

## طراحی الگوی بهینه توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران با استفاده از تئوری زمینه بنیان (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار)

اصغر نجفی احمدآباد<sup>۱</sup>/ ناصر فقهی فرهنگد<sup>۲</sup>/ سیروس فخمی آذر<sup>۳</sup>/ سیدعلی پایتختی اسکویی<sup>۴</sup>

### چکیده

هدف این تحقیق طراحی الگوی بهینه توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران با استفاده از تئوری زمینه بنیان بوده است. روش تحقیق آمیخته کیفی و کمی بوده است. در مرحله اول با استفاده از رویکرد کیفی زمینه بنیان الگوی پارادایمی پژوهش شامل شرایط علی، شرایط مداخله‌گر، شرایط زمینه‌ای، راهبردها، پیامدها و مقوله محوری سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر استخراج شده است. ابزار گردآوری داده‌ها در بخش کیفی مصاحبه بوده است. جامعه آماری بخش کیفی شامل خبرگان صندوق‌های سرمایه‌گذاری بوده که به روش نمونه‌گیری نظری، ۲۰ خبره برای انجام مصاحبه انتخاب شده است. در مرحله کمی هر یک از مقوله‌های استخراجی با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی بررسی و تأیید شده است. ابزار گردآوری داده‌ها در این بخش پرسشنامه محقق ساخته بوده که بر اساس مفاهیم استخراجی از بخش کیفی طراحی شده بود. این پرسشنامه پس از تعیین روایی و پایایی در بین اعضای نمونه آماری توزیع شده است. جامعه آماری بخش کمی شامل مدیران شرکت‌های بورسی بوده است. حجم نمونه این بخش بر اساس توصیه‌های مدل‌های تأییدی ۲۱۰ نفر تعیین شده است. نتایج بخش کیفی نشان دهنده ۶۷ مفهوم در قالب ۱۵ مقوله فرعی و شش مقوله اصلی به منظور توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بوده است. نتایج بخش کمی نیز نشان داد که هر یک از مقوله‌های اصلی و فرعی استخراجی از خبرگان تحقیق، قابل تعمیم به مدیران شرکت‌های بورسی می‌باشد.

**واژگان کلیدی:** سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، تئوری زمینه بنیان، بورس اوراق بهادار

**طبقه‌بندی موضوعی:** G24, C38

۱. دانشجوی دکتری گروه مدیریت، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

۲. دانشیار گروه مدیریت، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران (نویسنده مسئول) farahmand@iaut.ac.ir

۳. استادیار گروه مدیریت، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

۴. استادیار گروه اقتصاد، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

## ۱- مقدمه

سرمایه گذاری ریسک پذیر به طور فزاینده‌ای به عنوان جزء مهمی از چشم انداز اقتصادی کشورهای مختلف مورد توجه است. بسیاری از شرکت های موفق جدید در دهه‌های گذشته از جمله اپل، گوگل، آمازون، فدرال اکسپرس، اینتل و مایکروسافت توسط سرمایه گذاری ریسک پذیر پشتیبانی شده‌اند (Cheng & Tang, 2019). سرمایه گذاری ریسک پذیر به عنوان عامل مهمی در نوآوری، تولید ثروت و ایجاد اشتغال تلقی می‌گردد (Isaksson, 2006). سرمایه گذاری ریسک پذیر، نقش خود را در اقتصاد را چندین دهه قبل ایفا کرده و تنها شامل سرمایه مالی نمی‌شود، بلکه مشمول سرمایه غیرمالی نیز می‌شود. گومپرز و لرنر (Gompers & Lerner, 1999)، سرمایه ریسک پذیر را به عنوان وسیله‌ای برای سرمایه گذاری در شرکت‌هایی توصیف می‌کنند که ممکن است ابزارهای مستقل مالی نداشته باشند، و در نتیجه نیاز به تأمین مالی خارجی دارند. چنین چیزی به عنوان واسطه‌ای بین وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان برای بازارهایی عمل می‌کند که در چنین بازارهایی باید این دو متحمل هزینه‌هایی شوند که به یکدیگر نزدیک شوند (Jeng & Wells, 2000).

