

ปีที่ 32 ฉบับที่ 123 กรกฎาคม-กันยายน 2552

สมลตรา เตังศิริโกมล

นักศึกษาหลักสูตรการจัดการสำหรับการเป็นผู้ประกอบการ
บัณฑิตวิทยาลัยการจัดการและนวัตกรรม
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าธนบุรี

ดร.ทิพวรรณ ปิ่นวนิชย์กุล

ประธานหลักสูตรการจัดการสำหรับการเป็นผู้ประกอบการ
บัณฑิตวิทยาลัยการจัดการและนวัตกรรม
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าธนบุรี

การดำเนินงานของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศไทย : การศึกษาเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจเงินร่วมลงทุน ภาครัฐบาลและธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาคเอกชน*

ABSTRACT

The purpose of this study is to compare and contrast the operations of government and private sector venture capitals (VC) in Thailand. Three public VC funds and three private VC funds are selected. The public's VC funds included One Asset Management Co.,Ltd., Small and Medium Enterprise Development Bank of Thailand and Office of Small and Medium Enterprise Promotion and private's venture capital funds consist of Business Venture Promotion Co.,Ltd., Stang Holding Co.,Ltd. and Khaokla Venture Capital Management Co.,Ltd. The obstacles to the developement of Thailand venture capital industry which affected the promotion and development of SMEs will be indicated as well as recommendations to development of venture capital in Thailand in the future.

บทคัดย่อ

การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบลักษณะการดำเนินงานของกองทุนร่วมลงทุน (Venture Capital :VC) ภาครัฐและภาคเอกชนในประเทศไทย โดยนำกลุ่มตัวอย่างจากภาครัฐ 3 แห่ง ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม วรณ จำกัด (บลจ.วรณ) ธนาคารพัฒนาวิสาหกิจขนาดกลาง และขนาดย่อมแห่งประเทศไทย หรือ ธพว. และสำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม หรือ สสว. และตัวอย่างจากภาคเอกชน 3 แห่ง ได้แก่ บริษัท ธนสถาปนา จำกัด บริษัทร่วมทุน สตางค์ จำกัด และบริษัทหลักทรัพย์จัดการเงินร่วมลงทุน ข้าวกล้า จำกัด (บลท.ข้าวกล้า) เพื่อวิเคราะห์ความเหมือนหรือความแตกต่างในกลไกการดำเนินงานของกองทุนร่วมลงทุนทั้ง 6 แห่ง พร้อมทั้งชี้ให้เห็นปัญหาและอุปสรรคที่มีต่อการพัฒนากองทุนร่วมลงทุนซึ่งส่งผลกระทบต่อการพัฒนา SMEs รวมถึงเสนอแนะแนวทางในการพัฒนากองทุนร่วมลงทุน เพื่อประโยชน์ต่อการพัฒนาประเทศต่อไป

* บทความนี้ได้รับคัดเลือกจากการประชุมวิชาการเครือข่ายงานวิจัยสาขาการบริหารเทคโนโลยีและนวัตกรรม ระหว่างวันที่ 25-26 มิถุนายน 2552

การดำเนินงานของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศไทย :

การศึกษาเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาครัฐบาลและธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาคเอกชน

1. บทนำ

ธุรกิจเงินร่วมลงทุน หรือที่รู้จักกันในชื่อ “Venture Capital” (VC) เริ่มดำเนินการอย่างชัดเจนในประเทศไทยเมื่อประมาณ 20 ปีมาแล้ว โดยในช่วงแรกเป็นการลงทุนจัดตั้ง VC โดยภาคเอกชน หลังวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 รัฐบาลได้ตระหนักถึงความสำคัญของ VC มากขึ้น เนื่องจาก VC นั้นถือเป็นแหล่งเงินทุนอีกแหล่งหนึ่งที่จะสนับสนุนด้านการเงินให้แก่ธุรกิจได้ นอกเหนือจากสถาบันการเงิน เช่น ธนาคาร เป็นต้น รวมทั้งยังช่วยส่งเสริมและให้คำปรึกษาในด้านต่างๆ ให้แก่ธุรกิจอีกด้วย จึงทำให้มีการตั้ง VC โดยรัฐบาลขึ้น ปัจจุบันจึงกล่าวได้ว่าในประเทศไทยมีการจัดตั้ง VC ขึ้นมาหลายแห่งเพื่อช่วยเหลือและรองรับกับผู้ที่ต้องการหาแหล่งเงินทุนเพื่อประกอบธุรกิจใหม่หรือขยายกิจการที่มีอยู่แล้ว ถึงแม้ว่าโดยทั่วไป ธุรกิจที่ VC ไปเข้าร่วมลงทุนนั้นมักมีการกำหนดว่าจะต้องเป็นธุรกิจนวัตกรรมและเป็นวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) แต่อย่างไรก็ตามธุรกิจ VC ในประเทศไทยยังมีการพัฒนาไปได้ไม่มาก การดำเนินงานและประโยชน์ของ VC ก็ยังไม่เป็นที่รู้จักอย่างแพร่หลายเท่าที่ควรในประเทศไทยโดยเฉพาะในกลุ่มผู้ประกอบการขนาดกลางและขนาดย่อมด้วยเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยได้เล็งเห็นถึงประโยชน์และความสำคัญในการที่จะศึกษาถึงโครงสร้างของอุตสาหกรรมของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศไทย เนื่องจากยังมีวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีนวัตกรรมจำนวนมาก ที่ยังมีข้อจำกัด หรือมีปัญหาในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมผ่านสถาบันการเงิน อีกทั้ง VC ในไทยเองนั้นยังมีจำนวนไม่เพียงพอ โดยส่วนหนึ่งเนื่องจากการระดมทุนเพื่อจัดตั้งกองทุนนั้นเป็นที่ยอมรับเพียงในวงจำกัด รวมทั้งยังขาดการสนับสนุนที่เพียงพอจากภาครัฐ ประกอบกับธุรกิจ VC เองยังมีข้อจำกัด หรือมีเป้าหมายที่ไม่สอดคล้องกับ SMEs จึงทำให้ไม่สามารถที่จะเข้าร่วมลงทุนกันได้ งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา

วิเคราะห์โครงสร้างและรูปแบบและกลไกการดำเนินธุรกิจของ VC เพื่อเป็นประโยชน์แก่ผู้ประกอบการและผู้ที่ต้องการแหล่งเงินทุนให้ได้เข้าใจธุรกิจนี้ รวมถึงการศึกษาปัญหาและอุปสรรคของการพัฒนา VC ในประเทศไทยและนำมาเป็นแนวทางในการปรับปรุงและพัฒนานโยบายในการส่งเสริมธุรกิจ VC ในประเทศไทยต่อไป

2. ทบทวนวรรณกรรม

2.1 Venture Capital (VC)

Venture Capital ถือเป็นทางเลือกทางการเงินอีกแหล่งหนึ่งของผู้ที่ต้องการเงินทุน ซึ่งได้ถือกำเนิดและพัฒนาขึ้นในสหรัฐอเมริกาหลังจากสงครามโลกครั้งที่ 2 และเป็นที่ยอมรับกันมาก อีกทั้งยังแพร่ขยายไปยังกลุ่มประเทศยุโรปและประเทศกำลังพัฒนา (บริษัทหลักทรัพย์จัดการเงินร่วมลงทุน ข้าวกล้า จำกัด, 2552, สมาคมไทยผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุน, 2552) ความหมายของ Venture Capital นั้นในต่างประเทศได้มีผู้ให้คำจำกัด ความไว้มากมาย โดยรวมอาจพอสรุปได้ว่า Venture Capital เป็นรูปแบบหนึ่งในกองทุนส่วนบุคคล (Private Equity) ^{1,2} ภายใต้เงื่อนไขที่ว่าผู้ลงทุนจะนำเงินไปลงทุนในบริษัทที่เพิ่งเริ่มก่อตั้งโดยบริษัทนั้นจะต้องมีศักยภาพในการเจริญเติบโตสูง โดยที่ผู้ลงทุนเองก็มีความเสี่ยงที่มากพอๆ กับเงินที่ไปลงทุน และจะได้มาซึ่งหุ้นของบริษัทนั้นในอัตราส่วนที่ตกลงกัน ทั้งนี้ผู้จัดการกองทุนจะมีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์สูงโดยเฉพาะในเรื่องอุตสาหกรรมที่เกี่ยวกับเทคโนโลยี โดยผลตอบแทนในขั้นสุดท้ายจะเป็นการทำกำไรโดยการผลักดันบริษัทนั้นเข้าตลาดหลักทรัพย์หรือการขายหุ้นของบริษัท (China Venture Capital Association , 2009, Wikipedia , 2009) สำหรับในประเทศไทย สมาคมไทยผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุน ได้ให้ความหมายของ

¹ Private Equity คือ การลงทุนในหุ้นที่ไม่ได้จดทะเบียนซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งรวมถึง การกู้มาซื้อกิจการ (Leverage Buyout) กองทุนร่วมลงทุน (Venture Capital Fund) การลงทุนโดยบุคคล หรือนิติบุคคลในกิจการที่ยังไม่มั่นคงนัก ที่เรียกว่า Angel Investing และการลงทุนในหุ้นที่ใกล้จะเข้าจดทะเบียนซื้อขาย ในตลาดหลักทรัพย์ หรือที่เรียกว่า Mezzanine Capital

ที่มา: <http://www.nidambe11.net/ekonomiz/2006q4/2006november20p8.htm>

² Private Equity เป็น ข้อกำหนดของหุ้นทุนโดยนักลงทุนทางการเงิน เป็นการลงทุนระยะกลางหรือระยะยาวไปยังบริษัทที่มีศักยภาพในการเจริญเติบโตสูง

ที่มา: European Private Equity & Venture Capital Association, “Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs”, An EVCA Special Paper, November 2007.

