัฐจึงต้องออก พ.ร.ก. เกี่ยวกับสินทรัพย์ดิจิทัลขึ้นเพื่อคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุน และมีการกำหนดแนวทางการกำกับดูแลที่ค่อนข้างไปในทางกำกับควบคุม จึงทำให้กฎหมายในการออกเสนอขายเหรียญดิจิทัลไปใช้แนวทางการกำกับดูแลที่ใกล้เคียงกับการออกหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนจากประชาชนทั่วไป ซึ่งทำให้ผู้ระดมทุนต้องมีหน้าที่และความรับผิดชอบที่มากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะเมื่อเปรียบเทียบกับกฎหมายการระดมทุนแบบ

Equity crowdfunding และอาจทำให้ระดมทุนแบบ ICO การเป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกให้กับ SME และ Startup มีความน่าสนใจลดลง

เมื่อถึงเกณฑ์ในปัจจุบันอาจไม่เอื้ออำนวยต่อการที่ SME และ Startup จะใช้การระดมทุนแบบ ICO เป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกเพราะต้องให้ความสำคัญกับการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุน ในขณะที่นโยบายรัฐบาลอีกด้านหนึ่งมีแนวทางที่ต้องการส่งเสริมให้ SME และ Startup มีแหล่งเงินทุนทางเลือกในรูปแบบ Crowdfunding จึงเป็นเรื่องที่ทำทนายภาครัฐให้ต้องมาพิจารณาทบทวนแนวนโยบายเพื่อกำหนดความสำคัญให้เกิดประโยชน์ที่ดีที่สุดแก่ประเทศชาติและประชาชน

บทที่ 5

สรุปและข้อเสนอแนะ

สรุป

ภายใต้แผนยุทธศาสตร์และนโยบายของชาติที่จะขับเคลื่อนเศรษฐกิจด้วยเทคโนโลยี และนวัตกรรมเพื่อไปสู่ระบบเศรษฐกิจดิจิทัล รัฐบาลได้ให้ความสำคัญในการพัฒนาและส่งเสริมให้กิจการ SME และกิจการ Startup ให้เป็นฟันเฟืองสำคัญในระบบเศรษฐกิจใหม่ โดยมุ่งเน้นให้ SME ที่เป็นรากฐานสำคัญของระบบเศรษฐกิจไทย สามารถประกอบธุรกิจที่นำเทคโนโลยีและใช้นวัตกรรมในการประกอบกิจการ ส่วน Startup ซึ่งเป็นผู้ประกอบการที่ใช้ความคิดสร้างสรรค์และเทคโนโลยีสร้างสรรค์เพื่อพัฒนาสินค้าและบริการใหม่ๆ ที่มีมูลค่าเพิ่มสูง เป็นผู้ประกอบการที่คิดสร้างสรรค์สิ่งใหม่ๆ หรือ Innovative SME หรือที่ทำธุรกิจเทคโนโลยีสมัยใหม่หรือ Tech startup

1. สถานการณ์และปัญหาการระดมทุนจากประชาชนของธุรกิจที่สนับสนุนเศรษฐกิจดิจิทัล

1.1 ในส่วนหนึ่งของแผนพัฒนาและส่งเสริมกิจการ SME และ Startup คือการสนับสนุนให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนเพื่อนำมาใช้ในการประกอบกิจการ โดยต้องคำนึงถึงลักษณะและความต้องการของกิจการดังกล่าวเป็นสำคัญ เนื่องจากกิจการแบบ Innovative SME หรือ Tech startup เป็นกิจการที่ใช้ความคิดสร้างสรรค์เพื่อสร้างสิ่งใหม่จึงช่วงเวลาสำคัญในการทำธุรกิจจึงอยู่ในช่วงการคิดค้นและออกแบบซึ่งเป็นช่วงแรกของธุรกิจ จึงต้องการแหล่งเงินทุนตั้งแต่ช่วงเริ่มต้นที่อาจมีเพียงโครงการ แผนธุรกิจหรือสินค้าต้นแบบ เงินทุนที่มาสนับสนุนจึงต้องมาจากคนที่เข้าใจและพร้อมที่จะรับความเสี่ยงที่สูงถึงขั้นสูญเสียเงินลงทุนทั้งหมด

1.2 แหล่งเงินทุนที่มีลักษณะที่ตรงกับความต้องการหรือการทำธุรกิจในช่วงเริ่มต้นของ SME และ Startup ที่เป็นการร่วมลงทุนในปัจจุบันมี 2 รูปแบบ คือ 1) Venture Capital หรือ VC. และ 2) Equity crowdfunding ซึ่งในปัจจุบันการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding ได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้นเพราะมีข้อดีหลายประการ เช่น สามารถระดมทุนผ่านโลกอินเทอร์เน็ตได้จำนวนมากในเวลาอันรวดเร็ว โดยมีต้นทุนทางการเงินต่ำ และยังแก้ปัญหาของการระดมทุนจาก VC เช่น ไม่ต้องเสียอำนาจในการควบคุมกิจการ และไม่ต้องใช้เวลาในการอธิบายมาก

1.3 ต่อมาเมื่ออินเทอร์เน็ตสามารถช่วยเชื่อมโยงผู้คนได้ทั่วโลกก็ทำให้ SME และ Startup ที่ต้องการระดมทุนสามารถเข้าถึงผู้มีเงินทุนหรือผู้ลงทุนได้ทั่วโลก รวมทั้งทำให้การระดมทุนแบบ Crowdfunding ยิ่งทำได้ง่ายและสะดวกมากขึ้น และเมื่อมีการพัฒนาเทคโนโลยีบล็อกเชน

และมีการสร้าง Cryptocurrency จึงได้เกิดการสร้าง Crowdfunding ที่ระดมทุนโดยการขายเหรียญดิจิทัลที่ปกติใช้เทคโนโลยีบล็อกเชน ให้แก่มวลชนผ่านระบบอินเทอร์เน็ตและชำระเงินกันด้วย Cryptocurrency ที่เรียกว่า ICO

1.4 การระดมทุนแบบ ICO เป็นการระดมทุนที่ได้รับความนิยมและแพร่หลายอย่างรวดเร็วไปทั่วทุกมุมโลก โดยเฉพาะในกลุ่ม SME และ Startup ที่ทำธุรกิจที่ใช้เทคโนโลยีบล็อกเชนในโลกดิจิทัล จนกลายเป็นแหล่งเงินทุนที่มีการใช้มากกว่าการระดมทุนจาก VC แล้วไปปัจจุบันเพราะการระดมทุนแบบ ICO เข้าถึงผู้คนในอินเทอร์เน็ตได้มากกว่าโดยผ่าน ICO portal ที่เป็นแพลตฟอร์มที่มีผู้คนจำนวนทั่วโลกเข้าร่วมอยู่ ผู้ระดมทุน ICO สามารถเลือกสิทธิที่ให้แก่ผู้ถือเหรียญดิจิทัลได้หลายหลายตามความต้องการ ICO และ ICO ส่วนใหญ่มีลักษณะเป็นการร่วมลงทุน จึงเป็นที่สนใจของประชาชนที่ต้องการลงทุนในทรัพย์สินที่ให้ผลตอบแทนสูง รวมทั้ง ICO มักจะมีตลาดรองเพื่อสภาพคล่องของเหรียญดิจิทัล เป็นต้น

1.5 เนื่องจากลักษณะของ ICO ที่ระดมทุนในช่วงเริ่มต้นของธุรกิจจึงทำให้โอกาสของการไม่สำเร็จตามแผนธุรกิจมีสูงมากอาจจะสูงถึงร้อยละ 90 เลยทีเดียว ประกอบกับมีผู้นำเอารูปแบบ ICO ไปใช้ในทางที่ผิดกฎหมาย เช่น การใช้น้ำมันหลอกหลวงหรือทุจริตโดยใช้การอ้างการระดมทุน ICO หรือการใช้ ICO เพื่อสนับสนุนการฟอกเงินและการก่อการร้าย จึงทำให้รัฐบาลของประเทศต่างๆต้องเฝ้าระวังและให้ความสำคัญกับการระดมทุนดังกล่าวที่อาจสร้างผลกระทบเสียหายให้กับประชาชนผู้ลงทุน

2. หลักการและแนวทางในการกำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชนในตลาดทุนไทย

2.1 เนื่องจากการระดมทุนแบบ Crowdfunding ไม่ว่าจะ เป็น Equity crowdfunding หรือ ICO เป็นการระดมทุนจากมวลชนในโลกอินเทอร์เน็ต จึงเป็นการระดมเงินทุนจากประชาชนทั่วไป ซึ่งควรต้องอยู่ภายใต้กฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่มีการกำกับควบคุมผู้ระดมทุนให้ต้องมีการจดทะเบียนกับหน่วยงานกำกับ โดยต้องมีคุณสมบัติตามที่กำหนดและมีการเปิดเผยข้อมูลสำคัญอย่างต่อเนื่องให้กับผู้ลงทุน หากมีการเปิดเผยข้อมูลเท็จหรือทำให้เข้าใจผิดก็อาจต้องรับผิดชอบตามกฎหมายทั้งทางแพ่งและทางอาญา