از زمان آغاز قرن بیستم، رفتار سرمایه گذاری ریسک پذیر تغییر جالبی را تجربه کرده است. مقدار سرمایه گذاری ریسک پذیر در بازارهای نوظهور افزایش یافته است. اگر چه سرمایه گذاری ریسک پذیر تنها ۱ تا ۲ درصد از تمام کسب و کارهای جدید در ایالات متحده را تأمین می‌کنند، اما میزان عرضه عمومی اولیه که توسط سرمایه‌های ریسک پذیر حمایت می‌شوند، از حدود ۱۰ درصد در سال ۱۹۸۰ به بیش از ۵۰ درصد در سال ۲۰۰۰ افزایش یافته است (Braunerhjelm & Parker, 2010). داده‌ها نشان می‌دهد که در سال ۲۰۰۰، سرمایه گذاری ریسک پذیر در بازارهای نوظهور، ۳/۲۵ میلیارد دلار بود. این مقدار نشان‌دهنده نسبت ۹۷/۶ درصدی از مجموع سرمایه‌های مخاطره‌آمیزی از امری است که به عنوان بازارهای توسعه یافته طبقه بندی می‌شود. این رقم در سال ۲۰۱۳، به ۷۹/۲ درصد کاهش یافته است. بنابراین، سهم سرمایه گذاری ریسک پذیر در بازارهای نوظهور از ۲/۴ درصد در سال ۲۰۰۰ به ۲۰/۸ درصد در سال ۲۰۱۳ افزایش یافته است. مجموع سرمایه گذاری‌ها در بازارهای نوظهور در سال ۲۰۱۳ به ۹/۸ میلیارد دلار رسیده است. این توسعه به این واقعیت اعتبار می‌بخشد که شناسایی عوامل تعیین کننده سرمایه مخاطره‌آمیز به ویژه در زمینه بازارهای نوظهور، ارزش پیگیری دارد و احتمالاً در سال‌های آینده اهمیت بیشتری خواهد یافت (Groh & Wallmeroth, 2016). از طرفی اگرچه سرمایه ریسک پذیر، موضوعی بوده است که بسیار مورد بررسی قرار گرفته است، با این وجود، هنوز هم نیازمند مطالعات بیشتر است. در میان

بسیاری از تحقیقات تجربی انجام گرفته، مسئله این است که چه عواملی سرمایه ریسک‌پذیر را جذب می‌کنند و چگونه عاملی ممکن است بر سرمایه‌گذاری یک کشور از لحاظ سرمایه ریسک‌پذیر تأثیر بگذارد. مطالعات موجود، متغیرهای زیادی را به کار گرفته و آن‌ها را بررسی کرده‌اند. این متغیرها در واقع آن‌هایی هستند که چنین پنداشته می‌شود که مسئول جذب و افزایش یا کاهش این سرمایه‌گذاری‌ها در یک کشور هستند. با این حال، اغلب این مطالعات، سرمایه‌گذاری‌های کشور را در اقتصادهای توسعه‌یافته مانند اروپا (Félix et al., 2013; Cherif & Gazdar, 2011) یا در برهه‌هایی از زمان ارزیابی کرده‌اند که کشورهای توسعه‌نیافته شامل این دسته‌بندی، بر این نوع سرمایه‌گذاری، به‌طور مشخصی تمرکز نمی‌کنند. با توجه به اینکه در سال‌های اخیر به دلیل تحریم‌ها، منابع نفتی کاهش پیدا کرده، لذا برای حفظ رشد اقتصادی نیاز به ایجاد ساختارهای مناسب در جهت تقویت شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر بیشتر از گذشته می‌باشد. بر همین اساس ضرورت مطالعه در خصوص این موضوع با اهمیت بیش از گذشته نمود پیدا کرده است.