Venture Capital ไว้ดังนี้ (สมาคมไทยผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุน, 2552) “ธุรกิจเงินร่วมลงทุน (VC) เป็นธุรกิจบริหารเงินร่วมลงทุนในลักษณะกองทุนระยะยาว มีกำหนดระยะเวลาการลงทุนที่แน่นอน มีผู้บริหารเงินร่วมลงทุนแบบ Professional Management โดยที่กองทุน ดังกล่าวเข้าไปซื้อหุ้นในกิจการใดๆ ที่มีศักยภาพในการเติบโตสูงมุ่งหวังที่จะให้กิจการนั้นพัฒนาให้สามารถเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือตลาดหลักทรัพย์ใหม่ (Market for Alternative Investment: MAI) ซึ่งเป็นตลาดทุนที่สามารถรองรับการขยายตัวของกิจการในอนาคต โดยมีผลตอบแทนการลงทุนที่คุ้มค่าความเสี่ยง”

2.2 ลักษณะการดำเนินงานของ Venture Capital

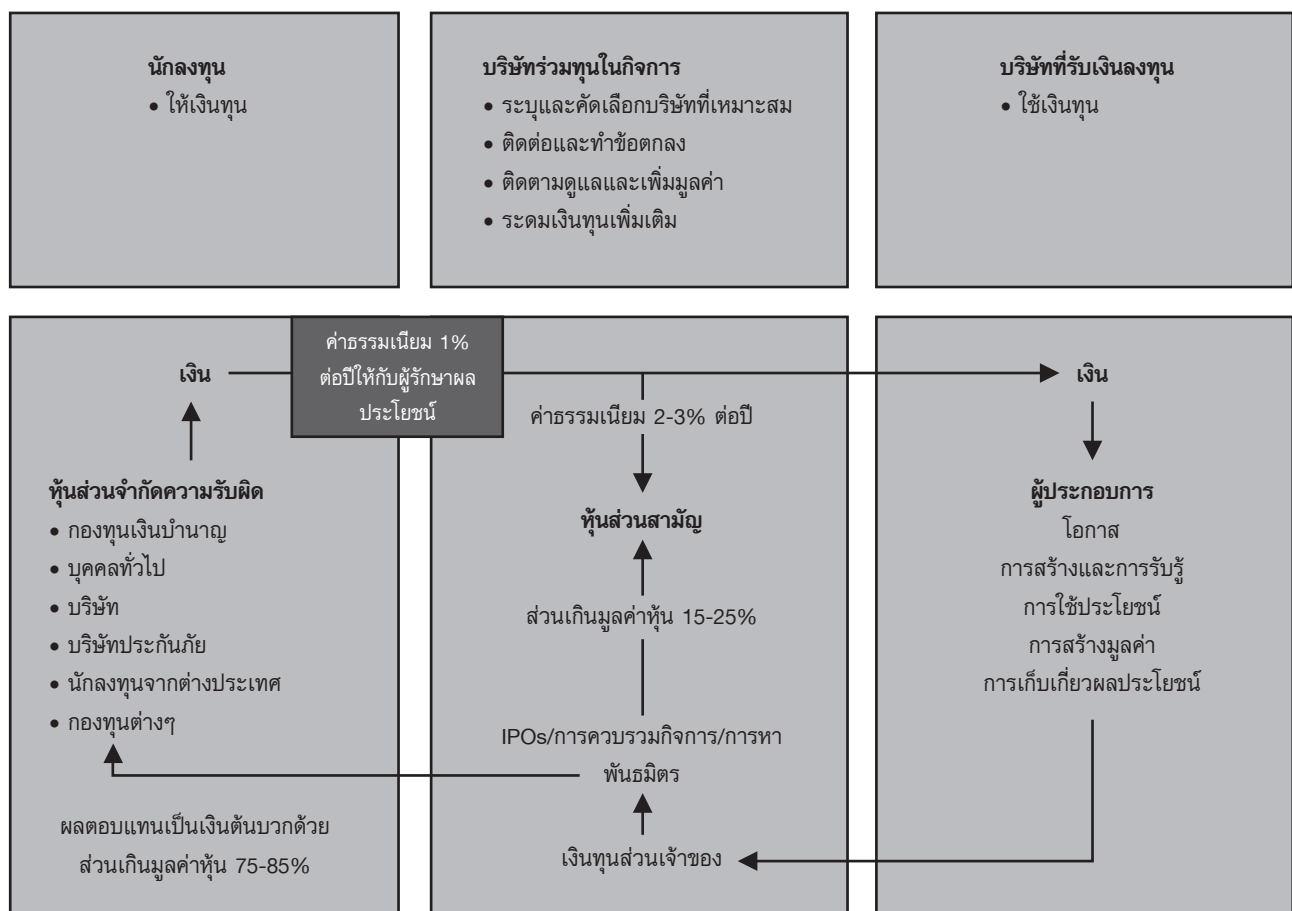
2.2.1 หลักการดำเนินงานของ Venture Capital

1. ลักษณะสำคัญของ Venture Capital

เงินร่วมลงทุนหรือ Venture Capital มีหลักในการ

ลงทุน คือ จะลงทุนในกิจการหรือธุรกิจที่มีแนวโน้มการเจริญเติบโตเพราะผลตอบแทนหรือรายได้หลักของธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะมาจากส่วนต่างระหว่างราคาหุ้นเมื่อขายกับราคาต้นทุนของกิจการที่ธุรกิจเงินร่วมลงทุนเข้าไปลงทุน ส่วนรายได้รองจะมาจากเงินปันผลหรือส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจที่เข้าไปลงทุน โดยพอจะสรุปให้เห็นลักษณะหลักๆ ของ Venture Capital ได้ 5 ข้อดังนี้ (Metrick, 2007)

1. VC เป็นตัวกลางทางการเงิน
2. VC จะลงทุนในบริษัทที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์อย่างเดียวนั้น
3. VC จะมีบทบาทในการตรวจสอบดูแลและช่วยเหลือบริษัทในเรื่องการบริหารลงทุน
4. เป้าหมายอันดับแรกของ VC คือการได้ผลตอบแทนทางการเงินสูงที่สุดในตอนต้นจากการลงทุนโดยการขายหุ้นหรือผลักดันบริษัทนั้นเข้าในตลาดหลักทรัพย์ (IPO)
5. VC จะลงทุนในการเจริญเติบโตภายในของบริษัท



รูปที่ 1: การไหลเวียนของการร่วมทุน

ที่มา: William D. Bygrave and Jeffery A. Timmons, “Venture Capital at the Crossroads”, Boston: Harvard Business School Press, 1992, p.11.

การดำเนินงานของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศไทย :

การศึกษาเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาครัฐบาลและธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาคเอกชน

2. ขั้นตอนในการพิจารณาการลงทุนของ Venture Capital (สมาคมไทยผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุน, 2552)

1. ค้นหากิจการที่ต้องการร่วมลงทุน เพื่อค้นหาผู้ประกอบการที่มีคุณสมบัติเหมาะสม และพิจารณาความเป็นไปได้ในการร่วมลงทุน และสามารถที่จะทำได้
2. ตรวจสอบข้อเท็จจริง และข้อมูลด้านต่างๆ ของบริษัทที่จะร่วมลงทุน ในเรื่องความโปร่งใสของข้อมูล (Transparency) และความเป็นธรรมรัฐ (Good Governance) ในการบริหารงาน ตลอดจนมาตรฐานทางบัญชี
3. พิจารณาเงื่อนไขการเข้าร่วมลงทุน
4. พิจารณาขั้นตอนในการลงทุนของบริษัทว่าเป็นไปตามข้อบังคับของกฎข้อบังคับอื่นๆ ของบริษัทหรือไม่ เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาความเสียหาย ที่จะผูกพันในอนาคตเมื่อเข้าร่วมลงทุน
5. ในบางกรณีจะมีการพิจารณาบุคลากรเพื่อเข้าร่วมบริหารกิจการในกิจการที่จะร่วมลงทุน เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหาร และรองรับการเติบโตของธุรกิจ
6. การให้ความช่วยเหลือด้านต่างๆ แก่บริษัทที่จะร่วมลงทุน เช่นการให้คำแนะนำการจัดการและการเงินให้กับ