2.2 ในต่างประเทศหลายประเทศที่มีตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศจีน และประเทศสิงคโปร์ ถือว่าการระดมทุนแบบ Crowdfunding เป็นการระดมทุนต่อประชาชนที่ต้องปฏิบัติตามกฎหมายหลักทรัพย์ ซึ่งโดยปกติถ้าเป็นการระดมทุนที่เสนอขายในวงกว้าง การกำกับดูแลก็ต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ต่างๆอย่างเต็มที่ แต่ก็อาจมีกฎเกณฑ์ที่ยืดหยุ่นและผ่อนคลายเป็นการระดมทุนที่มีขอบเขตจำกัด หรือเพื่อวัตถุประสงค์ในการสนับสนุนผู้ประกอบการตามนโยบายรัฐ

2.3 เพื่อที่จะสนับสนุนการระดมทุนแบบ Crowdfunding ที่เป็นแหล่งลงทุน ทางเลือกให้กับกิจการ SME และ Startup ได้มีการออกกฎหมายเฉพาะที่ผ่อนคลายลงโดยให้ สอดคล้องกัน โดยการกำหนดให้มีผู้ให้บริการตัวกลางระดมทุนหรือ Funding portal ช่วยในการ ดำเนินการเพื่อเสนอขายและปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ทำให้กิจการ SME และ Startup ที่ไม่ คู้้นเคยหรือไม่ทราบวิธีการดำเนินการต่าง ๆ สามารถระดมทุนแบบ Crowdfunding ได้ตามที่ต้องการ และกำหนดเกณฑ์เฉพาะให้ปฏิบัติ เช่น การมีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลตามระดับที่เหมาะสม การจำกัด จำนวนการลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อยเพื่อจำกัดความเสียหายจากการสูญเสียเงินลงทุน หรือการให้ ผู้ลงทุนต้องรับรู้ถึงความเสี่ยงที่สำคัญและผลกระทบสูง เป็นต้น

2.4 สำหรับประเทศไทย มีการวางแนวทางเพื่อการสนับสนุน SME และ Startup ที่ จะทำ Crowdfunding โดยกำหนดเกณฑ์กำกับดูแลที่ผ่อนคลายกว่าเกณฑ์ปกติซึ่งแนวทางที่ใช้ มีหลักเกณฑ์และวิธีการคล้ายกับของต่างประเทศตามที่กล่าวมา โดยเน้นให้การทำหน้าที่สำคัญต่าง ๆ เป็นของ Funding portal ตั้งแต่ทำหน้าที่คัดกรองกิจการ การเปิดเผยข้อมูลการเตือนเกี่ยวกับความ เสี่ยงต่าง ๆ ไปจนถึงการทดสอบความรู้ของผู้ลงทุน แม้ว่าจะมีการออกหลักเกณฑ์ที่ยืดหยุ่นและ ไม่เป็นภาระให้แก่ผู้ระดมทุนที่เป็น SME และ Startup แต่ปรากฏว่าที่ผ่านมายังไม่มีผู้ประกอบการ ที่ระดมทุนภายใต้กฎหมายดังกล่าว เนื่องจากฟังกจะมี Funding portal ที่ได้รับความเห็นชอบเริ่ม ประกอบธุรกิจดังกล่าว

2.5 เมื่อการระดมทุนแบบ ICO ได้รับความนิยมนอย่างมากโดยเฉพาะในกลุ่ม Innovative SME และ Tech Startup ที่รัฐต้องการสนับสนุน แต่ในขณะเดียวกันก็มีการนำรูปแบบ ICO ไปใช้ในทางที่ผิดกฎหมาย ทำให้รัฐบาลของประเทศต่าง ๆ ต้องหันมาให้ความสนใจและหา แนวทางการกำกับดูแลที่เหมาะสมที่จะสามารถคุ้มครองดูแลผู้ลงทุนแต่ก็ยังไม่ไปเป็นอุปสรรคใน การระดมทุนของผู้ประกอบการ แต่ปรากฏว่าแต่ละประเทศก็มีแนวทางที่หลากหลายตั้งแต่ห้าม ไม่ให้ทำ กำกับดูแลแบบเข้ม และกำกับดูแลแบบอ่อนแล้วเน้นการให้ความรู้แก่ผู้ลงทุน แทบทั้งหมด ยังคงใช้กฎหมายด้านหลักทรัพย์ ในการกำกับดูแลและบังคับใช้กฎหมาย จึงทำให้ยังไม่มีแนวทาง ร่วมของต่างประเทศที่ใช้กำกับดูแลการเสนอขายเหรียญดิจิทัลที่พอจะนำไปใช้เป็นตัวอย่งใน การศึกษาเทียบเคียงได้

2.6 ประเทศไทยเป็นประเทศแรก ๆ ของโลกที่มีการออกกฎหมายกำกับดูแลการ เสนอขายเหรียญดิจิทัลซึ่งมีวัตถุประสงค์หลักในการคุ้มครองดูแลประชาชนผู้ลงทุนจึงทำให้ กฎหมายค่อนข้างเข้มโดยใช้แนวทางคล้ายกับกฎหมายหลักทรัพย์โดยเฉพาะกับเหรียญดิจิทัลที่ออก เพื่อการลงทุน ซึ่งเมื่อพิจารณาจากร่างข้อกำหนดต่าง ๆ ที่มีการทำประชาพิจารณ์จะเห็นถึงความ เข้มขันเมื่อ ไปเทียบกับกฎหมายที่ใช้กับการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding หรือแม้แต่เมื่อ เทียบกับร่างข้อกำหนดที่จะออกภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ก็ตาม และพบว่าหลักเกณฑ์ที่กำลังจะ

นำมาใช้น่าจะเหมาะสำหรับการกำกับดูแลบริษัทขนาดใหญ่และน่าจะไม้อ่อนแอต่อกิจการ Innovative SME และ Tech Startup เช่น การที่กำหนดให้ผู้เสนอขายเหรียญต้องได้รับอนุญาตจาก สำนักงาน ก.ล.ต. และต้องผ่านการกลั่นกรองจาก ICO portal ด้วย การกำหนดหน้าที่ของผู้เสนอขาย โดยตรงที่ต้องปฏิบัติและรับผิดชอบ การที่ต้องตั้งเป็นรูปบริษัทที่มีบัญชีที่ได้มาตรฐานและสอบบัญชีโดยผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นต้น

2.7 ความท้าทายต่อการเปลี่ยนแปลงการระดมทุนจากประชาชนในอนาคต

2.7.1 การดำเนินนโยบายของรัฐที่อาจไม่สอดคล้องกัน ขณะที่แนวนโยบายของรัฐด้านหนึ่งต้องการสนับสนุนให้ Innovative SME และ Tech startup มีแหล่งเงินทุนทางเลือกที่เหมาะสมกับรูปแบบและความต้องการของกิจการ ซึ่งจะเห็นว่าการระดมทุนแบบ Crowdfunding โดยเฉพาะแบบ ICO เป็นที่นิยมในหมู่ Innovative SME และ Tech startup มากขึ้น แต่ในอีกด้านหนึ่ง กฎหมายและกฎเกณฑ์ที่ใช้กับรูปแบบการระดมทุนแบบ ICO ที่เน้นการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนอาจยังไม่เอื้ออำนวยกับกิจการดังกล่าวมากนัก

2.7.2 การระดมทุนแบบ Crowdfunding ในโลกอินเทอร์เน็ตได้มีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็วจาก Equity crowdfunding มาเป็น ICO ที่มีรูปแบบของเหรียญดิจิทัลที่มีสาระที่หลากหลาย ซึ่งภาครัฐต้องติดตามกำกับดูแลให้ทันทั่วทั้งที่ ในขณะที่การออกกฎหมายหรือกฎเกณฑ์ต้องสามารถเข้าใจหรือคาดการณ์กิจกรรมที่เกิดขึ้นได้อย่างชัดเจน แต่กิจกรรมทางเศรษฐกิจในโลกอินเทอร์เน็ตปัจจุบันมีการเปลี่ยนแปลงและเกิดเป็นสิ่งใหม่ขึ้นได้อย่างรวดเร็วและตลอดเวลา จึงเป็นเรื่องที่ค่อนข้างยากที่จะมีการกำกับดูแลได้อย่างทันเหตุการณ์และครอบคลุม นอกจากนี้ การระดมทุนแบบ ICO เป็นธุรกรรมที่เกิดขึ้นในโลกที่เป็นอิเล็กทรอนิกส์ที่ไม่มีขอบเขตและไร้สถานที่ จึงทำให้มีข้อจำกัดในการติดตาม ตรวจสอบหรือบังคับใช้กฎหมาย รวมทั้งการที่เป็นธุรกรรมข้ามพรมแดนหรือไร้พรมแดน จึงจะมีประเด็นปัญหาของการถูกจำกัดขอบเขตอำนาจตามกฎหมายอีกส่วนหนึ่งด้วย ทำให้การติดตาม กำกับดูแลและบังคับใช้กฎหมายอาจทำได้ยากและไม่ประสบความสำเร็จได้

