

บทที่ 2

หลักการทั่วไปของธุรกิจเงินร่วมลงทุน

2.1 ข้อพิจารณาทั่วไปเกี่ยวกับธุรกิจเงินร่วมลงทุน

ภายใต้สภาวะการณ์ของโลกยุคเปิดเสรีทางการค้าและการบริการ การประกอบธุรกิจประเภทต่างๆ มีความหลากหลายเพิ่มมากขึ้นกว่าที่เคยเป็นมาในอดีต มีการคิดค้นเครื่องมือเพื่อการประกอบกิจกรรมทางเศรษฐกิจชนิดใหม่ๆ ซึ่งออกมารองรับการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างมาก ในวงจรธุรกิจนั้น การดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจเริ่มต้นตั้งแต่การรวบรวมทุนเพื่อการจัดตั้งหน่วยทางธุรกิจขึ้นมาใหม่ เมื่อธุรกิจมีการขยายกิจการก็จะก่อให้เกิดกิจกรรมทางเศรษฐกิจตามมา กล่าวคือเกิดการระดมทุนและการก่อหนี้ การจ่ายเงินปันผลหรือเงินส่วนแบ่งกำไรให้แก่เจ้าของกิจการ การครอบงำกิจการ การควบรวมกิจการ การแยกกิจการ และในที่สุดหากการดำเนินกิจการประสบภาวะปัญหาทางการบริหารจัดการก็จะล้มเลิกกิจการไปในที่สุด

ธุรกิจเงินร่วมลงทุน (venture capital) มีบทบาทที่สำคัญสำหรับการขับเคลื่อนนวัตกรรมการประกอบกิจกรรมทางเศรษฐกิจ (a key role in driving innovative economic activity) มาตั้งแต่ต้นทศวรรษ 1990¹ โดยธุรกิจดังกล่าวถูกพัฒนาขึ้นเป็นศูนย์กลางที่สำคัญของตลาดเงิน (financial market) ในการจัดสรรทุนให้แก่กิจการที่มีขนาดเล็กและเป็นกิจการเกิดใหม่ (small and young firms) ซึ่งมีความยากลำบากต่อความน่าดึงดูดใจทางการเงินของนักลงทุน ยิ่งไปกว่านั้นกิจการเกิดใหม่มักมีสินทรัพย์ที่จับต้องได้ (tangible assets) เพียงเล็กน้อย สภาพตามธรรมชาติของการดำเนินกิจการขาดเสถียรภาพ (uncertain) และมีการดำเนินงานในตลาดซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว จึงทำให้กิจการเหล่านี้ขาดเครื่องมือทางการเงินในขั้นต้นของการริเริ่มดำเนินกิจการ อาทิเช่นไม่ได้รับสินเชื่อจากสถาบันการเงินหรือมีข้อจำกัดการใช้ตราสารหนี้ประเภทอื่นๆ และเนื่องด้วยกิจการเกิดใหม่ต้องการทุนในการจัดตั้งองค์กร การพัฒนาผลิตภัณฑ์หรือแม้กระทั่งเพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการเจริญเติบโตขององค์กร ธุรกิจเงินร่วมลงทุนจึง

¹ Organisation for Economic Co-operation and Development, "Venture Capital: Trends and Policy Recommendations," <http://www.oecd.org/dataoecd/4/11/28881195.pdf>, 15 March 2009.

เกิดขึ้นเพื่อจัดหาทุนมาตอบสนองปัญหาความเสี่ยงสูง (high risk) และความด้อยทางเทคโนโลยีของกิจการ (low-technology firms)² ในขณะที่กิจการเกิดใหม่เองยังคงมีส่วนของเจ้าของ³ ดังเดิม

เนื่องจากปัจจัยทางด้านการเงินและทางการบริหารจึงก่อให้เกิดธุรกิจเงินร่วมลงทุนขึ้น ในทางการเงินเมื่อใดก็ตามที่กิจการมีเป้าประสงค์มุ่งต่อการเจริญเติบโต บริษัทจะมีความต้องการทางการเงินภายนอก (external finance) ทั้งนี้เพราะการเงินภายนอกจะช่วยเติมเต็มช่องว่างของกระแสเงินสด (cash flow gap) ในระหว่างช่วงเริ่มต้นของการก่อตั้งกิจการกับจุดคุ้มทุนที่กิจการเกิดใหม่สามารถดำรงกิจการได้โดยลำพังตนเอง⁴ หลักการดังกล่าวนี้เป็นเหตุผลเบื้องต้นทางการเงินที่นักลงทุนมีความจำเป็นต้องพึ่งธุรกิจเงินร่วมลงทุนนั่นเอง

2.1.1 ประวัติความเป็นมาของธุรกิจเงินร่วมลงทุน

รูปแบบของธุรกิจเงินร่วมลงทุนที่แท้จริงเกิดขึ้นเป็นครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกาเมื่อปี ค.ศ. 1946 โดยการจัดตั้งเป็นองค์กรที่มีชื่อว่า American Research and Development (ARD)⁵ ซึ่งจัดตั้งขึ้นโดย MIT President Karl Compton ศาสตราจารย์จากโรงเรียนธุรกิจฮาร์วาร์ด (Harvard Business School) ร่วมกับ General Georges F. Doriot ผู้นำทางด้านธุรกิจส่วน

² Günseli Baygan, The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy, (Paris: The Organisation for Economic Co-operation and Development, 2007), p.12.

³ ตามแม่บทการบัญชี ย่อหน้าที่ 49 ได้ให้คำนิยามคำว่า “ส่วนของเจ้าของ” ว่าหมายถึง ส่วนได้เสียคงเหลือในสินทรัพย์ของกิจการหลังจากหักหนี้สินทั้งสิ้นออกแล้ว

⁴ Rupert Pearce and Simon Barnes, “Raising Venture Capital”, p.5, Paris: the Organisation for Economic Co-operation and Development, 2007.

⁵ ARD มีลักษณะโครงสร้างเป็นกองทุนปิด (close-end fund) ซึ่งเป็นกองทุนรวมที่มีการซื้อขายหน่วยลงทุนระหว่างผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เช่นเดียวกันกับการซื้อขายหุ้นส่วนบุคคล (individual stock) โดยเป็นกองทุนที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ขาดสภาพคล่อง (illiquid assets) (See Paul Gompers and Josh Lerner, “The Venture Capital Revolution,” 15-2 The Journal of Economic Perspectives, p.146 (Spring, 2001))

ท้องถิ่นซึ่งได้รับการขนานนามว่าเป็นบิดาแห่งวงการธุรกิจเงินร่วมลงทุน⁶ องค์การดังกล่าวนี้เข้าไปลงทุนในบริษัทซึ่งมีฐานการผลิตเทคโนโลยีที่ใช้ในการสงครามสมัยสงครามโลกครั้งที่ 2 ต่อมาในปี ค.ศ. 1957 ARD ได้นำเม็ดเงินจำนวน 70,000 เหรียญสหรัฐ เข้าไปร่วมลงทุนใน Digital Equipment Company หลังจากนั้นอีก 26 ปีต่อมา เงินร่วมลงทุนดังกล่าวเติบโตเป็นมูลค่า 355 ล้านดอลลาร์สหรัฐ⁷

ต่อมาในปี ค.ศ. 1958 ได้เกิดธุรกิจเงินร่วมลงทุนในรูปแบบของห้างหุ้นส่วนจำกัดขึ้นเป็นครั้งแรกชื่อว่า Draper, Gaither, and Anderson ซึ่งเกิดขึ้นจากหุ้นส่วน 3 คน ได้แก่ General William H. ร่วมกับ Rowan Gaither และ Frederick L. Anderson⁸ เนื่องจากเป็นองค์การธุรกิจประเภทห้างหุ้นส่วน มิใช่สถาบันการเงินหรือกองทุนรวม ดังนั้นจึงไม่อยู่ภายใต้เงื่อนไขข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งไม่มีหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลตามพระราชบัญญัติบริษัทเงินทุน ค.ศ. 1940 (Investment Company Act 1940) ของประเทศสหรัฐอเมริกา ตลอดจนมีความเป็นอิสระของการดำเนินกิจการ เนื่องจากไม่มีกำหนดระยะเวลาการดำเนินกิจการขององค์การดังเช่นธุรกิจเงินร่วมลงทุนประเภทกองทุนรวมซึ่งจะต้องมีการคืนทุนให้นักลงทุนภายในระยะเวลาอันมีกำหนด

ในช่วงทศวรรษ 1960 และ 1970 ถึงแม้จะปรากฏว่าธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะมีลักษณะเป็นหุ้นส่วนจำกัดจำนวนมาก แต่อย่างไรก็ดีองค์การธุรกิจในรูปแบบดังกล่าวก็ยังไม่ถือเป็นที่ยอมรับเท่าที่ควร ในช่วงระยะเวลาดังกล่าวนี้องค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนมักอยู่ในรูปแบบกองทุนปิดหรือบริษัทจัดสรรเงินทุนให้แก่ธุรกิจขนาดเล็ก⁹ (Small Business Investment Companies: SBICs)

⁶ Spencer E. Ante, Creative Capital: Georges Doriot and the Birth of Venture Capital, (Massachusetts : Harvard Business Press, 2008), p.108.

⁷ Paul Gompers and Josh Lerner, "The Venture Capital Revolution," 15-2 The Journal of Economic Perspectives, p.146 (Spring, 2001).

⁸ Robert W. Price, Roadmap to Entrepreneurial Success, (New York: American Management Association, 2004), pp.52-53.

⁹ บริษัทจัดสรรเงินทุนให้แก่ธุรกิจขนาดเล็ก (Small Business Investment Companies : SBICs) เป็นโครงการส่งเสริมธุรกิจเงินร่วมลงทุน โดยรัฐบาลกลางของสหรัฐอเมริกาให้การสนับสนุนทางการเงินเพื่อการพัฒนาอุตสาหกรรมธุรกิจเงินร่วมลงทุนโดยเป็นองค์การภาคเอกชนซึ่งต้องได้รับการอนุญาตจัดตั้งจากคณะกรรมการการธุรกิจขนาดเล็ก (Small Business Administration : SBA) โครงการดังกล่าวมีวัตถุประสงค์สำคัญเพื่อดึงดูดภาคเอกชนในการนำเงิน

ทั้งนี้ด้วยเหตุผลจากการที่ประเทศสหรัฐอเมริกาหย่อนสมรรถนะทางการแข่งขันด้านเทคโนโลยีการอวกาศภายหลังจากที่สหภาพโซเวียตทำการปลดปล่อยดาวเทียมสปุตนิกในปี ค.ศ. 1957 ทำให้รัฐบาลแห่งสหรัฐอเมริกาจัดตั้ง SBICs ขึ้นมา องค์กรธุรกิจประเภทดังกล่าวมีการขยายตัวอย่างรวดเร็วในช่วงทศวรรษ 1960 อย่างไรก็ดีในอีกไม่กี่ปีถัดมา ประเทศสหรัฐอเมริกาได้มีการขยายขอบเขตกฎระเบียบเกี่ยวกับการได้รับการสนับสนุนทางการเงินจากรัฐบาลกลาง ทำให้องค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนที่เข้าร่วมโครงการดังกล่าวเริ่มหมดกำลังใจ กอปรกับขอบเขตหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากกว่าเท่าในการได้รับอนุญาตทั้งหลักเกณฑ์เกี่ยวกับแนวโน้มคุณภาพขององค์กรหรือการทุจริตภายในองค์กรซึ่งโดยมากมักถูกรวบงำโดยมิตรสหายหรือวงศ์วานญาติ จึงทำให้องค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนเริ่มถูกพิจารณาเพิกถอนออกจากโครงการ และเนื่องจากวิกฤตการณ์การเงินและการกู้ในช่วงทศวรรษ 1980 ทำให้เริ่มองค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนล้มเลิกกิจการไปเกือบทั้งหมดในช่วงปลายทศวรรษที่ 1960 – 1970¹⁰

อย่างไรก็ดีในปี ค.ศ. 1979 รัฐบาลแห่งสหรัฐอเมริกาได้ออกกฎหมายเกี่ยวกับหลักความรอบคอบเยี่ยงบุคคล (prudent man rule) มาใช้ ซึ่งหลักการดังกล่าวยินยอมให้กองทุนบำนาญ (pension fund) อาจลงทุนในธุรกิจที่มีความเสี่ยงได้เพิ่มขึ้นมากกว่าที่เคยเป็นมาในอดีต ทำให้ธุรกิจเงินร่วมลงทุนมีการเติบโตขึ้นเป็นอย่างมาก ในช่วงระหว่างทศวรรษที่ 1980 – 1990 นักธุรกิจเงินร่วมลงทุนได้เป็นผู้ให้ความช่วยเหลือแก่บริษัทที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับเทคโนโลยีขั้นสูง (high-technology companies) แล้วประสบความสำเร็จมากมาย เช่น คอมพิวเตอร์ฮิวแอปเปิ้ล (Apple Computer) ระบบซิสโก (Cisco System) ไมโครซอฟท์ (Microsoft) เน็ตสเคป (Netscape) นอกจากนี้ยังมีธุรกิจที่ให้บริการอีกเป็นจำนวนมากที่ได้รับเงินสนับสนุนจากธุรกิจเงินร่วมลงทุน เช่น สตาร์บัคส์ (Starbucks) เป็นต้น¹¹

อีกทั้งในช่วงดังกล่าวเริ่มมีการใช้เทคโนโลยีอินเทอร์เน็ต (internet) ทำให้มีบริษัทจำนวนมากมาให้ความสนใจในธุรกิจเงินร่วมลงทุนเนื่องจากเห็นแนวโน้มในเชิงบวกจากการใช้

ไปสนับสนุนธุรกิจขนาดเล็กหรือธุรกิจเกิดใหม่ ทั้งยังให้ความช่วยเหลือ สนับสนุน แนะนำ ส่งเสริม ให้คำปรึกษา และคุ้มครองผลประโยชน์ของธุรกิจ ทั้งนี้เพื่อการดำรงไว้ซึ่งการแข่งขันทางธุรกิจและเพื่อความเข้มแข็งของระบบเศรษฐกิจมวลรวมของประเทศสหรัฐอเมริกา (See U.S. Small Business Administration, “About SBA,” <http://www.sba.gov/aboutsba/index.html>, June 2008.)

¹⁰ Paul Gompers and Josh Lerner, *supra* note 7, p.147.

¹¹ *Ibid.* p.149.

เทคโนโลยีดังกล่าวเพื่อใช้ในการประกอบธุรกิจ อย่างไรก็ตามบริษัทเหล่านี้มักมีทรัพยากรภายใน (internal resource) ที่ไม่เพียงพอต่อการจัดหาเทคโนโลยีใหม่ๆ มาใช้ภายในบริษัท ธุรกิจเงินร่วมลงทุนจึงถูกนำมาใช้เป็นอีกช่องทางหนึ่งในการเชื่อมโยงเทคโนโลยีใหม่ๆ เหล่านี้เข้ากับการประกอบธุรกิจของแต่ละบริษัท¹² นับแต่นั้นมาจึงมีบริษัทจำนวนมากมาใช้เครื่องมือทางการเงินดังกล่าวในการจัดหาทุนเพื่อการประกอบธุรกิจของบริษัท

ผลการศึกษางานวิจัยชี้ให้เห็นว่าธุรกิจเงินร่วมลงทุนมีบทบาทอย่างมากในการสร้างและพัฒนามูลค่ากิจการให้แก่กิจการที่รับการลงทุน ดังนี้¹³

1. การออกหุ้นที่เสนอขายให้แก่ประชาชนเป็นการทั่วไปโดยธุรกิจเงินร่วมลงทุน (venture backed IPO) ให้การสนับสนุนมีผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงกว่าการออกหุ้นที่มีได้ให้การสนับสนุนโดยธุรกิจเงินร่วมลงทุน (non venture backed IPO) ทั้งในแง่ผลตอบแทนจากกำไรส่วนทุน หรือ ผลตอบแทนจากการถือครองหุ้นในระยะยาว

2. การวิจัย การพัฒนาและการสร้างนวัตกรรม กิจการที่ธุรกิจเงินร่วมลงทุนสนับสนุนทางการเงินจะมีอัตราส่วนการใช้เงินในการลงทุนเพื่อการวิจัยและการพัฒนาสูงกว่ากิจการอื่นๆ โดยจำนวนเงินทุก 1 เหรียญสหรัฐอเมริกา สามารถช่วยสร้างงานวิจัยที่มีคุณภาพ และสามารถจดสิทธิบัตรได้ และสร้างมูลค่ามากกว่าสามเท่าเมื่อเทียบกับการทำงานวิจัยและพัฒนาขององค์กรธุรกิจอื่นๆ

3. การวางโครงสร้างองค์กรที่ดี (professionalization) เป็นกระบวนการที่สำคัญในการพัฒนากิจการเกิดใหม่ให้เป็นองค์กรธุรกิจที่มีศักยภาพในการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน ได้แก่ การบริหารและพัฒนาทรัพยากรบุคคล การคัดเลือกผู้บริหารระดับสูง ซึ่งการมีเครือข่ายทางด้านธุรกิจช่วยให้นักธุรกิจเงินร่วมลงทุนสามารถคัดเลือกผู้บริหารระดับสูงที่มีความสามารถ เนื่องจากการมีนักธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะเป็นหลักประกันให้แก่ผู้บริหารทั้งหลายที่จะทำงานในองค์กรเดิมต่อไปซึ่งมีความมั่นคงมากกว่าเพื่อทำงานให้กับองค์กรใหม่

ธุรกิจเงินร่วมลงทุน จึงช่วยขับเคลื่อนให้องค์กรธุรกิจเกิดใหม่หรือองค์กรธุรกิจที่ขาดความพร้อมทางด้านการเงิน มีความพร้อมในการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจในทุกมิติปัจจัย ทั้งในแง่ของเม็ดเงินที่จะนำมาใช้ในการลงทุนเพื่อการประกอบธุรกิจ ในแง่ของคุณค่าของกิจการที่ได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจเงินร่วมลงทุน ซึ่งมีแต่จะทวีมูลค่าเพิ่มมากขึ้นภายใต้การบริหารจัดการและการ

¹² *Ibid.* p.149.

¹³ จุฑามาศ ลบแยม, “มาตรการส่งเสริมและกำกับดูแลธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศไทย,” (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2549), น.38.

ดำเนินงานของบริษัทภายใต้การให้ความช่วยเหลือจากนักธุรกิจเงินร่วมลงทุน และในแง่ของบุคลากรภายในองค์กรที่จะต้องพัฒนาศักยภาพและสมรรถภาพการบริหารจัดการหรือการทำงานภายในองค์กรให้มีคุณภาพภายใต้การควบคุมดูแลและให้คำปรึกษาโดยนักธุรกิจเงินร่วมลงทุนซึ่งจะเข้ามามีส่วนร่วมในการบริหารจัดการทรัพยากรบุคคล นอกจากนี้ที่จะการให้ความช่วยเหลือทางการเงินแต่เพียงประการเดียว ซึ่งผู้เขียนจะได้อธิบายลักษณะของการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนดังกล่าวนี้ในหัวข้อต่อไป

2.1.2 ความหมายของธุรกิจเงินร่วมลงทุน

ได้มีความพยายามให้คำจำกัดความหรือคำนิยามของธุรกิจเงินร่วมลงทุนไว้อย่างมากมาย อาทิ

International Tax Glossary ได้ให้คำนิยามและคำอธิบายสำหรับธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Venture Capital)¹⁴ ไว้ ซึ่งแปลเป็นภาษาไทยได้ความดังนี้

ธุรกิจเงินร่วมลงทุน คือ รูปแบบของการลงทุนสำหรับการจัดตั้งธุรกิจเกิดใหม่หรือเพื่อการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ของธุรกิจที่ดำเนินกิจการอยู่ ซึ่งบ่อยครั้งมักเป็นการซื้อขายหุ้น (exchange for equity) ปัจจุบันมีหลายประเทศได้ให้หรือจะให้สิทธิประโยชน์ทางภาษี

สำหรับองค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Co-operation and Development) ได้ให้คำจำกัดความ¹⁵ ไว้ในเอกสารเพื่อการส่งเสริมการริเริ่มธุรกิจเงินร่วมลงทุนแก่กลุ่มประเทศสมาชิกไว้อย่างกว้างว่า

ในระบบเศรษฐกิจที่ตั้งอยู่บนพื้นฐานของความรู้ การเติบโตทางเศรษฐกิจและการสร้างงานขึ้นอยู่กับนวัตกรรมใหม่ๆ ที่สามารถนำมาใช้งานได้อย่างประสพผลสำเร็จมากขึ้น ซึ่งหมายความว่า การวิจัยและการพัฒนา (research and development) จะต้องถูกถ่ายทอดไปสู่ผลลัพธ์ทางการค้า การเข้าถึงแหล่งเงินทุน

¹⁴ Barry Larking, IBFD International Tax Glossary, (Amsterdam : IBFD Publication BV, 2005), p.444.

¹⁵ Organisation for Economic Co-operation and Development, Venture Capital and Innovation, (Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 1996), p.5.