بر اساس مباحث فوق محقق با درک این موضوع که بسیاری از بنگاه‌های تولیدی و خدماتی در کشور نیازمند سرمایه‌گذاری افراد حقیقی و حقوقی مختلفی می‌باشند و بسیاری از شرکت‌ها حتی سرمایه در گردش کافی در اختیار ندارند، ولی با این وجود، سرمایه‌گذاری و به خصوص سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کشور در حد بسیار پایینی قرار دارد. اینکه چه عواملی باعث می‌گردد تا میزان سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کشور افزایش یافته و به تبع آن، استفاده از این نوع سرمایه‌گذاری‌ها باعث رشد اشتغال، تولید ثروت و رشد اقتصادی شود، سوالی است که این تحقیق به دنبال پاسخ به آن است. محقق از طرفی با این موضوع روبرو بوده که در کشور ما به جهت رشد دانش و تخصص افراد، هر روز بر تعداد شرکت‌های نوپا اضافه می‌شود که این شرکت‌ها برای تأمین مالی نیازمند سرمایه‌های ریسک‌پذیر می‌باشند. بررسی محقق نشان می‌دهد که در داخل کشور تحقیقات اندکی در رابطه با سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر انجام شده و این مسئله باعث گردیده تا عوامل توسعه‌دهنده سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بر اساس بافت بومی مشخص نباشد. از معدود تحقیقات انجام شده در این حوزه می‌توان به تحقیقات بت شکن و همکاران (۱۳۹۶) در این حوزه اشاره نمود که به بررسی دلایل عدم توسعه یافتگی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کشور توجه کرده‌اند. در تحقیقات خارجی نیز بیشتر مطالعات انجام گرفته در این حوزه در کشورهای توسعه‌یافته انجام شده است که از نظر شرایط اقتصادی با شرایط داخلی متفاوت بوده و استفاده از نتایج آنها می‌تواند باعث گمراهی بیشتر در خصوص تعیین راهکارهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در داخل کشور شود. برای مثال از جمله تحقیقات

انجام گرفته در این حوزه می توان به تحقیق فلیکس و همکاران (Félix et al, 2013) و هین و همکاران (Hain et al, 2015). اشاره نمود. بر همین اساس نیز هدف این تحقیق طراحی الگوی توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در ایران با استفاده از تئوری زمینه بنیان جهت تصمیم گیری بهینه سرمایه گذاری می باشد تا در هدف اول شرایط شکل گیری سرمایه گذاری ریسک پذیر را بررسی کرده و در گام و هدف بعدی به این موضوع توجه کند که برای موفقیت سرمایه گذاری ریسک پذیر در ایران نیازمند توجه به چه عواملی هستیم.

این مقاله در بخش های بعدی ابتدا به پیشینه تحقیق پرداخته و در طی آن پس از مروری مختصر بر مفهوم سرمایه گذاری ریسک پذیر، آخرین مطالعات داخلی و خارجی در رابطه با سرمایه گذاری ریسک پذیر بررسی شده است. در بخش بعدی روش شناسی پژوهش مبتنی بر دو بخش کیفی و کمی تدوین شده است. در بخش بعدی، یافته های تحقیق نشان داده شده است. در این بخش ابتدا یافته های بخش کیفی و سپس یافته های بخش کمی نشان داده شده است. در نهایت نتیجه گیری و بحث در رابطه با یافته های پژوهش انجام شده است.