2.7.3 ความท้าทายต่อผู้ประกอบการ SME และ Startup ที่ต้องหาทางออกที่จะอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์ที่มีความเข้มข้นและอาจไม่สะดวกในทางปฏิบัติ

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

ในการกำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชนแบบ ICO มีข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย ว่าควรมีการวางนโยบายหรือแนวทางกำกับดูแลที่สอดคล้องกับนโยบายสนับสนุน SME และ Startup

เนื่องจากรัฐบาลได้มียุทธศาสตร์และนโยบายที่จะสนับสนุนกิจการของ Innovative SME และ Tech startup ให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนทางเลือกได้หลายช่องทาง ซึ่งการระดมทุนแบบ ICO น่าจะเป็นทางเลือกหนึ่งที่ตรงกับความต้องการและลักษณะของกิจการดังกล่าว แต่จากการศึกษาพบว่าแนวทางการกำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO ตามกฎหมายใหม่ที่มีความจำเป็นต้องเน้นการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนจึงอาจจะเป็นแนวทางที่อาจยังไม่สอดคล้องกันหรือเป็นไปได้ในทิศทางเดียวกัน ดังนั้น จึงควรมีการดำเนินการ ดังนี้

1.1 ปรีกษาหรือในระดับนโยบายเพื่อหาแนวทางที่เหมาะสมและจัดลำดับความสำคัญแนวนโยบายที่ควรจะเป็นเพื่อให้เกิดความสมดุลและลดตัวระหว่างการให้ความสำคัญกับการส่งเสริมกิจการ SME และ Startup และการคุ้มครองดูแลประชาชนผู้ลงทุนทั่วไป

1.2 พิจารณาวางและทบทวนนโยบาย กฎเกณฑ์และแนวทางการระดมทุนแบบ ICO ที่ใช้เฉพาะสำหรับกิจการ SME และ Startup โดยไม่ให้เป็นการแก่ผู้ประกอบการซึ่งอาจนำแนวทางที่ใช้กับกรณีการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding โดยมีการจำกัดความเสี่ยงที่อาจมีต่อผู้ลงทุนรายย่อย เช่น การจำกัดจำนวนเงินลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อย การให้ทดสอบความรู้และการยอมรับความเสี่ยงของผู้ลงทุน การห้ามผู้ประกอบการที่ถือเหรียญดิจิทัลขายเหรียญดิจิทัลในระยะเวลาหนึ่ง เป็นต้น

2. ข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติการ

ในการกำกับดูแลการระดมทุนจากประชาชนแบบ ICO มีข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติการ ดังนี้

2.1 การใช้แนวทางการกำกับดูแลที่เน้นการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น

เมื่อพิจารณาแนวทางการกำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO ตามกฎหมายใหม่ จะเห็นว่ายังใช้แนว Merit-based approach อยู่พอสมควร โดยให้หน่วยงานกำกับดูแลพิจารณาอนุญาตหลังจากที่ให้ผ่านการกลั่นกรองของ ICO portal มาแล้ว และมีการกำหนดหน้าที่เปิดเผยข้อมูลสำคัญต่าง ๆ ตามแนว Disclosure-based approach ซึ่งการกำกับดูแลตามแนว Merit-based approach อาจปฏิบัติได้ยากและไม่เหมาะสมกับลักษณะการระดมทุนแบบ ICO สำหรับ SME และ Startup เพราะ

2.1.1 เป็นการระดมทุนในช่วงเริ่มต้นกิจการที่มีเพียงโครงการที่เขียนใน White paper อาจเข้าใจกันในหมู่ผู้ลงทุนที่รู้หรือสนใจในธุรกิจนั้น ซึ่งอาจไม่ง่ายที่หน่วยงานกำกับ

จะเข้าใจได้ในทุกธุรกิจ โดยเฉพาะในธุรกิจที่มีนวัตกรรมและใช้เทคโนโลยีสมัยใหม่ที่ประกอบกิจการโดย Innovative SME หรือ Tech Startup

2.1.2 ปกติผู้สนใจลงทุนจะรู้จักหรือคุ้นเคยกับผู้ระดมทุนมาก่อนผ่านสังคมออนไลน์ และสามารถติดต่อกับผู้ระดมทุนและติดตามความเคลื่อนไหวได้อย่างต่อเนื่องและยังมีช่องทางที่สามารถพูดคุยและแลกเปลี่ยนข้อมูลและความรู้กับมวลชนที่ลงทุนร่วมกัน

2.1.3 ในการอนุญาตของหน่วยงานกำกับดูแลและการคัดกรองโดย ICO portal หากมีการกำหนดกฎเกณฑ์ที่มีขั้นตอนและใช้เวลาในการพิจารณานาน อาจทำให้ต้องใช้เวลามากในการระดมเงินทุนเพื่อมาประกอบกิจการ ซึ่งโดยปกติมักจะต้องการความรวดเร็วในการใช้เงินเพื่อพัฒนาสินค้าและบริการที่เป็นนวัตกรรมใหม่ ๆ

ดังนั้น การกำกับดูแลจึงอาจลดการใช้ Merit-based approach แล้วเน้นการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญ Disclosure-based approach ส่วนรัฐต้องทำหน้าที่ที่ต้องดูแลหากมีการเปิดเผยข้อมูลเท็จหรือทำให้สำคัญผิด ก็มีกลไกกฎหมายที่จะดำเนินการกับผู้เปิดเผยทั้งทางแพ่งและอาญา

2.2 การใช้มาตรการที่ไม่ใช่กฎหมายเพื่อการดูแลและช่วยเหลือผู้ลงทุน

แม้ว่าการกำกับดูแล ICO จะค่อนข้างเข้มข้นเพื่อคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุน แต่เมื่อพิจารณาถึงลักษณะและสภาพแวดล้อมในโลกอินเทอร์เน็ตที่เป็นระบบอิเล็กทรอนิกส์รวมทั้งเป็นธุรกรรมข้ามพรมแดนที่อำนาจตามกฎหมายอาจไม่ครอบคลุมถึง จึงเป็นข้อจำกัดที่หน่วยงานกำกับดูแลจะติดตามตรวจสอบและบังคับใช้กฎหมายได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ ในขณะที่ผู้ระดมทุนกลับสามารถเข้าถึงประชาชนผู้ลงทุนได้อย่างง่ายดายผ่านอินเทอร์เน็ตในหลากหลายช่องทาง การกำกับควบคุมโดยหวังพึ่งมาตรการกฎหมายอย่างเดียวจึงอาจไม่เพียงพอที่จะป้องกันผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นกับประชาชนผู้ลงทุน

ดังนั้น การคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนอาจต้องพิจารณาใช้มาตรการหรือวิธีการอื่นเสริม ได้แก่

2.2.1 มาตรการเตือนให้ผู้ลงทุนทราบ รับรู้และเข้าใจความเสี่ยงต่าง ๆ ที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง จากการฉ้อฉลหลอกลวง หรือที่เกิดจากการใช้เทคโนโลยี

2.2.2 การให้ความรู้และเข้าใจถึงลักษณะและความผูกพัน สิทธิหน้าที่ตามข้อตกลงและตามกฎหมายเพื่อให้ผู้ลงทุนเข้าใจข้อตกลง รู้สิทธิที่ตนมีและสามารถเรียกร้องหรือบังคับได้ผลตามที่ต้องการอย่างมีประสิทธิภาพ

2.2.3 การศึกษาและวางแนวปฏิบัติที่ดี (Good practices) หรือแนวทางหรือแบบอย่างที่เหมาะสมในการเสนอขายเหรียญดิจิทัลที่พัฒนาโดยภาคเอกชนที่สอดคล้องกับทางปฏิบัติและเป็นไปตามกฎหมายหรือกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้อง โดยหน่วยงานกำกับดูแลช่วยสนับสนุนในการให้ความรู้ความเข้าใจและให้ความเห็นในการพัฒนาแนวปฏิบัติที่ดี (Good practices) หรือ

แนวทางหรือแบบอย่างที่เหมาะสม ซึ่งจะช่วยให้ผู้ประกอบการที่ยังอาจไม่ค่อยเข้าใจการปฏิบัติตามกฎหมายหรือกฎเกณฑ์สามารถมีแนวปฏิบัติอย่างง่ายในการระดมทุนได้อย่างถูกต้องและสะดวก

2.2.4 มาตรการทางสังคม เนื่องจากผู้ลงทุนมักจะเป็นมวลชนที่อยู่ในโลกอินเทอร์เน็ตซึ่งมีผู้ร่วมลงทุนจำนวนมากและอยู่ในสังคมออนไลน์จึงสามารถรวมตัวกันเพื่อเรียกร้องหรือสร้างอำนาจต่อรองในการติดตามการปฏิบัติและบังคับการตามข้อตกลง รวมทั้งสามารถใช้มาตรการทางสังคมและเครื่องมือในโลกอินเทอร์เน็ตมาใช้ดำเนินการหากผู้ระดมทุนไม่ทำตามข้อตกลงที่ให้ไว้

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

กรณ์ จาติกวณิช. “การระดมทุนแบบ ICO ในไทย จะเป็นไปได้แค่ไหน?”. (ออนไลน์).