มองว่าเป็นปัจจัยสำคัญในกระบวนการทางนวัตกรรม ธุรกิจเงินร่วมลงทุนในฐานะที่เป็นรูปแบบเฉพาะทางการเงินซึ่งถูกพัฒนาขึ้นเพื่อจัดหาเงินให้แก่โครงการที่มีความเสี่ยงสูงนั้น มีบทบาทสำคัญในการเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างการวิจัยและการพัฒนาเข้ากับผลลัพธ์ทางธุรกิจดังกล่าวข้างต้น

ธุรกิจเงินร่วมลงทุนมีความสำคัญต่อกระบวนการนวัตกรรม ด้วยเหตุผลหลายอย่าง เนื่องจากการเป็นที่ยากที่บริษัทขนาดใหญ่จะดำเนินโครงการใหม่ๆ ที่มีความเสี่ยงสูง โครงการที่มีความเสี่ยงสูงดังกล่าวมีโอกาสประสบความสำเร็จสูงสุดหากดำเนินการในบริษัทขนาดเล็กที่พึ่งพาเทคโนโลยี นักธุรกิจเงินร่วมลงทุนเต็มใจและสามารถลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงดังกล่าวโดยอาศัยตราสารทางการเงิน สิ่งนี้ได้รับการยืนยันจากหลักฐานที่ว่า การเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยีซึ่งส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรมถูกชี้นำโดยบริษัทที่มีเงินร่วมลงทุนหนุนหลัง ยกตัวอย่างเช่น บริษัทซึ่งบุกเบิกการสร้างสรรค์เทคโนโลยีใหม่เกี่ยวกับคอมพิวเตอร์ (คอมพิวเตอร์ส่วนบุคคล ซอฟต์แวร์ เป็นต้น) ได้รับเงินจัดสรรจากระบบธุรกิจเงินร่วมลงทุน

ในที่นี้ธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Venture Capital) หมายถึง เงินทุนซึ่งจัดหาโดยบริษัทเงินร่วมลงทุนซึ่งเข้าไปมีส่วนในการการบริหารจัดการในบริษัทที่ยังอ่อนด้อย ประสิทธิภาพที่มีได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ วัตถุประสงค์คือการได้รับผลตอบแทนที่ดีจากการลงทุน มูลค่าของกิจการเกิดใหม่เกิดขึ้นโดยความร่วมมือทางการเงินกับนักธุรกิจเงินร่วมลงทุนและผู้เชี่ยวชาญทางวิชาชีพ ธุรกิจเงินร่วมลงทุนโดยทั่วไปแล้วจะมีลักษณะดังนี้

- กรอบเวลาการดำเนินกิจการยาวนาน เป็นการลงทุนในระยะเวลา 3 – 7 ปี
- เป็นการลงทุนที่ใช้เทคโนโลยี โดยมีหุ้นส่วนทำหน้าที่บริหารจัดการเพื่อคอยให้การสนับสนุนและให้คำแนะนำอย่างผู้เชี่ยวชาญ ใช้ประสบการณ์ และช่วยเหลือในการติดต่อกับนักธุรกิจเงินร่วมลงทุน อันเป็นวิธีการช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่การลงทุน
- ผลตอบแทนสูงอยู่ในรูปของกำไรฝ่ายทุน (capital gain) ที่จะได้รับเมื่อสิ้นสุดการลงทุนมากกว่าที่จะได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง

นักธุรกิจเงินร่วมลงทุน (venture capitalist) คือ ตัวแทนที่เป็นตัวกลางระหว่างสถาบันการเงินที่จัดหาเงินทุนกับบริษัทที่มีได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีความต้องการใช้เงิน สถาบันการเงินบางแห่งมีกองทุนเงินร่วมลงทุนของตนเอง

(กองทุนเหล่านี้ในยุโรปเรียกว่า “Captives”) อย่างไรก็ตามก็ดีกองทุนเงินร่วมลงทุนในสหรัฐอเมริกาและยุโรปส่วนมาก “มีความเป็นอิสระ” ซึ่งจำเป็นต้องเพิ่มเงินทุนจากสถาบันการเงินก่อนที่จะมีการลงทุนในบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมได้ (SMEs) บทบาทของนักธุรกิจเงินร่วมลงทุน คือ การตรวจกรองโอกาสในการลงทุน โครงสร้างการดำเนินงาน ลงทุนและสร้างกำไรฝ่ายทุนจากการขายหุ้น ไม่ว่าจะโดยการซื้อขายอย่างลอยตัวในตลาดหลักทรัพย์ การขายแก่บุคคลทั่วไป หรือการขายกลับคืนให้แก่บริษัท ซึ่งโดยทั่วไปสถาบันการเงินไม่สามารถทำหน้าที่นี้เพียงลำพังได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้บริษัทธุรกิจเงินร่วมลงทุนที่เป็นอิสระอาจจะได้รับผลตอบแทนจากส่วนแบ่งของผลกำไรสุทธิของกองทุนและอาจได้รับค่าธรรมเนียมคงที่สำหรับการจัดการ

เมื่อพิจารณาถึงความสำคัญด้านเศรษฐกิจ ตลาดธุรกิจเงินร่วมลงทุนนั้นมีขนาดเล็ก แม้แต่ในประเทศสหรัฐอเมริกาเองก็ตาม ซึ่งสัมพันธ์กับตลาดเงินอื่นๆ แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากนักธุรกิจเงินร่วมลงทุนมีความเชี่ยวชาญในการลงทุนกับบริษัทที่มีการเติบโตสูง ดังนั้นตลาดเงินร่วมลงทุนจึงมีบทบาทในทางเศรษฐกิจอย่างมีนัยยะสำคัญ เช่นในประเทศสหรัฐอเมริกา มีหลักฐานชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่มีบริษัทเงินร่วมลงทุนหนุนหลังอยู่ เติบโตได้เร็วกว่าบริษัทชั้นนำ 500 แห่ง และมีค่าใช้จ่ายในด้านการวิจัยและพัฒนาต่อพนักงานที่มีมูลค่าสูงกว่า

ในขณะที่คณะกรรมการการยุโรป (European Commission) ซึ่งเป็นองค์กรเพื่อกำหนดกรอบแนวทางเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจแห่งประชาคมยุโรปได้ให้คำนิยามว่า¹⁶

ธุรกิจเงินร่วมลงทุนหมายความว่า การลงทุนในบริษัทที่มีได้จดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์ (unquoted companies) โดยองค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนซึ่งทำหน้าที่หลักในการบริหารเงินของบุคคลธรรมดา เงินของสถาบัน หรือเงินภายในหน่วยงาน ในสหภาพยุโรปนั้นเมื่อพิจารณาจากช่วงเวลาหลักในการเข้าร่วมลงทุนในธุรกิจเงินร่วมลงทุน ประกอบด้วยการเข้าร่วมลงทุนในช่วงเริ่มต้นดำเนินงานซึ่งครอบคลุมถึงการดำเนินงานในช่วงความคิดริเริ่มที่จะดำเนินธุรกิจและช่วงการก่อตั้งกิจการและช่วงการขยายกิจการ กล่าวโดยเฉพาะธุรกิจเงินร่วมลงทุนคือส่วนประกอบหนึ่งของเงินทุน

¹⁶ European Commission, “Glossary”, http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/glossary/index_en.htm, December 2009.

ภาคเอกชน ธุรกิจเงินร่วมลงทุนจึงเป็นผู้เชี่ยวชาญในการเข้าร่วมลงทุนกับผู้ประกอบธุรกิจเพื่อให้ความช่วยเหลือทางการเงินในช่วงเริ่มต้นดำเนินงาน (ช่วงความคิดริเริ่มที่จะดำเนินธุรกิจและช่วงการก่อตั้งกิจการ) หรือในช่วงการขยายกิจการ ทั้งนี้การลงทุนคาดว่าจะผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติจากการลงทุนเพื่อชดเชยความเสี่ยงสูงที่นักลงทุนอาจได้รับจากการประกอบธุรกิจ

สำหรับการให้คำนิยามของการประกอบธุรกิจดังกล่าวในประเทศไทยนั้น สมาคมไทยผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุน ได้ให้ความหมายว่า

ธุรกิจเงินร่วมลงทุนเป็นธุรกิจบริหารเงินร่วมลงทุนในลักษณะกองทุนระยะยาว มีกำหนดระยะเวลาการลงทุนที่แน่นอน มีผู้บริหารเงินร่วมลงทุนแบบการบริหารจัดการที่ชำนาญการ (Professional Management) โดยที่กองทุนดังกล่าวเข้าไปซื้อหุ้นในกิจการใดๆ ที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง มุ่งหวังที่จะให้กิจการนั้นพัฒนาให้สามารถเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) หรือตลาดหลักทรัพย์ใหม่ (Market for Alternative Investment: MAI) ซึ่งเป็นตลาดทุนที่สามารถรองรับการขยายตัวของกิจการในอนาคต โดยมีผลตอบแทนการลงทุนที่คุ้มค่าความเสี่ยง¹⁷

นอกจากนี้กรมสรรพากร ได้อธิบายว่า

ธุรกิจเงินร่วมลงทุนหมายถึงธุรกิจที่ระดมเงินทุนจากแหล่งต่างๆ มาเพื่อนำไปลงทุนในกิจการที่มีศักยภาพในการเติบโต โดยธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะได้รับผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผลหรือผลประโยชน์ที่ได้จากการถือหุ้น¹⁸

¹⁷ สมาคมไทยผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุน, “ธุรกิจเงินร่วมลงทุนคืออะไร,” http://www.venturecapital.or.th/index.php?module=front.Faq.display&faq_id=1, กรกฎาคม 2552.

¹⁸ กรมสรรพากร, “ความรู้เรื่องภาษี: ให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีสำหรับธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Venture Capital: VC),” <http://www.rd.go.th/publish/546.0.html>, กรกฎาคม 2552.

ดังนั้นเมื่อพิจารณาจากความหมายและคำนิยามของหน่วยงานต่างๆ ทั้งในระดับโลก และของประเทศไทยแล้ว ผู้เขียนจึงสรุปความหมายและลักษณะที่สำคัญของธุรกิจเงินร่วมลงทุน ทั้งในเชิงเนื้อหาและในเชิงรูปแบบได้ดังนี้

ความหมายของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในเชิงเนื้อหา มีองค์ประกอบดังต่อไปนี้

1. ต้องเป็นธุรกิจที่ให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่กิจการที่ขาดสภาพคล่องทางการเงินโดยเฉพาะอย่างยิ่งกิจการที่เกิดใหม่ซึ่งโดยปกติมักมีความยากลำบากต่อความน่าดึงดูดใจทางการเงินของนักลงทุน และมีสินทรัพย์ที่จับต้องได้ (tangible assets) เพียงเล็กน้อย สภาพตามธรรมชาติของการดำเนินกิจการขาดเสถียรภาพ (uncertain) ธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะให้ความช่วยเหลือเฉพาะเงินลงทุนซึ่งอยู่ในส่วนของผู้ถือหุ้นหรือส่วนของเจ้าของโดยเป็นการให้ความช่วยเหลือระยะยาว ซึ่งมีใช้การให้ความช่วยเหลือทางการเงินในรูปแบบของหนี้สินหรือเงินกู้

2. เป็นธุรกิจที่คาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุนในปริมาณที่สูง เนื่องจากโดยสภาพของลักษณะธุรกิจ เป็นการเข้าร่วมลงทุนในองค์กรธุรกิจที่มักมีความเสี่ยงจากการประกอบกิจการ แต่มีแนวโน้มที่จะเติบโตอย่างมีศักยภาพขึ้นได้ในระบบวงจรเศรษฐกิจ จึงต้องอาศัยกระบวนการตรวจสอบโอกาสในการลงทุน โครงสร้างการดำเนินงาน การลงทุนและแนวโน้มการสร้างผลกำไร ฝ่ายทุนจากการขายหุ้น องค์กรธุรกิจที่รับการลงทุนดังกล่าวอาจเป็นองค์กรธุรกิจที่เพิ่งเกิดขึ้นใหม่ หรืออาจเป็นองค์กรธุรกิจที่อยู่ในภาวะมีความต้องการใช้เงิน ผลตอบแทนที่ได้รับจึงขึ้นอยู่กับผลการประกอบกิจการของบริษัทที่เข้าไปร่วมลงทุน ทั้งนี้เป็นไปตามหลักความเสี่ยงสูงผลตอบแทนสูง (high risk, high return) โดยผลตอบแทนที่ได้รับ อาจได้รับในรูปแบบเงินปันผลประจำปี เงินปันผลระหว่างกาล ผลกำไรฝ่ายทุนหรือกำไรเนื่องจากการโอนหุ้น (capital gain) และอาจได้รับเงินคืนทุนหากปรากฏว่าองค์กรธุรกิจที่เข้าร่วมลงทุนเลิกกิจการ องค์ประกอบข้อนี้ถือเป็นองค์ประกอบสำคัญของธุรกิจเงินร่วมลงทุน

3. เป็นธุรกิจที่ให้การสนับสนุนทางการเงินซึ่งต้องเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารและการจัดการองค์กรธุรกิจที่เข้าร่วมลงทุน เนื่องจากผู้ประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนต้องเป็นผู้เชี่ยวชาญในการประกอบธุรกิจในภาคธุรกิจต่างๆ เพื่อควบคุมบริหารจัดการให้องค์กรธุรกิจที่รับการเข้าร่วมลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนได้อย่างสูงตามที่ได้กล่าวไว้แล้วในองค์ประกอบข้อที่ 2. ดังนั้นโดยพื้นฐานของผู้ประกอบธุรกิจประเภทนี้จึงเป็นผู้ที่มีนวัตกรรมทางการตลาด มีความคิดริเริ่ม และมีความสัมพันธ์ในเชิงธุรกิจกับบริษัทอื่นๆ มากมาย เพื่อเป็นพี่เลี้ยงที่ทำหน้าที่คอยอุ้มชูดูแลรักษากิจการที่เข้าร่วมลงทุนให้ประกอบธุรกิจได้อย่างเติบโตในวงจรธุรกิจและยังเป็นวิธีการช่วยเพิ่ม

มูลค่าให้แก่การลงทุน ซึ่งองค์ประกอบข้อนี้ถือเป็นหลักการที่สำคัญประการหนึ่งที่ทำให้ธุรกิจเงินร่วมลงทุนแตกต่างจากผู้ประกอบธุรกิจที่ให้ความช่วยเหลือทางการเงินประเภทอื่นๆ

4. เป็นธุรกิจที่ต้องมีการถอนตัวจากการเข้าร่วมลงทุน (exit) องค์ประกอบในข้อนี้สืบเนื่องจากผู้ประกอบการต่างๆ ล้วนมีความต้องการให้นักธุรกิจเงินร่วมลงทุนเข้ามาให้ความช่วยเหลือทางการเงินและด้านการบริหารจัดการงานด้านต่างๆ เพื่อความสะดวกแก่การดำเนินธุรกิจ ดังนั้นตัวผู้ประกอบการเองก็มีความเสี่ยง เนื่องจากผู้ประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนซึ่งมีทักษะความรู้ ความสามารถ และความเชี่ยวชาญ ตลอดจนเงินทุนที่มากกว่า อาจใช้ช่องทางในการเข้าร่วมลงทุนดังกล่าวตักตวงผลประโยชน์ภายหลังจากที่เข้าร่วมลงทุนในกิจการแล้วกิจการมีการเจริญเติบโตเช่นอาจทำได้โดยการเข้าซื้อหุ้นที่ออกขายกลับคืนตัวเองทั้งหมด ในขณะเดียวกันตัวผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุนเองก็มีความเสี่ยงสูงในการเข้าร่วมลงทุนและเข้าร่วมบริหารงานในบริษัทต่างๆ ดังนั้นกล่าวไว้ในองค์ประกอบข้อที่ 2. ดังนั้นโดยทั่วไปผู้ประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนและผู้ประกอบการจึงต้องร่วมกันบริหารจัดการความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นเนื่องจากการเข้าร่วมลงทุนในกิจการต่างๆ โดยจะกำหนดระยะเวลาที่แน่นอนในการเข้าร่วมลงทุน และเมื่อถึงกำหนดระยะหนึ่งผู้ประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะต้องถอนตัวออกจากการเป็นผู้ถือหุ้น กำหนดการในการถอนตัวอาจกำหนดขึ้นเป็นเงื่อนไขหรือเงื่อนไขแล้วแต่คู่สัญญาตกลงกัน ซึ่งการถอนตัวอาจทำได้โดยการขายหุ้นต่อผู้ถือหุ้นเดิม หรือหากกิจการที่เข้าร่วมลงทุนมีการเจริญเติบโตก็อาจมีการขายหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดรอง (secondary market) ต่อไป

ความหมายของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในเชิงรูปแบบหรือในเชิงองค์กร มีองค์ประกอบดังต่อไปนี้

1. ผู้ประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนอาจมีสถานะเป็นนิติบุคคลหรือบุคคลธรรมดาก็ได้ ซึ่งลักษณะขององค์กรธุรกิจของผู้ประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน อาจอยู่ในรูปแบบของ กองทุนรวม บริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด ห้างหุ้นส่วนสามัญ ห้างหุ้นส่วนนิติบุคคล หรือบุคคลธรรมดาก็ได้
2. การเข้าร่วมลงทุนของผู้ประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนต้องมีการเข้าทำสัญญาเป็นผู้ถือหุ้น โดยข้อกำหนดในสัญญาควรจะต้องมีการกำหนดองค์ประกอบที่สำคัญต่างๆ ในการเข้าร่วมประกอบธุรกิจ เช่น จำนวนเงินร่วมลงทุนและระยะเวลาการเข้าร่วมลงทุน นโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการที่เข้าร่วมลงทุน องค์ประกอบและความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท ระบบการรายงานฐานะกิจการต่อผู้ถือหุ้น แผนการถอนตัวจากการร่วมลงทุน (exit) สิทธิในการซื้อขายหุ้นล่วงหน้า ประเภทของกิจกรรมที่ต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้จัดการร่วมลงทุน เป็นต้น

3. เนื่องจากการประกอบธุรกิจเป็นการเข้าร่วมลงทุนในส่วนของเจ้าของของนิติบุคคล ดังนั้นผู้รับบริการจากการประกอบธุรกิจประเภทนี้ต้องมีสถานะเป็นนิติบุคคลเท่านั้น

4. โครงสร้างของธุรกิจเงินร่วมลงทุนประกอบด้วยนักลงทุน ผู้ประกอบการ และผู้จัดการกองทุนร่วมลงทุน

ในที่นี้ผู้เขียนตั้งข้อสังเกตประการหนึ่งว่าองค์ประกอบตามความหมายในเชิงเนื้อหา นั้น ถือเป็นองค์ประกอบพื้นฐานที่สำคัญที่สุดของผู้ประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน หากธุรกิจใดมี ลักษณะไม่เข้าองค์ประกอบข้อใดข้อหนึ่ง ผู้เขียนเห็นว่าลักษณะสภาพทางเศรษฐกิจขององค์กรธุรกิจ ดังกล่าวไม่อาจถือได้ว่าเป็นองค์ประกอบที่ประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน ซึ่งลักษณะความหมายใน เชิงเนื้อหาแตกต่างจากความหมายในเชิงรูปแบบหรือในเชิงองค์กร เพราะในความหมายเชิงนี้ องค์กรที่ประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนอาจมีลักษณะที่แตกต่างกันได้ ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขหรือนโยบาย ของแต่ละประเทศ หรือขึ้นอยู่กับตัวผู้ประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนและผู้ประกอบการต่างๆ ที่ทำ ความตกลงร่วมกันนั่นเอง

2.1.3 ประเภทของธุรกิจเงินร่วมลงทุน

หัวข้อนี้ผู้ศึกษามุ่งค้นคว้าประเภทของธุรกิจเงินร่วมลงทุนเพื่อทำความเข้าใจธุรกิจ ประเภทดังกล่าวอย่างรอบด้านทั้งในแนวดิ่งและในแนวราบ โดยพิจารณาจำแนกประเภทตาม ช่วงเวลาของการเข้าร่วมลงทุนและองค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุน โดยมีรายละเอียดดังนี้

2.1.3.1 จำแนกประเภทตามช่วงเวลาของการเข้าร่วมลงทุน

เมื่อพิจารณาจากช่วงเวลาการเข้าร่วมลงทุนของธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะพบว่ากิจการ แต่ละกิจการอาจเข้าสู่กระบวนการรับการลงทุนทางการเงินจากธุรกิจเงินร่วมลงทุนใน ระยะเวลาที่มีความแตกต่างกัน ทั้งนี้เนื่องจากเหตุผลทางการบริหารจัดการที่มีความแตกต่างกัน นั้นเอง รายละเอียดมีดังนี้¹⁹

¹⁹ Oren Fuerst and Uri Geiger, From Concept to Wall Street, (New Jersey: FT Press, 2003), pp.81 – 84.

(1) การเข้าร่วมลงทุนในช่วงเริ่มต้น (early – stage financing)

องค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่ผู้ประกอบการหรือนักลงทุนในปริมาณวงเงินไม่มากเพื่อเป็นเงินทุน โดยจะให้การสนับสนุนในช่วงความคิดของการจะดำเนินธุรกิจ (seed financing) ซึ่งเงินทุนดังกล่าวนี้นอกจากเพื่อวัตถุประสงค์ในการริเริ่มดำเนินกิจการแล้วยังรวมถึงเพื่อการพัฒนาผลิตภัณฑ์และการบริการ เพื่อการวิจัยทางการตลาด เพื่อการสร้างคณะผู้บริหารจัดการและเพื่อการพัฒนาแผนงานทางธุรกิจ

ต่อมาเมื่อผู้ประกอบการต้องการริเริ่มประกอบกิจการหลังจากเสร็จสิ้นการพัฒนาผลิตภัณฑ์และการบริการ รวมทั้งการตลาดในเบื้องต้นแล้ว ก็อาจขอความช่วยเหลือทางการเงินจากองค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนได้ เป็นการขอความช่วยเหลือทางการเงินในช่วงการก่อตั้งกิจการ (start-up financing) โดยมากกิจการเหล่านี้มักอยู่ในวงจรธุรกิจไม่เกิน 1 ปี และยังไม่มีการขายผลิตภัณฑ์หรือการให้บริการในเชิงพาณิชย์ กิจการที่จะใช้เครื่องมือเงินร่วมลงทุนในช่วงเวลาดังกล่าวนี้มักมีผลงานวิจัยทางการตลาด หลักการทางการบริหารจัดการ แผนการพัฒนางานที่มีความน่าเชื่อถือ และพร้อมที่จะเข้าสู่วงจรธุรกิจแล้ว

เมื่อกิจการมีความพร้อมที่จะเข้าสู่การดำเนินธุรกิจ ก็อาจขอรับเงินร่วมลงทุนจากองค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนในช่วงเวลาดังกล่าวได้เช่นกัน (first – stage financing) โดยมากกิจการมักมีรายจ่ายในช่วงเริ่มดำเนินกิจการและมีความต้องการทางการเงินเพื่อการริเริ่มกระบวนการผลิตหรือการให้บริการ

(2) การเข้าร่วมลงทุนในช่วงการขยายกิจการ (expansion financing)

การเข้าร่วมลงทุนในช่วงระยะเวลาดังกล่าวนี้ องค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะเข้าร่วมลงทุนเมื่อกิจการซึ่งได้ริเริ่มการดำเนินงานมาได้สักระยะหนึ่ง (second – stage financing) และได้มีการให้บริการ การผลิตและการส่งออกผลิตภัณฑ์ รวมทั้งมีการเจริญเติบโตทางรายการบัญชี ตลอดจนรายการสินค้า ทว่ากิจการซึ่งอยู่ในช่วงหัวเลี้ยวหัวต่อของระยะเวลาดังกล่าวนี้มักไม่แสดงผลกำไรจากการประกอบกิจการ

เมื่อการประกอบการดำเนินงานมาได้ระยะหนึ่ง กิจการมีความจำเป็นต้องขยายกิจการเพื่อสร้างผลกำไร เป็นการขยายกิจการหลักของบริษัทซึ่งมีปริมาณการซื้อขายที่เพิ่มมากขึ้นกว่าที่เคยเป็นมาและประสบผลกำไร (profitable) จากการประกอบธุรกิจหรือผลกำไรอาจ

เป็นศูนย์ (breaking even) ดังนั้นองค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนอาจเข้ามาร่วมเงินลงทุนในช่วงเวลาดังกล่าวนี้ได้ (third – stage financing หรือ mezzanine financing) ซึ่งเงินทุนดังกล่าวนี้โดยมากจะใช้เพื่อการขยายส่วนต่อหรือเพิ่มเติมการผลิตสินค้าและการให้บริการ การตลาด (marketing) เงินทุนหมุนเวียน (working capital) หรือการพัฒนาผลิตภัณฑ์เพิ่มเติม (additional product development)

และเมื่อกิจการขยายตัวในระดับหนึ่ง กิจการอาจมีความต้องการทางการเงินเนื่องจากความคับเคี่ยวทางการเงิน (bridge financing) บางประการ ซึ่งการเข้าร่วมลงทุนในช่วงเวลาดังกล่าวนี้เป็นการให้ความช่วยเหลือทางการเงินในช่วงระยะเวลาดสั้นๆ เพื่อช่วยเหลือบริษัท โดยบริษัทที่อาจรับความช่วยเหลือดังกล่าวอาจเป็นบริษัทที่มีความประสงค์จะขายหุ้นเป็นการทั่วไปต่อประชาชนครั้งแรก (initial public offering) ซึ่งมักจะได้รับเงินกลับคืนภายหลังจากที่ได้ขายหุ้นดังกล่าวเรียบร้อยแล้ว หรืออาจเป็นบริษัทที่มีอสังหาริมทรัพย์เป็นส่วนประกอบหลักในงบการเงินโดยธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะให้ความช่วยเหลือทางการเงินเมื่ออสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวอยู่ในระหว่างการพัฒนาและอยู่ในระหว่างการครอบครองเนื่องจากการเช่าเพียงชั่วคราวก่อนที่จะได้รับกรรมสิทธิ์ถาวรในอนาคต (stabilized occupancy) กล่าวโดยสรุปกิจการประเภทนี้เป็นกิจการที่มีการเจริญเติบโตอยู่แล้วแต่มีความต้องการเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้นเพื่อให้เงินแก่ค่าใช้จ่ายทางการเงินที่เพิ่มขึ้น (high cash burn rate) เนื่องจากเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่งข้างต้น

(3) การเข้าร่วมลงทุนเพื่อการรับโอนกิจการและเพื่อการขายกิจการ (acquisition financing or leveraged buyout financing)

การเข้าร่วมลงทุนในช่วงนี้มีลักษณะคล้ายกับการเข้าร่วมลงทุนในช่วงเริ่มต้นประกอบกิจการ เพราะจะเป็นการเข้าร่วมลงทุนกับกิจการที่มีความประสงค์จะรับโอนกิจการทั้งหมดหรือแต่บางส่วนจากผู้ประกอบธุรกิจรายเดิม นอกจากนี้การลงทุนในช่วงเวลาดังกล่าวนี้ยังอาจเป็นการเข้าร่วมลงทุนกับบริษัทที่มีความประสงค์จะซื้อทรัพย์สินมาจากบริษัทอื่นโดยมิได้ต้องการซื้อหรือรับโอนกิจการทั้งหมดหรือแต่บางส่วน เพื่อนำทรัพย์สินดังกล่าวมาใช้ในการสายการผลิต (product line) หรือธุรกิจเดิมของกิจการตนเอง

2.1.3.2 จำแนกประเภทตามองค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุน

ในปัจจุบันอุตสาหกรรมธุรกิจเงินร่วมลงทุนอาจแบ่งองค์กรออกได้เป็น 4 ลักษณะ ทั้งนี้ตัวแปรต้นที่สำคัญของการแบ่งประเภทดังกล่าวนี้คือบริบททางกฎหมายของแต่ละประเทศซึ่งมีความแตกต่างกัน รายละเอียดมีดังนี้

(ก) ห้างหุ้นส่วนจำกัดเอกชน (private limited partnerships)

องค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนประเภทนี้มีมากกว่าประเภทอื่นๆ โดยเงินลงทุนของห้างหุ้นส่วนอาจมีปริมาณมากหรือน้อยก็ได้ และอาจมีที่มาของแหล่งเงินทุนจากกองทุนบำเหน็จบำนาญ (pension fund) กองทุนการกุศลมหาวิทยาลัย (university endowments) กองทุนมูลนิธิขนาดใหญ่ (large foundation) บริษัทประกันภัย (insurance company) บริษัท (corporation) หรือ บุคคลธรรมดาผู้มั่งคั่ง (wealthy individual) ผู้จัดการของห้างหุ้นส่วนจำกัดจะเป็นหุ้นส่วนทั่วไป (general partners) และผู้ลงทุนจะเป็นหุ้นส่วนประเภทจำกัดความรับผิด (limited partners) โดยผู้เป็นหุ้นส่วนประเภทจำกัดความรับผิดมีข้อตกลงที่จะช่วยออกเงินลงทุนเป็นเวลาไม่น้อยกว่า 2 – 3 ปีและตกอยู่ในฐานะการเป็นนักลงทุนที่ไม่มีบทบาทในการบริหารจัดการการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจ (passive investors) และห้างหุ้นส่วนอยู่ในสภาพที่จะต้องทำการเลิกห้างและชำระบัญชีหลังจากดำเนินกิจการมาได้เป็นระยะเวลา 8 – 10 ปี

หุ้นส่วนทั่วไปมีหน้าที่ในการบริหารจัดการและการดำเนินกิจการของห้างหุ้นส่วน ตลอดจนการหาแหล่งลงทุน ซึ่งจะดำเนินการลงทุนในนามของห้างหุ้นส่วนหรือในฐานะผู้แทนของห้างหุ้นส่วน ดังนั้นการหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนประเภทนี้จึงต้องมีการทำข้อตกลงกับหุ้นส่วนทั่วไป สำหรับองค์กรธุรกิจประเภทห้างหุ้นส่วนจำกัดเอกชนนี้มีปริมาณองค์กรมากกว่าสองพันองค์กรในประเทศสหรัฐอเมริกาและมีจำนวนมากกว่านั้นในภาคพื้นทวีปยุโรปและทวีปเอเชีย โดยมีปริมาณเงินลงทุนทั่วทั้งโลกโดยรวมมากกว่า 1 แสนล้านเหรียญสหรัฐ²⁰

สิ่งสำคัญประการหนึ่งขององค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนประเภทนี้คืออายุการดำรงสภาพความเป็นหุ้นส่วนจำกัดมีกำหนดระยะเวลาและโดยมากห้างหุ้นส่วนมักเลิกห้างและเสร็จชำระบัญชีภายในระยะเวลา 10 ปีหรือน้อยกว่านั้น ดังนั้นเงินทุนที่ได้รับจากองค์กรธุรกิจประเภทนี้

²⁰ David Gladstone and Laura Gladstone, Venture Capital Handbook, (New Jersey: 2002 Prentice Hall PTR, 2002), p.9.