## ۲- مروری بر پیشینه تحقیقات

همان گونه که از نام سرمایه گذاری ریسک پذیر پیداست، این نوع سرمایه گذاری، سرمایه ای است که به طور مشخص میزان زیادی ریسک را تقبل می کند. شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیر، شرکت های خصوصی و سودطلبی هستند که سرمایه خود را در فعالیتهای پرریسک یا نوپا سرمایه گذاری می نمایند. به طور تخصصی تر سرمایه گذاری ریسک پذیر می تواند سرمایه گذاری مالی در شرکت هایی تعریف شود که هنوز قیمتی برای آنها تعیین نشده و دارای پتانسیل رشد چشمگیری می باشند. در تعریفی دیگر سرمایه گذاری مخاطره پذیر نوعی سرمایه گذاری بلند مدت با ریسک ارزش گذاری نشده در سهام شرکت های جدید معرفی شده است که پاداش اولیه آن عبارتست از سود سرمایه ای (افزایش قیمت سهام) محتمل به علاوه بازده نقدی حاصل از سود تقسیمی سهام، که توسط سرمایه گذاران حرفه ای انجام می شود (بیگدلو و اصولیان، ۱۳۸۵). چنین بیان می شود که سرمایه گذاران ریسک پذیر، سرمایه گذاران فعالی هستند و فعالیت هایی نظیر نظارت را دنبال می کنند و بر تصمیمات استراتژیک شرکت، با استفاده از ابزارهایی مانند کنترل حقوق و صندلی های هیئت مدیره تأثیر می گذارند. توان سرمایه گذار ریسک پذیر برای اضافه کردن ارزش بیشتر به وسیله ای مدت سرمایه گذاری منعکس می شود (Cumming & Johan, 2006). اگرچه سرمایه گذاری

ریسک‌پذیر در ایالات متحده ریشه دارد، اما بسیاری از کشورها این تقاضا را دنبال کرده‌اند و سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را به یک پدیده جهانی تبدیل کرده‌اند (Gompers & Lerner, 1999; Félix et al., 2013; Cumming et al., 2012). از جمله برخی از آخرین تحقیقات انجام گرفته خارجی و داخلی در زمینه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌توان به موارد زیر اشاره نمود.

چنگ و همکاران (Cheng et al, 2019) در تحقیقی پویایی و عوامل موثر بر تامین مالی پایدار را براساس شواهد سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر از شرکتهایی در چین مورد بررسی قرار داده‌اند. به گفته محققین از سال ۱۹۸۰ تاکنون، سرمایه ریسک‌پذیر به طور گسترده‌ای به عنوان یک منبع موثر برای تامین مالی فعالیت‌های ابتکاری و رشد پایدار شناخته شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که مداخله دولت، فرصت‌های خروج، انباشت سرمایه انسانی، اختراع جدید و زیرساخت‌های حمل و نقل به عنوان پنج عامل مهم برای شکل‌گیری و تکامل فعالیت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر محلی در چین می‌باشند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بین‌المللی و عوامل نهادی داخلی در شکل‌دادن به سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در چین از اهمیت بالایی برخوردار می‌باشند.

گونزالز (González, 2019) در طی یک مطالعه موردی، تبادل منابع نوآوری را در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بررسی کرده است. محقق در این مطالعه بررسی می‌کند که شیوع مبادلات منابع نوآوری در سرتاسر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر چگونه موثر خواهد بود. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که منابع ایجاد نوآوری در توجه شرکت‌های سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر موثر بوده و شرکت‌هایی که در این حوزه سرمایه‌گذاری نموده‌اند، موفق‌تر از سایر شرکت‌های سرمایه‌گذار بوده‌اند.

گو و گیان (Gu & Qian, 2018) در تحقیقی به بررسی تاثیر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بر تقویت کارآفرینی در یک بازار نوظهور پرداخته‌اند. به گفته محققین رابطه کارآفرینی و سرمایه‌ریسکی در یک بازار نوظهور و نابالغ، موضوع پژوهشی داغی است، زیرا کارآفرینی عامل مهمی در افزایش رقابت شرکت‌هاست و به عنوان یک نیروی محرک اصلی اقتصاد، به ویژه در حال ظهور و بازارهای نابالغ مانند چین کمک خواهد نمود. نتایج تحقیق نشان داده که سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر موجب رشد کارآفرینی نوآورانه می‌شود، اما موجب تقویت و ارتقاء کارآفرینی کسب و کار نمی‌شود.