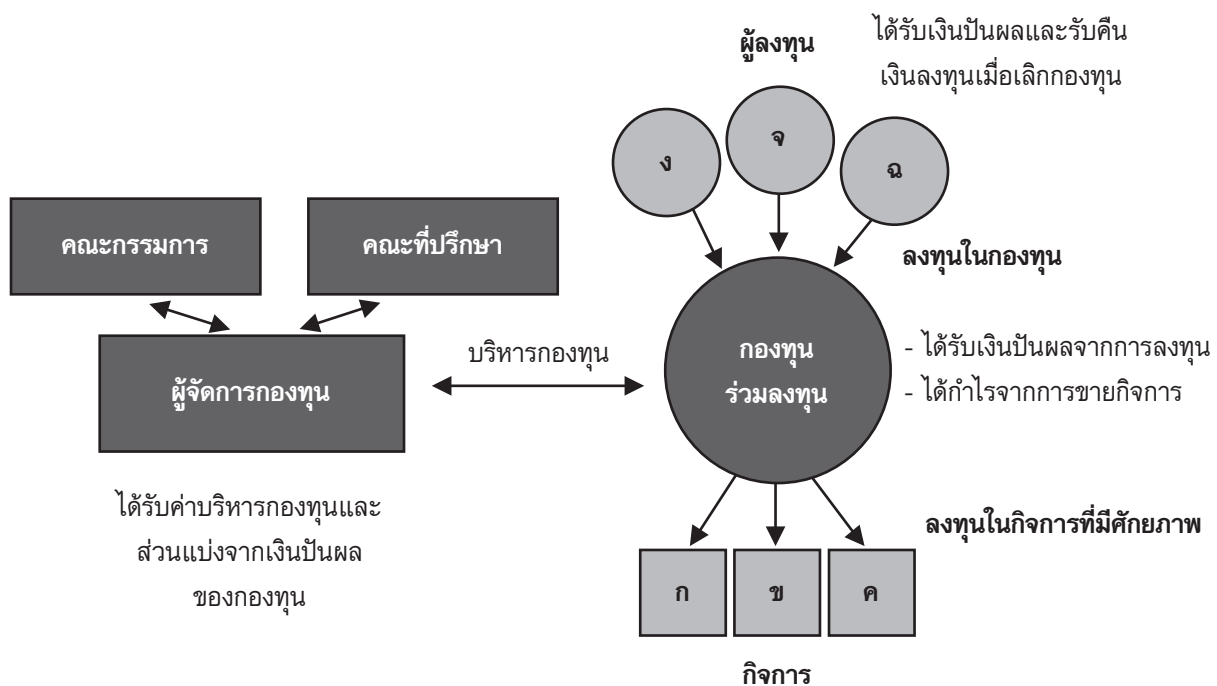
บริษัทที่จะร่วมลงทุน เพื่อให้สามารถจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจะเป็นการเพิ่มมูลค่าหุ้น

7. เมื่อเข้าร่วมลงทุนโดยการถือหุ้นในกิจการนั้นแล้ว ส่วนใหญ่จะพัฒนากิจการจนสามารถเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จึงจะขายหุ้นออกโดยขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมหรือผู้ถือหุ้นใหม่ โดยจะสามารถเห็นการไหลเวียนของการร่วมทุน (Bygrave และ Timmons, 1992) ได้ดังรูปที่ 1

2.2.2 โครงสร้างของ Venture Capital ในประเทศไทย (โสภณ บุญยรัตพันธุ์, 2552)

โครงสร้างของธุรกิจเงินร่วมลงทุน (รูปที่ 2) จะประกอบไปด้วย 4 ส่วนหลัก ได้แก่

1. ผู้ลงทุน (Investor) หรือเจ้าของเงิน จะเป็นผู้นำเงินมาลงทุนในกองทุน ซึ่งมีอยู่ 2 ประเภทคือ นักลงทุนประเภทบุคคล (Individual) และนักลงทุนประเภทสถาบัน (Institution Investor) โดยได้รับผลตอบแทนเป็นเงินปันผล และเงินลงทุนคืนเมื่อเลิกลงทุน



รูปที่ 2: โครงสร้างของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศไทย
ที่มา: โสภณ บุญยรัตพันธุ์, 2552

2. กองทุนร่วมลงทุน หรือ Venture Company หรือ VC Fund คือนิติบุคคลที่รวบรวมเงินจากนักลงทุนและจดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัด (Limited Company) หรือเรียกอีกอย่างว่านิติบุคคลร่วมลงทุน (VC Firm)³ โดย Venture Company อาจบริหารจัดการเงินกองทุนของตนเอง หรือว่าจ้างให้บริษัทที่มีความชำนาญด้านบริหารจัดการเงินทุนเป็นผู้ดำเนินการแทนก็ได้ (สมาคมไทยผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุน, 2552, วโรทัย โกศลพิศิษฐ์กุล, 2543) โดยจะได้รับผลตอบแทนเป็นกำไรจากการขายหุ้นหรือกิจการหรือเงินปันผลจากการลงทุน

3. ผู้จัดการกองทุน หรือ Venture Capital Management Company เป็นผู้บริหารเงินทุนของกองทุนร่วมลงทุน โดยจะมีคณะที่ปรึกษาและคณะกรรมการลงทุนเป็นผู้ดูแลการที่เข้าไปร่วมลงทุน โดยได้รับค่าตอบแทนในรูปแบบของค่าธรรมเนียมในการบริหารจัดการ (Management Fee) และ/หรือการแบ่งปันผลประโยชน์ (Carried Interest) (สมาคมไทยผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุน, 2552, วโรทัย, 2543) ผู้บริหารเงินทุนไม่ว่าบริหารเงินกองทุนของตนเองหรือรับบริหารให้ผู้อื่นจะต้องได้รับใบอนุญาต (Management's License) ซึ่งออกให้โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) (2552)

4. กิจการ หรือ SMEs⁴ คือบริษัทที่ผู้จัดการกองทุนนำเงินเข้าไปลงทุนในรูปแบบ Equity ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทที่มีศักยภาพในการเจริญเติบโตสูง และมีแนวโน้มสร้างผลกำไรดีในอนาคต โดยการเข้าร่วมลงทุนสามารถร่วมลงทุนได้ในธุรกิจทุกประเภท และทุกขั้นตอนของ Financial Cycle ไม่ว่าจะเป็น Seed, Start-up, Expansion, Pre-IPO เป็นต้น

2.2.3 การถอนตัว (Exit Strategy)

Venture Capital จะใช้ 3 วิธีหลักในการที่จะถอนตัว คือ (1) Initial public offering: IPO หรือการนำหุ้นของบริษัทที่เข้าไปร่วมลงทุนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นวิธีที่ VC ให้ความสนใจและถือเป็นจุดประสงค์สูงสุด

(2) การขายหุ้นของบริษัทโดยตรงให้กับบริษัทอื่นๆ หรือการควบรวมบริษัท (Merger&Acquisition) (3) การขายหุ้นคืนให้กับบริษัทที่ไปร่วมลงทุน (China Venture Capital Association, 2009, Megginson และ Smart, 2006, Baron และ Share, 2005) โดยนักลงทุนในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้คาดว่าจะถอนตัวผ่านทาง IPO หรือการขายหุ้นของกองทุนที่ครบกำหนดลงทุนแล้ว (Bruton, Ahlstrom และ Yeh, 2004)

2.2.4 ความเสี่ยงและผลตอบแทน (สมาคมไทยผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุน, 2552)

VC เป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง ซึ่งนักลงทุนก็ย่อมต้องการผลตอบแทนที่คุ้มค่าความเสี่ยง นั่นคือต้องการผลตอบแทน (Net IRR) อย่างน้อยประมาณ 20% ต่อปี ซึ่งหมายความว่ากองทุน VC นั้นๆ จะต้องได้ผลตอบแทนก่อนหักค่าใช้จ่ายและส่วนแบ่งกำไรให้กับผู้บริหารกองทุน (Gross IRR) อย่างน้อย 25-30% ในการที่จะให้กองทุนได้ผลตอบแทน 25-30% ดังกล่าว ผู้บริหารกองทุนจะต้องตั้งเป้าหมายผลตอบแทนในแต่ละการลงทุนอย่างน้อย 35-40% เพื่อเป็นการชดเชยการลงทุนที่ไม่ประสบความสำเร็จในกองทุนนั้นๆ ซึ่งจะเห็นได้ดังตารางที่ 1



³ นิติบุคคลร่วมลงทุน หมายความว่า บริษัทที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย โดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน

ที่มา: ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กน. 20/2545

⁴ กิจการ หรือ SMEs ย่อมาจากภาษาอังกฤษ Small and Medium Enterprises หรือแปลเป็นภาษาไทยว่า “วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม” โดยครอบคลุมกิจการ 3 กลุ่มใหญ่ๆ ได้แก่ 1. กิจการการผลิต 2. กิจการการค้า 3. กิจการบริการ มีมูลค่าของสินทรัพย์ถาวรซึ่งไม่รวมที่ดิน ไม่เกิน 200 ล้านบาท การจ้างงาน ไม่เกิน 200 คน

ที่มา: สถาบันพัฒนาวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม, <http://www.ismed.or.th/>, 2552 , ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กน. 20/2545

การดำเนินงานของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศไทย :

การศึกษาเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาครัฐบาลและธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาคเอกชน

ตารางที่ 1: อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของธุรกิจเงินร่วมลงทุน

ผลตอบแทน		ความเสี่ยง			
นักลงทุน	20%	ในการก่อตั้งกิจการ	50%	การบริหารงาน	50%
กองทุน VC	25-30%	ในเทคโนโลยี	50%	ในการผลิต	50%
ทุกๆ การลงทุน	35-40%	ในการตลาด	50%		
ความเป็นไปได้ที่จะประสบความสำเร็จ					3.2%

ที่มา: สมาคมไทยผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุน , <http://www.venturecapital.or.th/>, 2552.