จึงเป็นเพียงการให้ใช้เงินทุนเพียงชั่วคราวเท่านั้น และเมื่อกิจการประสบผลสำเร็จจากการประกอบกิจการ ห้างหุ้นส่วนก็จะเรียกเงินทุนดังกล่าวกลับคืนมา กิจการซึ่งได้รับเงินทุนจากองค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนประเภทนี้จึงต้องมีการวางแผนการประกอบธุรกิจให้มีการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วและเตรียมพร้อมที่จะมีการคืนเงินทุนและผลกำไรให้แก่ห้างหุ้นส่วน

(2) กองทุนการซื้อขายภาคมหาชน (publicly traded funds)

องค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนประเภทดังกล่าวนี้มีเพียงเล็กน้อยเท่านั้น อีกทั้งยังเป็นองค์กรที่มีแหล่งเงินทุนปริมาณเล็กน้อย บางครั้งองค์กรประเภทดังกล่าวนี้อาจเรียกว่า กองทุนบ่มเพาะธุรกิจ (incubator fund) ทั้งนี้เพราะองค์กรธุรกิจประเภทนี้มักให้ความช่วยเหลือกิจการขนาดย่อมและให้ความช่วยเหลือทางด้านการบริหารจัดการ โดยองค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนประเภทกองทุนมีปริมาณเงินทุนทั่วทั้งโลกโดยรวมประมาณ 1 พันล้านเหรียญสหรัฐเท่านั้น

สำหรับประเทศไทยนั้นธุรกิจเงินร่วมลงทุนแบบกองทุน เป็นธุรกิจเงินร่วมลงทุนที่แยกกันระหว่างกองทุนกับผู้บริหารกองทุน โดยที่ผู้บริหารกองทุนหนึ่งรายสามารถที่จะบริหารกองทุนได้หลายๆ กองทุนในเวลาเดียวกันและกองทุนส่วนใหญ่จะมีอายุกองทุนประมาณ 10 ปี ซึ่งตัวกองทุนเองอาจจะถูกจัดขึ้นเป็นห้างหุ้นส่วนจำกัดโดยมีหุ้นส่วนบริหารเป็นอีกนิติบุคคลหนึ่งมาบริหารกองทุน หรืออาจถูกจัดขึ้นเป็นบริษัทจำกัดโดยมีผู้บริหารกองทุนเป็นบริษัทจำกัดแยกอีกบริษัทหนึ่ง²¹ ซึ่งผู้เขียนจะได้กล่าวโดยละเอียดในบทที่ 4

(3) ธุรกิจเงินร่วมลงทุนในเครือองค์กรธุรกิจ (corporate venture capital)

องค์กรธุรกิจประเภทนี้มีสารพัดทะลึ่งเคียงกับองค์กรธุรกิจประเภทห้างหุ้นส่วนจำกัด โดยทั่วไปมักถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อความช่วยเหลือแผนงานทางธุรกิจที่มีความเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัท บางครั้งอาจถือว่าเป็น “หน้าต่าง” ทางเทคโนโลยีของบริษัท²² บริษัทยักษ์ใหญ่ทางเทคโนโลยีจำนวนมากมักมีการจัดตั้งธุรกิจเงินร่วมลงทุนในเครือ (VC arm) เพื่อช่วยในการดำเนินกิจการหรือการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งอาจมีการตั้งชื่อบริษัทแตกต่างออกไป แต่ทั้งนี้ก็

²¹ สมาคมไทยผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุน, “ความหมายของธุรกิจเงินร่วมลงทุน,” http://www.venturecapital.or.th/th_meanventurecapital.htm, สิงหาคม 2551.

²² Oren Fuerst and Uri Geiger, *supra* note 19, p.226.

เพื่อการดำเนินธุรกิจของบริษัท อาทิเช่น Google Inc. ซึ่งได้มีความพยายามจัดตั้งธุรกิจเงินร่วมลงทุนในเครือเช่นเดียวกันกับ Intel Corp. บริษัทยักษ์ใหญ่ผู้นำด้านการผลิตอุปกรณ์กึ่งตัวนำ (semiconductor) จำพวกทรานซิสเตอร์และแผงวงจรรวมในคอมพิวเตอร์ซึ่งประสบความสำเร็จจากการจัดตั้งธุรกิจเงินร่วมลงทุนในเครือมาแล้วเป็นเวลานานหลายปี ได้แก่ Motorola Inc. หรือ Comcast Corp. เป็นต้น หรือ ในด้านอุตสาหกรรมเครือข่ายอินเทอร์เน็ตเช่น บริษัท Steamboat Ventures ซึ่งเป็นบริษัทธุรกิจเงินร่วมลงทุนในเครือของ Walt Disney Co. ได้มีการลงทุนเพื่อพัฒนาและก่อตั้งกิจการต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับเว็บไซต์จนในที่สุดมีการจัดตั้ง Amazon.com Inc. และกิจการอื่นๆ อีกเป็นจำนวนมาก²³

นอกจากนี้แล้วธุรกิจเงินร่วมลงทุนประเภทดังกล่าวนี้อาจปรากฏให้เห็นในกิจการการธนาคารโดยเป็นส่วนหนึ่งของบริษัทในเครือธนาคารใหญ่ สินทรัพย์โดยส่วนใหญ่ของธนาคารจะถูกควบคุมโดยธนาคารหลัก (major banks) บริษัทเงินร่วมลงทุนของการธนาคารมีบทบาทในการจัดซื้อบริษัท (buy-outs) เริ่มต้นจัดตั้งกิจการ (start up) หรือเพื่อความเจริญเติบโตทางธุรกิจ (growing business)²⁴

สำหรับปริมาณเงินทุนทั่วทั้งโลกขององค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุนประเภทนี้มีความยากลำบากต่อการรวบรวมหาปริมาณที่แน่นอน ทั้งนี้เพราะบริษัทอาจกันทุนไว้เป็นเงินสำรองของบริษัทหรืออาจนำเงินเข้าไปลงทุนในกิจการใดๆ ก็ได้

(4) ผู้ลงทุนผู้มั่งคั่ง²⁵ หรือผู้ลงทุนขั้นต้น (angel investors หรือ business angels)

เป็นผู้ลงทุนซึ่งลงทุนเงินเริ่มต้น (seeds money) ให้กับเจ้าของกิจการเพื่อไปเริ่มกิจการ²⁶ ผู้ให้ความสนับสนุนทางการเงินมักเป็นผู้มีความมั่งคั่งทางการเงิน ซึ่งการให้ความสนับสนุนทางการเงินลงทุนหรือไม่ยอมขึ้นอยู่กับความสมัครใจของตัวนักลงทุนผู้มั่งคั่งเอง

²³ Jessica E. Vascellaro, "Google to Extend Reach with Venture-Capital Arm", <http://online.wsj.com/article/SB121747323523899779.html>, 31 July 2008.

²⁴ David Gladstone and Laura Gladstone, *supra* note 20, p.13

²⁵ นักธุรกิจบางท่านเรียกว่า นักลงทุนเทวดา

²⁶ สมาคมไทยผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุน, อ้างแล้ว เชิงอรรถที่ 17.

2.2 วงจรการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน

โดยทั่วไปขั้นตอนหลักของการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนมีหลักเกณฑ์ดังนี้

2.2.1 กลยุทธ์การลงทุน (investment strategy)

กลยุทธ์การลงทุนเป็นหัวใจของธุรกิจเงินร่วมลงทุน โดยจะแสดงจุดเน้นของธุรกิจเงินร่วมลงทุน ซึ่งอาจกำหนดในรูปแบบของประเภทอุตสาหกรรมที่เป็นเป้าหมายของธุรกิจเงินร่วมลงทุน สัดส่วนการลงทุนในแต่ละช่วงวงจรธุรกิจ ขนาดการลงทุนในแต่ละกิจการ หรือพื้นที่เป้าหมายทางภูมิศาสตร์ของธุรกิจเงินร่วมลงทุน กลยุทธ์หรือนโยบายการลงทุนของนักลงทุนจะบ่งบอกถึงเป้าหมายวัตถุประสงค์ที่ธุรกิจเงินร่วมลงทุนต้องการให้เกิดขึ้น กลยุทธ์การลงทุนดังกล่าวสามารถยืดหยุ่นได้ เพื่อให้ผู้จัดการกองทุนสามารถเก็บเกี่ยวความได้เปรียบจากโอกาส ซึ่งเกิดขึ้นตามการเปลี่ยนแปลงของตลาด²⁷ ดังนั้นในการนำกลยุทธ์การลงทุนสู่การปฏิบัติให้เกิดผลสำเร็จ ผู้จัดการธุรกิจเงินร่วมลงทุนต้องมีประสบการณ์ที่ดี และมีวินัยในการลงทุน การบริหารการลงทุนของธุรกิจเงินร่วมลงทุนจึงต้องสะท้อนปรัชญาและวัตถุประสงค์ของธุรกิจเงินร่วมลงทุน

2.2.2 การค้นหาโครงการลงทุน (deal flow generation)

การแสวงหาธุรกิจที่จะเข้าร่วมลงทุน ธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะต้องใช้ความพยายามด้านการตลาดในการเข้าสู่กลุ่มเป้าหมายของธุรกิจ และสร้างความสัมพันธ์ทางธุรกิจ การค้นหากิจการที่ดีเป็นงานที่ยาก แหล่งข้อมูลที่สำคัญที่อาจช่วยให้ธุรกิจเงินร่วมลงทุนค้นหาเพื่อให้ได้กิจการที่ดีมีหลายแหล่ง อาทิเช่น องค์กรหรือธุรกิจที่ให้บริการแก่กลุ่มเป้าหมายของกองทุนธนาคารเพื่อการลงทุน บริษัทที่ปรึกษาการลงทุน หน่วยงานพัฒนาด้านเศรษฐกิจ สมาคมต่างๆ ด้านธุรกิจและอุตสาหกรรม เป็นต้น²⁸ การค้นหาธุรกิจที่จะลงทุนในเชิงรุก (pro-active searching) โดยเข้าถึง

²⁷ Rupert Pearce, Raising Venture Capital, (New Jersey: Wiley Finance, 2006), p.35.

²⁸ David Gladstone and Laura Gladstone, *supra note 20*, p.49.

กลุ่มเป้าหมายโดยตรงของธุรกิจเงินร่วมลงทุนเป็นกลยุทธ์สำคัญที่จะได้มาซึ่งกิจการที่มีศักยภาพ และเป็นการสร้างโอกาสใหม่ๆ ที่จะช่วยอำนวยความสะดวกให้แก่ธุรกิจเงินร่วมลงทุน²⁹

ในการสร้างสัมพันธ์กับผู้ประกอบการ ธุรกิจเงินร่วมลงทุนต้องแสดงตัวให้เป็นที่รู้จัก ในฐานะที่เป็นแหล่งเงินทุนที่น่าสนใจของกลุ่มธุรกิจที่เป็นเป้าหมาย ซึ่งอาจมีวิธีการสื่อที่ใช้ได้หลายรูปแบบ เช่น การส่งจดหมายข่าวให้กลุ่มเป้าหมายตีพิมพ์บทความในวารสารเกี่ยวกับการค้า และการลงทุน การใช้อุปกรณ์ทางอิเล็กทรอนิกส์ในการติดต่อลูกค้าที่ผู้ประกอบการเองมีการติดต่อกับเป็นประจำ ดังนั้นธุรกิจเงินร่วมลงทุนจึงต้องติดต่อกับลูกค้าของกิจการเป็นจำนวนมากในการที่จะได้มาซึ่งเป้าหมายที่จะเข้าร่วมลงทุนในแต่ละกิจการ³⁰ อาทิเช่น Edison Venture Capital Fund ซึ่งเป็นกองทุนเงินร่วมลงทุนรายหนึ่งของประเทศสหรัฐอเมริกา มีฐานข้อมูลลูกค้า (database) ถึง 25,000 ราย และทุกๆ ปีจะติดต่อสัมพันธ์กับลูกค้าไม่น้อยกว่า 4,000 ราย ทั้งโดยการส่งข่าวสารทางไปรษณีย์ โทรศัพท์ หรือจัดสัมมนา รวมถึงมีการหาลูกค้าใหม่เป็นจำนวนไม่น้อยกว่า 300 รายในแต่ละปี มีการทำการวิเคราะห์กิจการ (due diligence) ปีละประมาณ 50 ราย เพื่อให้สามารถเข้าร่วมลงทุนได้จำนวน 8-12 รายตามเป้าหมายกลยุทธ์การลงทุน³¹

2.2.3 การกลั่นกรองโครงการลงทุน (screening)

วัตถุประสงค์สำคัญของการกลั่นกรองโครงการลงทุนในเบื้องต้น เพื่อให้การใช้ทรัพยากรของผู้จัดการธุรกิจเงินร่วมลงทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพทั้งในแง่บุคลากรและค่าใช้จ่าย โดยผู้จัดการธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะพิจารณาเพื่อจำแนกธุรกิจที่ติดต่อกับคร่าวๆ ในเบื้องต้น และพิจารณาจากโอกาสของธุรกิจ ปัจจัยที่เป็นความเสี่ยงและผลตอบแทนของธุรกิจ

ประเด็นสำคัญที่จะใช้พิจารณาในการกลั่นกรองโครงการเบื้องต้น คือ ความสอดคล้องของธุรกิจกับนโยบายการลงทุนหรือกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุน เช่น พิจารณาว่าเป็นอุตสาหกรรมที่กำหนดไว้ในกลยุทธ์การลงทุนซึ่งอยู่ในช่วงวงจรของธุรกิจใดหรืออยู่ในพื้นที่ใด

สิ่งสำคัญที่สุดของการกลั่นกรองเบื้องต้น ควรสามารถบอกได้ถึงศักยภาพของโครงการที่ธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะเข้าร่วมลงทุนด้วย ได้แก่ คุณสมบัติหรือคุณภาพของทีมผู้บริหาร

²⁹ Rupert Pearce, *supra* note 27, p.38.

³⁰ *Ibid.*

³¹ *Ibid.* p.46.

กิจการ ซึ่งอาจดูจากความสำเร็จในอดีตความสามารถของกิจการในการเติบโต และประวัติผลการสร้างกำไรตลอดจนโอกาสที่จะออกตัวจากการลงทุน (exit) โดยมีผลตอบแทนที่ดี³²

2.2.4 การวิเคราะห์กิจการ (due diligence)

เมื่อกิจการใดผ่านการกลั่นกรองเบื้องต้นแล้วจึงจัดเป็นกลุ่มเป้าหมายของการลงทุนที่มีความเป็นไปได้ของธุรกิจเงินร่วมลงทุน ผู้จัดการธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะวางแผนการเข้าทำการวิเคราะห์กิจการ (due diligence) โดยกำหนดประเด็นที่จะวิเคราะห์และตรวจสอบ กำหนดเวลาการตรวจสอบในแต่ละประเด็น ตลอดจนบุคคลากรที่จะรับผิดชอบ โดยทั่วไปการทำการวิเคราะห์กิจการสำหรับแต่ละกิจการ อาจใช้เวลาตั้งแต่ 1-12 สัปดาห์ แตกต่างกันตามความซับซ้อนของกิจการ และจำนวนผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง (partners) ในธุรกิจ

กระบวนการวิเคราะห์กิจการนอกจากจะช่วยให้ผู้บริหารธุรกิจเงินร่วมลงทุนมีความเข้าใจเกี่ยวกับโครงสร้างหรือรูปแบบการทำธุรกิจของกิจการ (business model) และปัจจัยความเสี่ยงที่สำคัญของธุรกิจแล้ว ยังเป็นโอกาสที่จะสร้างความสัมพันธ์อันดีและความเข้าใจร่วมกันกับกลุ่มผู้บริหารกิจการด้วย ซึ่งเป็นประเด็นสำคัญในการทำธุรกิจเงินร่วมลงทุน เนื่องจากทั้งผู้จัดการกองทุน และผู้บริหารกิจการจะต้องทำงานร่วมกันต่อไปในระยะข้างหน้าอีกไม่น้อยกว่า 3-6 ปี ดังนั้นทั้งสองฝ่ายจึงควรมีความมั่นใจว่าจะสามารถร่วมงานกันได้ มีเป้าหมายสำคัญที่คาดหวังร่วมกัน คือ การพัฒนากิจการให้มีความเติบโต³³

การทำการวิเคราะห์กิจการมีขั้นตอนที่เกี่ยวข้องกับกิจการหลายประการ ได้แก่³⁴

(1) การสัมภาษณ์ผู้บริหารกิจการ ผู้จัดทำกรวิเคราะห์กิจการ จำเป็นต้องเข้าพบปะกิจการที่จะเข้าร่วมลงทุนหลายครั้งเพื่อสัมภาษณ์พนักงานในตำแหน่งสำคัญๆ ศึกษาศักยภาพอุปสรรค และวัฒนธรรมองค์กรโดยรวมของกิจการ เรียนรู้ขีดความสามารถ เป้าหมายการทำงาน และความรับผิดชอบของผู้บริหารแต่ละคน ตลอดจนโครงสร้างการตัดสินใจของกิจการ

(2) การศึกษาลูกค้าของกิจการ เพื่อเข้าใจถึงศักยภาพของผลิตภัณฑ์ ผู้จัดทำกรวิเคราะห์กิจการ ควรสัมภาษณ์ข้อมูลจากลูกค้า เพื่อทราบทัศนคติและความพึงพอใจที่มีต่อสินค้าของกิจการ เหตุผลและรูปแบบตัดสินใจซื้อสินค้า การเปรียบเทียบกับสินค้าคู่แข่ง คำถามที่ใช้

³² *Ibid.* p.49.

³³ David Gladstone and Laura Gladstone, *supra* note 20, p.53.

³⁴ *Ibid.* p.53.

มักจะเป็นคำถามปลายเปิด เพื่อให้ลูกค้าของกิจการได้ตอบอย่างเป็นอิสระ การตอบกลับของลูกค้าเกี่ยวกับกิจการและสินค้าของกิจการเป็นข้อมูลสำคัญสำหรับผู้บริหารธุรกิจเงินร่วมลงทุนในการประเมินโอกาสทางการตลาดของผลิตภัณฑ์

(3) การวิเคราะห์โดยผู้เชี่ยวชาญภายนอก (third party analysis) โดยเฉพาะในประเด็นเกี่ยวกับการตลาดและเทคโนโลยี ซึ่งผู้เชี่ยวชาญอิสระมีความรู้และประสบการณ์มากกว่าเพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของธุรกิจเงินร่วมลงทุน

(4) การสัมภาษณ์ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับกิจการ เช่น ผู้จัดหาวัตถุดิบ (supplier)

(5) การศึกษาข้อมูลจากงานแสดงสินค้าต่างๆ เพื่อศึกษาแนวโน้มของตลาดสินค้าประเภทนั้น ศึกษาผู้นำตลาด ประเมินสถานะภาพการแข่งขัน

(6) การตรวจสอบข้อมูลด้านการเงินและข้อมูลสมมุติฐานในการประมาณการทางการเงินของกิจการ ผู้จัดการธุรกิจเงินร่วมลงทุนควรตรวจสอบข้อมูลโดยเปรียบเทียบกับ ผลิตภัณฑ์รูปแบบการขาย และกิจการอื่นในอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน และควรสร้างแบบจำลองในการประเมินข้อมูลทางการเงิน เพื่อโอกาสในการวิเคราะห์กิจการที่มีความสมบูรณ์มากขึ้น

(7) การตรวจสอบประเด็นทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับกิจการ เช่น ประเด็นกฎหมายด้านลิขสิทธิ์ หรือประเด็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับหนี้สินของกิจการที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต

(8) การตรวจสอบระบบและรูปแบบการติดต่อสื่อสารของกิจการ โดยตรวจสอบวิธีการบันทึกและรายงานกิจกรรม เหตุการณ์ ตลอดจนการประชุมต่างๆ ให้มีความครบถ้วนชัดเจน ทุกครั้งที่มีการติดต่อสื่อสารกับกิจการ

เมื่อผ่านการวิเคราะห์กิจการเสร็จสิ้นแล้วจะทำให้ผู้บริหารธุรกิจเงินร่วมลงทุนมีความเข้าใจเกี่ยวกับเนื้อหาทางเศรษฐกิจมากขึ้นเพื่อประกอบการตัดสินใจร่วมลงทุน³⁵ เช่น

คุณภาพของทีมบริหารกิจการ ซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญที่สุดสำหรับความสำเร็จของธุรกิจ ในแง่มุมของการบริหารจัดการ ผู้จัดการธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะพิจารณาตั้งแต่ความสอดคล้องของเป้าหมายการบริหารกิจการของธุรกิจกับเป้าหมายของกิจการเงินร่วมลงทุน ประสิทธิภาพของผู้จัดการ ความล้มเหลวและความสำเร็จในอดีตที่จะมีผลต่อหน้าที่ความรับผิดชอบปัจจุบัน คุณสมบัตินักเป็นผู้ประกอบการ ชีตความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ ตลอดจนฐานะความสัมพันธ์ในกิจการ

ผลิตภัณฑ์หรือบริการที่กิจการนั้นผลิต ซึ่งจะเป็นตัวบ่งชี้ความสามารถในการเติบโตของบริษัท ความสามารถในการทำกำไรโดยพิจารณาในประเด็นของวงจรธุรกิจในประเภทนั้น

³⁵ Rupert Pearce, *supra* note 27, p.156.