ون و همکاران (Wen et al., 2018)، در یک مطالعه سرمایه گذاری ریسک پذیر و رابطه آن با نوآوری را در چین بررسی کرده‌اند. در این تحقیق، رابطه غیر خطی سرمایه گذاری ریسک پذیر و نوآوری های تکنولوژیکی در ۲۸ استان چین، با استفاده از مدل رگرسیون برای دوره ۲۰۰۱-۲۰۱۴ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان داده که رابطه درون مدل تجربی در واقع غیر خطی است و سرمایه گذاری ریسک پذیر تنها تاثیر مثبت را بر نوآوری در چین در زمانی که سرمایه گذاری به اندازه کافی بزرگ و در سطح آستانه است را نشان داده است. با این وجود، سرمایه گذاری ریسک پذیر پس از تقسیم استان های نمونه به گروه های مختلف، به شدت به توانایی های نوآورانه شرکت های سرمایه گذاری آسیب می رساند

کانسینو و همکاران (Cancino, 2018) در یک مطالعه تجربی به تجزیه و تحلیل کتابشناختی سرمایه گذاری ریسک پذیر پرداخته است. هدف از این مطالعه نشان دادن تحول پژوهش علمی در سرمایه گذاری ریسک پذیر بین سال های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۴ بوده است. نتایج حاکی از افزایش میزان چاپ نتایج تحقیقات در زمینه سرمایه گذاری ریسک پذیر طی ۲۵ سال گذشته بوده است. این مقاله ۴۰ نشریه علمی را منتشر کرده که همواره مقاله هایی درباره تحقیقات سرمایه گذاری ریسک پذیر منتشر می کنند. سهم اصلی این کار، ایجاد یک مرور کلی از تحقیقات سرمایه گذاری ریسک پذیر بوده که منجر به توسعه یک برنامه تحقیقاتی آینده نگارانه در زمینه سرمایه گذاری ریسک پذیر می شود.

چانگ و کانگ (Chung & Kang, 2018) در تحقیقی به ارزیابی رشد صنعت سرمایه گذاری ریسک پذیر در کره پرداخته‌اند. هدف محققین از این مقاله بررسی نحوه سرمایه گذاری ریسک پذیر در کره بوده است. این مقاله همچنین رشد سرمایه گذاری ریسک پذیر را در کره با ایالات متحده مقایسه کرده است. محققین در این مقاله پیش بینی رشد صنعت سرمایه گذاری ریسک پذیر در کره را با استفاده از مدل باس پیش بینی کرده اند. نویسندگان دریافتند که جریان صندوق نوآورانه در کره، قویتر از آنچه در ایالات متحده آمریکا نشان می دهد است، در حالی که سرمایه گذاری مجدد در منابع ریسک پذیر ضعیف است. این مطالعه پیش بینی کرده که سرمایه گذاری های جدید در کره جنوبی در هر پنج سال به میزان ۵ تا ۷ درصد افزایش می یابد و در طول زمان، سرعت رشد کاهش می یابد.

آیدیاس و اسچیلو (Aidis & Schillo, 2017) در تحقیقی تاثیر جنسیت را بر رهبری و سرمایه گذاری ریسک پذیر در اوراق بهادار شرکت ها بررسی کرده‌اند. هدف محققین از این مقاله،

ارائه یک شاخص جدید با عنوان رهبری زنان در سرمایه گذاری های کارآفرینی و ریسک پذیر (WLEV) بوده است. نویسندگان خلاصه ای از شاخص WLEV را مطابق با تحقیقات قبلی نیز ارائه داده‌اند. این شاخص دارای ویژگی های مناسب برای تحقیقات آتی بوده و اولین مقایسه را با آمار موجود ارائه داده است. یافته های نویسندگان نشان داده که رهبری زنان در شرکت های پرتفوی سرمایه گذاری ریسک پذیر دارای نمرات نسبتاً کمی بوده است.