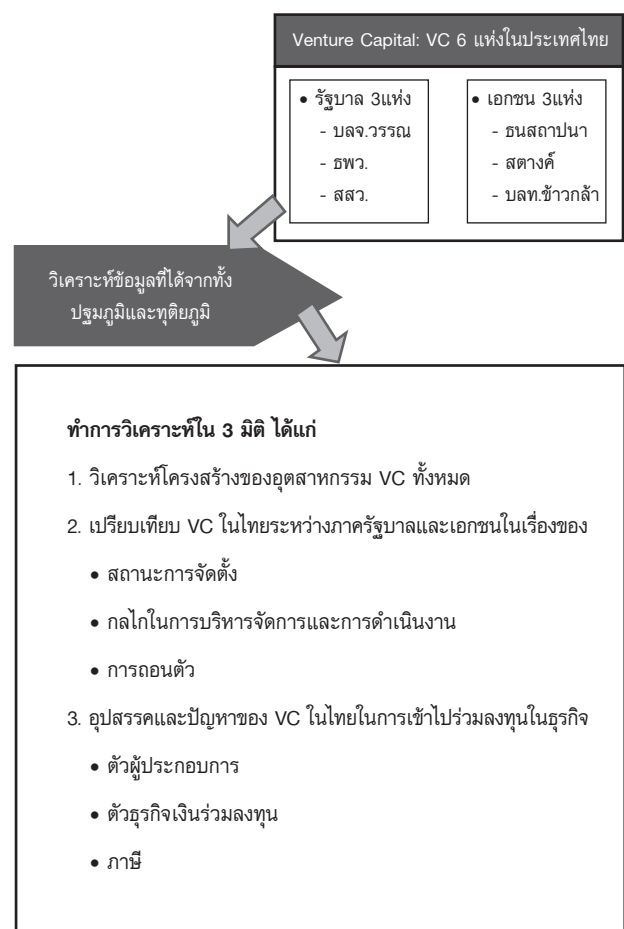
2.2.5 หน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการสนับสนุนและกำกับดูแล Venture Capital ในไทย

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต., 2552) จะเป็นผู้ที่กำกับดูแลผู้ที่ประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนและนิติบุคคลร่วมลงทุน รวมทั้งเป็นผู้ออกใบอนุญาตให้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทจัดการร่วมลงทุน (บลท.) และธุรกิจเงินร่วมลงทุนที่จัดตั้งในรูปแบบกองทุนรวม

3. วิธีการวิจัย

ผู้ศึกษาได้ทำการศึกษาโดยการเก็บรวบรวมข้อมูลทั้งจากแหล่งปฐมภูมิและทุติยภูมิ โดยแหล่งข้อมูลปฐมภูมิ ใช้วิธีสัมภาษณ์จากผู้มีความเชี่ยวชาญในเรื่องธุรกิจ Venture Capital ในไทยโดยแบ่งเป็นภาครัฐบาล 3 แห่ง อันได้แก่ 1) บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม วรณ จำกัด (บลจ.วรณ) 2) ธนาคารพัฒนาวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมแห่งประเทศไทย (ธพว.) 3) สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.) และภาคเอกชน 3 แห่ง ได้แก่ 1) บริษัท ธนสถาปนา จำกัด 2) บริษัทร่วมทุน สตางค์ จำกัด 3) บริษัทหลักทรัพย์จัดการเงินร่วมลงทุน ข้าวกล้า จำกัด (บลท.ข้าวกล้า) แล้วนำข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์ร่วมกับข้อมูลทุติยภูมิ ที่ได้จากการรวบรวมทฤษฎี ข้อมูล เอกสารวิชาการ สิ่งตีพิมพ์ และข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่โดยผ่านระบบเครือข่ายอินเทอร์เน็ต โดยจะวิเคราะห์ออกมาใน 3 มิติ ดังรูปที่ 3 โดยศึกษาเฉพาะ Venture Capital ภาครัฐบาล 3 แห่ง และเอกชน 3 แห่ง เนื่องด้วยข้อจำกัดในการเข้าถึงข้อมูลอย่างใดก็ตาม Venture Capital ทั้ง 6 แห่งนี้ จะเป็นประชากรที่ดีเมื่อเทียบกับ Venture Capital ทั้งหมดที่มีใน

ประเทศไทย เนื่องจากมีการตั้งมานาน มีความเป็นระบบ และมีความเป็นสถาบันสูงรวมทั้งความน่าเชื่อถือและเป็นที่รู้จักกันทั่วไปในวงการธุรกิจ Venture Capital ในประเทศไทย



รูปที่ 3: กรอบวิธีคิดของการศึกษาในครั้งนี้

ที่มา: ผู้เขียน

4. ผลการศึกษา

ผลจากการศึกษา จะแสดงถึงลักษณะของธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Venture Capital: VC) 6 แห่งในประเทศไทย โดยจะแสดงลักษณะของ VC ตามหัวข้อใหญ่ๆ 3 ข้อ ได้แก่ 1. สถานะการจัดตั้ง 2. กลไกในการบริหารจัดการและการดำเนินงาน และ 3. การถอนตัว เพื่อให้เห็นความเหมือนหรือความแตกต่าง ดังในตารางที่ 2 (ท้ายบทความ)

ความเหมือนและความแตกต่างของธุรกิจเงินร่วมลงทุน 6 แห่ง

จากตารางที่ 2 ที่แสดงการเปรียบเทียบลักษณะของ VC ทั้ง 6 แห่งในประเทศไทย จะเห็นว่าไม่ว่าจะเป็น VC ของรัฐบาลหรือเอกชนก็ตาม ต่างก็มีความเหมือนและความแตกต่างกันไปในมิติต่างๆ ดังนี้

1) สถานะการจัดตั้ง โดยแบ่งตามประเภทของการจัดตั้งกองทุนฯ ได้คือ

1. นิติบุคคลร่วมลงทุน (VC Firm) จัดตั้งในรูปแบบบริษัทจำกัด และนิติบุคคลนั้นเป็นผู้จัดการกองทุนเอง ได้แก่ บริษัทร่วมทุน สตางค์ จำกัด, SME BANK และ สสว.

2. นิติบุคคลร่วมลงทุน (VC Firm) จัดตั้งในรูปแบบบริษัทจำกัด ได้แก่ บริษัท ธนสถาปนา จำกัด โดยมี บลท. หรือบริษัทหลักทรัพย์จัดการเงินร่วมลงทุนเป็นผู้จัดการกองทุน



ซึ่ง บลท. จะมี license ในการบริหารเงินร่วมลงทุน ได้แก่ บลท.ข้าวกล้า

3. นิติบุคคลในรูปแบบกองทุนรวม โดยมี บลจ. หรือบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมเป็นผู้จัดการกองทุน ซึ่ง บลจ. จะมี license ของการบริหารกองทุนรวม ได้แก่ บลจ.วรรณ

2) กลไกการบริหารจัดการและการดำเนินงาน จะขึ้นอยู่กับนโยบายของกองทุนแต่ละแห่งที่จะกำหนดขึ้น ซึ่งจะเห็นได้ว่า VC ทั้ง 6 แห่งนี้จะมีวิธีการจัดการที่ไม่ค่อยแตกต่างกันมากนัก

3) วิธีการถอนตัว VC ทั้ง 6 แห่งมีวิธีที่คล้ายกันได้แก่ IPO, Buy back และ Strategic Partners ซึ่งสอดคล้องกับวิธีการถอนตัวของต่างประเทศ (China Venture Capital Association, 2009, Bruton, Ahlstrom และ Yeh, 2004, Baron และ Share, 2005) โดยแต่ละแห่งจะถอนตัวด้วยวิธีใดนั้น ก็ขึ้นอยู่กับศักยภาพของตัวธุรกิจนั่นเอง