เทคโนโลยีหรือวิทยาศาสตร์เฉพาะด้านในการผลิต การตั้งราคา และกลยุทธ์การตลาด
ความสามารถและแผนการพัฒนาผลิตภัณฑ์

การตลาดของกิจการ หลังจากผ่านกระบวนการวิเคราะห์กิจการแล้ว ผู้บริหารธุรกิจ
เงินร่วมลงทุนจะทราบถึงขนาดของการตลาด ยอดขายและอัตราการเติบโต ลูกค้านักค้าของกิจการ คู่
แข่งขันสำคัญๆของกิจการ จุดแข็งของคู่แข่งและกลยุทธ์ของกิจการในการแข่งขันตลอดจนช่องทางการ
การนำสินค้าสู่มือผู้บริโภค ความได้เปรียบเสียเปรียบของกิจการในตลาดการแข่งขัน

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลและสถานะทางการเงิน การวิเคราะห์ผลการประมาณทาง
การเงินของกิจการ ความสมเหตุสมผลของแบบจำลองทางการเงินที่ใช้ ทั้งนี้เพื่อให้ผู้บริหาร
ธุรกิจเงินร่วมลงทุนพิจารณาถึงความเป็นไปได้ของแผนธุรกิจของกิจการ

ความเหมาะสมของเทคโนโลยีที่ใช้ขีดความสามารถในการจัดหาและการใช้
ประโยชน์เทคโนโลยี ความเสี่ยงที่อาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยี ซึ่งจะสัมพันธ์กับ
ความต้องการเม็ดเงินลงทุนเพิ่มในอนาคต

รายละเอียดเงื่อนไขที่เหมาะสมในการเข้าร่วมลงทุนการคาดการณ์แนวโน้มในอนาคต
เป็นข้อมูลสำคัญในการพิจารณาว่าจะเข้าร่วมลงทุนในช่วงไหน เป็นระยะเวลาเท่าใด

การพิจารณาประเด็นอื่นที่เกี่ยวข้อง เช่น องค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัท
พนักงานบริษัทและสถาบันหรือบุคคลที่มีบทบาทที่สามารถกระทบสถานะทางการเงินของบริษัท
 เป็นต้น

2.2.5 การตีราคาทรัพย์สิน (valuation)

เป็นเรื่องที่จะพิจารณาและตกลงกันในกระบวนการทำการวิเคราะห์กิจการ มีวิธีการตี
ราคาทรัพย์สินหลายประการที่สามารถนำมาใช้ในการกำหนดราคาหุ้นของกิจการ อาทิ public
stock discount, rat of return hurdles without a time value commence, cash-on-cash
objective แต่ธุรกิจเงินร่วมลงทุนโดยทั่วไปนิยมใช้วิธีการตีราคาทรัพย์สิน 2 แบบ คือ comparable
companies และ multiples scenario

ในการตีราคาทรัพย์สิน เพื่อกำหนดราคาซื้อหุ้นของกิจการมีประเด็นที่ต้องพิจารณาร่วมกันหลายประการ ได้แก่ ผลตอบแทนที่คาดการณ์ในอนาคตของกองทุนซึ่งอาจจะการคำนวณ

แบบอัตราผลตอบแทนภายใน (internal rate of return) การประเมินความเสี่ยงของการขาดทุน นอกจากนี้ยังอาจมีเหตุการณ์ที่มีผลต่อการตีราคาทรัพย์สินของกิจการ ประกอบด้วย³⁶

- วงจรธุรกิจของกิจการ (early stage หรือ expansion)
- การตีราคาทรัพย์สินของอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน
- ประวัติทางการเงินของกิจการ การเติบโตและความสามารถในการทำกำไร
- ทางออกของเงินลงทุน (equality of the investment)
- ขนาดบทบาทของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในการบริหารกิจการ

ในธุรกิจประเภทนี้จะมีการสร้างตัวคูณของธุรกิจ (industry multiple) ขึ้นเพื่อเป็นการตีราคาทรัพย์สิน ซึ่งโดยทั่วไปจะใช้ตัวคูณที่มีพื้นฐานจากรายได้ของกิจการ และมีปัจจัยต่างๆ ซึ่งมีผลกระทบต่อการตีราคาทรัพย์สิน เช่น แนวโน้มตลาด การแข่งขันจากนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นรายอื่น ขั้นตอนการเติบโตของกิจการ ตลอดจนความสอดคล้องกับราคารับซื้อของบริษัทมหาชนที่ซื้อขายในตลาด

2.2.6 โครงสร้างการลงทุน (investment structure)

การเข้าร่วมลงทุนในกิจการใดกิจการหนึ่งเป็นเวลาค่อนข้างยาว (3-6 ปี) จำเป็นต้องมีข้อตกลงที่ชัดเจนมีผลตามกฎหมาย การเจรจาเงื่อนไขการเข้าร่วมลงทุน การจัดทำข้อตกลงหรือสัญญาการเข้าร่วมลงทุน เป็นขั้นตอนหลังทำการวิเคราะห์โครงการและตัดสินใจที่จะเข้าร่วมลงทุนแล้ว สำคัญสำคัญของข้อตกลง ได้แก่³⁷

- สิทธิและหน้าที่ของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง เช่น สิทธิของผู้ลงทุนในการยับยั้งการจ่ายเงินตอบแทน เงินรางวัล หรือเงินให้กู้ยืมแก่ผู้บริหารกิจการ สิทธิในการรับรู้หรือยับยั้งการได้มาหรือขายไปซึ่งทรัพย์สินของกิจการ การตรวจสอบบัญชีของกิจการ หรือการนำหุ้นของกิจการเข้าจดทะเบียนรับหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์
- จำนวนเงินร่วมลงทุนและระยะเวลาการเข้าร่วมลงทุน
- นโยบายการจ่ายเงินปันผล
- องค์ประกอบและความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท
- ระบบรายงานฐานะกิจการต่อผู้ถือหุ้น

³⁶ Ibid. p.179.

³⁷ Ibid. p.179.

- แผนการถอนตัวจากการร่วมลงทุน (exit)
- สิทธิในการซื้อขายหุ้นล่วงหน้า
- ประเภทของกิจกรรมที่ต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ร่วมทุน เช่น สัญญาว่าจ้างผู้บริหาร รายงานการตรวจบัญชี การซื้อขายทรัพย์สินสำคัญ การก่อกวนร้ายการสำคัญและการเปลี่ยนแปลงแผนการดำเนินงาน

ทั้งนี้เนื่องจากธุรกิจเงินร่วมลงทุนเป็นธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูง จึงต้องการได้รับผลตอบแทนมากพอที่จะครอบคลุมความเสี่ยง ผู้จัดการธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะบริหารความเสี่ยงโดยการเลือกลงทุนเฉพาะกิจการที่ตรงกับนโยบายการลงทุน ซึ่ง ผ่านการวิเคราะห์กิจการอย่างรอบคอบแล้วเท่านั้น การที่ธุรกิจเงินร่วมลงทุนตัดสินใจไม่ลงทุนในกิจการใดกิจการหนึ่งไม่ได้หมายความว่ากิจการนั้นไม่ดีหรือไม่มีความน่าเชื่อถือเพียงแต่อาจไม่สอดคล้องกับนโยบายการลงทุนของกองทุนนั้นๆ

2.2.7 การกำกับดูแลกิจการที่เข้าร่วมลงทุน (post investment management)

ประกอบด้วยกิจกรรมหลัก 2 ส่วน คือการกำกับดูแลกิจการที่นักลงทุนเข้าไปร่วมลงทุน (monitoring) และการสนับสนุนช่วยเหลือพัฒนากิจการ (value added support) ธุรกิจเงินร่วมลงทุนเปรียบเสมือนพันธมิตรทางธุรกิจ ที่ร่วมหัวจมท้ายกับกิจการทั้งร่วมรับความเสี่ยงจากความล้มเหลวและร่วมรับรางวัลจากผลสำเร็จของกิจการ ถึงแม้ว่าธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะไม่เข้าไปก้าวล่วงการบริหารกิจการประจำวัน แต่จะให้ความสนใจและต้องการมีส่วนร่วมในการวางทิศทางและยุทธศาสตร์การดำเนินธุรกิจขององค์กร ตลอดจนให้คำแนะนำต่างๆ โดยอาศัยความรู้และประสบการณ์ซึ่งได้เกี่ยวข้องกับกิจการอื่นๆที่หลากหลาย นอกจากนี้ธุรกิจเงินร่วมลงทุนยังมีเครือข่ายความสัมพันธ์ที่กว้างขวาง สามารถให้คำแนะนำที่มีค่าแก่กิจการได้ เช่น การสรรหานักลงทุนที่มีคุณภาพ การติดต่อกับตลาดในระดับนานาชาติ การสร้างพันธมิตรธุรกิจกับกิจการอื่นที่เป็นประโยชน์ ตลอดจนการระดมทุนเพื่อเติมจากแหล่งอื่นๆ³⁸

โดยทั่วไปแล้วธุรกิจเงินร่วมลงทุนต้องการที่จะมีส่วนร่วมในการตัดสินใจในเรื่องสำคัญของกิจการ เช่น การเปลี่ยนผลิตภัณฑ์หลัก การเปลี่ยนกลยุทธ์การตลาดหรือการปรับเปลี่ยนเป้าหมายของกิจการ ดังนั้นธุรกิจเงินร่วมลงทุนจึงมักกำหนดเงื่อนไขในการส่งผู้แทนเข้าร่วมไปเป็นกรรมการของกิจการ

³⁸ David Gladstone and Laura Gladstone, *supra* note 20, p.213.

2.2.8 การถอนตัวจากการเข้าร่วมลงทุน (exit)

เนื่องจากการลงทุนของธุรกิจเงินร่วมลงทุน ไม่ได้มีจุดหมายในการเข้าเป็นเจ้าของหรือควบคุมกิจการแต่เป็นธุรกิจการจัดหาเงินทุน ดังนั้นโอกาสที่จะถอนตัว (exit) จากธุรกิจที่ร่วมลงทุนจึงเป็นปัจจัยที่สำคัญในการตัดสินใจเข้าร่วมลงทุนในกิจการใดกิจการหนึ่ง

ปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจถอนตัวจากการร่วมลงทุน (exit) คือ การเลือกระยะเวลาที่เหมาะสมและการเลือกวิธีการถอนตัวที่เหมาะสม โดยทั่วไปธุรกิจเงินร่วมลงทุนมักวางเป้าหมายการถอนตัวไว้ที่การเสนอขายหุ้นให้แก่ประชาชนทั่วไปโดยผ่านตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในทางปฏิบัติธุรกิจที่สามารถเสนอขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ได้มีจำนวนน้อยกว่าที่คาดหวัง ดังนั้นเพื่อให้การถอนตัวจากการลงทุนเป็นไปตามความคาดหวังและไม่เป็นภาระ ธุรกิจเงินร่วมลงทุนที่ประสบความสำเร็จจึงมักจะวางแผนการถอนตัว (exit) ในลักษณะ pro-active คือ มีการกำหนดทางเลือกและแผนสำหรับการถอนตัว ตั้งแต่วันแรกของการเข้าร่วมลงทุน ปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่อการถอนตัวของธุรกิจเงินร่วมลงทุน อาจแบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือปัจจัยภายนอกกิจการ เช่น ภาวะซบเซาของตลาดหลักทรัพย์ การขาดแคลนผู้ซื้อประเภทสถาบันในตลาดซึ่งเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ต่อประชาชนครั้งแรก (initial public offering) หรือปัจจัยภายในกิจการ ได้แก่ การวิเคราะห์กิจการ (due diligence) ที่คลาดเคลื่อนทำให้เกิดผลเสียหายต่อการลงทุน หรือผลตอบแทนไม่เป็นไปตามความคาดหวังธุรกิจมีผลประกอบการไม่ดี การขาดความสัมพันธ์กับกลุ่มธุรกิจที่มีการลงทุนร่วมกัน (co-investment) การวางแผนการถอนตัวตั้งแต่เริ่มเข้าร่วมลงทุนจะช่วยลดผลกระทบจากปัญหาเหล่านี้ได้ เนื่องจากการวิเคราะห์และกำหนดทางเลือกไว้ล่วงหน้า³⁹

อย่างไรก็ตามธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะไม่ตัดสินใจถอนตัวโดยทั้งความผิดหวังหรือผลเสียให้กับเจ้าของกิจการ หรือเลือกที่จะถอนตัวโดยมุ่งหวังผลกำไรเพียงอย่างเดียว แต่จะเป็นการตัดสินใจร่วมกันโดยคำนึงถึงความมั่นคงและการเติบโตของกิจการภายหลังการถอนตัวรวมทั้งผลประโยชน์ที่เหมาะสมของธุรกิจด้วยนั่นเอง

2.3 หลักการพื้นฐานทางการเงินเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน

หัวข้อนี้เป็นการศึกษาเกี่ยวกับหลักการพื้นฐานทางการเงินของธุรกิจเงินร่วมลงทุน เพื่อให้ทราบถึงที่มา เหตุผลและความจำเป็นของเนื้อหาทางเศรษฐกิจในการดำเนินกิจการของ

³⁹ Rupert Pearce, *supra* note 27, p.224.

กิจการซึ่งก่อตั้งขึ้นใหม่และการดำเนินกิจการขององค์กรธุรกิจเงินร่วมลงทุน โดยผู้เขียนได้ใช้หลักเกณฑ์ทางการเงินในรูปแบบต่างๆ ดังต่อไปนี้

2.3.1 ทฤษฎีหุบเขามรณะ⁴⁰ (Valley of Death Theory)

ธุรกิจเงินร่วมลงทุน เกิดขึ้นเพื่อการเติมเต็มช่องว่างของกระแสเงินสดในช่วงเริ่มต้นของกิจการ โดยสภาพทางธรรมชาติของวงจรธุรกิจ เมื่อกิจการเกิดใหม่เริ่มมีการดำเนินกิจการมักมีการใช้ทุนเป็นจำนวนมากเพื่อการใช้จ่ายอันมีลักษณะเป็นการลงทุน อาทิเช่นการก่อตั้งสำนักงาน การจ้างพนักงานลูกจ้าง หรือค้นคว้าวิจัยเพื่อพัฒนาผลิตภัณฑ์ ซึ่งมีระยะเวลาก่อร่างสร้างตัวเป็นเวลานานกว่าที่บริษัทจะมีผลิตภัณฑ์ออกมาจัดจำหน่ายหรือมีการให้บริการ อันจะก่อให้เกิดกระแสรายได้ (revenue stream) ของกิจการ ช่วงเวลาดังกล่าวนี้นี้ในทางการเงินเรียกว่าหุบเขามรณะ (valley of death)⁴¹

ในทางทฤษฎีการเงินนั้น มีการเปรียบเทียบอย่างเป็นรูปธรรมไว้ว่าบรรดากิจการที่เกิดขึ้นมาใหม่มักมีการผจญภัยโดยเดินทางจากหุบเขามรณะ (valley of death) ไปสู่ดินแดนแห่งพันธสัญญา (promised land) หรืออาจกล่าวได้อีกนัยยะหนึ่งว่าเมื่อยอดเงินในบัญชี (bank balance) ของกิจการเกิดใหม่อยู่ในแดนลบจนถึงจุดซึ่งกระแสเงินสดเข้า (cash flow in) เท่ากับกระแสเงินสดออก (cash flow out) แล้ว จุดเปลี่ยนของกราฟ (turning point) จะเป็นตัวบ่งชี้ถึงยอดเงินในบัญชีที่เป็นลบมากที่สุด (maximum negative) เท่าที่เคยปรากฏมาจากการดำเนินกิจการ และจะเป็นจุดซึ่งแสดงจำนวนรวมของความต้องการเงินสดที่มากที่สุดของกิจการ⁴² นั่นคือเมื่อถึงจุดต่ำสุดของกระแสเงินสดในบัญชีหรือจุดต่ำสุดของการดำเนินงาน กิจการจะมีความจำเป็นต้องนำเงินจากแหล่งเงินทุนอื่นมาเติมเต็มเพื่อให้กิจการดำรงอยู่ได้ต่อไป

กิจการเกิดใหม่จำนวนมากมักประสบความล้มเหลวจากการหย่อนประสิทธิภาพในการบริหารจัดการกระแสเงินสด สิ่งที่สำคัญที่สุดของนักลงทุนทุกคนหรือกิจการทุกกิจการนั้นคือการเพิ่มเงินสดให้เพียงพอต่อการข้ามหุบเขามรณะ และด้วยเหตุผลที่นักลงทุนต้องใช้เวลาจำนวน

⁴⁰ ทฤษฎีหุบเขามรณะเป็นคำศัพท์ที่ผู้เขียนใช้เรียกแทน Valley of Death Theory เพื่อสร้างจินตภาพของหลักการดังกล่าวให้ออกมาเป็นรูปธรรม

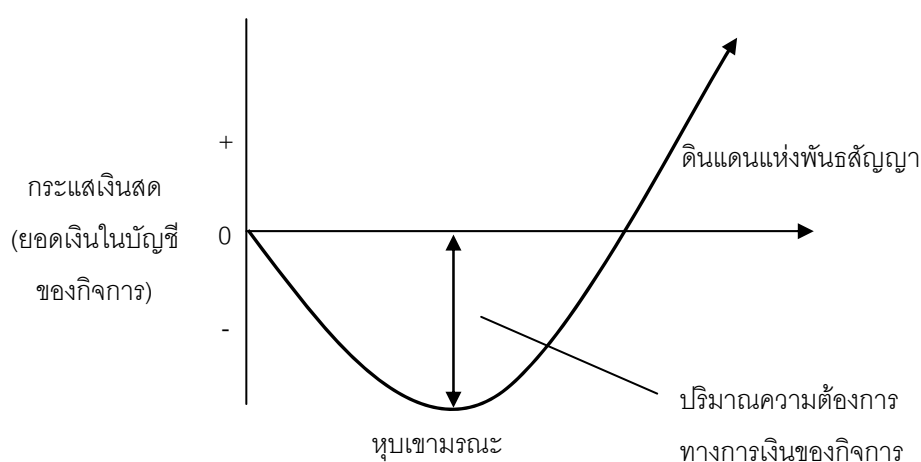
⁴¹ Barron's Educational Series, Inc, "Dictionary of Finance and Investment Term," <http://www.answers.com/topic/death-valley-curve>, 10 December 2009.

⁴² Rupert Pearce and Simon Barnes, *supra* note 4.

มากประกอบกับความพยายามในการบริหารจัดการ จึงทำให้ธุรกิจเงินร่วมลงทุนซึ่งเป็นเจ้าของแหล่งเงินทุนขนาดใหญ่มีบทบาทสำคัญต่อการเกื้อหนุนกิจการเกิดใหม่ เปรียบเสมือนกับเป็นเชื้อเพลิงพลังงานให้แก่การขับเคลื่อนของกิจการนั่นเอง

ภาพที่ 1

แผนภูมิแสดงทฤษฎีหุบเขามรณะ (Valley of Death)⁴³



ที่มา: Rupert Pearce and Simon Barnes, "Raising Venture Capital", p.5, Paris: the Organisation for Economic Co-operation and Development, 2007

2.3.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทนมีรากฐานจากวรรณกรรมเศรษฐศาสตร์การเงิน (financial economics literature) ซึ่งนักเศรษฐศาสตร์ค้นพบความขัดแย้งเศรษฐศาสตร์จากการร่วมความเสี่ยง (risk sharing) ระหว่างบุคคลแต่ละคนและระหว่างกลุ่มบุคคล ทั้งนี้การแบ่งปันความเสี่ยงเป็นสนใจของนักเศรษฐศาสตร์ในบริบทของกลุ่มบุคคลที่ร่วมกันดำเนินงานซึ่งอาจมีทัศนคติที่แตกต่างกัน ซึ่งทฤษฎีตัวแทนเกิดขึ้นจากการดำเนินงานร่วมกันระหว่างบุคคลสองกลุ่ม (co-operating dyads within) โดยที่คนกลุ่มหนึ่งซึ่งเรียกว่าตัวการ (principal) ได้มอบอำนาจให้แก่บุคคลอีกกลุ่มหนึ่งซึ่งเรียกว่าตัวแทน (agent) เพื่อให้ดำเนินการบางประการให้ในนามของตัวการ

⁴³ *Ibid.* p.5.

ซึ่งทฤษฎีดังกล่าวนี้เกิดขึ้นเพื่อการจัดการกับข้อมูลที่ไม่ได้สัดส่วนกันระหว่างตัวการกับตัวแทน (information asymmetry) และเพื่อขจัดปัญหาเกี่ยวกับการความไม่ชอบธรรม (moral hazard) ของตัวแทน⁴⁴

เมื่อพิจารณาในมุมมองของตัวแทน อาจเห็นได้ว่ามีปัญหาเกี่ยวกับการเป็นตัวแทน 2 ช่วงระยะเวลา ช่วงแรกคือช่วงการทำสัญญาเอาไว้ล่วงหน้า (pre-contractual) ช่วงที่สองคือช่วงหลังการเข้าทำสัญญา (post contractual) ซึ่งในช่วงการทำสัญญาเอาไว้ล่วงหน้านั้นอาจมีปัญหาเกี่ยวกับการปกปิดข้อมูล (hidden information) ดังนั้นในช่วงเวลาดังกล่าวนี้นักธุรกิจจึงควรทำการเลือกตัวแทนโดยคำนึงถึงเงื่อนไขว่าอาจมีเงื่อนไขบางอย่างถูกปกปิดเอาไว้เนื่องจากปัญหาเกี่ยวกับความไม่ได้สัดส่วนของข้อมูล (information asymmetry) รวมทั้งอาจเกิดจากการฉวยโอกาสของตัวแทน (agent opportunism) ในขณะที่ช่วงหลังการเข้าทำสัญญานั้นอาจมีปัญหาเกี่ยวกับการปกปิดการดำเนินงาน (hidden action) ด้วยเหตุผลความไม่ได้สัดส่วนของข้อมูลเช่นเดียวกัน⁴⁵

ซึ่งในแนวความคิดดังกล่าวนี้ทำให้เกิดข้อสรุปขึ้นได้ว่านักธุรกิจเงินร่วมลงทุนในฐานะเป็นตัวการในการลงทุนหรือในการเข้าไปดำเนินกิจการแทนผู้ประกอบการในระหว่างที่ร่วมลงทุน อาจเลือกลงทุนประการใดก็ได้จึงมีความเสี่ยงที่จะลงทุนเพื่อผลประโยชน์ของนักธุรกิจเงินร่วมลงทุนเอง ในขณะที่ผู้ประกอบการซึ่งเป็นเสมือนตัวแทนถูกควบคุมเอาไว้เนื่องจากไม่มีความสามารถในการประกอบธุรกิจเพื่อการบริหารความเสี่ยงได้ดีเท่ากับนักธุรกิจเงินร่วมลงทุนจึงมีความเสี่ยงเนื่องจากการขาดทางเลือกในการลงทุน เช่น นักธุรกิจเงินร่วมลงทุนอาจเตรียมธุรกิจของผู้ประกอบการเพื่อพร้อมต่อการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนเป็นการทั่วไปครั้งแรก โดยมุ่งหวังที่จะสร้างผลประโยชน์ให้เกิดขึ้นแก่ตนเอง นอกจากนี้ยังอาจเลี่ยงได้โดยการตั้งตัวแทนของตนเองขึ้นมาซื้อหุ้นดังกล่าวเพื่อรักษาผลประโยชน์จากกิจการที่ตนเองเคยเข้ามาร่วมลงทุนไว้⁴⁶

ดังนั้นเพื่อป้องกันความเสี่ยงเนื่องจากการเข้าร่วมลงทุน ธุรกิจดังกล่าวนี้จึงต้องมีมาตรการในการคัดกรองผู้ที่เข้ามาร่วมลงทุนและต้องกำหนดมาตรการการถอนตัวของนักธุรกิจ

⁴⁴ Stephen A. Ross, "The economic theory of agency: the principal's problem," 63 *American Economic Review*, p.134-39 (1973).

⁴⁵ Raphael Amit, "Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence," 13 *Journal of Business Venturing*, pp. 441-443 (1998).

⁴⁶ Paul Gompers, "Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital," 1 *Journal of Finance*, p. 1467 (1995).