เข้าถึงได้จาก : <https://www.theviable.co/potential-ico-thailand-korn-chatikavanij/>, 2561.

คณะกรรมการ ก.ล.ต., สำนักงาน. “เอกสารรับฟังความคิดเห็น เลขที่ อทง. 34/2560 เรื่อง แนวทางการกำกับดูแล Initial Coin Offering (ICO)”. เผยแพร่เมื่อวันที่ 27 ตุลาคม 2561.

คณะกรรมการ ก.ล.ต., สำนักงาน. “ก.ล.ต. เตรียมออกหลักเกณฑ์กำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัล ภายใน มิ.ย. 61”. อินโฟเควสท์. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก : <https://www.ryt9.com/s/iq05/2838819>, 2561.

คณะกรรมการ ก.ล.ต., สำนักงาน. เอกสารรับฟังความคิดเห็น เลขที่ อทง. 34/2560. “แนวทางการ กำกับดูแล Initial Coin Offering (ICO)”. เผยแพร่เมื่อวันที่ 27 ตุลาคม 2560.

คณะกรรมการ ก.ล.ต., สำนักงาน. “ตารางสรุปความแตกต่างของการเสนอขายหุ้นต่อประชาชน (IPO) และการเสนอขายหุ้นผ่าน equity crowdfunding”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก : <http://www.sec.or.th/TH/RaisingFunds/CFD/Pages/principle.aspx>, 2561.

“คลังย่า พ.ร.ก. สินทรัพย์ดิจิทัล รองรับการลงทุนเทคโนโลยี startup”, กรุงเทพธุรกิจ. 15 พฤษภาคม 2561.

“เงินดิจิทัล และ ICO - เหยียด 2 ด้านที่ทุกฝ่ายเลือกได้”, กรุงเทพธุรกิจ. 20 มีนาคม 2561.

“เงินบุกไทยเทรดคริปโทฯเต็มรูปแบบ ดันขึ้นศูนย์กลางซื้อขายเงินดิจิทัลอาเซียน”, มติชน. 20 พฤษภาคม 2560.

“จีนสั่งห้ามขาย ICO ถึง 99% ของทั้งหมด ถือเป็นกิจกรรมการระดมทุนที่ผิดกฎหมาย”. Siam Blockchain. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก : <https://siamblockchain.com/2017/09/04/game-over-china-halts-99percent-ico-sales/>, 2561.

ชิต เหล่าวัฒนา. “พลิกประวัติศาสตร์อาชีพ พิชิตภารกิจสร้างคนหนุน EEC”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก : <https://www.salika.co/2017/12/21/vocational-education-eeec/>, 2561.

เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร, กระทรวง. “แผนพัฒนาดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม”.

(ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก : http://www.mdes.go.th/assets/portals/1/files/590613_4Digital_Economy_Plan-Book.pdf, 2561.

เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร, กระทรวง. “แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคม”. 2559.

ปรเมธี วิมลศิริ. “ยุทธศาสตร์ชาติ 20 ปี อนาคตประเทศไทย”. 2559.

ปรีช เตชะมวไลวิทย์. “โอกาสของ SMEs และ Startup”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก :

<https://www.sec.or.th>, 2561.

“พ.ร.ก. กำกับการซื้อขายเงินดิจิทัล”, ฐานเศรษฐกิจ, ปีที่ 38. ฉบับที่ 3,346.

8-10 มีนาคม 2561. หน้า 02.

ส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.), สำนักงาน. “การจัดทำยุทธศาสตร์และ

แผนปฏิบัติการส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม”. (ออนไลน์).

เข้าถึงได้จาก : http://www.sme.go.th/upload/mod_download/Final%20Report%20-%20Alternative%20Finance-20171113111338.pdf, 2561.

สตาร์ทอัพ 101. “การแบ่ง STAGE ของ STARTUP”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก :

<https://www.smartsme.co.th/content/74766>, 2561.

สตาร์ทอัพ 101. “การหาแหล่งเงินทุนหรือ FUNDING มีกี่ระดับ?”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก :

<https://www.startsme.co.th/content/74798>, 2561.

สุรศักดิ์ อำนวยประวิทย์. “กลยุทธ์การเข้าถึงแหล่งเงินทุนของผู้ประกอบการวิสาหกิจขนาดกลาง

และขนาดย่อมในเขตพื้นที่กรุงเทพมหานคร”. หน้า 194-195. 2559.

อภิชาติ สถิตนิรามัย. “ศ. 461 เศรษฐศาสตร์การพัฒนาทฤษฎีและนโยบาย”. เอกสารประกอบ

คำสอน มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กันยายน 2549. หน้า 49.

อุตสาหกรรม, กระทรวง. “SMEs The real backbone of Thai Economy”. 2560.

Jiraboon Narktong. “JFin Coin ขายหมด 100 ล้านโทเค็นภายใน 55 ชั่วโมง ระดมทุนได้กว่า 660

ล้านบาท”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก :

<https://siamblockchain.com/2018/02/16/jfin-coin-finishes-in-55-hours>, 2561.

Yuthavithi Rootwararit. “จีนสั่งห้ามขาย ICO ถึง 99% ของทั้งหมด ถือเป็นกิจกรรมการระดมทุน

ที่ผิดกฎหมาย”. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก : <https://siamblockchain.com/2017/09/04/game-over-china-halts-99percent-ico-sales/>,

2561.

“SMES 101 : เริ่มต้นธุรกิจง่าย ๆ ด้วย 6 ขั้นตอน”. MONEY IDEAS. (ออนไลน์).

เข้าถึงได้จาก : <https://aommoney.com/stories/aommoney-ideas/smes-101-เริ่มต้นธุรกิจ-ง่ายๆด้วย-6-ขั้นตอน/24129#jktgb7fb24>, 2561.

“Thailand 4.0 โมเดลขับเคลื่อนประเทศไทย สู่ความมั่นคง มั่งคั่ง และยั่งยืน”. กองบริหารงานวิจัย และคุณภาพการศึกษา. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก : <http://www.libarts.up.ac.th/v2/img/Thailand-4.0.pdf>, 2561.

ภาษาต่างประเทศ

“A Regulatory Outlook on Initial Coin Offerings”. (Online). Available :

<https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/08/regulatory-outlook-initial-coin-offerings>, 2018.

“Almost half of last year’s ICOs already failed”. (Online). Available :

<https://www.technologyreview.com/the-download/610372/almost-half-of-last-years-icos-already-failed/>, 2018.

Alois, JD. “Monetary Authority of Singapore Publishes Consultation on Crowdfunding”.

(Online). Available : <https://www.crowdfundinsider.com/2015/02/62799-monetary-authority-of-singapore-publishes-consultation-on-crowdfunding/>, 2018.

Alois, JD. ‘Singapore Exchange Will Launch Equity Crowdfunding to Help SMEs

Raise Capital | Crowdfund Insider’. (Online). Available : <https://www.crowdfundinsider.com/2015/01/61793-singapore-exchange-will-launch-equity-crowdfunding-to-help-smes-raise-capital/>, 2018.

“Amirsan Roberto on China’s ICO Ban and Why You Should Ignore It”. (Online). Available :

<https://irishtechnews.ie/amirsan-roberto-on-chinas-ico-ban-and-why-you-should-ignore-it/amp/>, 2018.

Aziz, Founder of Master the Crypto. “Crypto ICO. VS STOCK IPO : What’s the Difference ?”.

(Online). Available : <https://masterthecrypto.com/crypto-ico-vs-stock-ipo/DavidFloyd>, 2018.