ปัญหาและอุปสรรคของ Venture Capital ในประเทศไทย

จากการรวบรวมข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศไทย 6 แห่ง พบว่าในทัศนะของผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุนยังเห็นว่า ปัจจุบันยังมีปัจจัยหลายประการที่เป็นอุปสรรคต่อการขยายบทบาทของกองทุนร่วมลงทุนในประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ (Suksriwong, 2005) โดยอุปสรรคที่สำคัญที่สุดก็คือ ความไม่รู้ ซึ่งถือว่าเป็นปัญหาสำหรับ VC อย่างมากกล่าวคือ ในประเทศไทยยังมีคนที่รู้จักและเข้าใจถึงธุรกิจ Venture Capital จริงๆ น้อยมาก ทำให้การเข้าถึงธุรกิจนี้เป็นเรื่องที่ยาก และอุปสรรคอีกอย่างหนึ่งก็คือ สภาพแวดล้อมในการทำธุรกิจเงินร่วมลงทุน ได้แก่ กฎระเบียบปฏิบัติบางประการที่ไม่เอื้อต่อการระดมทุนและการประกอบการ เช่น สิทธิประโยชน์ด้านภาษีอากรสำหรับผู้นำเงินมาลงทุนในกองทุน จึงทำให้ไม่มีความน่าสนใจในการที่นักลงทุนจะนำเงินมาลงทุนกับธุรกิจด้านนี้ อีกทั้งหลักเกณฑ์ทางด้านภาษีที่จะได้รับการยกเว้นภาษีหากปฏิบัติได้ตามเงื่อนไขที่มีอยู่ในขณะนั้นนั้น ยากต่อการที่จะปฏิบัติ ทำให้ไม่สามารถใช้สิทธิประโยชน์ได้อย่างที่ควรจะได้ รวมถึงการไม่มีเงื่อนไขการลดหย่อนภาษีในเรื่องของนวัตกรรมที่เกิดจากทางมหาวิทยาลัย จึงทำให้ไม่สามารถเกิดการต่อยอดงานวิจัยในการนำไปสู่เชิงพาณิชย์ได้

การดำเนินงานของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศไทย :

การศึกษาเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาครัฐบาลและธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาคเอกชน

สำหรับภาระภาษีของ VC ทั้ง 6 แห่งนั้น จะเห็นว่า SME Bank และ สสว. ไม่ต้องมีภาระในการเสียภาษีเลย เนื่องจากอยู่ในข่ายรัฐวิสาหกิจ ส่วน บลจ.วรรณ และบริษัท ร่วมทุน สตางค์ จำกัด มีภาระต้องเสียภาษีร้อยละ 30 ส่วนบริษัท ธนสถาปนา จำกัด และ บลท.ข้าวกล้านั้น ถ้ามีคุณสมบัติสามารถปฏิบัติได้ตามเงื่อนไขพระราชกฤษฎีกา 396 ซึ่งออกโดยกรมสรรพากรก็จะได้รับการยกเว้นไม่ต้องเสียภาษี แต่ถ้าไม่สามารถปฏิบัติได้ก็ต้องเสียภาษีร้อยละ 30 ตามปกติ จะเห็นว่าบริษัท ธนสถาปนา จำกัด นั้นมีโอกาสที่จะได้รับการยกเว้นด้วย เนื่องจากว่าบริษัท ธนสถาปนา จำกัด นั้นมี บลท.บี วี จำกัด เป็นผู้บริหารกองทุน จึงเข้าเงื่อนไขที่ว่า จะได้รับการยกเว้นทั้งตัว VC และผู้ลงทุน

แนวโน้มโอกาสในการเจริญเติบโตของธุรกิจ Venture Capital ในไทย

ในทัศนะของผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศไทยนั้น ยังเห็นว่า ธุรกิจ Venture Capital ยังมีโอกาสเติบโตขึ้นได้อีก แต่อาจจะเป็นไปได้ช้า เนื่องจากปัญหาในเรื่องความไม่รู้ที่ได้อธิบายไปแล้วข้างต้น แม้ว่าขณะนี้ ทาง ก.ล.ต. จะเปิดโอกาสให้ผู้สนใจประกอบธุรกิจ Venture Capital สามารถขอ License ได้ง่ายก็ตาม แต่ก็ยังมีความคาดหวังว่า ธุรกิจนี้จะสามารถเติบโตขึ้นรวมทั้งเป็นที่รู้จักและเปิดรับจากทางผู้ประกอบการ SMEs มากขึ้น โดยทั้งนี้ต้องอาศัยความร่วมมือจากหลายฝ่ายโดยเฉพาะรัฐบาลในการที่จะเผยแพร่ความรู้เกี่ยวกับธุรกิจ Venture Capital ให้เป็นที่รู้จักของคนไทยมากยิ่งขึ้น

5. อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาและสัมภาษณ์ธุรกิจเงินร่วมลงทุนทั้ง 6 แห่งในประเทศไทย พบว่าโครงสร้างของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในไทยนั้น จะประกอบไปด้วยส่วนสำคัญ 4 ส่วนหลักก็คือ นักลงทุน กองทุนร่วมลงทุน ผู้จัดการกองทุนและกิจการหรือ SMEs โดย VC ทั้ง 6 แห่งนี้จะจัดตั้งอยู่ใน 2 รูปแบบก็คือ 1. เป็นตัวกองทุนร่วมลงทุน ซึ่งได้แก่ บริษัทร่วมทุน สตางค์ จำกัด, SME BANK, บริษัทธนสถาปนา จำกัด และ สสว. 2. เป็นผู้จัดการกองทุนให้กับกองทุนร่วมลงทุน ซึ่งได้แก่ บลท.ข้าวกล้า และ บลจ.วรรณ โดยลักษณะการบริหารงานและดำเนินงาน รวมทั้งวิธีการถอนตัวของแต่ละแห่งนั้นจะมีลักษณะที่คล้ายกัน และจากข้อมูลการลงทุนของแต่ละแห่งจะเห็นได้ว่าภาครัฐบาลมีการร่วมลงทุนกับธุรกิจในด้านที่สูง

มากกว่าภาคเอกชน ทั้งนี้เป็นเพราะว่าภาครัฐบาลเองนั้นมีนโยบายในการส่งเสริมช่วยเหลือธุรกิจ SMEs โดยไม่คำนึงถึงผลตอบแทนที่สูงเหมือนภาคเอกชน ส่วนในเรื่องอุปสรรคของ VC นั้น ที่สำคัญเกิดจากการที่ผู้ประกอบการในไทยยังไม่รู้จัก VC ดังนั้นสิ่งที่ทำให้ VC ในไทยพัฒนาและเป็นที่รู้จักในวงกว้างทางภาครัฐบาลควรให้การส่งเสริมและผลักดัน รวมถึงในเรื่องของการปรับกฎระเบียบต่างๆ เช่น ภาษี ทั้งนี้ต้องอาศัยความร่วมมือจากหลายฝ่ายไม่ว่าจะเป็น ก.ล.ต. กระทรวงการคลัง กระทรวงอุตสาหกรรม หรือหน่วยงานอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องในการร่วมกันวางแผนด้วย จึงจะประสบความสำเร็จ และสามารถส่งเสริมธุรกิจนี้ให้เติบโตเป็นไปในแนวทางหรือวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ได้อย่างยั่งยืนต่อไป



ตารางที่ 2: การเปรียบเทียบลักษณะของ VC ทั้ง 6 แห่งในประเทศไทย

VC ลักษณะ	รัฐบาล			เอกชน		
	บริษัทหลักทรัพย์จัดการ กองทุนรวม วรณ จำกัด (บลจ.วรณ)	ธนาคารพัฒนาวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม แห่งประเทศไทย (SME Bank)	สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.)	บริษัท ธนสถาปนา จำกัด (BVP)	บริษัทร่วมทุน สตางค์ จำกัด (Stang holding)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการเงิน ร่วมลงทุนข้าวกล้า จำกัด (บลท.ข้าวกล้า)
สถานะการจัดตั้ง						
ได้อนุมัติการจัดตั้ง ประกอบธุรกิจ	28 กรกฎาคม 2543	20 ธันวาคม 2545	22 กรกฎาคม 2546	6 มีนาคม 2530	22 ธันวาคม 2547	18 กันยายน 2550
รูปแบบการจัดตั้ง Venture Capital	นิติบุคคลในรูปแบบกองทุน รวม โดยมี บลจ.วรณ เป็นผู้จัดการกองทุน	นิติบุคคล ที่สามารถระดม เงินทุน และเงินกู้ได้ทั้งจาก ภายในและภายนอกประเทศ	นิติบุคคล ที่บริหารจัดการ เงินทุนของตัวเอง	นิติบุคคลประเภท บริษัทจำกัด (Investment Company) โดยมี บลท.บี วี จำกัด เป็นผู้บริหาร กองทุน	Venture Capital fund รูปแบบการบริหารบริษัทจำกัด (เอกชน)	นิติบุคคลในรูปแบบบริษัท จัดการเงินร่วมลงทุน
แหล่งที่มาของเงินทุน	1. เงินลงทุนจากรัฐบาล 99.99 % และ 2. เงินลงทุนจากภาคเอกชน อื่นๆ 10 ราย ซึ่งส่วนใหญ่ เป็นบริษัทหลักทรัพย์ หรือ ธนาคารพาณิชย์	1. รัฐบาล (ภาษีของ ประชาชน) 80% 2. รายได้จากดอกเบี้ย พันธบัตรรัฐบาล 15% และ 3. อื่นๆ 5%	มาจากรัฐบาล (ภาษีของประชาชน)	ช่วงแรก มีเงินลงทุนจากผู้ ถือหุ้น (ธนาคารพาณิชย์ 6 แห่ง) และ เงินกู้จากการ ช่วยเหลือของ USAID ช่วงหลัง เป็นการระดมทุน มาจากเจ้าของ และบุคคล ใกล้ชิด โดยจะถือว่าเป็น บริษัทส่วนตัว แบบพวก Angle ก็ได้	1. มหาวิทยาลัยมหิดล 60% 2. ธนาคารพัฒนาวิสาหกิจ ขนาดกลาง และขนาดย่อม แห่งประเทศไทย (SME Bank) 20% และ 3. สำนักงานนวัตกรรมแห่ง ชาติ (NIA) 20%	เงินลงทุน จากธนาคารกสิกรไทย 100%

การดำเนินงานของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศไทย :

การศึกษาเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาครัฐบาลและธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาคเอกชน

ตารางที่ 2: การเปรียบเทียบลักษณะของ VC ทั้ง 6 แห่งในประเทศไทย (ต่อ)

VC ลักษณะ	รัฐบาล			เอกชน	
	บริษัทหลักทรัพย์จัดการ กองทุนรวม วรณ จำกัด (บลจ.วรณ)	ธนาคารพัฒนาวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม แห่งประเทศไทย (SME Bank)	สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.)	บริษัท ธนสถาบัน จำกัด (BVP)	บริษัทร่วมทุน สตางค์ จำกัด (Stang holding)
กลไกในการบริหารจัดการและดำเนินงาน					
นโยบายและหลักเกณฑ์ การคัดเลือกบริษัท / กลุ่ม เป้าหมายที่เข้าร่วมลงทุน	1. มีศักยภาพเชิงพาณิชย์ หรือมีแนวโน้มการเติบโต ทางธุรกิจสูง 2. เจ้าของหรือผู้ประกอบการ ต้องการมีความตั้งใจที่จะ พัฒนาตลาดจนปรับปรุง ระบบการบริหาร การจัดการ และการบัญชีให้ เข้าสู่ระบบมาตรฐาน (Good Corporate Governance) 3. เข้าข่ายเป็นยุทธศาสตร์ เพื่อการพัฒนาประเทศ 4. ไม่ดำเนินธุรกิจที่ต้องห้าม หรือขัดต่อกฎหมายและ ศีลธรรมอันดี 5. ต้องเข้าข่ายเป็น SMEs ที่เป็นยุทธศาสตร์เพื่อการ พัฒนา อย่างน้อย 1 ข้อ ถ้าไม่เข้าข่ายก็จะไม่ร่วม ลงทุนเลย	1. เป็น SMEs ที่อยู่ใน อุตสาหกรรมกลุ่มเป้าหมาย 13 สาขา ได้แก่ 1) อาหาร และอาหารสัตว์ 2) สิ่งทอ และเครื่องนุ่งห่ม รองเท้า และเครื่องหนัง 3) ไม่และ เครื่องเรือน ยาและ เคมีภัณฑ์ 4) ยากาและ ผลิตภัณฑ์ยาง 5) ผลิตภัณฑ์ พลาสติก 6) เซรามิกส์และ แก้ว 7) เครื่องใช้ไฟฟ้า และอิเล็กทรอนิกส์ 8) ยานยนต์และชิ้นส่วน 9) อัญมณีและเครื่องประดับ 10) เหล็กและเหล็กกล้า 11) ปิโตรเคมี 12) อุตสาหกรรมท่องเที่ยวหรือ ที่นันทนาการ 13) อุตสาหกรรมที่ เกิดจากการวิจัยและพัฒนา	พิจารณาเข้าร่วมลงทุนกับ SMEs ที่มีศักยภาพ หรือมี คุณลักษณะข้อหนึ่งข้อใด และอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้ 2.1 คุณลักษณะของ SMEs - Creativity / Innovation & Differentiation - Culture & Intellectual - Knowledge based - Import substitution - Export Oriented 2.2 กลุ่มอุตสาหกรรม เป้าหมาย	1. ไม่มีนโยบายในการลงทุน ต่างประเทศ จะทำการ ลงทุนเฉพาะภายในประเทศ 2. ทำการลงทุนในธุรกิจที่ เกี่ยวกับการเกษตรและ Non Bank 3. จะให้เงินลงทุนไม่เยอะ จนเกินไป (จำนวนไม่เกิน 10 ล้านบาท) 4. บริษัทที่จะเข้าไปทำการ ลงทุนนั้น ผู้บริหารมีความรู้ จริง หรือเป็นมืออาชีพ ดังนั้นการเลือกธุรกิจที่สนใจ ลงทุนจะต้องมีองค์ประกอบ ของความสำเร็จในการ ดำเนินการคือ การมีความรู้ จริงในธุรกิจนั้น. ความยั่งยืนของวัตถุดิบ. คนและระบบที่มี ประสิทธิภาพ	1. มีศักยภาพในเชิงพาณิชย์ หรือมีความสามารถในการทำ กำไรสูง 2. ดำเนินการมาแล้วไม่ต่ำกว่า 3 ปี หรือผู้บริหาร/ เจ้าของมีประสบการณ์ใน ธุรกิจนั้นไม่ต่ำกว่า 5 ปี 3. ธุรกิจอยู่ในช่วงที่กำลัง ขยายกิจการ (Expansion or Growth Stage) 4. มีระบบการบริหารจัดการ มีแผนธุรกิจที่ชัดเจน รวมถึง ระบบบัญชีการเงินที่ดี 5. มีความโปร่งใสในการ ดำเนินธุรกิจ และมีความ ธรรมาภิบาล

ตารางที่ 2: การเปรียบเทียบลักษณะของ VC ทั้ง 6 แห่งในประเทศไทย (ต่อ)

VC ลักษณะ	รัฐบาล			เอกชน		
	บริษัทหลักทรัพย์จัดการ กองทุนรวม วรณ จำกัด (บลจ.วรณ)	ธนาคารพัฒนาวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม แห่งประเทศไทย (SME Bank)	สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.)	บริษัท ธนาคาร บจก (BVP)	บริษัทร่วมทุน สตางค์ จำกัด (Stang holding) จำกัด	บริษัทหลักทรัพย์จัดการเงิน ร่วมลงทุนสตางค์ จำกัด (บลท.สตางค์)
นโยบายและหลักเกณฑ์ การคัดเลือกบริษัท / กลุ่ม เป้าหมายที่เข้าร่วมลงทุน		2. เป็น SMEs ที่มีลักษณะ ดังต่อไปนี้ - มีเทคโนโลยีที่ขาดแคลน - มีนวัตกรรม - เพิ่มมูลค่าของสินค้า (high value-added) - สร้างเงินตราต่างประเทศ และลดการพึ่งพาการนำเข้า - เสริมสร้างคุณภาพ สิ่งแวดล้อม	2.2.1 ธุรกิจด้านการ ออกแบบและแพคเกจ 2.2.2 ธุรกิจเทคโนโลยี สารสนเทศและการสื่อสาร 2.2.3 ธุรกิจอาหารและ สมุนไพร 2.2.4 ธุรกิจชิ้นส่วนยาน ยนต์ 2.2.5 ธุรกิจด้านท่องเที่ยว และสปา 2.2.6 ธุรกิจพลังงาน และนาโนเทคโนโลยี 2.2.7 ธุรกิจสนับสนุนการ ดำเนินงานตามข้อ 2.2.1 ถึง 2.2.6			6. มีโอกาสที่จะนำหุ้นของ บริษัทเข้าไปจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ (MAI) ได้ในอนาคต
กลุ่มอุตสาหกรรมที่จะร่วม ลงทุน	ไม่จำกัด	SMEs ที่อยู่ในอุตสาหกรรม กลุ่มเป้าหมาย 13 สาขา	ข้อ 2.2.1 – 2.2.7 ดังที่ กล่าวมาข้างต้น	การเกษตรและ Non Bank	ทางด้านการแพทย์และ วิทยาศาสตร์	ไม่จำกัด

การดำเนินงานของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศไทย :

การศึกษาเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาครัฐบาลและธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาคเอกชน

ตารางที่ 2: การเปรียบเทียบลักษณะของ VC ทั้ง 6 แห่งในประเทศไทย (ต่อ)