เงินร่วมลงทุนเอาไว้เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดความขัดแย้งในเชิงเศรษฐศาสตร์ที่นักธุรกิจเงินร่วมลงทุนจะเข้าทำธุรกิจโดยไม่คำนึงถึงตัวผู้ประกอบการ

2.4 หลักการและนโยบายทางภาษีอากรเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน

เนื่องจากการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนก่อให้เกิดผลดีต่อเศรษฐกิจในระดับมหภาค ดังนั้นรัฐประเทศต่างๆ จึงได้นำมาตรการทางภาษีอากรมาเป็นมาตรการกระตุ้นให้ผู้ลงทุนมีความสนใจในการทำธุรกิจประเภทดังกล่าวนี้ ในหัวข้อดังกล่าวนี้ผู้เขียนขอทำความเข้าใจเกี่ยวกับหลักการทางภาษีอากรที่ดีเพื่อเป็นหลักการพื้นฐานและแนวทางในการพิจารณานโยบายทางภาษีสำหรับประเทศต่างๆ จากนั้นจึงได้ศึกษาทำความเข้าใจในรายละเอียดเกี่ยวกับมาตรการทางภาษีที่ใช้สำหรับธุรกิจเงินร่วมลงทุนโดยเฉพาะ รายละเอียดมีดังนี้

2.4.1 หลักการทางภาษีอากรที่ดี

เพื่อให้การวิเคราะห์แนวทางเกี่ยวกับการจัดเก็บภาษีจากการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนของผู้เขียนมีหลักการที่ชัดเจนในการเปรียบเทียบและวินิจฉัยมาตรการจูงใจทางภาษีอากรกับการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน ผู้เขียนจึงเห็นความสำคัญยกนำเอาหลักการทางภาษีอากรที่ดีไว้ในที่นี้

ปัจจุบันมีผู้เชี่ยวชาญและผู้ทรงคุณวุฒิวิเคราะห์ถึงหลักการจัดเก็บภาษีอากรที่ดีไว้เพื่อเป็นแนวทางในการจัดเก็บภาษีอากรในแต่ละประเทศจำนวนมาก ซึ่งแนวความคิดที่เป็นสากลที่สุดคือแนวความคิดของนายอดัม สมิท (Mr. Adam Smith) และต่อมาได้มีการพัฒนาแนวความคิดทางด้านภาษีขึ้นและมีหลักการใหม่ๆ เกิดขึ้น ซึ่งอาจจำแนกได้ 10 ประการดังนี้

(1) หลักความเป็นธรรม (Equity)⁴⁷

แนวความคิดดังกล่าวถือเป็นหลักเกณฑ์ที่สำคัญของหลักความยุติธรรมทางภาษี การจัดเก็บภาษีอย่างยุติธรรมต้องสัมพันธ์กับความสามารถของผู้เสียภาษี โดยการยกเว้นภาษีหรือ

⁴⁷ ศุภลักษณ์ พินิจภูวดล, รศ.ดร., คำอธิบายทฤษฎีและหลักกฎหมายภาษีอากร, พิมพ์ครั้งที่ 3, (กรุงเทพมหานคร: วิญญูชน, 2547), น.51.

การเพิ่มอัตราภาษีนั้นมีข้อควรระมัดระวังที่ผู้บัญญัติกฎหมายต้องกระทำด้วยความระมัดระวังและคำนึงถึงภาระภาษีที่ประชาชนทุกคนต้องแบกรับอย่างเสมอหน้ากัน โดยหลักความเป็นธรรมอาจพิจารณาได้เป็น 2 ลักษณะ ได้แก่

หลักความเป็นธรรมโดยสมบูรณ์ (Principle of Absolute Equity) หลักการดังกล่าวนี้เห็นว่าผู้เสียภาษีทุกคนต้องมีความเท่าเทียมกัน ดังนั้นจึงควรต้องเสียภาษีให้แก่รัฐในจำนวนที่เท่ากัน

หลักความเป็นธรรมโดยสัมพัทธ์ (Principle of Modified Equity) เป็นการพิจารณาความเป็นธรรมในเชิงเปรียบเทียบ คือ ต้องมีการเปรียบเทียบความเป็นธรรมในแต่ละกรณีให้เหมาะสมกับตัวแปรต้นที่เป็นฐานแห่งการจัดเก็บภาษี โดยหลักความเป็นธรรมโดยสัมพัทธ์แบ่งออกได้เป็น หลักผลประโยชน์ที่ได้รับ (The Benefit Principle) หลักการนี้มีตัวแปรต้นคือผลประโยชน์ที่แต่ละคนได้รับจากรัฐ บุคคลใดได้รับประโยชน์จากการบริการของรัฐมาก ควรต้องเสียภาษีมาก แต่หากได้รับประโยชน์จากการบริการของรัฐน้อย ก็ควรต้องเสียภาษีน้อยแปรผันตามสัดส่วน และอีกหลักได้แก่หลักความสามารถในการเสียภาษี (The Ability to Pay Principle) หลักการนี้มีตัวแปรต้นคือความสามารถในการเสียภาษีของแต่ละคน เนื่องจากบุคคลแต่ละคนในรัฐมีความมั่งคั่งที่แตกต่างกัน ดังนั้นผู้ที่มีความมั่งคั่งมากก็ควรเสียภาษีมาก ผู้ที่มีความมั่งคั่งน้อยก็ควรเสียภาษีน้อยแปรผันตามความสามารถของแต่ละคน

(2) หลักความมีประสิทธิภาพหรือความเป็นกลาง (Efficiency or Neutrality)⁴⁸

กฎหมายภาษีอากรควรมีความเป็นกลางระหว่างทางเลือกต่างๆ ในการประกอบธุรกิจหรือการบริโภค กฎหมายภาษีอากรที่ดีไม่ควรเปิดโอกาสให้ผู้ประกอบธุรกิจจัดตั้งหรือเลือกประเภทของกิจกรรมที่ส่งผลในการเสียภาษีลดน้อยลง นั่นก็คือองค์กรธุรกิจต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นห้างหุ้นส่วนจดทะเบียนหรือไม่ก็ตาม บริษัท หรือองค์กรธุรกิจอื่นใดไม่ว่าจะมีสภาพเป็นนิติบุคคลหรือไม่ ควรเสียภาษีในอัตราที่เท่าเทียมกัน

⁴⁸ สราวุธ วุฒยาภรณ์, “ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับกฎหมายภาษีอากร,” จุลพาณ, เล่ม 3, น.46-47 (กันยายน – ธันวาคม 2548).

(3) หลักความแน่นอน (Certainty)⁴⁹

อาจพิจารณาได้ 4 ประการได้แก่

1. ความแน่นอนว่าภาระภาษีตกแก่ผู้ใด (Certainty of Incidence) คือกฎหมายภาษีอากรต้องมีความแน่นอนว่าต้องการให้ภาระภาษีที่แท้จริงตกแก่ผู้ใด ซึ่งจะทำให้สะดวกแก่เจ้าพนักงานจัดเก็บภาษีในการตีความ
2. ความแน่นอนในเรื่องความรับผิดชอบในจำนวนภาษี (Certainty of Liability) คือกฎหมายภาษีอากรต้องมีหลักเกณฑ์ที่แน่ชัดเพื่อให้ผู้เสียภาษีสามารถกำหนดหรือคำนวณภาระภาษีของตนได้
3. ความแน่นอนในเรื่องขอบเขตที่ถือเป็นการหลบหลีกภาษี คือ ควรมีขอบเขตหรือจุดแบ่งที่แน่นอนระหว่างการกระทำที่ถือเป็นการหนีภาษี (tax evasion) ซึ่งเป็นการกระทำที่ผิดกฎหมายกับการเลี่ยงภาษี (tax avoidance) ซึ่งไม่ถือว่าเป็นผิดกฎหมาย และความแน่นอนในขอบเขตที่เจ้าพนักงานผู้เก็บภาษีสามารถปฏิเสธหรือไม่ยอมรับเทคนิคที่ใช้หนีภาษีหรือเลี่ยงภาษี
4. ความแน่นอนในการคาดการณ์ภาษีที่จะเก็บได้ในแต่ละปีภาษี คือ กฎหมายภาษีอากรควรมีความแน่นอนจนกระทั่งหน่วยงานซึ่งมีหน้าที่เก็บภาษีสามารถคาดการณ์ได้ถึงจำนวนภาษีที่จะเก็บได้ในปีหนึ่งๆ

(4) หลักความสะดวก (Convenience)⁵⁰

ภาษีทุกประเภทควรต้องเรียกเก็บตรงตามเวลา และวิธีการชำระภาษีต้องทำให้ผู้เสียภาษีได้รับความสะดวกมากที่สุด

(5) หลักความประหยัด (Economy)⁵¹

รัฐควรจะต้องเสียค่าใช้จ่ายในการจัดเก็บภาษีให้น้อยที่สุดและผู้เสียภาษีก็น่าจะเสียค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับภาษีต่างๆ น้อยที่สุด เพราะภาระค่าใช้จ่ายของผู้เสียภาษีก่อให้เกิดภาระที่ผู้

⁴⁹ เพิ่งอ้าง, น.46.

⁵⁰ ศุภลักษณ์ พินิจภูวดล, รศ.ดร., อ้างแล้ว เจริญธรรมที่ 47, น.63.

⁵¹ เพิ่งอ้าง.

เสียภาษีต้องแบกรับเพิ่มมากขึ้น รัฐต้องมีมาตรการควบคุมการใช้จ่ายในการจัดเก็บ เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์ต่อระบบภาษีให้มากที่สุด

(6) หลักความเรียบง่าย (Simplicity) ⁵²

กฎหมายภาษีอากรต้องใช้ภาษาธรรมดา (plain language) ที่เข้าใจง่าย ไม่ใช้ภาษากฎหมาย และไม่ควรมีความซับซ้อน

(7) หลักความยืดหยุ่น (Flexibility) ⁵³

ภาษีอากรที่ดีควรมีโครงสร้างและอัตราภาษีที่ง่ายต่อการปรับเปลี่ยน และการปรับเปลี่ยนก็ควรส่งผลอย่างรวดเร็วหรือทันทีต่อรายได้ของรัฐหรือพฤติกรรมของผู้บริโภค

(8) หลักการยอมรับ (Acceptability) ⁵⁴

ภาษีอากรที่ทุกคนยอมรับเพราะมีระบบการจัดเก็บภาษีอากรอย่างยุติธรรมยอมทำให้ง่ายต่อการจัดเก็บภาษีอากร ซึ่งการยอมรับของประชาชนย่อมต้องขึ้นอยู่กับความเชื่อถือและความศรัทธาของประชาชนที่มีต่อรัฐด้วย หากรัฐสามารถแสดงให้เห็นถึงประโยชน์หรือผลตอบแทนที่ผู้เสียภาษีจะได้รับโดยรวมในอนาคต ย่อมทำให้ประชาชนยอมเสียภาษีเพื่อและกับผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการเสียภาษีดังกล่าว

(9) หลักการเป็นไปได้ในทางปฏิบัติ (Enforceability) ⁵⁵

ภาษีอากรที่ดีต้องต้องสามารถบริหารจัดการเก็บอย่างได้ผลในทางปฏิบัติซึ่งหลักการดังกล่าวนี้มักขึ้นอยู่กับรูปแบบโครงสร้างการบริหารของแต่ละรัฐเป็นสำคัญ

⁵² สราวุธ วุฒยาภรณ์, อ้างแล้ว เชิงบรรณที่ 48, น. 44-45.

⁵³ เพิ่งอ้าง, น. 47.

⁵⁴ ศุภลักษณ์ พิณภูวดล, รศ.ดร., อ้างแล้ว เชิงบรรณที่ 49, น. 64.

⁵⁵ เพิ่งอ้าง.

(10) หลักการทำรายได้ (Productivity)⁵⁶

ภาษีที่ดีควรทำรายได้ให้แก่รัฐ โดยอาจออกแบบโครงสร้างทางภาษีให้มีฐานภาษีกว้างและฐานของภาษีควรขยายตัวได้รวดเร็วตามความเจริญทางเศรษฐกิจ

2.4.2 นโยบายของรัฐตามคำแนะนำขององค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organisation for Economic Co-operation and Development: OECD) สำหรับกระตุ้นและส่งเสริมธุรกิจเงินร่วมลงทุน

องค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (OECD) เป็นองค์กรที่เกิดขึ้นในปี ค.ศ. 1947 เพื่อการให้ความช่วยเหลือในการปรับปรุงโครงสร้างทางเศรษฐกิจแก่ประชาคมยุโรปหลังจากสงครามโลกครั้งที่ 2 โดยการให้ความช่วยเหลือจากรัฐบาลสหรัฐอเมริกาและรัฐบาลแคนาดาภายใต้แผนการมาร์แชล (Marshall Plan) โดยในขณะนั้นใช้ชื่อว่าองค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจแห่งประชาคมยุโรป (Organisation for European Economic Co-operation) หลังจากนั้นได้เปลี่ยนชื่อเป็นองค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา ในปี ค.ศ. 1961 โดยมีภารกิจหลักเพื่อให้ความช่วยเหลือประเทศสมาชิกในการพัฒนาเศรษฐกิจและการจ้างงานให้เติบโตอย่างยั่งยืน และเพื่อเพิ่มมาตรฐานความเป็นอยู่ให้แก่ประเทศสมาชิกในขณะที่ยังคงต้องรักษาไว้ซึ่งความมั่นคงทางการเงินเพื่อมีส่วนสำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจของโลกต่อไป⁵⁷

ปัจจุบันมีประเทศที่พัฒนาแล้วจำนวนมากเข้าร่วมเป็นสมาชิกขององค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา โดยปัจจุบันมีประเทศสมาชิกทั้งสิ้น 30 ประเทศได้แก่ ประเทศออสเตรเลีย ประเทศออสเตรีย ประเทศเบลเยียม ประเทศแคนาดา สาธารณรัฐเช็ก ประเทศเดนมาร์ก ประเทศฟินแลนด์ ประเทศฝรั่งเศส ประเทศเยอรมนี ประเทศกรีซ ประเทศฮังการี ประเทศไอซ์แลนด์ ประเทศไอร์แลนด์ ประเทศอิตาลี ประเทศญี่ปุ่น ประเทศเกาหลี ประเทศลักเซมเบิร์ก ประเทศเม็กซิโก ประเทศเนเธอร์แลนด์ ประเทศนิวซีแลนด์ ประเทศนอร์เวย์ ประเทศ

⁵⁶ เพิ่งอ้าง.

⁵⁷ Organization for Economic Co-operation and Development, "History," http://www.oecd.org/pages/0,3417,en_36734052_36761863_1_1_1_1_1,00.html, 10 October 2009.

โปแลนด์ ประเทศโปรตุเกส สาธารณรัฐสโลวัก ประเทศสเปน ประเทศสวีเดน ประเทศ
สวิตเซอร์แลนด์ ประเทศตุรกี สหราชอาณาจักร และสหรัฐอเมริกา⁵⁸ ดังนั้นองค์กรเพื่อความร่วมมือ
ทางเศรษฐกิจและการพัฒนา จึงเป็นองค์กรระดับสากลที่ให้ความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ
และให้ความสำคัญต่อการทำการศึกษาวิจัยเครื่องมือทางเศรษฐกิจในรูปแบบต่างๆ ผู้เขียนจึงได้
นำหลักการและบทวิเคราะห์เพื่อการพัฒนาธุรกิจเงินร่วมลงทุนในระดับสากลมากล่าวไว้ในที่นี้

องค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนาได้แนะนำนโยบายที่แต่ละ
ประเทศควรนำไปใช้เพื่อการพัฒนาการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน ดังนี้

(1) ไม่ควรมีข้อจำกัดสำหรับนักลงทุนสถาบันมากจนเกินไปเพื่อขยายแหล่งเงินทุน
จากธุรกิจเงินร่วมลงทุนในแต่ละประเทศ

ในหลายๆ ประเทศมักมีข้อจำกัดต่อนักลงทุนสถาบันสำหรับการลงทุนในหุ้นของ
บริษัทที่มีได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (private equity) เนื่องจากกฎเกณฑ์ของประเทศต่างๆ
มักพิจารณาว่าเป็นธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูง อย่างไรก็ตามในปัจจุบันแนวโน้มของประเทศต่างๆ ในกลุ่ม
องค์กรความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจได้ผ่อนคลายข้อจำกัดดังกล่าวลงไป เนื่องจากได้รับ
แรงบันดาลใจจากประสบการณ์ของประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงทศวรรษที่ 1970 – 1980 ซึ่งได้
ตราพระราชบัญญัติหลักประกันเงินได้เนื่องจากการออกจากงานของลูกจ้าง (Employee
Retirement Income Security Act) โดยได้นำหลักความรอบคอบเยี่ยงบุคคล (prudent man
rule) มาใช้ ซึ่งหลักการดังกล่าวยินยอมให้กองทุนบำนาญ (pension fund) อาจลงทุนในธุรกิจที่มี
ความเสี่ยงได้เพิ่มขึ้นมากกว่าที่เคยเป็นมาในอดีตและให้อิสระแก่กองทุนเพิ่มขึ้นเพื่อเป็นการ
กระตุ้นตลาดธุรกิจเงินร่วมลงทุนในสหรัฐอเมริกา หลักการดังกล่าวนี้กำหนดไว้ว่าการลงทุนของนัก
ลงทุนจะต้องมีการบริหารจัดการโดยใช้ความระมัดระวัง ทักษะความสามารถ และความวิริยะ
อุตสาหะของผู้บริหารกองทุน (investment should be managed with the “care, skill and
diligence of a prudent man”) นอกจากนี้หลักการดังกล่าวยังได้แนะนำว่าการใช้เงินโดยแยกเงิน
ของกองทุนออกไปลงทุนบางส่วนแม้จะมีความเสี่ยงมากแต่อาจเป็นที่ยอมรับได้ (a risky
investment imprudent in isolation may be acceptable in a portfolio context)

⁵⁸ Organization for Economic Co-operation and Development, “Ratification
of the Convention on the OECD,” http://www.oecd.org/document/58/0,3343,en_2649_201185_1889402_1_1_1_1,00.html, 12 October 2009.

ในสหราชอาณาจักร ได้มีการลดข้อจำกัดการลงทุนสำหรับบริษัทประกันภัยตามพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติเกี่ยวกับบริษัทประกันภัย ค.ศ. 1994 (1994 Amendment to the Insurance Companies Regulation Act) การทบทวนแก้ไขกฎหมายครั้งดังกล่าวยังได้กำหนดมาตรฐานการลงทุนระยะยาว (a long-term funding standard) ในสินทรัพย์สำหรับกองทุนบำนาญ (pension fund asset) แทนที่การใช้มาตรฐานการตรวจสอบจากภายนอก เช่น หลักเกณฑ์เกี่ยวกับปริมาณความต้องการเงินลงทุนขั้นต่ำ (The Minimum Funding Requirement: MFR) ซึ่งเริ่มใช้เป็นครั้งแรกตามพระราชบัญญัติกองทุนบำนาญแห่งสหราชอาณาจักร ค.ศ. 1995 (1995 UK Pensions Act) นอกจากนี้ปริมาณของเพดานเงินลงทุนในการเข้าไปลงทุนของนักลงทุนสถาบันในหลายประเทศได้มีการผ่อนคลายอย่างต่อเนื่องในหลายประเทศเช่นในประเทศเดนมาร์คและประเทศสวีเดน จากกรณีศึกษาทั้งหมดชี้ให้เห็นว่าแหล่งเงินทุนสำหรับธุรกิจเงินร่วมลงทุนอาจเพิ่มขึ้นได้ด้วยการแทนที่ข้อจำกัดต่างๆ ด้วยนโยบายที่ยืดหยุ่นที่มีต่อนักลงทุนสถาบัน อย่างไรก็ตามการเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์ข้อจำกัดทั้งหลายนี้ควรพิจารณาทบทวนประกอบกับมาตรฐานรายงานทางการเงินของแต่ละประเทศ นอกจากนี้หลักเกณฑ์ในทางบัญชีโดยเฉพาะอย่างยิ่งการประเมินความรับผิดชอบของกองทุนบำนาญ (valuation of pension fund liabilities) และส่วนเหลือมทรัพย์สินหนี้สิน (solvency margins) ของบริษัทประกันภัยนั้นอาจมีผลกระทบทางอ้อมต่อส่วนประกอบของกองทุนซึ่งอาจทำให้ความน่าสนใจในการเข้าไปลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง (risky assets) มีปริมาณลดลง

อย่างไรก็ตามกรอบเพดานการลงทุนและหลักเกณฑ์ทางการเงินขึ้นนั้นมิใช่เป็นองค์ประกอบที่ทำให้เกิดการจำกัดปริมาณการลงทุนแต่เพียงเท่านั้น ทั้งนี้เพราะความไม่สมดุลของโครงสร้าง (structural imbalances) และการขาดแผนงานเพื่อพัฒนาธุรกิจเงินร่วมลงทุนเป็นต้นเหตุของปัญหาในกลุ่มประเทศกลุ่มองค์กรความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจบางประเทศ เช่นในประเทศเกาหลี นอร์เวย์ และสเปน เป็นต้น ประเทศเหล่านี้มักมีการตัดสินใจในประการแรกว่าทำอย่างไรจึงจะพัฒนามากองทุนบำนาญส่วนบุคคลและกองทุนเหล่านั้นควรมีหลักเกณฑ์อย่างไรในการปกป้องผลประโยชน์ของผู้รับผลประโยชน์ (interests of beneficiaries) นักลงทุนสถาบันจำนวนมากยังคงมีความเสี่ยงหรือมีความไม่คุ้นเคยต่อตลาดเงินร่วมลงทุนถึงแม้ว่าจะได้รับอนุญาตให้ร่วมลงทุนกับธุรกิจต่างๆ เนื่องจากนักลงทุนทั้งหลายมักขาดผู้มีความชำนาญภายในองค์กร (in-house expertise) หรือมักไม่ทราบถึงวัฒนธรรมการลงทุนในธุรกิจที่มีความเสี่ยง ในหลายประเทศมีการวางแผนการหรือการสนับสนุนการร่วมลงทุนกับกองทุนต่างประเทศที่มีประสบการณ์เพื่อถ่ายทอดประสบการณ์ในธุรกิจเงินร่วมลงทุนให้แก่ผู้จัดการสถาบัน (institutional

managers) นอกจากนี้การออกบทบัญญัติแห่งกฎหมายโดยเฉพาะเจาะจงที่อนุญาตให้มีการจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อการลงทุน (pooled investment vehicles) เช่น กองทุนสำหรับกองทุน (funds-of-funds) ในประเทศแคนาดา ประเทศเดนมาร์กและประเทศอิสราเอล อาจกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่าเป็นการออกกฎหมายดังกล่าวเป็นการอนุญาตให้นักลงทุนสถาบันร่วมใช้ทรัพยากรและร่วมใช้องค์ความรู้เพื่อการทำธุรกิจในการร่วมลงทุนในธุรกิจที่มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น

แต่ทั้งนี้นโยบายที่ให้เสรีภาพแก่นักลงทุนสถาบันมากขึ้นย่อมต้องผนวกเข้ากับมาตรฐานที่ถูกพัฒนาขึ้นเพื่อความโปร่งใส (transparency) และต้องมีการเปิดเผยสารสนเทศ (disclosure) เพื่อลดอำนาจจัดการในทางที่มิชอบ (abuses) ซึ่งอาจเกิดขึ้นได้ ทั้งนี้ในปัจจุบันยังไม่มีแนวทางข้อตกลงร่วมกันระหว่างประเทศต่างๆ ในกลุ่มองค์กรความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจเพื่อใช้ในการวัดสมรรถนะหรือเพื่อใช้ในการประเมินกองทุนสำหรับธุรกิจเงินร่วมลงทุน อย่างไรก็ตามการวัดสมรรถนะซึ่งมีความเชื่อถือได้และมาตรฐานทางการบัญชีจะช่วยให้การลงทุนในธุรกิจเสี่ยงมีความโปร่งใสเพิ่มมากขึ้น ช่วยลดสภาพความคลุมเครือของตลาดเงินร่วมลงทุน และยังช่วยสร้างความน่าเชื่อถือ รวมทั้งเป็นการสถาปนาการลงทุนภาคเอกชน (private equity) ในฐานะที่เป็นทางเลือกการลงทุนในสินทรัพย์ซึ่งสามารถพัฒนาได้ (a viable alternative asset class)

กระบวนการดังกล่าวข้างต้นทั้งหมดนี้จะช่วยให้นักลงทุนสถาบันต่างๆ ท่ามกลางแนวโน้มขาลงของตลาดการเงินทั่วโลกในปัจจุบัน อันจะทำให้ผู้คนคลายความตื่นตระหนกจากความสามารถในการแบ่งสรรเงินลงทุนให้แก่ธุรกิจเสี่ยงได้