بت شکن و همکاران (۱۳۹۶) در طی یک مطالعه تجربی دلایل عدم توسعه یافتگی سرمایه گذاری ریسک پذیر در ایران را مورد مطالعه قرار داده‌اند. به گفته محققین در این مطالعه سرمایه گذاری ریسک پذیر بر رشد کمی و کیفی کارآفرینی اثری مستقیم دارد. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که دلایل عدم توسعه یافتگی صنعت سرمایه گذاری ریسک پذیر عبارت بوده‌اند از: تعداد کم ثبت اختراعات مبتنی بر نیاز بازار، زمان بر بودن فرآیند تاسیس و انحلال شرکت‌ها، آشنا نبودن با شاخص های ارزیابی موشکافانه، برخورداری نبودن از سازوکار داوری، قراردادهای غیرحرفه‌ای، محدودیت استراتژی خروج، کمبود سیاست‌های علمی و اجرایی این صنعت در دولت، کمبود مشوق های مالی و قانونی، وجود بروکراسی اداری، اعطای کمک‌های بلاعوض و تسهیلات کم بهره؛ همچنین در حال توسعه بودن نظام اقتصادی کشور، نظام مالی کشور، محیط کسب و کارهای نوآورانه، نظام فرهنگی و ضعف در شاخص های منابع انسانی، اعم از مهاجرت نخبگان و صاحبان دانش، کمبود نیروی کار با کیفیت و مشاوره های حرفه‌ای، آشنایی کمتر دستگاه‌های نظارتی و اجرایی درگیر با مبانی نظری سرمایه گذاری ریسک پذیر، آشنایی کمتر صاحبان دانش و کارآفرینان با مبانی نظری مالی.

صادقی و خطیب (۱۳۹۵) در تحقیقی به رتبه بندی عقود اسلامی در تامین مالی سرمایه گذاری ریسک پذیر با استفاده از مدل تصمیم گیری چند معیاره TOPSIS پرداخته‌اند. محققین در این تحقیق، ۸ معیار رتبه بندی عقود اسلامی، از طریق مطالعه و بررسی ادبیات موضوع و تحقیقات صورت گرفته در این زمینه شناسایی و استخراج کرده‌اند.

احسنی زاد و همکاران (۱۳۹۵) در تحقیقی به رتبه بندی طرح های کسب و کار سرمایه گذاری خطرپذیر با روش تحلیل پوششی داده ها در یک شرکت سرمایه گذاری خطرپذیر ایرانی پرداخته‌اند.

صادقی شاهدانی و رعایانی (۱۳۹۳) در تحقیقی به تبیین مدل های سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی پرداخته‌اند. پژوهشگران این تحقیق سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی را یکی از

روش های نوین تامین مالی اسلامی بیان کرده اند که علی رغم اذعان بسیاری از متخصصان بر کارایی این مدل و مزیت های خاص و ویژه آن، آن چنان که باید مورد توجه متخصصان مالی اسلامی قرار نگرفته است. نتایج این تحقیق نشان داده است که علاوه بر عقود مضاربه و مشارکت از عقود مانند مشارکت کاهنده، اجاره مو صوف فی الذمه، اجاره به شرط تملیک و مدل و کالت- اجاره مو صوف فی الذمه نیز می توان در فرایند سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی استفاده کرد.

جبل عاملی و آزادگان مهر (۱۳۹۰) در یک مطالعه موردی سرمایه گذاری ریسک پذیر دانشگاهی، در چارچوب سرمایه در دانشگاه علم و صنعت ایران بررسی کرده اند. به گفته محققین در این پژوهش سرمایه گذاری ریسک پذیر، یکی از زیر ساخت های مهم کارآفرینی فناورانه است که موفقیت شرکت های نوینان فناوری محور علاوه بر تامین مالی با در اختیار نهادن کمک های مشاوره ای و مدیریتی تسهیل می نماید. محققین در این مقاله یک مدل برای تاسیس صندوق های سرمایه گذاری ریسک پذیر غیر سنتی بررسی کرده اند و مدلی برای تاسیس یک صندوق دانشگاهی در ایران بومی سازی نموده اند.