VC ลักษณะ	รัฐบาล			เอกชน		
	บริษัทหลักทรัพย์จัดการ กองทุนรวม วรณ จำกัด (บลจ. วรณ)	ธนาคารพัฒนาวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม แห่งประเทศไทย (SME Bank)	สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.)	บริษัท ธนสถาบัน จำกัด (BVP)	บริษัทร่วมทุน สตางค์ จำกัด (Stang holding) จำกัด	บริษัทหลักทรัพย์จัดการ ร่วมลงทุนชาวกล้า จำกัด (บลท. ชาวกล้า)
Stage of Investment	ทุกช่วงระยะของบริษัท โดยแบ่งเป็น Seed, Startup, Expansion และ Pre-IPO	ทุกช่วงระยะ	ทุกช่วงระยะ	ทุกช่วงระยะ	เน้นการลงทุนในรูปแบบ ของ Start-up firm ในระยะยาวเป็นหลัก	ธุรกิจอยู่ในช่วงกำลังขยาย กิจการ (Expansion or Growth Stage)
นโยบายการเข้าไปควบคุม หรือกำกับดูแลกิจการที่ เข้าไปร่วมลงทุน	1. Passive investment กล่าวคือ จะไม่เข้าไปมีส่วน เกี่ยวข้องกับการบริหารงาน ประจำวันของบริษัท 2. อาจมีการส่งผู้แทนไป เป็นกรรมการของบริษัทที่ ร่วมลงทุน 3. มีการประชุมร่วมกับ บริษัทที่เข้าไปร่วมทุน โดย ระยะห่างการประชุมขึ้นอยู่กับ ผลประโยชน์ของการของ บริษัท 4. มีการจัดหาผู้เชี่ยวชาญ ภายนอกให้ในกรณีที่ SMEs ต้องการ	1. เข้าไปถือหุ้นในสัดส่วนไม่ เกินร้อยละ 49 ของทุน จดทะเบียน 2. ธนาคารฯ จะจัดส่งตัว แทนเข้ามาเป็นกรรมการ อย่างน้อย 1 ท่าน ต่อ 2 บริษัท โดยจะเป็นผู้บริหาร ระดับสูงขึ้นไป แต่ไม่เป็นผู้ ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดของ SMEs	1. ถือหุ้นในสัดส่วน ประมาณร้อยละ 25 - 35 ของทุนจดทะเบียน ภายหลังการร่วมทุน 2. กองทุนฯ อาจจะ พิจารณาจัดตั้งตัวแทนเข้า มาเป็นการร่วมทุนของ SMEs อย่างน้อย 1 ท่าน หรือตามสัดส่วนการร่วม ลงทุน 3. จัดให้มีบุคลากรที่เลี้ยง ที่ปรึกษา หรือผู้เชี่ยวชาญ เฉพาะด้าน เพื่อให้ การช่วยเหลือสนับสนุน และส่งเสริมการค้าขาย งานของผู้ประกอบการ SMEs ต่างๆ อาทิ การบริหารจัดการการ ตลาด การผลิต บัญชี/การ เงิน ฯลฯ	1. คณะกรรมการในระดับ Board เท่านั้น (ไม่เล็ก) 2. ถ้าเป็นกรรมการบริหาร จะต้องมีการประชุมเดือน ละครั้ง ถ้าเป็นการรวมการ บริษัทอย่างน้อย 3 เดือน ครั้ง ซึ่งการเข้าไปในระดับ กรรมการ คือ ต้องการ เข้าร่วมประชุม ขอดูงบ กลาง ดูฐานะทางการเงิน หรือโครงการใหม่ๆ ที่จะทำ	1. ไม่เข้าไปยุ่งเกี่ยวในการ ดำเนินงาน 2. แต่จะส่งตัวแทนเข้าไป เป็นหนึ่งใน Board เพื่อที่จะ สามารถเรียกดูผลการ ดำเนินงานนอกไตรมาสได้ ในกรณีที่ไม่มีข้อสงสัยในผล ประกอบการที่อาจจะต้อง เพื่อดำเนินการแก้ไขต่อไป	ลงทุนในลักษณะ Passive กล่าวคือ จะไม่เข้าไปมีส่วน เกี่ยวข้องกับการบริหารงาน ประจำวันของบริษัท นอกเหนือจากการใช้สิทธิใน ฐานะผู้ถือหุ้นรายหนึ่ง ส่วนใหญ่ใช้วิธีดูว่ามีปัญหา อะไรหรือไม่ อาจจะเข้าไป ประชุมร่วมกับผู้บริหารหรือ ไปเยี่ยมบริษัท

ตารางที่ 2: การเปรียบเทียบลักษณะของ VC ทั้ง 6 แห่งในประเทศไทย (ต่อ)

VC ลักษณะ	รัฐบาล			เอกชน		
	บริษัทหลักทรัพย์จัดการ กองทุนรวม วรณ จำกัด (บลจ. วรณ)	ธนาคารพัฒนาวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม แห่งประเทศไทย (SME Bank)	สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.)	บริษัท ธนสถาบันฯ จำกัด (BVP)	บริษัทร่วมทุน สตางค์ จำกัด (Stang holding)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการเงิน ร่วมลงทุนวิวก้า จำกัด (บลท.วิวก้า)
ระยะเวลาร่วมลงทุน	ตามนโยบายประมาณ 3-5 ปี แต่ในทางปฏิบัติจะมีบางกรณี ที่เกิน 5 ปี และอาจมีการ ขยายระยะเวลาออกไปเป็นปี ที่ 5, 6, 7 ก็ได้ แล้วแต่กรณี	เป็นการลงทุนระยะยาว ขึ้นอยู่กับความเหมาะสมของ แต่ละโครงการ ปัจจุบันอยู่ที่ 3 ปี ถ้าเป็น Fund of Fund อยู่ที่ 7 ปี	ประมาณ 1-7 ปี ขึ้นอยู่กับ สถานภาพของผู้ประกอบ การ SMEs หรือความ เหมาะสมของแต่ละ โครงการ	ตั้งแต่ 3-11 ปี โดยเฉลี่ย 5-8 ปี แต่ถ้าเป็นบริษัท Start up ส่วนใหญ่จะลงทุนเฉลี่ย 5 ปีขึ้นไป	ยืดหยุ่นไม่ตายตัว ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน ของบริษัท	3 ปี แต่ไม่เกิน 5 ปี ซึ่งเป็นลักษณะการลงทุน ระยะสั้น
วงเงินร่วมลงทุน ต่อราย	ไม่เกิน 25 ล้านบาท เว้นแต่ในกรณีที่จำเป็น และเหมาะสม โดยจะให้เงินเป็นงวด หรือให้ ทีเดียว ต้องแล้วแต่กรณีไป แต่ส่วนใหญ่จะให้ทีเดียว	ช่วงแรก ไม่เกิน 50 ล้านบาท ปัจจุบัน ไม่เกิน 30 ล้านบาท โดยจะให้เงินเป็นงวดๆ ไป	1-100 ล้านบาท	ช่วงแรก มากกว่า 20 ล้านบาท ปัจจุบัน ไม่เกิน 10 ล้านบาทโดยจะต้องมี การพิจารณาศักยภาพของ บริษัทเป็นรายกรณีไป โดยจะให้เงินเป็นงวด ไม่ได้ให้ทีเดียว	ไม่เกิน 10% ของทุน จดทะเบียน หรือไม่เกิน 20 ล้านบาท (1 – 20 ล้านบาท)	ไม่ได้จำกัด ไม่มีขั้นต่ำ ขึ้นอยู่กับทุนจดทะเบียน ของบริษัทที่จะไปร่วมทุน โดยลงทุน 10% - ไม่เกิน 50% และสามารถลงทุนใน อุตสาหกรรมหนึ่งๆ ได้ไม่ เกิน 1 ใน 3 ของจำนวนเงิน ทุนทั้งหมดที่มี โดยจะให้เงิน ครั้งเดียวเลย

การดำเนินงานของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศไทย :

การศึกษาเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาครัฐบาลและธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาคเอกชน

ตารางที่ 2: การเปรียบเทียบลักษณะของ VC ทั้ง 6 แห่งในประเทศไทย (ต่อ)