(2) การลดอัตราภาษีจากผลกำไรฝ่ายทุน (capital gain) จะช่วยกระตุ้นผู้ประกอบการและนักลงทุน แต่อาจทำให้เป้าหมายทางการเงินในการจัดเก็บภาษีจากธุรกิจเงินร่วมลงทุนลดน้อยลง

มาตรการส่งเสริมทางภาษีสำหรับธุรกิจเงินร่วมลงทุน (venture capital tax incentives) โดยทั่วไปมักมีเป้าหมายเพื่อใช้กับนักลงทุนที่เป็นองค์กรธุรกิจหรือบุคคลธรรมดา กล่าวคือแหล่งเงินทุนหลักอาจได้รับการยกเว้นจากการเสียภาษี (tax-exempt) เช่นกองทุนบำเหน็จบำนาญหรือกองทุนการกุศลสาธารณะ อย่างไรก็ตามรัฐบาลของบางประเทศในกลุ่มประเทศองค์กรความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจมีความพยายามที่จะรักษาความเป็นกลางของระบบการเงินในประเทศและไม่แนะนำให้ใช้มาตรการทางภาษีเพื่อกระตุ้นธุรกิจเงินร่วมลงทุน เช่นใน

ประเทศสวีเดนและประเทศเดนมาร์ก เป็นต้น แต่ในหลายๆ ประเทศมักมีมาตรการจูงใจทางภาษี ซึ่งได้แก่มาตรการจูงใจทางภาษีในระดับหน้า (front-end incentives) หรือการให้เครดิตทางภาษี เงินได้นิติบุคคลหรือภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับองค์กรซึ่งได้ลงทุนในธุรกิจขนาดย่อมหรือสำหรับกองทุนร่วม (venture fund) อาทิเช่น ในสหราชอาณาจักรมีโครงการลงทุนวิสาหกิจ (Enterprise Investment Scheme) และโครงการทรัสต์สำหรับธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Venture Capital Trust Scheme) ในประเทศสหรัฐอเมริกา มีโครงการสำหรับบริษัทลงทุนซึ่งได้รับการรับรอง (Certified Capital Companies: CAPCOs) มาตรการจูงใจทางภาษีในระดับหน้าดังกล่าวนี้จะช่วยดึงดูดใจนักลงทุนในจากการวางแผนทางภาษีในการหลบหลีกการเสียภาษีอากร (tax shelter)⁵⁹

อย่างไรก็ตามมีบางประเทศใช้มาตรการจูงใจทางภาษีในระดับหลัง (back-end incentives) ซึ่งใช้มาตรการบรรเทาภาระภาษีจากผลกำไรฝ่ายทุน (capital gain) ทั้งนี้เนื่องจากธุรกิจขนาดย่อมและนักลงทุนมั่งคั่ง (business angel) มักจะใช้เงินได้ส่วนบุคคลเพื่อใช้ในการลงทุน มาตรการดังกล่าวนี้จะช่วยเพิ่มแรงจูงใจในการลงทุนใหม่ (reinvestment) อาทิเช่นในประเทศสหรัฐอเมริกามีการลดอัตราภาษีจากการขายหุ้นซึ่งเสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน (IPO) สำหรับกิจการขนาดย่อม ในประเทศเกาหลี สเปน และโปรตุเกสมีการลดอัตราภาษีจากผลกำไรฝ่ายทุนสำหรับธุรกิจเงินร่วมลงทุนที่ได้รับการรับรอง ในประเทศอิสราเอลมีการยกเว้นภาษีจากผลกำไรฝ่ายทุนสำหรับนักธุรกิจเงินร่วมลงทุนต่างชาติ (foreign venture investors) นอกจากนี้ในบางประเทศมีการเลื่อนการรับรู้ภาษี (tax deferrals) จากผลกำไรฝ่ายทุนในธุรกิจขนาดย่อมหรือในกองทุน เช่น ในประเทศแคนาดา ประเทศสหรัฐอเมริกา หรือในสหราชอาณาจักร อย่างไรก็ตาม มาตรการจูงใจทางภาษีในระดับหลังดังที่ได้กล่าวมานี้จะสร้างภาระความซับซ้อนให้แก่ระบบทางการเงินของประเทศ ทั้งนี้เนื่องจากอาจทำให้มีการเก็บภาษีในหลายๆ อัตรา จากฐานเงินได้ส่วนบุคคล หรือเงินได้ของนิติบุคคล ชนิดของสินทรัพย์ ระยะเวลาการถือครอง ประเภทของการลงทุน เป็นต้น ดังนั้นในหลายๆ ประเทศจึงจำกัดความสามารถในการใช้มาตรการจูงใจทางการเงินเอาไว้เป็นการทั่วไป เพื่อลดความกดดันจากปัญหาเสถียรภาพทางการเงิน (fiscal stability) และเป้าหมายของงบประมาณทางการคลัง (budget targets) ในแต่ละประเทศ

กล่าวโดยสรุป สภาพแวดล้อมทางการเงินของแต่ละประเทศ ซึ่งหมายความรวมถึงภาระภาษีทั้งระบบของบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลรวมถึงความยืดหยุ่นของระบบภาษี เป็นปัจจัย

⁵⁹ Organisation for Economic Co-operation and Development, *supra* note 1, pp.19-20.

ที่สำคัญสำหรับแรงจูงใจต่อนักลงทุนและการระดมเงินสำหรับธุรกิจเสี่ยงและมีความสำคัญมากกว่าการมีเป้าหมายมุ่งเน้นเฉพาะมาตรการทางภาษีเท่านั้น อย่างไรก็ตามการจัดเก็บภาษีจากผลกำไรฝ่ายทุนในอัตราสูงเป็นปัจจัยที่สำคัญยิ่งต่อการสนับสนุนธุรกิจเงินร่วมลงทุนในแต่ละประเทศ มีหลายประเทศในปัจจุบันที่เก็บภาษีจากผลกำไรฝ่ายทุนในอัตราที่ค่อนข้างสูง เช่นในประเทศญี่ปุ่น ในกลุ่มประเทศนอร์ดิก (Nordic Countries) ในขณะที่บางประเทศมีการจัดเก็บภาษีความมั่งคั่ง (wealth tax) ซึ่งทำให้มีการจัดเก็บภาษีจากฐานการจัดเก็บภาษีและจากสินทรัพย์ทางการเงินที่มีความหลากหลายเพิ่มมากขึ้น เช่นในประเทศเดนมาร์ค นอร์เวย์ สวีเดน เป็นต้น โดยทั่วไปประเทศทั้งหลายควรเพิ่มความเป็นกลางและลดความซับซ้อนในการจัดเก็บภาษีจากการลดอัตราการจัดเก็บภาษีจากผลกำไรฝ่ายทุนในหลายประเทศจะเป็นตัวกระตุ้นแหล่งธุรกิจเงินร่วมลงทุนและช่วยเพิ่มแรงจูงใจในการลงทุนในธุรกิจเสี่ยงเพิ่มมากขึ้น

สำหรับมาตรการจูงใจทางภาษีที่มักนำมาใช้แก่การธุรกิจเงินร่วมลงทุนมี 2 รูปแบบดังได้กล่าวไปแล้วในเบื้องต้น คือมาตรการจูงใจภาษีในระดับหน้า (front-end incentives) และมาตรการจูงใจทางภาษีในระดับหลัง (back-end incentives) โดยมาตรการทางภาษีทั้ง 2 รูปแบบมีข้อแตกต่างระหว่างสรุปได้ดังต่อไปนี้⁶⁰

ตารางที่ 1

ข้อแตกต่างระหว่างมาตรการจูงใจภาษีในระดับหน้า (front-end incentives)
และมาตรการจูงใจภาษีในระดับหลัง (back-end incentive)

ข้อเปรียบเทียบ	มาตรการจูงใจภาษีในระดับหน้า	มาตรการจูงใจภาษีในระดับหลัง
1. สิทธิประโยชน์ทางภาษี	ให้เครดิตภาษีเงินได้แก่นิติบุคคลร่วมลงทุน (corporate tax credits) หรือแก่บุคคลธรรมดา ที่ผ่านคุณสมบัติตามหลักเกณฑ์ของแต่ละประเทศ	บรรเทาภาระภาษีจากผลกำไรฝ่ายทุน (capital gain tax relief) ให้แก่นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นในนิติบุคคลร่วมลงทุน
2. ข้อดีของสิทธิประโยชน์	เป็นประโยชน์แก่นักลงทุนทุกคนเพราะมีการให้เครดิตภาษีตั้งแต่นักลงทุนนำเงินเข้าไปร่วมลงทุนตามเกณฑ์ที่แต่ละประเทศกำหนดเงินเข้าร่วมลงทุนขั้นต่ำเอาไว้	รัฐบาลมีค่าใช้จ่ายในการจัดเก็บภาษีประเภทนี้น้อยกว่ามาตรการจูงใจภาษีในระดับหน้า

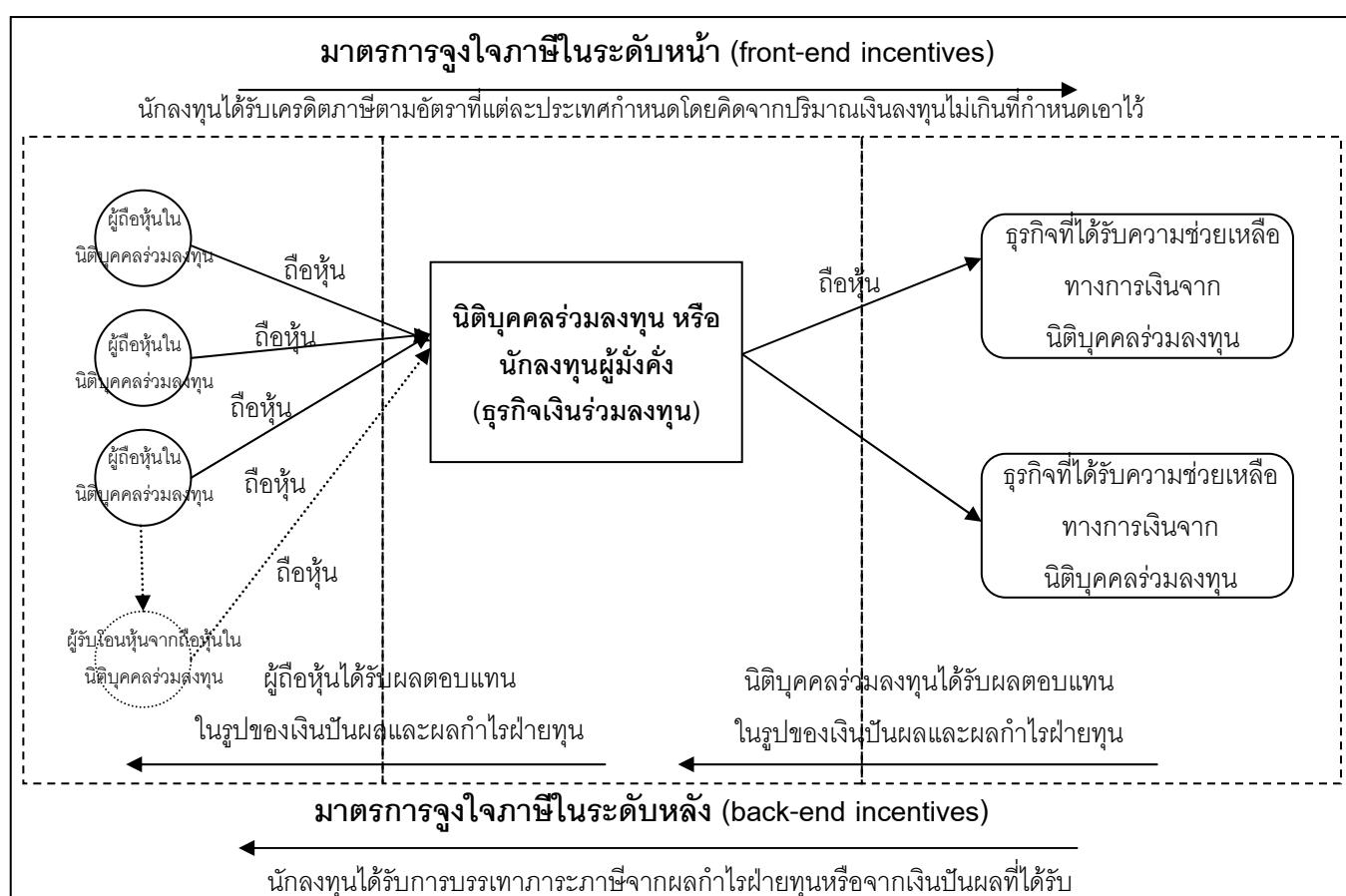
⁶⁰ Organisation for Economic Co-operation and Development, "Entrepreneurship and Growth: Tax Issues," <http://www.oecd.org/dataoecd/10/19/2079715.pdf>, pp.16-19, 12 November 2009.

ข้อเปรียบเทียบ	มาตรการจูงใจภาษีในระดับหน้า	มาตรการจูงใจภาษีในระดับหลัง
3. ข้อเสียของสิทธิประโยชน์	อาจก่อให้เกิดความพยายามแก่นักลงทุนในการหลบหลีกการเสียภาษีอากร (tax shelter)	เฉพาะนักลงทุนที่นิติบุคคลร่วมลงทุนประสบความสำเร็จจากการลงทุนเท่านั้นจึงจะได้รับสิทธิประโยชน์ ดังนั้นสิทธิประโยชน์ทางภาษีประเภทนี้จะกระตุ้นให้เกิดการลงทุนในธุรกิจเงินร่วมลงทุนโดยภาพรวมน้อยกว่าการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีในระดับหน้า

ผู้เขียนอธิบายเป็นแผนภาพเพื่อการทำทำความเข้าใจระหว่างมาตรการจูงใจภาษีในระดับหน้า (front-end incentives) และมาตรการจูงใจทางภาษีในระดับหลัง (back-end incentives) ได้ดังนี้

ภาพที่ 2

แผนภาพแสดงการใช้มาตรการทางภาษีแก่การประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน



ในปัจจุบันมีหลายประเทศให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่นักลงทุนในการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน ซึ่งมาตรการจูงใจทางภาษีเหล่านี้อาจให้สิทธิประโยชน์แก่นักลงทุนโดยตรง เช่น การให้สิทธิประโยชน์แก่นักลงทุนที่เป็นนิติบุคคลหรือบุคคลธรรมดาในรูปแบบของนักลงทุนผู้มั่งคั่ง (business angel) ที่เข้าร่วมลงทุนในบริษัทหรือวิสาหกิจขนาดเล็ก หรืออาจให้สิทธิประโยชน์เฉพาะแก่การลงทุนในกองทุนเฉพาะเพื่อการเข้าร่วมลงทุนเท่านั้น (pooled vehicles) เช่น กองทุนเงินร่วมลงทุน (venture capital fund) เป็นต้น มีหลักฐานบางประการแสดงให้เห็นว่า มาตรการจูงใจโดยตรงนั้นอาจจูงใจนักลงทุนผู้มั่งคั่งมากกว่าซึ่งนอกจากจะให้ความช่วยเหลือทางการเงินแล้ว นักลงทุนผู้มั่งคั่งยังอาจเพิ่มมูลค่าให้แก่วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมได้ เช่น การให้คำแนะนำในเชิงบริหาร นอกจากนี้มาตรการจูงใจทางการเงิน (fiscal incentives) ยังอาจจำกัดเฉพาะแก่การลงทุนในบางภาคอุตสาหกรรมเท่านั้น (sector) เช่น ให้สิทธิประโยชน์แก่บริษัทหรือองค์กรที่ให้ความช่วยเหลือในภาคอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยี (technology-based firm) หรืออาจจำกัดสิทธิประโยชน์ให้แก่นักลงทุนเฉพาะผู้ให้ความช่วยเหลือทางการเงินในบางช่วงเวลาของวงจรธุรกิจ เช่น การให้ความช่วยเหลือทางการเงินในช่วงความคิดริเริ่มดำเนินการหรือในช่วงการเริ่มดำเนินการ (seed or early stage funding) หรืออาจให้สิทธิประโยชน์แก่การลงทุนของนักลงทุนตามจำนวนที่ลงทุน (amount invested) ซึ่งการให้สิทธิประโยชน์ประเภทนี้อาจจำกัดปริมาณการลงทุนขั้นสูงสุดหรือปริมาณการลงทุนขั้นต่ำสุด นอกจากนี้ยังอาจให้สิทธิประโยชน์โดยคำนึงถึงระยะเวลาการถือครองหุ้น (holding periods) ในธุรกิจที่เข้าร่วมลงทุน เป็นต้น

การให้เครดิตทางภาษีแก่ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาหรือแก่ภาษีเงินได้นิติบุคคลจะเป็นการกระตุ้นให้เกิดการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน ซึ่งมาตรการการให้เครดิตทางภาษีหรือที่เรียกว่ามาตรการจูงใจทางภาษีในระดับนี้ดังกล่าวนี้นำมาใช้เป็นเป้าหมายแก่การลงทุนภาคเอกชนในธุรกิจขนาดเล็กและแก่การลงทุนในกองทุนเงินร่วมลงทุนที่ผ่านคุณสมบัติในหลายประเทศ ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 2

รายละเอียดและมาตรการทางภาษีของกลุ่มประเทศที่ใช้มาตรการจูงใจทางภาษี
ในระดับหน้า (front-end incentives) แก่การประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน

ประเทศ	มาตรการจูงใจทางภาษี ในระดับหน้า (การให้เครดิตภาษีจากเงินได้)	เงินลงทุนที่จะได้รับการ เครดิตภาษี ต้องไม่เกิน ปริมาณที่กำหนดต่อไปนี้ ⁶¹	ชื่อมาตรการ
แคนาดา	15%	5,000 CAD (ประมาณ 160,256 บาท)	บริษัทเงินร่วมลงทุนเพื่อทำให้ความ สนับสนุนด้านแรงงาน (Labour-sponsored Venture Capital Corporation: LSVCCs)
ฝรั่งเศส	25%	75,000 FRF (ประมาณ 498,491 บาท)	กองทุนรวมเพื่อการนวัตกรรม (Fonds Commun de Placement dans l'innovation: FCPI)
ไอร์แลนด์	42%	25,000 IEP (ประมาณ 1,383,965 บาท)	โครงการเพื่อการขยายตัวทางธุรกิจ (Business Expansion Scheme: BES)
เนเธอร์แลนด์	100%	5,000 NLG (ประมาณ 98,854 บาท)	โครงการค่าชดเชยทางภาษี (Tax Compensation Scheme)
โปแลนด์	50%	ไม่จำกัดปริมาณ การลงทุนขั้นต่ำ	โครงการให้เครดิตทางภาษีจากการ ลงทุน (Investment Tax Credits Programme)
สวิตเซอร์แลนด์	50%	500,000 CHF (ประมาณ 15,319,388 บาท)	พระราชกฤษฎีกาแห่งสหพันธรัฐ สำหรับบริษัทเงินร่วมลงทุน (Federal Decree on Venture Capital Companies)
สหราชอาณาจักร	20%	150,000 GBP (ประมาณ 7,405,193 บาท)	โครงการการลงทุนวิสาหกิจ (Enterprise Investment Scheme: EIS)
	20%	100,000 GBP (ประมาณ 4,936,795 บาท)	โครงการทรัสต์สำหรับธุรกิจเงินร่วม ลงทุน (Venture Capital Trust

⁶¹ แปลงเป็นเงินไทยโดยใช้อัตราแลกเปลี่ยนถาวรเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์โดย

ธนาคารแห่งประเทศไทย ณ วันที่ 15 มกราคม 2553

ประเทศ	มาตรการจูงใจทางภาษี ในระดับหน้า (การให้เครดิตภาษีจากเงินได้)	เงินลงทุนที่จะได้รับการ เครดิตภาษี ต้องไม่เกิน ปริมาณที่กำหนดต่อไปนี้ 61	ชื่อมาตรการ
			Scheme: VCT)
สหรัฐอเมริกา (ขึ้นอยู่กับแต่ละมลรัฐ)	100%	ไม่จำกัดปริมาณ การลงทุนขั้นต่ำ	บริษัทลงทุนซึ่งได้รับการรับรอง (Certified Capital Companies: CAPCOs) ในระดับมลรัฐ เช่นใน ฟลอริดา ลุยเซียนา มิสซูรี นิวยอร์ก

Source: Organisation for Economic Co-operation and Development, "Entrepreneurship and Growth: Tax Issues," <http://www.oecd.org/dataoecd/10/19/2079715.pdf>, p.17, 12 November 2009.

ในขณะที่รัฐบาลของประเทศในกลุ่มสมาชิกขององค์การความร่วมมือและพัฒนามหาสมุทรเศรษฐกิจบางประเทศนำมาตราการจูงใจทางภาษีในระดับหลังไปใช้ ซึ่งมาตรการดังกล่าวนี้อาจมีประสิทธิภาพมากกว่าการใช้เครดิตทางภาษีของมาตรการจูงใจทางภาษีในระดับหน้า โดยทั่วไป มาตรการจูงใจทางภาษีในระดับหลังจะให้สิทธิประโยชน์ในทางภาษี (tax breaks) แก่เงินปันผลหรือผลกำไรจากทุนซึ่งบุคคลธรรมดาได้รับจากการลงทุนในกองทุนธุรกิจเงินร่วมลงทุนหรือในบริษัทเงินร่วมลงทุน และในขณะเดียวกันกองทุนเงินร่วมลงทุนเองก็จะได้รับการยกเว้นทางภาษีจากผลกำไรจากทุน ประเทศในกลุ่มสมาชิกหลายประเทศใช้อัตราพิเศษในการเก็บภาษีสำหรับธุรกิจเงินร่วมลงทุน อัตราภาษีของผลกำไรจากทุนที่มีความแตกต่างจากอัตราภาษีเงินได้ปกติอาจเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดการลงทุนในธุรกิจเงินร่วมลงทุน จากผลการศึกษาของนายเลิร์นเนอร์ เจ. (Mr. Lerner J.) นักวิจัยจากสถาบันวิจัยเศรษฐกิจแห่งชาติของกรุงวอชิงตัน ดี.ซี. แห่งสหรัฐอเมริกา (The National Bureau of Economic Research) พบว่าการเพิ่มอัตราภาษีผลกำไรจากทุนอาจทำให้เกิดผลกระทบในเชิงลบต่อการมีส่วนร่วมในอุตสาหกรรมธุรกิจเงินร่วมลงทุนและมีส่วนสำคัญต่อการลดแรงจูงใจของนักลงทุนในการเข้าลงทุนในธุรกิจที่มีความเสี่ยง⁶² โดยในแต่ละประเทศมีการนำมาตรการดังกล่าวไปใช้ตามตารางดังต่อไปนี้

⁶² Organisation for Economic Co-operation and Development, *supra note* 60, p.17.