بدیعی و همکاران (۱۳۹۰) در یک مطالعه کاربردی با استنتاج پارامترهای تاثیر گذار در شاخص سودآوری پروژه های سرمایه گذاری ریسک پذیر صنعتی و معدنی را مورد بررسی قرار داده اند. به بیان این محققین آنالیز حساسیت روشی است که با استفاده از مدل سازی یک سیستم، روابط بین پارامترهای ورودی را تعیین کرده و تاثیر هر یک از این پارامترها را بر نتیجه و خروجی مدل می سنجد تا پارامترهایی که بیشترین تاثیر را بر نتیجه دارند به عنوان حساس ترین و مهمترین متغیرهای ورودی شناسایی شوند. نتیجه حاصل شده است که با تمرکز بر روی پارامترهای تاثیر گذار می توان تا حد زیادی ریسک سرمایه گذاری را کاهش داد.

### ۳- روش شناسی پژوهش

با توجه به اینکه هدف این پژوهش طراحی الگوی توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در ایران می باشد، پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع توسعه ای است. از نظر رویکرد و استراتژی در دسته پژوهش های آمیخته (ابتدا کیفی، سپس کمی) قرار می گیرد. استراتژی پژوهش در مرحله کیفی، زمینه بنیان و در مرحله کمی پیمایش بوده است. رویکردهای آمیخته نوعی از روش پژوهشی محسوب



می‌گردد که در آن دو رویکرد رقیب کمی و کیفی در کنار یکدیگر قرار می‌گیرند. به عبارتی روش‌های پژوهش آمیخته نوعی از روش پژوهشی است که در آن محققان به منظور درک عمیق از پدیده‌ها، عناصر روش‌های کمی و کیفی را با هم ادغام می‌کنند.

روش پژوهش کیفی در مرحله اول با استفاده از نظریه زمینه‌بنیان برای ساخت مدل مفهومی و به منظور تبیین عوامل موثر در توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران استفاده شده است. ابزار گردآوری داده‌ها در این بخش مصاحبه‌های باز عمیق بوده است. در این بخش از خبرگان سرمایه‌گذاری برای ساخت مدل مفهومی و استخراج مفاهیم و مقوله‌ها استفاده شده است. برای این منظور با توجه به اینکه در بخش کیفی نمونه‌گیری نظری بوده و از ابتدا نمی‌توان تعداد نمونه‌ها را مشخص نمود، لذا مصاحبه‌ها تا رسیدن به اشباع نظری انجام گرفته است. برای این منظور نمونه‌گیری به صورت هدفمند از مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس اوراق بهادار با سابقه بالای ۱۰ سال انجام شده و در نفر ۱۷ محقق به اشباع نظری رسیده است. برای اطمینان بیشتر نمونه‌گیری تا نفر ۲۰ نیز ادامه یافته است. بنابراین در مرحله کیفی، نمونه آماری ۲۰ نفر از خبرگان سرمایه‌گذاری بوده است. دسته‌بندی کدها در قالب مقوله‌ها در قالب نرم‌افزار Nvivo انجام شده است. برای اعتبارسنجی نتایج این بخش از تطبیق نتایج با ادبیات پیشین و اعتبارسنجی مجدد از طریق خبرگان استفاده شده که نتایج بدست آمده نشان دهنده تأیید مقوله‌های اصلی و فرعی و مفاهیم در بخش کیفی بوده است. همچنین علاوه بر تأیید نتایج به صورت کیفی، بخش کمی به منظور بررسی و تأیید نتایج بخش کیفی انجام شده است.