Aziz, Founder of Master the Crypto. “VS STOCK IPO : What’s the Difference?”. (Online).

Available : <https://masterthecrypto.com/crypto-ico-vs-stock-ipo/CryptoICO>, 2018.

Bass, Lauren. “5 Phases of the Startup Lifecycle : Morgan Brown on What it Takes to Grow a

- Startup”. (Online). Available : <https://www.business2community.com/brandviews/startup-socials/5-phases-startup-lifecycle-morgan-brown-takes-grow-startup-01438694>, 2018.
- “Blockchain Transparency image via”. (Online). Available : <https://docs.google.com/document/d/1dQoVESCM5tIJkG21HCWZrCHJAPsqBHLoot8EXg-nWXQ/edit>, 2018.
- Chester, Jonathan. ‘What You Need To Know About Initial Coin Offering Regulations’. (Online). Available : <https://www.forbes.com/sites/jonathanchester/2018/04/09/what-you-need-to-know-about-initial-coin-offering-regulations/#3ec440dc2f13>, 2018.
- Clayton. Jay. U.S. SEC. “Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings”. (Online). Available : <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11EivindPedersen/Pixabay>, 2018.
- “Crowdfunding Singapore is becoming popular these days”. (Online). Available : <https://www.drwealth.com/crowdfunding-singapore/#tab-con-2>, 2018.
- “Crowdfunding for Investors”. (Online). Available : https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_crowdfunding-.html, 2018.
- “ESMA highlights ICO risks for investors and firms”. (Online). Available : <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firmss>, 2018.
- “FINMA publishes ICO guidelines”. (Online). Available : <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, 2018.
- FINRA. “Crowdfunding and the JOBS Act What Investors Should Know”. 17 May 2017.
- “How Asia Is Adopting Crowdfunding From The West”. (Online). Available : <https://www.forbes.com/sites/baymclaughlin/2016/12/01/how-asia-is-adopting-crowdfunding-from-the-west/#3ffc691c4102>, 2018.
- “ICO vs. crowdfunding — what’s different?”. (Online). Available : <https://medium.com/@EnergyPremier/ico-vs-crowdfunding-whats-different-bc54f13ede79>, 2018.
- “IOSCO BOARD COMMUNICATION ON CONCERNS RELATE TO INITIAL COIN

OFFERINGS (ICOs)". (Online). Available : <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS485.pdf>, 2018.

Leesa-Nguansuk, Suchit. "OmiseGo opens up e-wallet payments", Bangkok Post. 1 August 2017.

Lielacher, Alexander. "The Current State of ICO Regulations Across the Globe". (Online). Available : <https://btcmanager.com/current-state-of-ico-regulations-across-the-globe/>, 2018.

"Lithuania Issues Guidelines for When ICO Tokens Are Securities". (Online). Available : <https://www.coindesk.com/lithuania-issues-guideline-on-when-ico-tokens-are-securities/>, 2018.

Lux, Tobias. "FINMA publishes ICO guidelines". (Online). Available : <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, 2018.

Lynch, Sarah N. "U.S. crowdfunding offers new capital source, SEC finds". (Online). Available : <https://www.reuters.com/article/us-usa-sec-crowdfunding-idUSKBN1672FE>, 2018.

Monetary Authority of Singapore. "A Guide to Digital Token Offerings". (Online). Available : <http://www.mas.gov.sg/regulations-and-financial-stability/regulations-guidance-and-licensing/securities-futures-and-funds-management/guidelines/2017/A-Guide-to-Digital-Token-Offerings.aspx>, 2018.

Orcutt, Mike. "What the Hell Is an Initial Coin Offering?". (Online). Available : <https://www.technologyreview.com/s/608799/what-the-hell-is-an-initial-coin-offering/>, 2018.

Smith + Crown. "Overview and Analysis of ICO Regulatory Developments". (Online). Available : <https://www.smithandcrown.com/overview-analysis-ico-regulatory-developments/>, 2018.

"So you want to conduct an initial coin offering (ICO) or digital token sale?". (Online). Available : <http://learn.asialawnetwork.com/2017/12/21/so-you-want-to-conduct-an-initial-coin-offering-ico-or-digital-token-sale/>, 2018.

"The Evolution of the ICO, an analysis of the history and trends to date". (Online). Available : <https://irishtechnews.ie/the-evolution-of-the-ico-an-analysis-of-the->

history-and-trends-to-date/amp/, 2018.

“The Current State of ICO Regulations Across the Globe”. (Online). Available :

<https://btcmanager.com/current-state-of-ico-regulations-across-the-globe/>, 2018.

“The Equity Crowdfunding Bandwagon : South East Asia Jumps On Board”. (Online).

Available : <http://www.crowdfundinsider.com/2016/01/80077-the-equity-crowdfunding-bandwagon-south-east-asia-jumps-on-board/>, 2018.

“The European Securities and Markets Authority (ESMA)”. (Online). Available :

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>, 2018.

U.S. Securities and Exchange Commission. “Regulation Crowdfunding: A Small Entity

Compliance Guide for Issuers”. (Online). Available : <https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/regcrowdfunding>, 2018.

U.S. Securities and Exchange Commission. “Regulation Crowdfunding”. (Online). Available :

<https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/regcrowdfunding>, 2018.

U.S. Securities and Exchange Commission. “Laws That Govern the Industry”. (Online).

Available : <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html>, 2018.

“Updated: Crowdfunding and the JOBS Act: What Investors Should Know”. (Online). Available

: <http://www.finra.org/investors/alerts/crowdfunding-and-jobs-act-what-investors-should-know>, 2018.

Vitzthum, Carla “Iosco Board Communication on Concerns Related to Initial Coin Offerings

(ICOs)”. (Online). Available : <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS485.pdf>, 2018.

“10 Takeaways : A Cryptocurrency Summary from G20”. (Online). Available :

<https://www.ccn.com/g20-an-sumary-with-10-topics/>, 2018.

“\$63 Billion : 2018 ICO Funding Has Passed 2017’s Total”. (online).

Available : <https://www.coindesk.com/6-3-billion-2018-ico-funding-already-outpaced-2017/>, 2018.

ประวัติย่อผู้วิจัย

ชื่อ	นายศักรินทร์ ร่วมรังษี	
วัน เดือน ปี	26 มิถุนายน 2507	
การศึกษา	2541	Master of Laws (LL.M.) Degree University of Illinois, College of Law, Urbana-Champaign, Illinois
	2536	นิติศาสตร์มหาบัณฑิต สาขากฎหมายธุรกิจ คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
	2530	เนติบัณฑิตไทย เนติบัณฑิตยสภา
	2529	นิติศาสตร์บัณฑิต คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ประวัติการทำงานโดยย่อ	2532	: เจ้าหน้าที่กฎหมาย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
	2544	: ผู้อำนวยการฝ่ายกฎหมาย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
	กรกฎาคม 2546	: ผู้ช่วยผู้จัดการ – สายงานกำกับตลาด
	ตุลาคม 2554 – มิถุนายน 2557	: ผู้ช่วยผู้จัดการ – สายงานกฎหมาย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
	มกราคม 2555 – มิถุนายน 2557	: เลขานุการ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
	กรกฎาคม 2557 – ธันวาคม 2560	: ผู้ช่วยเลขานุการ ระดับ T1 สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.
ตำแหน่งปัจจุบัน	1 มกราคม 2561	: ผู้ช่วยเลขานุการ ระดับ T2 สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

สรุปย่อ

ลักษณะวิชา การเศรษฐกิจ

เรื่อง แนวทางในการกำกับดูแลการระดมทุนโดยการเสนอขายเหรียญดิจิทัล (Initial Coin Offering) เพื่อสนับสนุนยุทธศาสตร์และนโยบายเศรษฐกิจดิจิทัล

ผู้วิจัย นายศักรินทร์ ร่วมรังษี หลักสูตร วปอ. รุ่นที่ 60

ตำแหน่ง ผู้ช่วยเลขาธิการ สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

เศรษฐกิจดิจิทัลเป็นยุทธศาสตร์ที่สำคัญของรัฐบาลที่มีเป้าหมายในการขับเคลื่อนประเทศไทยไปสู่เศรษฐกิจระบบใหม่ รัฐบาลได้จัดทำแผนพัฒนาดิจิทัลเพื่อเศรษฐกิจและสังคม เพื่อเป็นแผนงานในการดำเนินการตามยุทธศาสตร์และนโยบายเศรษฐกิจดิจิทัล โดยส่วนหนึ่งมีวัตถุประสงค์ที่จะให้เกิดการนำเอาเทคโนโลยีที่ทันสมัยมาเปลี่ยนแปลงวิธีการดำเนินธุรกิจโดยกำหนดเป็นโครงการสำคัญที่จะส่งเสริมและสนับสนุนวิสาหกิจตั้งใหม่ (Startup) และกิจการขนาดกลางและขนาดย่อม (SME) ให้ประกอบธุรกิจโดยใช้เทคโนโลยีและนวัตกรรมให้เป็นผู้ประกอบการทางเทคโนโลยี (Technopreneur) ซึ่งโครงการตามแผนพัฒนาดังกล่าวยังได้ถูกสานต่อและนำมาบรรจุเป็นประเด็นการพัฒนาหลักที่สำคัญตามแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 12 (พ.ศ. 2560 – 2564)