ตารางที่ 3

รายละเอียดและมาตรการทางภาษีของกลุ่มประเทศที่ใช้มาตรการจูงใจทางภาษี
ในระดับหลัง (back-end incentives) แก่การประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน

ประเทศ	มาตรการจูงใจทางภาษี ในระดับหลัง (อัตราภาษี)	เงินลงทุนที่จะได้รับสิทธิ ประโยชน์จากมาตรการ ภาษี ต้องไม่เกินปริมาณ ที่กำหนดต่อไปนี้ ⁶³	ชื่อมาตรการ
ออสเตรเลีย	0%	ไม่จำกัดปริมาณ	ห้างหุ้นส่วนจำกัดเงินร่วมลงทุน ขั้นต้น (Early Stage Venture Capital Limited Partnerships: ESVCLPs)
ออสเตรีย	0%	260,000 Sch (ประมาณ 817,849 บาท)	ภาษีผลกำไรจากทุนของบุคคล ธรรมดา (Individual capital gains tax)
ฝรั่งเศส	0%	ไม่จำกัดปริมาณ	บริษัทธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Sociétés de Capital Risque: SCR)
	0%	ไม่จำกัดปริมาณ	กองทุนรวมเพื่อธุรกิจเสี่ยง (Fonds Commun de Placement a Risques: FCPR)
อังกฤษ	0%	ไม่จำกัดปริมาณ	โครงการเงินทุนภาคเอกชน (Private Equity Scheme)
เกาหลี	0%	ไม่จำกัดปริมาณ	กฎหมายควบคุมการปฏิบัติตาม ภาษีพิเศษ (Special Tax Treatment Control Law)
เนเธอร์แลนด์	0%	50,000 DFL (ประมาณ 986,380 บาท)	โครงการค่าชดเชยทางภาษี (Tax Compensation Scheme)
โปแลนด์	ลดอัตราภาษี	ไม่จำกัดปริมาณ	โครงการเครดิตภาษีเพื่อการลงทุน (Investment Tax Credit Programme)

⁶³ แปลงเป็นเงินไทยโดยใช้อัตราแลกเปลี่ยนถาวรเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์โดย
ธนาคารแห่งประเทศไทย ณ วันที่ 15 มกราคม 2553

ประเทศ	มาตรการจูงใจทางภาษี ในระดับหลัง (อัตราภาษี)	เงินลงทุนที่จะได้รับสิทธิ ประโยชน์จากมาตรการ ภาษี ต้องไม่เกินปริมาณ ที่กำหนดต่อไปนี้ ⁶³	ชื่อมาตรการ
สเปน	0%	ไม่จำกัดปริมาณ	กองทุนรวมธุรกิจเงินร่วมลงทุน (Fondos de Capital Riesgo: FCR)
สวิตเซอร์แลนด์	0%	250,000 CHF (ประมาณ 7,659,694 บาท)	พระราชกฤษฎีกาแห่งสหพันธรัฐ สำหรับบริษัทเงินร่วมลงทุน (Federal Decree on Venture Capital Companies)
ตุรกี	0%	ไม่จำกัดปริมาณ	กองทุนรวมเพื่อการลงทุนในธุรกิจ เสี่ยง (Risk Capital Investment Funds)
สหราชอาณาจักร	0%	ไม่จำกัดปริมาณ	โครงการการลงทุนวิสาหกิจ (Enterprise Investment Scheme: EIS)
	0%	ไม่จำกัดปริมาณ	โครงการทรัสต์สำหรับธุรกิจเงินร่วม ลงทุน (Venture Capital Trust Scheme: VCT)
สหรัฐอเมริกา	ลดอัตราภาษี	ไม่จำกัดปริมาณ การลงทุนขั้นต่ำ	โครงการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อ ประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering Scheme: IPO)

Source: Organisation for Economic Co-operation and Development, "Entrepreneurship and Growth: Tax Issues," <http://www.oecd.org/dataoecd/10/19/2079715.pdf>, p.18, 12 November 2009.

นอกจากนี้ในบางประเทศอาจนำมาตรการการชะลอการเสียภาษี (tax deferrals)⁶⁴ สำหรับบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลมาใช้เพื่อส่งเสริมให้เกิดการลงทุนใหม่ (reinvestment) จาก

⁶⁴ การชะลอการเสียภาษี (tax deferrals) คือการผ่อนผันการเสียภาษีเงินได้ที่ควรจะนำมาเสียในปีภาษีปัจจุบันไปเสียภาษีในปีถัดไปหรือหลังจากนั้น (โปรดดู ญัตติวาระ ส.ส.ว. ๑๖๖, “การกีดกันฐานภาษีและการชะลอการเสียภาษี: ศึกษากรณีความตกลงเพื่อการเว้นการเก็บภาษีซ้อนระหว่างประเทศไทย-สาธารณรัฐมอริเชียส,” (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต คณะ

ผลกำไรฝ่ายทุนในบริษัทขนาดเล็กหรือในบริษัทที่มีความเสี่ยงต่อการเข้าร่วมลงทุน (small or venture firms) เช่น ในประเทศแคนาดา ประเทศฝรั่งเศส สหรัฐอเมริกา และสหราชอาณาจักร เป็นต้น ในประเทศแคนาดาได้กำหนดให้บุคคลธรรมดาสามารถชะลอการเสียภาษีจากผลกำไรฝ่ายทุนเมื่อมีการขายหุ้นในธุรกิจขนาดเล็กและได้นำรายได้ดังกล่าวเป็นจำนวนไม่เกิน 2,000,000 เหรียญแคนาดาไปลงทุนใหม่ในธุรกิจขนาดเล็กอื่นๆ ในสหรัฐอเมริกาคำหนดให้ชะลอการเสียภาษีจากผลกำไรฝ่ายทุนจากการลงทุนในกิจการเงินร่วมลงทุน (eligible venture investment) โดยต้องนำเงินได้ที่เกิดขึ้นไปลงทุนในกิจการเงินร่วมลงทุนอื่นภายใน 60 วัน เช่นเดียวกับสหราชอาณาจักรซึ่งกำหนดให้ต้องนำเงินไปลงทุนในบริษัทที่ประกอบกิจการพาณิชย์ซึ่งมิได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์(unquoted companies carrying on certain trades) ภายใน 3 ปี⁶⁵

(3) มาตรการของภาครัฐในการร่วมลงทุนจะช่วยเพิ่มความสามารถทางการเงินให้แก่ธุรกิจภาคเอกชนที่มีความเสี่ยงในขั้นเริ่มแรกกิจการ (prime private venture) แต่ควรถอนตัวออกเมื่อตลาดภาคเอกชนมีการเติบโต

ในประเทศกลุ่มองค์กรความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจส่วนใหญ่มักมีการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนในฐานะที่เป็นกิจกรรมทางการเงินสาธารณะ (publicly-financed activity) กองทุนร่วมลงทุนของภาครัฐ (governments equity funds) เป็นเครื่องมือที่นำไปใช้ในการกระตุ้นธุรกิจภาคเอกชนที่มีความเสี่ยงในขั้นเริ่มแรกกิจการอย่างกว้างขวางและเป็นเครื่องมือในการช่วยสร้างความสมดุลย์ในการจัดสรรเงินทุนให้ครอบคลุมระหว่างช่วงการดำเนินธุรกิจ (financing stages) ประเภทธุรกิจ (sectors) และภูมิภาคของธุรกิจ (region) ที่แตกต่างกัน

นิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2548, น.16.) หลักการชะลอการเสียภาษีเกิดขึ้นเนื่องจากทฤษฎีทางการเงินที่ว่าเงินในปัจจุบันมีค่ามากกว่าเงินในอนาคต นอกจากนี้อัตราภาษีในอนาคตอาจลดต่ำลงหรืออาจไม่ต้องเสียภาษี ดังนั้นการชะลอการจัดเก็บภาษีจึงก่อให้เกิดแรงจูงใจแก่นักลงทุนในการลงทุนใหม่ (See Iheanyi Nwachukwu, Tax reduction tips to save money, increase profit margin, http://www.businessdayonline.com/index.php?option=com_content&view=article&id=4493:tax-reduction-tips-to-save-money-increase-profit-margin&catid=55:personal-finance&Itemid=327, August 2009.)

⁶⁵ Organisation for Economic Co-operation and Development, *supra note* 60, p.18.

โดยเฉพาะอย่างยิ่งในขั้นเริ่มแรกของการประกอบกิจการ องค์การธุรกิจที่อยู่ระหว่างช่วงการก่อตั้งกิจการ (seed firms) และช่วงริเริ่มกิจการ (start-up firm) ทัวไปแล้วมักมีประวัติที่มีความเสี่ยงสูงต่อการสูญเสียเงินลงทุนจากภาคเอกชนอย่างเพียงพอ ดังนั้นจึงมีความจำเป็นยิ่งในการปันความเสี่ยงระหว่างภาครัฐกับภาคเอกชน ในบางประเทศนั้นภาครัฐมีบทบาทสำคัญเป็นระยะเวลายาวนาน เช่น บริษัทจัดสรรเงินทุนให้แก่ธุรกิจขนาดเล็ก (The Small Business Investment Company) ในประเทศสหรัฐอเมริกา หรือโครงการ YOZMA ในประเทศอิสราเอล มาตรการเหล่านี้ไม่เพียงถูกใช้เป็นช่องทางหลักในการบริหารความเสี่ยงด้านทุนให้แก่องค์กรเกิดใหม่ (young firms) เท่านั้น แต่ยังช่วยในการฝึกฝนผู้จัดการเงินร่วมลงทุนซึ่งจะเป็นผู้บริหารกองทุนต่อไปด้วยตนเอง ซึ่งจะเป็นการกระตุ้นการเติบโตในธุรกิจเงินร่วมลงทุนและปลูกฝังวัฒนธรรมการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน⁶⁶

อย่างไรก็ตามภาครัฐมิได้กำหนดเป้าหมายเหมือนกันทุกประเทศ บางประเทศยังคงเลือกใช้แนวคิดดั้งเดิม หลายปีที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่าโครงการสาธารณะมีแนวโน้มที่จะมุ่งเน้นช่วยเหลือกลุ่มธุรกิจเดียวกันกับที่ภาคเอกชนให้ความช่วยเหลือ โดยมีได้คำนึงถึงการอุดช่องโหว่ของกฎหมายที่เกี่ยวกับธุรกิจลงทุนซึ่งมีความเสี่ยง (risk capital) ซึ่งการดำเนินการดังกล่าวของภาครัฐอาจมีผลทำให้ภาคเอกชนถอนการลงทุนและยังอาจทำให้เกิดความล่าช้าต่อการพัฒนาธุรกิจโดยเฉพาะอย่างยิ่งหากตลาดการลงทุนมีปริมาณจำกัด การขยายบทบาทของภาครัฐในการเพิ่มปริมาณการลงทุนควรต้องมีการพิจารณาตามหลักความต่อเนื่อง เช่นในประเทศอิสราเอลโครงการ YOZMA ถูกยกเลิกจากการเป็นแหล่งกองทุนภาคเอกชนเมื่อตลาดภาคเอกชนเติบโต ในขณะที่บริษัทจัดสรรเงินทุนให้แก่ธุรกิจขนาดเล็ก (SBIC Programme) มีความจำเป็นต้องเพิ่มขนาดของเงินทุนเข้าสู่ตลาดธุรกิจเงินร่วมลงทุนอย่างต่อเนื่อง ปัจจุบันมีหลายประเทศตั้งกองทุนซึ่งถูกบริหารโดยเฉพาะ (privately-managed funds) ซึ่งกองทุนดังกล่าวใช้เงินสาธารณะในการเพิ่มอำนาจทางการเงิน (leverage) ให้แก่เงินทุนภาคเอกชน (private finance) ในภาคส่วนทางการตลาดที่มีความขาดแคลนต่อการให้บริการสาธารณะ (underserved market segments) เช่น ธนาคารเพื่อการพัฒนาทางธุรกิจแห่งกองทุนเงินร่วมลงทุนของประเทศแคนาดา (The Business Development Bank of Canada Venture Capital Fund) กองทุนเพื่อการลงทุนแห่งเดนมาร์ก (Vaeksfonden) กองทุนเพื่อการพัฒนาภาคอุตสาหกรรมแห่งชาติในประเทศสวีเดน (Industrifonden) กองทุนเงินร่วมลงทุนร่วมกันของประเทศโปรตุเกส (The Fundo de Sindicação

⁶⁶ Organisation for Economic Co-operation and Development, *supra* note 1. pp.19-20.

de Capital de Risco) กองทุนเพื่อการเติบโตขั้นเริ่มต้นดำเนินงานแห่งสหราชอาณาจักร (The Early Growth Fund) เป็นต้น นอกจากนี้ในบางประเทศยังได้มีการเพิ่มความเข้มแข็งของผู้ที่จะเข้าร่วมลงทุนทั้งในภาคสาธารณะและภาคเอกชนเพื่อการขยายแหล่งเงินทุนของประเทศให้มีคุณภาพสูงสุด เช่น กองทุนเพื่อการกระตุ้นกิจการของสถาบันการศึกษาในสหราชอาณาจักร (University Challenge Fund) ซึ่งจัดหาเงินทุนขั้นเริ่มต้น (seed financing) ให้แก่กิจการต่างๆ เพื่อความสะดวกแก่การถ่ายทอดองค์ความรู้และเทคโนโลยีจากสถาบันการศึกษาให้แก่ผู้ประกอบการช่วยเหลือในเชิงพาณิชย์

ในปัจจุบัน โครงการเข้าร่วมลงทุนโดยสหพันธรัฐหรือรัฐบาลกลางมีการแข่งขันกันเพิ่มมากขึ้นในภูมิภาค ในสาธารณรัฐ และในระหว่างกองทุนส่วนท้องถิ่นด้วยตนเอง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อโครงการทั้งหลายเหล่านั้นมีความประสงค์มุ่งโดยตรงต่อการแก้ไขปัญหาทางการเงินที่ไม่สมดุลในเชิงภูมิศาสตร์ (geographical imbalances in venture financing) กองทุนส่วนภูมิภาค เช่น กองทุนเงินร่วมลงทุนส่วนภูมิภาคในสหราชอาณาจักร (The Regional Venture Capital Funds: RVCs) กองทุนสาธารณรัฐ เช่น บริษัทเพื่อการพัฒนาแห่งแมสซาชูเซตในสหรัฐอเมริกา (The Massachusetts Technology Development Corporation: MTDC) กองทุนในท้องถิ่น เช่น กองทุนเงินร่วมลงทุนนวัตกรรมเทคโนโลยีแห่งควิเบกในประเทศแคนาดา (The Quebec Innovatech Venture Capital Fund) กองทุนนวัตกรรมส่วนกลางเพื่อนักลงทุนแห่งแคว้นคาตาลุญญาในประเทศสเปน (The Centre d'Innovació i Desenvolupament Empresarial: CIDEM) นอกจากนี้ยังอาจมีกองทุนที่จัดตั้งขึ้นโดยมีความประสงค์ในการพัฒนาธุรกิจขนาดเล็กในชุมชนซึ่งมีความขาดแคลนหรือในกลุ่มธุรกิจด้อยโอกาส เช่น กองทุนเงินร่วมลงทุนเพื่อการพัฒนาชุมชนในสหราชอาณาจักร (The Community Development Venture Capital Fund) และโครงการเงินร่วมลงทุนในตลาดใหม่ในสหรัฐอเมริกา (The New Markets Venture Capital Scheme) กองทุนทั้งหลายดังกล่าวข้างต้นโดยทั่วไปมักมีวัตถุประสงค์ในการช่วยเหลือสังคม รวมทั้งเพื่อการถ่ายทอดทางเทคโนโลยี เพื่อการสร้างงาน เพื่อการพัฒนาทางเศรษฐกิจ และเพื่อวัตถุประสงค์ในเชิงพาณิชย์ การสนับสนุนกิจกรรมทางเศรษฐกิจได้รับการผสมผสานเข้ากับการพัฒนาภูมิภาคในระยะยาว อย่างไรก็ตามประเทศทั้งหลายมักขาดมาตรวัดในทางเศรษฐกิจ และผู้จัดการกองทุนซึ่งมีประสบการณ์เชี่ยวชาญ ตลอดจนปัญหาเกี่ยวกับการเลือกกระหนาบการเติมเต็มเป้าหมายให้แก่สังคมกับการบรรลุเป้าหมายของการเจริญเติบโตในทางเศรษฐกิจ ซึ่งภูมิภาคและท้องถิ่นต่างๆ ควรต้องมีการประเมินแผนการการลงทุนเหล่านี้และต้องพิจารณาว่าแผนการให้ความช่วยเหลือโดยรวม (consolidation assistance programmes) หรือ

แผนการเลือกให้ความช่วยเหลือเฉพาะด้านใดด้านหนึ่ง (alternative assistance programmes) จะมีความคุ้มค่ามากกว่ากัน

กองทุนเงินร่วมลงทุนภาคสาธารณะในทุกประเทศควรเปลี่ยนทิศทางการดำเนินงานเมื่อเวลาล่วงเลยไปและมุ่งเน้นในการเพิ่มความสามารถทางการเงินให้แก่ธุรกิจภาคเอกชนที่มีความเสี่ยงในขั้นก่อตั้งและในขั้นเริ่มแรกกิจการ นอกจากนี้แผนการประเมินโครงการการลงทุนด้วยความโปร่งใสควรนำไปใช้เมื่อรัฐถอนตัวออกและเพิ่มขอบเขตของกองทุนภาคเอกชนในตลาดเงินร่วมลงทุนให้มากขึ้น ในบริบทดังกล่าวนี้ควรมีการประเมินแรงจูงใจทางการเงินสำหรับนวัตกรรมในธุรกิจขนาดย่อมโดยรวม ซึ่งจะช่วยให้มีการจัดตั้งแหล่งเงินทุนสำหรับกิจการขนาดย่อมได้อย่างต่อเนื่องในแต่ละช่วงของวงจรธุรกิจและจะช่วยลดความเหลื่อมล้ำที่อาจเกิดขึ้นระหว่างเงินสนับสนุนเพื่อการวิจัย (research grants) กับแหล่งเงินอื่นๆ ของธุรกิจในช่วงเริ่มต้นกิจการและในขั้นเริ่มดำเนินกิจการ

(4) รัฐบาลควรเชื่อมโยงเครือข่ายของนักลงทุนผู้มั่งคั่งกับโครงการสาธารณะอย่างเช่นการเป็นพี่เลี้ยงทางเทคโนโลยี (technology incubators)

นักลงทุนผู้มั่งคั่ง (business angels) ถือเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญสำหรับธุรกิจเสี่ยงจากข้อมูลที่มีอยู่ชี้ให้เห็นว่าเงินทุนทั้งหมดที่ได้รับจากนักลงทุนผู้มั่งคั่งมีมูลค่าเท่ากับราคาที่เราได้ (par) หรือในบางประเทศมีมูลค่ามากกว่ามูลค่าจากแหล่งเงินทุนของกองทุนเงินร่วมลงทุนเพื่อกิจการในขั้นริเริ่มดำเนินงาน (early-stage financing provided by venture capital funds) อย่างไรก็ตามนักลงทุนผู้มั่งคั่งมักเป็นนักลงทุนเฉพาะการ (*ad hoc* investors) นักลงทุนเหล่านี้มักจะลงทุนในโครงการในท้องถิ่นผ่านช่องทางการลงทุนที่น่าเชื่อถือโดยมีความสัมพันธ์อย่างไม่เป็นทางการ (informal connections) อย่างไรก็ตามข้อมูลการลงทุนระหว่างนักลงทุนกับผู้ประกอบการที่อาจพัฒนาศักยภาพได้ (potential entrepreneurs) มีอยู่อย่างจำกัดและอาจไม่มีในหลายประเทศ ซึ่งเมื่อไม่นานนี้ได้มีการริเริ่มร่วมกันระหว่างภาคสาธารณะ (public) กับเครือข่ายพาณิชย์ (commercial networks) เพื่อจัดการกับตลาดของนักลงทุนผู้มั่งคั่งและเพื่อลดช่องว่างของข้อมูลที่นักลงทุนจะได้รับโดยการใช้เครือข่ายฐานข้อมูลทางอินเทอร์เน็ตในการจับคู่การให้บริการระหว่างนักลงทุนกับผู้ประกอบการ

เครือข่ายของนักลงทุนผู้มั่งคั่งได้รับการพัฒนาอย่างมากในสหราชอาณาจักรและสหรัฐอเมริกา ซึ่งเครือข่ายภาคสาธารณะและภาคเอกชนมีการพัฒนาควบคู่กันกับการพัฒนา

ตลาดธุรกิจเงินร่วมลงทุนอยู่ตลอดเวลา เครือข่ายส่วนท้องถิ่นซึ่งได้รับการออกแบบขึ้นจากการประเมินความเข้มแข็งทางการเงินและทางเศรษฐกิจของชุมชนซึ่งมีแนวโน้มจะเกิดขึ้นในหลายประเทศ เช่น โครงการการลงทุนแห่งประชาคมแคนาดา (The Canadian Community Investment Plan: CCIP) อย่างไรก็ตามมีเครือข่ายของแต่ละประเทศจำนวนหนึ่งทำหน้าที่รวบรวมการให้บริการของธุรกิจเงินร่วมลงทุนแต่เครือข่ายดังกล่าวเหล่านั้นไม่อาจที่จะรักษาเสถียรภาพเกี่ยวกับการติดต่อหรือเชื่อมโยงเครือข่ายดังกล่าวได้ เครือข่ายทั้งหลายดังกล่าวนี้ควรจะตั้งเชื่อมโยงโครงการเข้ากับแผนการหรือโครงการส่วนภูมิภาคอื่นๆ (ดังกล่าวไว้แล้วในข้อที่ 3.) และควรจะตั้งเชื่อมโยงเครือข่ายให้เป็นไปในระดับประเทศชาติเพื่อเป็นการลดช่องว่างของข้อมูลและลดความซ้ำซ้อนในการดำเนินการ นอกจากนี้ในประเทศสวีเดน เดนมาร์ก และนอร์เวย์ ซึ่งมีตลาดเงินร่วมลงทุนขนาดเล็กควรต้องมีการเชื่อมโยงเครือข่ายของนักธุรกิจผู้มั่งคั่งผ่านโครงการร่วมลงทุน เช่น โครงการเครือข่ายธุรกิจเสี่ยงแห่งนอร์ดิก (The Nordic Venture Network) เป็นต้น

ในบางเครือข่ายโดยเฉพาะอย่างยิ่งหากมีการสนับสนุนโดยภาครัฐบาลแต่เพียงองค์กรเดียวอาจขาดนักลงทุนที่มีประสิทธิภาพในการให้คำแนะนำที่จำเป็นในการดำเนินงานหรือให้ความรู้เกี่ยวกับการลงทุน เพื่อลดปัญหาดังกล่าว รัฐบาลของประเทศอิสราเอลได้แสวงหานักลงทุนต่างชาติผู้มั่งคั่งเข้าไปลงทุนด้วยการเสนอมาตรการจูงใจทางภาษีและริเริ่มโครงการต่างๆ เพื่อเชื่อมโยงเครือข่ายระหว่างกิจการขนาดย่อมเข้ากับธุรกิจเงินร่วมลงทุนโดยใช้องค์กรธุรกิจในรูปแบบของนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (foreign – based institutions) วิสาหกิจข้ามชาติ (multinational enterprise) หรือแม้กระทั่งบุคคลธรรมดา กองทุนธุรกิจเงินร่วมลงทุนแห่งอิสราเอล (Israeli venture capital funds) บางกอง ได้มีการจัดตั้งสาขาขึ้นในสหรัฐอเมริกาและในสหภาพยุโรปเพื่อรักษาระดับของเทคโนโลยีที่มีความทันสมัยและเพื่อการพัฒนาตลาด การใช้หลักเกณฑ์ความสัมพันธ์เชื่อมโยงไปในต่างประเทศ (establishing of the arm-length relationships) เข้ากับนักลงทุนผู้มั่งคั่งต่างชาติทั้งหลายจะช่วยเพิ่มความชัดเจนของความสามารถในการประกอบธุรกิจของบริษัทและจะช่วยเพิ่มโอกาสในการเข้าร่วมลงทุนได้

ทั้งนี้นักลงทุนผู้มั่งคั่ง (business angels) แตกต่างจากกองทุนเงินร่วมลงทุน (venture capital funds) ซึ่งมักจะลงทุนโดยใช้สินทรัพย์ของนักลงทุนเองและอาจได้รับผลกระทบที่ไม่ได้สัดส่วน (disproportionately affected) จากตลาดขาลง (market downturns) เมื่อไม่นานมานี้ได้มีโครงการร่วมลงทุนเกิดขึ้นใหม่ระหว่างนักลงทุนผู้มั่งคั่งกับกองทุนเงินร่วมลงทุนอื่นๆ ซึ่งจะช่วยให้บรรเทาการขาดสภาพคล่อง (liquidity shortage) และช่วยให้มีการบริหารจัดการความเสี่ยงที่ดีขึ้น โครงการร่วมลงทุนระหว่างนักลงทุนผู้มั่งคั่งกับกองทุนเงินร่วมลงทุน (angel

syndicates) ดังกล่าวนี้อาจเกิดขึ้นในบางประเทศเพื่อเป็นแหล่งเงินทุน (pool) หรืออยู่ในฐานะกองทุนข้างเคียง (side funds) เพื่อให้ความช่วยเหลือแก่บริษัทธุรกิจเงินร่วมลงทุนที่มีขนาดใหญ่กว่า นอกจากนี้ภาครัฐบาลยังอาจให้ความช่วยเหลือด้วยการจัดมหกรรมธุรกิจเงินร่วมลงทุน (venture fairs) จัดให้มีการประชุมเชิงปฏิบัติการ (workshops) หรือจัดให้มีการสัมมนาเกี่ยวกับตลาดทุน ภาคเอกชนเพื่อเป็นการกระตุ้นแหล่งข้อมูลและเป็นการเสริมสร้างความแข็งแกร่งระหว่างความเสี่ยงที่เป็นทางการและความเสี่ยงที่ไม่เป็นทางการของผู้ให้บริการธุรกิจเงินร่วมลงทุน นอกจากนี้แล้ว เครือข่ายนักลงทุนผู้มั่งคั่งและสมาคมธุรกิจเงินร่วมลงทุน (venture capital associations) ยังอาจเชื่อมโยงเครือข่ายเข้ากับกลุ่มธุรกิจอื่นๆ เพื่อเชื่อมโยงอุปสงค์และอุปทานในระบบเศรษฐกิจของตลาดในประเทศของตน ดังนั้นการดำเนินการลงทุนที่จะเกิดขึ้นจากเครือข่ายนักลงทุนผู้มั่งคั่งสามารถปรับปรุงให้ดีขึ้นได้โดยการเชื่อมโยงเครือข่ายเข้ากับโครงการเงินร่วมลงทุนภาคสาธารณะ (public venture capital programmes) หรือโครงการจูงใจเพื่อธุรกิจขั้นริเริ่มดำเนินงาน (start-up initiatives) อาทิเช่นการเป็นผู้ถ่ายทอดหรือผู้เพาะบ่มทางเทคโนโลยี (technology incubators) และภาครัฐบาลยังอาจเพิ่มแหล่งเงินทุนให้แก่ผู้ประกอบการธุรกิจ (entrepreneurs) หรือธุรกิจซึ่งอยู่ในขั้นริเริ่มการดำเนินงาน (start-up firms) โดยผ่านโครงการสนับสนุนต่างๆ (complementary schemes) เช่น โครงการเตรียมความพร้อมทางการลงทุนให้แก่ธุรกิจขนาดเล็ก (investment-readiness programmes for small firms) หรือพัฒนาปรับปรุงการจัดตั้งองค์การวิจัยสาธารณะขึ้นในมหาวิทยาลัยต่างๆ เป็นต้น (enhancing spin-offs from public research and universities)