VC ลักษณะ	รัฐบาล			เอกชน		
	บริษัทหลักทรัพย์จัดการ กองทุนรวม วรธน จำกัด (บลจ. วรธน)	ธนาคารพัฒนาวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม แห่งประเทศไทย (SME Bank)	สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.)	บริษัท ธนาคารพาณิชย์ จำกัด (BVP)	บริษัทร่วมทุน สตางค์ จำกัด (Stang holding)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการ ร่วมลงทุนชาวกล้า จำกัด (บลท.ชาวกล้า)
เกณฑ์การถอนตัว	1. นำหุ้นของกิจการหรือ วิสาหกิจเข้าจดทะเบียน ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย หรือตลาดหลักทรัพย์ใหม่ เพื่อกระจายผู้ลงทุนทั่วไป (Initial Public Offering) 2. ขายหุ้นคืนให้แก่เจ้าของ กิจการเดิม ตามข้อตกลงที่ได้ วางไว้เมื่อเข้าร่วมลงทุน (Buy Back by Founders) 3. ขายหุ้นให้แก่ผู้สนใจร่วม ลงทุนรายใหม่ที่มีศักยภาพ (Strategic Partners) โดยไม่ ได้มีการกำหนดลักษณะการ ถอนด้วยผลตอบแทน หากแต่กำหนดด้วยระยะเวลา ร่วมลงทุนตามสัญญาร่วม ลงทุนมากกว่า ซึ่งส่วนใหญ่ การถอนตัวจะเป็นลักษณะที่ เรียกว่า buy back มากกว่าที่สุด	1. ถอนตัวเมื่อบริษัทร่วมทุน มีผลประกอบการดีขึ้นจน สามารถเข้าสู่ตลาด MAI ภายในระยะเวลาที่ SME Bank กำหนด โดย Major Shareholder จะต้องนำเงิน มาซื้อหุ้นคืนในสัดส่วน 49% ของ Bank ทั้งหมด 2. เมื่อครบกำหนดระยะเวลา เวลาที่ได้ตกลงกันตาม สัญญา หรือทางบริษัท ร่วมทุนมีผลประกอบการไม่ ก้าวหน้าในอัตราที่ธนาคาร พอใจ ทางธนาคารก็จะไม่ ต่อสัญญากับบริษัทร่วมทุน นั้นๆ และ Major Shareholder จะต้องนำเงิน มาซื้อหุ้น 49% ของ Bank ทั้งหมดคืนพร้อมทั้งดอกเบี้ย	1. ผู้ประกอบการนำหุ้นเข้า จดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ SET / MAI หรือ 2. ขายหุ้นคืนให้กับเจ้าของ เดิม หรือผู้ถือหุ้นรายใหม่ ตามมูลค่าทางบัญชี (Book Value) หรือราคาต้นทุน ของกองทุนร่วมลงทุน หรือ 3. จำหน่ายหุ้นของกองทุน ร่วมลงทุนฯ ให้กับนักลงทุน รายใหม่ 4. วิธีการอื่นใด ตามแต่ คณะกรรมการร่วมลงทุนฯ เห็นสมควร	1. ถอนตัวหลังจากบริษัทที่ ไปร่วมลงทุนด้วยสามารถ เข้าตลาดหลักทรัพย์ได้ 2. ถ้าไม่สามารถเข้าสู่ ตลาดหลักทรัพย์ได้ตาม ระยะเวลาที่ระบุไว้ในสัญญา เจ้าของกิจการต้องเป็นผู้ซื้อ หุ้นคืนไป โดยจะมีบางกรณี ที่บริษัทเกิดการขาดทุนจน ต้องปิดกิจการ และในบาง กรณีก็ยังไม่ถอนการลงทุน คือยังถือหุ้นต่อไป	ไม่กำหนดระยะเวลาที่ ขายตัว แต่จะมีวิธีการถอน ตัวดังต่อไปนี้ 1. ขายคืนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม ในบริษัท 2. ขายให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหม่ ที่ต้องการเข้ามาลงทุน เช่น ต้นกล้า เป็นต้น 3. ขายเข้าตลาดหลักทรัพย์ ถ้ามีโอกาส	1. นำหุ้นของบริษัทเข้า จดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือตลาดหลักทรัพย์ MAI และ SET หรือตลาดหลักทรัพย์อื่นใด เพื่อกระจายผู้ลงทุนทั่วไป (Initial Public Offering) 2. ขายหุ้นคืนให้แก่เจ้าของ กิจการเดิม ตามข้อตกลงที่ ได้มีส่วนร่วมไว้เมื่อเข้าร่วม ลงทุน (Buy Back) 3. ขายหุ้นให้แก่ผู้สนใจร่วม ลงทุนรายใหม่ หรือพันธมิตร ที่มีศักยภาพ (Trade Sale to Strategic Partner)

ตารางที่ 2: การเปรียบเทียบลักษณะของ VC ทั้ง 6 แห่งในประเทศไทย (ต่อ)

VC ลักษณะ	รัฐบาล			เอกชน		
	บริษัทหลักทรัพย์จัดการ กองทุนรวม วรณ จำกัด (บลจ.วรณ)	ธนาคารพัฒนาวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม แห่งประเทศไทย (SME Bank)	สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.)	บริษัท ธนสถาปนา จำกัด (BVP)	บริษัทร่วมทุน สตางค์ จำกัด (Stang holding) จำกัด	บริษัทหลักทรัพย์จัดการเงิน ร่วมลงทุนชาวกล้า จำกัด (บลท.ชาวกล้า)
เกณฑ์การถอนตัว		3. เมื่อผู้ประกอบการทำผิดกฎ ระเบียบที่ไว้ในสัญญา โดยMajor Shareholder จะต้องนำเงินมาซื้อหุ้น 49% ของ Bank ทั้งหมด พร้อมกับ ดอกเบี้ยเงินกู้ปรับ				
ผลตอบแทน	management fee	กำไรจากการขายหุ้น	กำไรจากการขายหุ้น, เงินปันผล	กำไรจากการขายหุ้น, เงินปันผล	กำไรจากการขายหุ้น, เงินปันผล	management fee
ภาระภาษี	เสียภาษีร้อยละ 30	ไม่เสียภาษี	ไม่เสียภาษี	เสียภาษีร้อยละ 30 แต่ถ้า บลท.บีวีพี สามารถปฏิบัติ ได้ตาม พรฎ. 396 จะ ส่งผลให้ต้นทุนสถาปนาไม่ต้อง เสียภาษีไปด้วย	เสียภาษีร้อยละ 30	ถ้าปฏิบัติได้ตาม พรฎ. 396 ไม่ต้องเสียภาษี แต่ถ้าไม่ ก็เสียภาษีร้อยละ 30
สถานะปัจจุบัน	เหลือการลงทุนประมาณ 60 บริษัทที่เคยสูงสุดที่ 837.54 ล้านบาท (80 บริษัท) โดยเงินที่เหลือลงใน พวกพันธบัตรรัฐบาล	ลงทุนใน SMEs จำนวนเกือบ 30 ราย เป็นเงินประมาณ 600 ล้านบาท	105 รายวงเงินไม่น้อยกว่า 1,810 ล้านบาท (SMEs ที่เป็นกลุ่ม เป้าหมาย จำนวน 61 ราย วงเงิน 844.96 ล้านบาท และ SMEs ที่ประสบภัย พิบัติสิ้นนามิ จำนวน 44 ราย วงเงิน 965.30 ล้านบาท)	เหลือการลงทุนใน 3 บริษัทเป็นเงินจำนวน 32.2 ล้านบาท โดยเงินที่เหลือฝาก ธนาคาร	ลงทุนใน 5 บริษัท เป็นเงิน 64.72 ล้านบาท เงินที่เหลือ ลงในพันธบัตร รัฐบาลและฝากธนาคาร	ลงทุนใน 8 บริษัท เป็นเงินประมาณ 144 ล้านบาท เงินที่เหลือฝากในธนาคาร

การดำเนินงานของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศไทย :

การศึกษาเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาครัฐบาลและธุรกิจเงินร่วมลงทุนภาคเอกชน

บรรณานุกรม

กรมสรรพากร, พระราชกฤษฎีกาออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร (ฉบับที่ 396) พ.ศ. 2545, <http://www.rd.go.th/publish/2973.0.html/>, 2552.

_____, พระราชกฤษฎีกาออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร (ฉบับที่ 439) พ.ศ. 2548, <http://www.rd.go.th/publish/28629.0.html/>, 2552.

_____, พระราชกฤษฎีกาออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร (ฉบับที่ 442) พ.ศ. 2548, <http://www.rd.go.th/publish/29698.0.html/>, 2552.

_____, ลิขสิทธิ์ประโยชน์ทางภาษีสำหรับธุรกิจเงินร่วมลงทุน, <http://www.rd.go.th/publish/546.0.html/>, 2552.

บริษัทหลักทรัพย์จัดการเงินร่วมลงทุน ข้าวกล้า จำกัด, <http://www.khaokla.com/>, 2552.

วโรทัย โกศลพิศิษฐ์กุล, 2543, 'ธุรกิจ Venture Capital ในสิงคโปร์', วารสารการเงินการคลัง, ปีที่ 15, ฉบับที่ 47, หน้า 66-74.

สมาคมไทยผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุน, <http://www.venturecapital.or.th/>, 2552.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์, <http://www.sec.or.th/>, 2552.

โสภณ บุญรัตพันธุ์, 2552, การบรรยาย เรื่อง “ภาพรวมการร่วมลงทุน...โอกาสการพัฒนาธุรกิจท่ามกลางวิกฤติเศรษฐกิจ” สัมมนาเรื่อง “การร่วมลงทุน...ความท้าทายในการพัฒนาธุรกิจนวัตกรรม”, 10 มีนาคม 2552, โรงแรมมิราเคิลแกรนด์ กรุงเทพฯ.

Baron, R. A. and Share S. A., (2005), *Entrepreneurship A process perspective*, R.R.Donnelley, Thomson Corporation South-Western.

British Venture Capital Association, <http://www.bvca.co.uk/>, 2009.

Bruton, G., Ahlstrom, D. and Yeh, K. S. 2004, 'Unders - tanding venture capital in East Asia : the impact of institutions on the industry today and tomorrow' *Journal of World Business*, vol.39, pp.72-88.

China Venture Capital Association, <http://www.cvca.com.hk/>, 2009.

Meggison, W. L. and Smart S. B. (2006), *Introduction to Financing Management*, Thomson Higher Education, USA.

Metrick, A. (2007), *Venture Capital and the Finance of Innovation*, The Wiley Bicentennial Knowledge For Generations, USA.

Suksriwong, S. 2003, 'Venture Capital Industry in Thailand', *Chulalongkorn Review*, Vol.15, No. 60, pp.76-99.

Taiwan Private Equity & Venture Capital Association, http://www.tvca.org.tw/english/Index__En.htm/, 2009.

Wikipedia, http://en.wikipedia.org/wiki/Venture__capital/, 2009.

William D. Bygrave and Jeffery A. Timmons. (1992), *Venture Capital at the Crossroads*, Boston: Harvard Business School Press,