ในโลกยุคดิจิทัลที่มีการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีที่รวดเร็วและมีการเชื่อมโยงกันของประชาชนหรือมวลชน (Crowd) ในโลกอินเทอร์เน็ตผ่านสื่อออนไลน์ใน Social Media หรือ Website ต่าง ๆ ทำให้ผู้ประกอบการที่ต้องการเงินทุนสามารถเข้าถึงมวลชนที่มีเงินทุนทำให้มีช่องทางที่จะระดมทุนที่เรียกว่า Crowdfunding ซึ่งเป็นการระดมทุนที่มีต้นทุนต่ำ ใช้เวลาน้อยและได้เงินจำนวนมากเมื่อเทียบกับการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินหรือการระดมเงินทุนจากผู้ร่วมลงทุนแบบ Venture Capital และอาจจะกลายเป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกที่ทดแทนหรือเสริมกันได้

ในช่วงปีที่ผ่านมา การระดมทุนในโลกอินเทอร์เน็ตได้เกิดพัฒนาการใหม่โดยมีการเปลี่ยนแปลงรูปแบบจากระดมทุน Equity Crowdfunding ไปเป็นรูปแบบที่เรียกว่า Initial Coins Offering หรือ ICO ซึ่งผู้ประกอบการออก Coin หรือ Digital Token ที่อาจเรียกว่า “เหรียญดิจิทัล” มาเพื่อเสนอขายให้กับมวลชนในโลกอินเทอร์เน็ต โดยจะมีข้อตกลงให้สิ่งตอบแทนตามที่กำหนด

อาจเป็นการให้ใช้สินค้าและบริการในอนาคต หรือให้ผลตอบแทนในการร่วมทุนและสิทธิออกเสียง ในกรณีที่ให้ผลตอบแทนหรือสิทธิออกเสียงจะมีสาระที่เหมือนกับหุ้นที่มีการเสนอขายโดยบริษัท มหาชนจำกัด การขายเหรียญดิจิทัลต่อมวลชนแบบ ICO จึงมีลักษณะที่ใกล้เคียงกับการระดมทุน โดยขายหุ้นต่อประชาชน หรือ Initial Public Offering เป็นอย่างมาก

อย่างไรก็ดี เมื่อ ICO ถูกนำไปใช้ระดมทุนจากมวลชนในอินเทอร์เน็ตที่ขายตัวอย่าง ก้าวกระโดด จึงเป็นความเสี่ยงที่อาจเกิดผลกระทบต่อประชาชนหรือผู้ลงทุนในวงกว้างได้ รัฐจึงหันมาให้ความสำคัญและติดตามพัฒนาการอย่างใกล้ชิดเพื่อไม่ให้เกิดผลกระทบที่ไม่พึง ประสงค์ โดยเฉพาะเมื่อเริ่มมีการนำรูปแบบ ICO ไปใช้เพื่อฉ้อฉลหรือหลอกลวงประชาชน หรือเพื่อ การฟอกเงิน รัฐบาลในหลายประเทศจึงได้ติดตามกำกับดูแลหรือควบคุมที่เข้มงวดขึ้น เช่น ใน ประเทศสหรัฐอเมริกา หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ได้ดำเนินการต่อผู้ที่เสนอขายเหรียญดิจิทัล ที่ มีลักษณะเป็นหลักทรัพย์ (Security) ให้อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกฎหมายหลักทรัพย์ ในประเทศ จีน รัฐบาลประกาศห้ามมิให้ขายเหรียญดิจิทัลต่อประชาชนและห้ามผู้อยู่ภายใต้การกำกับดูแลมิให้ ยุ่งเกี่ยวกับธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับเหรียญดิจิทัล ในประเทศสวิตเซอร์แลนด์ หน่วยงานกำกับได้ออก แนวทางที่สร้างความชัดเจนเพื่อสนับสนุนให้สามารถปฏิบัติได้อย่างถูกต้องและสะดวก ในขณะที่ หลายประเทศยังสับสนท่าทีโดยยังไม่กำหนดหลักเกณฑ์หรือแนวทางการกำกับดูแลที่ชัดเจนและ ยังคงให้มีการเสนอขายต่อประชาชนไปตามกลไกปกติ

สำหรับประเทศไทยเป็นประเทศแรกในโลกที่มีการออกกฎหมายเฉพาะเพื่อการกำกับ ดูแลการเสนอขายเหรียญดิจิทัลต่อประชาชน โดยเน้นการกำกับดูแลเพื่อคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุน และการป้องกันการฉ้อฉลหรือหลอกลวงประชาชน รวมทั้งการฟอกเงิน ซึ่งปัจจุบันอยู่ในระหว่างที่ หน่วยงานทางการกำลังพิจารณาเพื่อกำหนดกฎเกณฑ์หรือแนวทางที่เหมาะสม ซึ่งยังมีความท้าทายที่ จะต้องสร้างความสมดุลระหว่างด้านการส่งเสริมสนับสนุนให้ธุรกิจ SME หรือ Startup ที่ใช้ เทคโนโลยีดิจิทัลให้สามารถใช้เป็นแหล่งเงินทุนทางเลือก อีกด้านหนึ่งที่ต้องมีการกำกับดูแลให้ กลไกการระดมทุนมีความโปร่งใส เป็นธรรมและมีประสิทธิภาพเพื่อคุ้มครองประชาชนผู้มีเงินออม

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษานโยบายหรือแนวทางในการส่งเสริมและกำกับดูแลการระดมทุนจาก ประชาชนโดยการเสนอขายเหรียญดิจิทัล (Coin หรือ Digital Token) เพื่อสนับสนุนนโยบายตาม แผนพัฒนาเศรษฐกิจดิจิทัล

2. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์สถานการณ์ความเป็นมา อุปสรรค และปัญหาการระดมทุน โดยการเสนอขายเหรียญดิจิทัลให้แก่ประชาชน (Initial Coin Offering) ที่เกิดขึ้นในประเทศไทย หรือที่มีการเสนอขายจากต่างประเทศให้กับประชาชนคนไทย

3. เพื่อเสนอแนะแนวทางในการกำกับดูแลหรือควบคุม การใช้เครื่องมือทางกฎหมาย หรือกลไกที่มีประสิทธิภาพ เพื่อสนับสนุนการระดมทุนในรูปแบบเหรียญดิจิทัลในโลกอินเทอร์เน็ต หรือโลกออนไลน์ในขณะที่มีการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนอย่างเพียงพอและเหมาะสม

ขอบเขตของการวิจัย

ศึกษาและวิเคราะห์นโยบายและแนวทางในการส่งเสริมและกำกับดูแลการระดมทุน จากประชาชนโดยการเสนอขายเหรียญดิจิทัล เพื่อช่วยกิจการขนาดกลางและขนาดย่อม (SME) และ วิสาหกิจตั้งใหม่ (Startup) ที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับเทคโนโลยีดิจิทัล เพื่อให้เข้าถึงเงินทุนได้สะดวก รวดเร็ว ต้นทุนต่ำและมีประสิทธิภาพ โดยการวิจัยจะจำกัดเฉพาะกรณีการเสนอขายเหรียญดิจิทัลที่มี ลักษณะเป็นหลักทรัพย์ที่ใช้ในการระดมทุนตามกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการศึกษาโดยวิธีวิจัยเชิงคุณภาพ โดยศึกษาทางด้านเอกสาร (Documentary Research) เป็นหลัก โดยศึกษาค้นคว้าและรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากภาครัฐและ เอกชน ได้แก่ เอกสารรายงานการวิจัยเชิงวิชาการที่ภาครัฐและภาคเอกชน ศึกษาเทียบเคียงกับ กฎหมายต่างประเทศ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา จีน สิงคโปร์ และสวิตเซอร์แลนด์ ข้อมูลจากกฎหมาย เช่น พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และพระราชกำหนดการประกอบ ธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561 บทความ ผลงานทางวิชาการ รวมถึงวิธีการสืบค้นข้อมูลจาก อินเทอร์เน็ต ข้อมูลทางสื่อออนไลน์ที่เกี่ยวข้อง เพื่อศึกษาวิเคราะห์สภาพปัญหาที่เกิดขึ้น และกำหนด แนวทางในการแก้ไขปัญหาให้ชัดเจน เหมาะสม และมีประสิทธิภาพต่อไป