(5) รัฐบาลควรเกื้อหนุนให้เกิดการรวบรวมในตลาดรองเพื่อบรรลุเป้าหมายต่อขนาดในทางเศรษฐกิจของประเทศ

มาตรการการถอนตัวในระยะเวลาที่เหมาะสม (appropriate exit mechanisms) ของผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุนเป็นสิ่งสำคัญที่สร้างความเชื่อมั่นในตลาดธุรกิจเงินร่วมลงทุนที่ดี และตลาดที่มีความเป็นระบบ การถอนตัวทำให้ธุรกิจเงินร่วมลงทุนมีความสามารถในการทำกำไร (profitability) ซึ่งต่างจากธุรกิจอื่นๆ ความสำเร็จเนื่องจากการถอนตัวมีผลกระทบต่อวงจรการระดมเงินทุน (fund-raising cycles) เนื่องจากนักลงทุนต้องการเข้าร่วมลงทุนก็ต่อเมื่อนักลงทุนได้รับผลตอบแทนที่เหมาะสมจากการใช้ความเสี่ยงของนักลงทุน การลงทุนในธุรกิจริเริ่มการดำเนินการ (early-stage investment) โดยทั่วไปก็มีความต้องการอัตราผลตอบแทนการลงทุนที่สูงและมักใช้กลยุทธ์การถอนตัวเชิงรุก (aggressive exit strategies) เช่นจะถอนตัวต่อเมื่อได้

นำเอาหลักทรัพย์ของบริษัทเสนอขายต่อประชาชนเป็นการทั่วไปครั้งแรก (Initial Public Offerings: IPOs) ในตลาดรองหรือตลาดหลักทรัพย์รอง (Secondary Stock Markets) ซึ่งมีเงื่อนไขในการรับบริษัทเข้าตลาดเข้มงวดน้อย (less stringent admission requirements) และมีค่าใช้จ่ายที่ต่ำกว่าตลาดหลักหรือตลาดหลักทรัพย์หลัก (first-tier markets) จึงมักถูกใช้เป็นเครื่องมือในการถอนตัวออกจากธุรกิจขนาดเล็กของผู้ประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุน

ในช่วงทศวรรษที่ 1990 ตลาดรองมีการขยายตัวในกลุ่มประเทศที่เป็นสมาชิกองค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนาอย่างกว้างขวางอันเนื่องมาจากผลสำเร็จของการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเป็นการทั่วไปครั้งแรกของบริษัทใหม่ๆ ที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับเทคโนโลยีบนตลาดแนสแดค (NASDAQ) ของสหรัฐอเมริกา หลังจากนั้นในปี 1995 ได้เริ่มมีการซื้อขายหลักทรัพย์กันในตลาดหลักทรัพย์การลงทุนเพื่อทางเลือกของสหราชอาณาจักร (The Alternative Investment Market: AIM) ตามด้วยตลาดหลักทรัพย์แห่งฝรั่งเศส (Le Nouveau Marche) และตลาดหลักทรัพย์โคสแดค (KOSDAQ) แห่งเกาหลีในปี 1996 ตลาดเพื่อการลงทุนแห่งเยอรมัน (The German New Market) และตลาดใหม่แห่งเบลเยียม (The Belgian New Market) ในปี 1997 และประเทศอื่นๆ อีกมากมาย ประเทศในกลุ่มสมาชิกล้วนประสบความสำเร็จอย่างหลากหลายเนื่องจากการจัดตั้งตลาดรองและความสำเร็จจากการเสนอทางเลือกเพื่อการถอนตัวของนักธุรกิจเงินร่วมลงทุนในบริษัทขนาดเล็ก แต่การเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยยะสำคัญดังกล่าวนี้ยังคงมีทุนทางการตลาดและสภาพคล่องที่ต่ำ ปัจจุบันมีเพียงไม่กี่ตลาดเท่านั้นที่มีขอบเขตและขนาดเพียงพอต่อการสนับสนุนการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเป็นการทั่วไปครั้งแรก ยิ่งไปกว่านั้นตลาดเหล่านี้มักมีความไม่แน่นอน (volatile) และมีแนวโน้มที่จะมีการเคลื่อนไหวในลักษณะการเก็งกำไร (speculative movements) ในขณะที่ความแข็งแกร่งที่เกิดขึ้นจากการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเป็นการทั่วไปครั้งแรกหลายประเทศในช่วงทศวรรษที่ 1990 นำไปสู่ความเจริญเติบโตทางการลงทุนและการระดมเงินในตลาดธุรกิจเงินร่วมลงทุน แต่การขยายตัวของเทคโนโลยี (the burst of the technology bubble) ในช่วงกลางทศวรรษที่ 2000 ทำให้เกิดการลดมูลค่าของหลักทรัพย์ในทางตลาดลงเป็นอันมากและทำให้ตลาดรองดังกล่าวจำนวนมากต้องควบเข้ากัน (merge) หรือสูญหาย (disappear) ไปจากระบบการเงิน

ความผันผวนของตลาดการเงินทั่วโลกนับตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000 ได้ทำให้บริษัทที่มีผลการดำเนินงานไม่ดีต้องทรุดหนักขึ้นและทำให้ความน่าเชื่อถือในการถอนตัวของธุรกิจเงินร่วมลงทุนเมื่อมีการเข้าสู่ตลาดรองลดลง ปัจจุบันมีธุรกิจเงินร่วมลงทุนที่ถอนตัวจากการลงทุนเมื่อผู้ประกอบการที่เข้าร่วมลงทุนเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเป็นการทั่วไปครั้งแรกเพียง

เล็กน้อยเท่านั้น ในขณะที่การควบและโอนกิจการ (mergers and acquisitions) เช่นการขายหลักทรัพย์นอกตลาดรองหรือการขายหลักทรัพย์ในตลาดหลัก (trade sales) หรือการซื้อหลักทรัพย์กลับคืนโดยเจ้าของกิจการเอง (buy-backs) มักถูกนำมาใช้เป็นมาตรการในการถอนตัวของผู้ประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนอยู่เป็นประจำ ในหลายประเทศได้มีการพัฒนาการแข่งขัน (competitiveness) และลดข้อเบ็ดเตล็ด (fragmentation) ในตลาดรอง เช่น รัฐบาลแห่งแคนาดามีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนการควบรวม (consolidation) และแลกเปลี่ยนผู้เชี่ยวชาญ (specialization) ในตลาดหลักทรัพย์ภายในประเทศแคนาดา ในปี ค.ศ. 2000 ตลาดหลักทรัพย์หลักของประเทศแคนาดาทั้ง 4 แห่งได้ถูกปรับโครงสร้าง (restructuring) ซึ่งได้แก่ ตลาดแลกเปลี่ยนมอนทรีออล (The Montreal Exchange: ME) ตลาดหลักทรัพย์โตรอนโต (The Toronto Stock Exchange: TSE) ตลาดหลักทรัพย์อัลเบอร์ตา (The Alberta Stock Exchange) การซื้อขายหลักทรัพย์หลัก (senior securities) ในตลาดของประเทศแคนาดาถูกรวบรวมไปทำการซื้อขายกันภายในตลาดหลักทรัพย์โตรอนโต ในขณะที่ตลาดแลกเปลี่ยนในธุรกิจเสี่ยงแห่งแคนาดา (The Canadian Venture Exchange: CDNX) ทำหน้าที่เป็นผู้เชี่ยวชาญการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เพิ่งระดมทุนเข้าสู่ตลาด (junior securities) เช่นเดียวกันกับประเทศสวีเดนซึ่งมีตลาดหลักทรัพย์หลักแต่เดิมคือตลาดเพื่อการเติบโตแห่งนอร์ดิก (The Nordic Growth Market) ได้มีการจัดตั้งตลาดนอร์ดิกโอทีซี (The Nordic OTC) ขึ้นในปี ค.ศ. 2003 โดยมีเจตนาเพื่อเพิ่มแหล่งการซื้อขายหลักทรัพย์สำหรับธุรกิจขนาดเล็กที่มีได้จดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์หลัก

ดังนั้นกล่าวโดยสรุป แนวทางการพัฒนาธุรกิจเงินร่วมลงทุนตามกรอบนโยบายขององค์การความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ รัฐบาลในแต่ละประเทศจึงควรต้องคำนึงถึงข้อความคิดดังต่อไปนี้⁶⁷

1. กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน ควรจะต้องมีการลดข้อจำกัดต่างๆ ที่มีต่อนักลงทุนเพื่อเพิ่มความหลากหลายให้แก่แหล่งเงินทุนสำหรับธุรกิจเสี่ยง และควรให้การสนับสนุนแก่ผู้จัดการธุรกิจเงินร่วมลงทุนให้ปฏิบัติตามวัฒนธรรมตลาดทุนภาคเอกชน นอกจากนี้ยังควรอำนวยความสะดวกด้วยการสร้างทางเลือกในการลงทุนผ่านทางเครื่องมือต่างๆ เช่น กองทุนเพื่อการลงทุน (funds-of-funds) และควรมีการพัฒนามาตรฐานทางการบัญชีและมาตรฐานวัดสมรรถนะซึ่งมีความเชื่อถือได้เพื่อเป็นการเพิ่มความโปร่งใสในการดำเนินงานของธุรกิจเงินร่วมลงทุนอันจะช่วย

⁶⁷ *Ibid.* p.5.

เป็นการปกป้องนักลงทุน อีกทั้งยังควรจัดอุปสรรคในการเข้าร่วมลงทุนโดยธุรกิจเงินร่วมลงทุนต่างชาติด้วย

2. มาตรการทางภาษี ควรมีการลดความซับซ้อนของข้อปฏิบัติในการจัดเก็บภาษีจากทุน ทั้งในเรื่องของแหล่งที่มาและประเภทที่แตกต่างกันของการลงทุนในธุรกิจเงินร่วมลงทุน และควรจะต้องมีการลดอัตราการจัดเก็บภาษีผลกำไรจากทุนหรือภาษีเพื่อความมั่งคั่งอื่นๆ ที่สูงจนเกินไป ซึ่งจะเป็นอุปสรรคขัดขวางทั้งต่อด้านธุรกิจเงินร่วมลงทุนและต่อตัวผู้ประกอบการ ทั้งนี้รัฐบาลของแต่ละประเทศควรมีการประเมินเป้าหมายของมาตรการจูงใจในทางภาษีเพื่อการประกอบธุรกิจเงินร่วมลงทุนและควรยกเลิกมาตรการดังกล่าวหากพบว่าต้นทุนและผลประโยชน์เนื่องจากการใช้มาตรการดังกล่าวไม่บรรลุผล

3. โครงการร่วมลงทุนภาคสาธารณะ รัฐบาลควรใช้กองทุนภาคสาธารณะในการยกระดับทางการเงินของภาคเอกชน โดยกำหนดเป้าหมายสาธารณะเพื่อลดช่องว่างทางการเงิน เช่น ให้ความช่วยเหลือแก่กิจการซึ่งอยู่ในขั้นริเริ่มการดำเนินงานหรือกิจการเกิดใหม่ และควรมีการจ้างผู้จัดการภาคเอกชนเพื่อดำเนินการบริหารจัดการกองทุนสาธารณะและอาจจัดให้มีกองทุนร่วมลงทุนระหว่างภาคสาธารณะกับภาคเอกชน สำหรับกองทุนร่วมลงทุนทั้งในส่วนภูมิภาคและในส่วนท้องถิ่นต่างๆ ควรจะต้องมีการประเมินแผนการการลงทุนเหล่านี้และต้องพิจารณาว่าควรเลือกใช้แผนการลงทุนเพื่อให้ความช่วยเหลือโดยรวม (consolidation assistance programmes) หรือควรเลือกใช้แผนการเลือกให้ความช่วยเหลือเฉพาะด้านใดด้านหนึ่ง (alternative assistance programmes) อีกทั้งภาครัฐยังอาจมุ่งเน้นให้ความช่วยเหลือทางการเงินโดยการพิจารณาจากกลุ่มของผู้ประกอบการ กลุ่มของมหาวิทยาลัย หรือกลุ่มของประเภทบริการที่จะให้ความช่วยเหลือเป็นต้น อย่างไรก็ตามควรต้องมีการประเมินการลงทุนภาคสาธารณะตลอดเวลาและภาครัฐควรถอนตัวจากการลงทุนเมื่อตลาดการลงทุนในธุรกิจเสี่ยงภาคเอกชนมีการเติบโต

4. เครือข่ายนักลงทุนผู้มั่งคั่ง ควรมีการเชื่อมโยงเครือข่ายนักลงทุนผู้มั่งคั่งเข้ากับนักลงทุนประเภทอื่นๆ ตลอดจนเชื่อมโยงเข้ากับโครงการระดับชาติทั้งหลาย โดยต้องสร้างความมั่นใจในการสร้างความเกี่ยวพันระหว่างเทคโนโลยีที่ใช้ในการเชื่อมโยงเครือข่าย หรือ การพัฒนาปรับปรุงองค์กรเพื่อการวิจัยขึ้น เข้ากับเครือข่ายของนักลงทุนผู้มั่งคั่ง และภาครัฐยังอาจให้บริการผ่านโครงการสนับสนุนต่างๆ เพื่อการพัฒนาความพร้อมในการลงทุนของธุรกิจขนาดเล็กและเพื่อเป็นการช่วยเพิ่มปริมาณความต้องการของธุรกิจเงินร่วมลงทุน

5. ตลาดหลักทรัพย์รอง ควรส่งเสริมให้มีการซื้อขายยากในตลาดรองต่างๆ ของประเทศเช่นด้วยการควบตลาดหลักทรัพย์ทั้งหลายเข้าไว้ด้วยกัน และควรปรับปรุงช่องทางเลือกในการถอนตัวของผู้ประกอบการธุรกิจเงินร่วมลงทุนในช่องทางอื่นๆ เช่นการควบรวมกิจการ เป็นต้น

2.4.3 ข้อคำนึงในการกำหนดมาตรการจูงใจทางภาษีตามคำแนะนำขององค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Co-operation and Development: OECD)⁶⁸

องค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา ได้กำหนดประเด็นหลักในการออกแบบมาตรการจูงใจทางภาษี ที่แต่ละประเทศควรต้องพิจารณาไว้ดังต่อไปนี้

1. มาตรการจูงใจ (incentives) ต้องพิจารณาว่ามาตรการจูงใจทางภาษีนั่นก่อให้เกิดแรงจูงใจในเชิงบวกแก่การลงทุนในบริษัทที่มีได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (unquoted company) หรือการสร้าง “การแข่งขันที่เป็นธรรม” (level playing field) ขึ้นพื้นฐานโดยการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่การลงทุนในบริษัทที่มีได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้นได้ ก่อให้เกิดผลประโยชน์ไม่น้อยไปกว่าการลงทุนในรูปแบบอื่นหรือไม่ ตัวอย่างของความไม่เป็นธรรมดังกล่าวที่เกิดขึ้นเช่นในโครงการกองทุนบำเหน็จบำนาญ (pension fund scheme) ซึ่งกำหนดให้การลงทุนในบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยบุคคลธรรมดา (private individuals) มีภาระในการเสียภาษีเงินได้ทั้งที่มีความเป็นไปได้ว่าเงินได้ดังกล่าวจะถือเป็นเงินได้ที่ได้รับก่อนการเสียภาษี (pre-tax income) จากการลงทุนในบริษัทที่มีได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

2. รูปแบบของมาตรการจูงใจ (form of incentives) ต้องพิจารณาว่าภาษีดังกล่าวควรได้รับการบรรเทาภาระภาษีจากเงินได้ที่ลงทุนทั้งหมด (มาตรการจูงใจทางภาษีในระดับหน้า (front-end incentive)) หรือควรได้รับการบรรเทาภาระจากผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุน (เช่น ผลกำไรฝ่ายทุน) มีคำแนะนำว่านักลงทุนผู้มั่งคั่งมักได้รับการกระตุ้นจากโอกาสในการได้รับผลกำไรฝ่ายทุน ดังนั้นมาตรการจูงใจทางภาษีในระดับหน้าจึงก่อให้เกิดแรงจูงใจน้อยกว่าการได้รับการบรรเทาภาระการเสียภาษีจากผลกำไรฝ่ายทุน ยิ่งไปกว่านั้นโดยมุมมองเชิงนโยบายแล้วการบรรเทาภาระภาษีจากผลกำไรจากทุนมีค่าใช้จ่ายที่น้อยกว่าการบรรเทาภาระภาษีในระดับหน้า

⁶⁸ Organisation for Economic Co-operation and Development, *supra note* 15, p.17.

ทั้งนี้เนื่องจากการบรรเทาภาระภาษีจากผลกำไรฝ่ายทุนนั้นให้ประโยชน์เฉพาะแก่ผู้ที่ประสบความสำเร็จในการประกอบธุรกิจหรือธุรกิจที่เข้าร่วมลงทุนมีผลประกอบการที่ดีเท่านั้น อีกทั้งการบรรเทาภาระภาษีในระดับหน้ายังอาจบิดเบือนพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนโดยนำเงินมาลงทุนเพื่อใช้เงินดังกล่าวรับสิทธิประโยชน์ในทางภาษีอันเป็นประโยชน์แก่การวางแผนภาษี (tax shelter)

3. อัตราของผลตอบแทน (rate of return) ต้องพิจารณาว่าจะให้สิทธิประโยชน์ในทางภาษีได้มากเพียงใด (เช่น การพิจารณาอัตราการบรรเทาภาระภาษีหรือการพิจารณาถึงการลงทุนขั้นต่ำ เป็นต้น)

4. ประเภทของการลงทุน (type of investment) ต้องพิจารณาว่าจะใช้มาตรการจูงใจทางภาษีกับการลงทุนโดยผ่านเครื่องมือการลงทุนที่รวบรวมเงินลงทุนจากนักลงทุนหรือกองทุน (pooled investment vehicle) หรือจะใช้กับการลงทุนทางตรง (direct investment) ข้อพิจารณาประการหนึ่งของการลงทุนผ่านเครื่องมือการลงทุนนั้นคือเป็นเครื่องมือที่ช่วยสร้างแรงดึงดูดใจแก่นักลงทุนในเชิงเป็นผู้ถูกกระทำ (attract passive) เนื่องจากการลงทุนผ่านพอร์ตการลงทุน (portfolio-type investor) มิใช่เป็นการลงทุนด้วยนักลงทุนมั่งคั่งอย่างแท้จริง (genuine hand-on) ซึ่งไม่มีทางที่เครื่องมือเหล่านั้นจะช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่การลงทุน จึงต้องพิจารณาว่ามีความเป็นไปได้หรือไม่ในการออกแบบเครื่องมือการลงทุนที่รวบรวมเงินลงทุนจากนักลงทุนให้นักลงทุนสามารถเข้าไปดำเนินงานได้ด้วยตนเอง

5. กลุ่มเป้าหมายของมาตรการจูงใจ (targeting incentives) ต้องพิจารณาว่าควระกำหนดกลุ่มเป้าหมายในการจัดเก็บภาษีได้หรือไม่ เช่น อาจจัดเก็บภาษีจากประเภทธุรกิจ (sector) ช่วงเวลาการประกอบธุรกิจ (stage) หรือจำนวนมูลค่าที่เพิ่มขึ้นที่บริษัทได้รับจากมาตรการทางภาษี (amount that a company can raise through the scheme) ทั้งนี้มีประเด็นที่ต้องตระหนักคือหากมีข้อจำกัดการลงทุนเพียงเล็กน้อยหรือไม่มีข้อจำกัดเกี่ยวกับการลงทุนที่ได้รับอนุญาตภายใต้มาตรการทางภาษีดังกล่าวจะทำให้มีการลงทุนในธุรกิจช่วงเริ่มต้นการดำเนินงานหรือธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยี ซึ่งหากมีข้อจำกัดที่มากเกินไปจะลดความน่าดึงดูดใจของมาตรการต่อนักลงทุน (เว้นแต่จะมีการเพิ่มมาตรการดึงดูดใจอื่นๆ) นักลงทุนผู้มั่งคั่งมีความสำคัญในทางเศรษฐกิจในฐานะที่เป็นผู้ให้เงินลงทุนแก่ธุรกิจในช่วงริเริ่มการจัดตั้ง (start-up) และในช่วงเริ่มต้นการดำเนินงาน (early stage) ดังนั้นจึงอาจมีความเหมาะสมในการให้มาตรการจูงใจทางภาษีเพื่อการลงทุนดังกล่าวนี้ และโดยแท้จริงแล้ววิธีการดังกล่าวนี้อาจเป็นวิธีการที่สร้างผลตอบแทนที่ดีที่สุด (best return) อันเนื่องมาจากมาตรการทางภาษี

6. การขยายการแข่งขัน (extent of competition) ควรต้องพิจารณาว่ามาตรการที่เป็นฐานทางภาษีซึ่งจูงใจนักลงทุนภาคเอกชน (private individuals) นั้น ทำให้เกิดการบิดเบือนทางการตลาดหรือไม่ การบิดเบือนดังกล่าวหมายความว่าความรวมถึงการแข่งขันในการประกอบธุรกิจที่ไม่เป็นธรรม (unfair competition) กับกองทุนเงินร่วมลงทุนส่วนบุคคลด้วย ซึ่งจะทำให้เกิดการถอนตัวออกจากตลาดและอาจทำให้เกิดนักลงทุนเพียงเล็กน้อยเท่านั้นที่จะสร้างมูลค่าให้แก่การลงทุน ซึ่งผู้ประกอบการอาจพิจารณาว่าการแข่งขันเพื่อการสร้างโอกาสในการลงทุนเป็นเรื่องที่ดี อย่างไรก็ตาม การแข่งขันอาจส่งผลดีกับผู้ประกอบการแค่ในระยะสั้นแต่จะส่งผลกระทบต่อการลงทุนของภาคเอกชน

7. กรอบระยะเวลา (time frame) ควรต้องพิจารณาว่าผู้จัดการเงินร่วมลงทุนต้องใช้ระยะเวลาที่เหมาะสมสักเท่าใดในการเข้าร่วมลงทุน ซึ่งมีความเป็นไปได้อย่างชัดเจนว่าจะมีการลงทุนที่ต่ำ (poor investment) หากมาตรการบรรเทาภาระภาษีกำหนดคุณสมบัติให้ผู้จัดการกองทุนร่วมลงทุนอาจลงทุนได้ในช่วงระยะเวลาสั้นๆ

8. ข้อยกเว้น (exclusions) ควรต้องพิจารณาว่ามาตรการจูงใจทางภาษีควรจำกัดกรอบเฉพาะนักลงทุนซึ่งเป็นบุคคลภายนอกกิจการ (external investors) ซึ่งมีได้มีความสัมพันธ์ใกล้ชิด (closely connected) กับบริษัทที่ไปเข้าร่วมลงทุน หรือควรให้สิทธิประโยชน์แก่นักลงทุนภายในกิจการ (internal investors) เช่นตัวผู้ประกอบการเองหรือครอบครัวของผู้ประกอบการด้วย