ผลการวิจัย

จากการศึกษาได้ผลสรุปว่า

1. เนื่องจากการระดมทุนแบบ Crowdfunding ไม่ว่าจะเป็น Equity crowdfunding

หรือ ICO เป็นการระดมเงินทุนจากประชาชนทั่วไปจึงอยู่ภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ที่มีการกำกับควบคุมให้ผู้ระดมทุนต้องขออนุญาตหรือจดทะเบียนกับหน่วยงานกำกับดูแลโดยต้องมีคุณสมบัติและปฏิบัติตามเกณฑ์ที่กำหนด รวมทั้งมีการเปิดเผยข้อมูลสำคัญอย่างต่อเนื่องให้กับผู้ลงทุน หากมีการเปิดเผยข้อมูลเท็จหรือทำให้เข้าใจผิดก็อาจต้องรับผิดชอบตามกฎหมายทั้งทางแพ่งและทางอาญา ในหลายประเทศที่มีตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐอเมริกา จีน และสิงคโปร์ ถือว่าการระดมทุน Equity crowdfunding หรือ ICO เป็นการระดมทุนจากประชาชนที่ต้องปฏิบัติตามกฎหมายหลักทรัพย์ ซึ่งโดยปกติถ้าระดมทุนที่เสนอขายในวงกว้าง จะต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์อย่างเข้มงวดและเต็มที่ แต่หากเป็นการระดมทุนที่มีขอบเขตจำกัดหรือมีวัตถุประสงค์ในการสนับสนุนนโยบายรัฐ ก็อาจมีการกำหนดกฎเกณฑ์ที่ยืดหยุ่นและผ่อนคลายลงได้ตามความเหมาะสม

2. เพื่อที่จะสนับสนุนให้การระดมทุน Equity crowdfunding ที่เป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกให้กับกิจการ SME และ Startup ในประเทศที่ได้ทำการศึกษาได้มีการออกกฎเกณฑ์เฉพาะที่ผ่อนคลายลง โดยการกำหนดให้มีผู้ให้บริการตัวกลางระดมทุนหรือ Funding portal ช่วยในการดำเนินการเพื่อเสนอขายและปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ทำให้กิจการ SME และ Startup ที่ไม่คุ้นเคยหรือไม่ทราบวิธีการดำเนินการต่าง ๆ สามารถระดมทุนแบบ Equity crowdfunding ได้ตามที่ต้องการ และกำหนดกฎเกณฑ์เฉพาะเพื่อการคุ้มครองที่เพียงพอ เช่น การมีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลตามระดับที่เหมาะสม การจำกัดจำนวนการลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อยเพื่อจำกัดความเสี่ยงจากการสูญเสียเงินลงทุน หรือการให้ผู้ลงทุนต้องรับรู้ถึงความเสี่ยงที่สำคัญและผลกระทบสูง เป็นต้น

3. สำหรับประเทศไทย มีการวางแนวทางเพื่อการสนับสนุน SME และ Startup ที่จะทำ

Equity crowdfunding โดยกำหนดกฎเกณฑ์กำกับดูแลที่ผ่อนคลายกว่ากฎเกณฑ์ปกติซึ่งแนวทางที่ใช้มีหลักเกณฑ์คล้ายกับของต่างประเทศตามที่กล่าวมา โดยเน้นให้การทำหน้าที่สำคัญต่าง ๆ เป็นของ Funding portal ตั้งแต่ทำหน้าที่คัดกรองกิจการ การเปิดเผยข้อมูลการเตือนเกี่ยวกับความเสี่ยงต่าง ๆ ไปจนถึงการทดสอบความรู้ของผู้ลงทุน แม้ว่าจะมีการออกหลักเกณฑ์ที่ยืดหยุ่นและไม่เป็นภาระให้แก่ผู้ระดมทุนที่เป็น SME และ Startup แต่ปรากฏว่าที่ผ่านมายังไม่มีผู้ประกอบการที่ระดมทุนภายใต้กฎเกณฑ์ดังกล่าว เนื่องจากฟังกจะมี Funding portal ที่ได้รับความเห็นชอบเริ่มประกอบธุรกิจ

4. แม้ว่าการระดมทุนแบบ ICO จะเริ่มเข้ามาแทนที่ Equity crowdfunding และได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะในกลุ่ม Innovative SME และ Tech Startup แต่เนื่องจากมีผู้นำเอารูปแบบ ICO ไปใช้ในทางที่ผิดกฎหมาย ทำให้รัฐบาลของประเทศต่าง ๆ หันมาให้ความสนใจและหาแนวทางการกำกับดูแลที่เหมาะสมที่จะสามารถคุ้มครองดูแลผู้ลงทุนแต่ยังคงไม่ให้เป็นอุปสรรคในการระดมทุนของผู้ประกอบการ ซึ่งปรากฏว่าแต่ละประเทศก็มีแนวทางดูแลที่หลากหลาย ตั้งแต่การห้ามไม่ให้ทำ การกำกับดูแลแบบเข้ม และการกำกับดูแลแบบผ่อนปรนแล้วเน้นการให้ความรู้แก่

ผู้ลงทุน โดยแทบทั้งหมดยังคงใช้กฎหมายหลักทรัพย์ในการกำกับดูแล จึงทำให้ยังไม่มีแนวทางร่วมของต่างประเทศที่พอจะนำมาเป็นแนวทางตัวอย่างและจึงนำมาเพื่อเป็นกรณีศึกษาในเชิงเทียบเคียง

5. ประเทศไทยเป็นประเทศแรกของโลกที่ออกกฎหมายเฉพาะเพื่อกำกับดูแลการเสนอขายเหรียญดิจิทัลโดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อการคุ้มครองดูแลประชาชนผู้ลงทุน จึงทำให้กฎหมายค่อนข้างเข้มงวดโดยใช้แนวทางคล้ายกับกฎหมายหลักทรัพย์ โดยเฉพาะกับเหรียญดิจิทัลที่ออกเพื่อการลงทุนซึ่งเมื่อพิจารณาจากร่างกฎเกณฑ์ต่างๆที่มีการรับฟังความคิดเห็นจะเห็นถึงแนวโน้มของการกำกับดูแลที่เข้มข้น โดยเฉพาะเมื่อนำไปเปรียบเทียบกับกฎเกณฑ์ที่ใช้กับการระดมทุน Equity crowdfunding หลักเกณฑ์ดังกล่าวจึงอาจเหมาะที่จะใช้กับบริษัทที่มีการดำเนินงานมาแล้วและอาจจะยังไม่เอื้ออำนวยต่อการระดมทุนของ Innovative SME และ Tech Startup เท่าที่ควร เช่น การกำหนดให้การเสนอขายต้องผ่านการพิจารณาจากสำนักงาน ก.ล.ต. และยังคงต้องผ่านการถ่วงดุลจาก ICO portal ด้วย การกำหนดหน้าที่ผู้เสนอขายที่ต้องปฏิบัติและรับผิดชอบในระดับที่ใกล้เคียงกับผู้เสนอขายหุ้นต่อประชาชน หรือการเป็นบริษัทที่สอบบัญชีโดยผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ต. เห็นชอบ เป็นต้น

6. การออกกฎหมายกำกับดูแลการออกเสนอขายเหรียญดิจิทัลโดยเฉพาะอาจมีผลให้การดำเนินนโยบายของรัฐอาจมีความไม่สอดคล้องกัน ขณะที่แนวนโยบายของรัฐด้านหนึ่งต้องการสนับสนุนให้ Innovative SME และ Tech startup มีแหล่งเงินทุนทางเลือกที่เหมาะสมกับลักษณะและความต้องการของกิจการ ซึ่งจะเห็นว่าการระดมทุนแบบ Equity crowdfunding โดยเฉพาะแบบ ICO เป็นที่นิยมในหมู่ Innovative SME และ Tech startup มากขึ้น แต่ในอีกด้านหนึ่ง กฎหมายและกฎเกณฑ์ที่ใช้กับรูปแบบการระดมทุนแบบ ICO ที่เน้นการคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนอาจยังไม่สนับสนุนให้ ICO เป็นแหล่งเงินทุนทางเลือกให้แก่กิจการดังกล่าวมากนัก

7. การระดมทุนในอินเทอร์เน็ตที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วจนมาเป็น ICO ที่มีการออก

เหรียญดิจิทัลที่มีสาระและความเสี่ยงที่หลากหลาย ทำให้ภาครัฐต้องติดตามกำกับดูแลอย่างรวดเร็วและทันเหตุการณ์ แต่การออกกฎหมายหรือกฎเกณฑ์จะต้องสามารถเข้าใจหรือคาดการณ์กิจกรรมที่อาจเกิดขึ้นได้อย่างชัดเจน จึงเป็นเรื่องที่ค่อนข้างยากที่จะมีการกำกับดูแลได้อย่างเท่าทันและครอบคลุมการเปลี่ยนแปลงที่รวดเร็ว นอกจากนี้ การระดมทุน ICO เป็นธุรกรรมที่เกิดขึ้นในโลกที่เป็นอิเล็กทรอนิกส์ที่ไม่มีขอบเขตและไร้สถานที่ จึงทำให้มีข้อจำกัดในการติดตาม ตรวจสอบหรือบังคับใช้กฎหมาย รวมทั้งการที่เป็นธุรกรรมข้ามพรมแดน จะมีประเด็นปัญหาของการถูกจำกัดขอบเขตอำนาจตามกฎหมายอีกส่วนหนึ่งด้วย จึงทำให้การติดตาม กำกับดูแลและบังคับใช้กฎหมายอาจทำได้ยากและอาจไม่ประสบผลสำเร็จตามที่มุ่งหมายได้

ข้อเสนอแนะ

ผู้เขียนมีข้อเสนอแนะดังนี้

1. การวางนโยบายหรือแนวทางที่สอดคล้องกับนโยบายสนับสนุน SME และ Startup

เนื่องจากรัฐบาลได้มีนโยบายที่จะสนับสนุนกิจการของ Innovative SME และ Tech startup ให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนทางเลือก ซึ่งการระดมทุนแบบ ICO น่าจะเป็นทางเลือกหนึ่งที่ตรงกับความต้องการและลักษณะของกิจการดังกล่าว แต่ปรากฏว่าแนวทางการกำกับดูแลตามกฎหมายใหม่ที่จำเป็นต้องเน้นคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุนอาจจะเป็นแนวทางที่อาจยังไม่สอดคล้องหรือไปในทิศทางเดียวกัน ดังนั้นจึงควร

1.1 มีการหารือในระดับนโยบายเพื่อหาแนวทางที่เหมาะสมและจัดลำดับความสำคัญตามแนวนโยบายที่ควรจะเป็นเพื่อหาความสมดุลระหว่างการให้ความสำคัญกับ SME และ Startup และการคุ้มครองดูแลประชาชนผู้ลงทุน

1.2 พิจารณาวางกฎเกณฑ์และแนวทางการระดมทุนแบบ ICO เฉพาะสำหรับกิจการ SME และ Startup โดยไม่ให้เป็นภาระแก่ผู้ประกอบการคล้ายกรณี Equity crowdfunding โดยมีการจำกัดความเสี่ยงที่อาจมีต่อผู้ลงทุนรายย่อย เช่น การจำกัดจำนวนเงินลงทุน การให้ทดสอบความรู้และการยอมรับความเสี่ยง การห้ามผู้ประกอบการขายเหรียญดิจิทัลในระยะเวลาหนึ่ง เป็นต้น

2. การใช้แนวทางการกำกับดูแลที่เน้นการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น

เมื่อพิจารณาแนวทางการกำกับดูแลการระดมทุนแบบ ICO ตามกฎหมายใหม่ จะเห็นว่ายังใช้แนว Merit-based approach อยู่พอสมควรโดยให้หน่วยงานกำกับดูแลพิจารณาอนุญาตหลังจากที่ให้ผ่านการกลั่นกรองของ ICO portal มาแล้ว และมีการกำหนดหน้าที่เปิดเผยข้อมูลสำคัญต่าง ๆ ตามแนว Disclosure-based approach ซึ่งการกำกับดูแลตามแนว Merit-based approach อาจปฏิบัติได้ยากและไม่เหมาะสมกับลักษณะการระดมทุนแบบ ICO สำหรับ SME และ Startup เพราะ

2.1 เป็นการระดมทุนในช่วงเริ่มต้นกิจการที่มีเพียงโครงการที่เขียนใน White paper อาจเข้าใจกันในหมู่ผู้ลงทุนที่รู้หรือสนใจในธุรกิจนั้น ซึ่งอาจไม่ง่ายที่หน่วยงานกำกับดูแลจะเข้าใจได้ในทุกธุรกิจ โดยเฉพาะในธุรกิจที่มีนวัตกรรมและใช้เทคโนโลยีสมัยใหม่ที่ประกอบกิจการโดย Innovative SME หรือ Tech Startup

2.2 ปกติผู้สนใจลงทุนจะรู้จักหรือคุ้นเคยกับผู้ระดมทุนมาก่อนผ่านโลกสังคม

ออนไลน์และสามารถติดต่อกับผู้ระดมทุน และติดตามความเคลื่อนไหวได้อย่างต่อเนื่องและยังมีช่องทางที่สามารถพูดคุยและแลกเปลี่ยนข้อมูลและความรู้กับมวลชนที่ลงทุนร่วมกัน

2.3 ในการอนุญาตของหน่วยงานกำกับดูแลและการคัดกรองโดย ICO portal หากมีการกำหนดกฎเกณฑ์ที่มีขั้นตอนและใช้เวลาในการพิจารณานาน อาจทำให้ต้องใช้เวลามากในการระดมเงินทุนเพื่อมาประกอบกิจการ ซึ่งโดยปกติมักจะต้องการความรวดเร็วในการใช้เงินเพื่อพัฒนาสินค้าและบริการที่เป็นนวัตกรรมใหม่ ๆ

ดังนั้น การกำกับดูแลจึงอาจลดการใช้ Merit-based approach แล้วเน้นการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญ Disclosure-based approach ส่วนรัฐต้องทำหน้าที่ที่ต้องดูแลหากมีการเปิดเผยข้อมูลเท็จหรือทำให้สำคัญผิด ก็มีกลไกกฎหมายที่จะดำเนินการกับผู้เปิดเผยทั้งทางแพ่งและอาญา

3. การใช้มาตรการที่ไม่ใช่กฎหมายเพื่อการดูแลและช่วยเหลือผู้ลงทุน

แม้ว่าการกำกับดูแล ICO จะค่อนข้างเข้มข้นเพื่อคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุน แต่เมื่อพิจารณาถึงลักษณะและสภาพแวดล้อมในโลกอินเทอร์เน็ตที่เป็นระบบอิเล็กทรอนิกส์รวมทั้งเป็นธุรกรรมข้ามพรมแดนที่อำนาจตามกฎหมายอาจไม่ครอบคลุมถึง จึงเป็นข้อจำกัดที่หน่วยงานกำกับดูแลจะติดตามตรวจสอบและบังคับใช้กฎหมายได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ ในขณะที่ผู้ระดมทุนกลับสามารถเข้าถึงประชาชนผู้ลงทุนได้อย่างง่ายดายผ่านอินเทอร์เน็ตในหลากหลายช่องทาง การกำกับควบคุมโดยหวังพึ่งมาตรการกฎหมายอย่างเดียวจึงอาจไม่เพียงพอที่จะป้องกันผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นกับประชาชนผู้ลงทุน

ดังนั้น การคุ้มครองประชาชนผู้ลงทุน อาจต้องพิจารณาใช้มาตรการหรือวิธีการอื่นเสริม ได้แก่

3.1 มาตรการเตือนให้ผู้ลงทุนทราบ รับรู้และเข้าใจความเสี่ยงต่าง ๆ ที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง จากการฉ้อฉลหลอกลวง หรือที่เกิดจากการใช้เทคโนโลยี

3.2 การให้ความรู้และเข้าใจถึงลักษณะและความผูกพัน สิทธิหน้าที่ตามข้อตกลง และตามกฎหมายเพื่อให้ผู้ลงทุนเข้าใจข้อตกลง รู้สิทธิที่ตนมีและสามารถเรียกร้องหรือบังคับได้ผลตามที่ต้องการอย่างมีประสิทธิภาพ

3.3 การศึกษาและวางแนวปฏิบัติที่ดีหรือแบบอย่างที่เหมาะสม ในการเสนอขายเหรียญดิจิทัลที่พัฒนาโดยภาคเอกชนที่สอดคล้องกับทางปฏิบัติและเป็นไปตามกฎหมายหรือกฎเกณฑ์ โดยหน่วยงานกำกับดูแลช่วยสนับสนุนในการให้ความรู้ความเข้าใจและให้ความเห็นในการพัฒนา

3.4 มาตรการทางสังคม เนื่องจากผู้ลงทุนเป็นมวลชนที่อยู่ในโลกอินเทอร์เน็ตซึ่งมีผู้ร่วมลงทุนจำนวนมากจึงสามารถรวมตัวกันเพื่อเรียกร้องหรือสร้างอำนาจต่อรองในการติดตามการปฏิบัติตามข้อตกลงและมีมาตรการทางสังคมที่ดำเนินการหากไม่ทำตามข้อตกลง