در بخش کمی، با استفاده از یافته‌های بخش کیفی (مقوله‌های فرعی و مفاهیم در بخش کیفی) ابتدا پرسشنامه‌ای تدوین شده که هدف بررسی و تأیید نتایج بخش کیفی بوده است. برای این منظور از تحلیل عاملی تأییدی به تفکیک هر یک از مقوله‌های اصلی استفاده شده است. جامعه آماری این بخش شامل مدیران شرکت‌های بورسی در بورس اوراق بهادار می‌باشد. به منظور تعیین حجم نمونه، با توجه به اینکه از تحلیل عاملی تأییدی در جهت تحلیل داده‌ها استفاده شده است و قاعدتاً حجم نمونه بیشتری برای برازش مدل لازم است. لذا قوانینی برای تعیین حجم نمونه وجود دارد که در این پژوهش به منظور تعیین حجم نمونه به این قوانین توجه شده است. الف) حداقل اندازه نمونه ۱۰۰ تا ۲۰۰ آزمودنی برای مدل‌های تأییدی یا ساختاری (Boomsma, 1985)، ب) ۵ یا ۱۰ مشاهده برای هر پارامتر مدل (Bentler & Chou, 1990) و ج) ۱۰ آزمودنی به ازای هر متغیر آشکار (Wolf et al., 2013)؛ بر همین اساس نیز در این پژوهش ۱۰ نمونه به ازای هر متغیر آشکار

انتخاب شده است. با توجه به اینکه بیشترین تعداد متغیر آشکار در مقوله اصلی زمینه شکل گیری سرمایه گذاری ریسک پذیر بوده است، بنابراین با توجه به وجود ۲۱ متغیر آشکار در این بخش، ۲۱۰ نفر به عنوان حجم نمونه انتخاب شده است. ابزار گردآوری داده‌ها در این بخش پرسشنامه بوده است. روایی پرسشنامه به صورت روایی ظاهری و پایایی آن با استفاده از ضریب آلفای کرونباخ محاسبه و تأیید شده است. مقدار آلفای کرونباخ برای شرایط علی توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر ۰/۸۹۳، برای شرایط زمینه‌ای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر ۰/۹۰۱، برای شرایط مداخله‌گر توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر ۰/۸۵۱، برای راهبردهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر ۰/۷۶۹ و برای مقوله محوری ۰/۷۹۴ محاسبه شده که نشان دهنده پایایی مناسب پرسشنامه بوده است.

#### ۴- یافته‌های تحقیق

##### ۴-۱- یافته‌های تحقیق در بخش کیفی

در نظریه داده بنیاد، فرایند تحلیل داده‌ها با کدگذاری آغاز می‌شود، کدگذاری داده‌ها شامل سه مرحله کدگذاری باز، کدگذاری محوری، و کدگذاری انتخابی است (Strauss & Corbin, 1990). در این تحقیق بر اساس مصاحبه‌های انجام گرفته، کدهای اولیه استخراج شده است. در مرحله کدگذاری باز<sup>۵</sup> پس از شناسایی کدهای اولیه و در نظر گرفتن کدهای مشابه، ۶۷ کد مفهومی استخراج شد و سپس در مرحله بعد با بررسی این کدها و طبقه بندی آنها، ۱۵ مقوله فرعی شناسایی شدند.

کدگذاری محوری<sup>۶</sup>، مرحله دوم تجزیه و تحلیل در نظریه پردازی داده بنیاد است. هدف این مرحله تعیین رابطه بین مقوله‌های ایجاد شده در مرحله کدگذاری باز است. در کدگذاری محوری، محقق پدیده مرکزی یا محوری را شناسایی می‌کند، شرایط علی را تشریح می‌کند، کنش‌ها و واکنش‌ها را مشخص می‌کند، شرایط مداخله‌گر و بستر را شناسایی می‌کند و پیامدها و نتایج راهبردها را برای این پدیده معین می‌کند. این کار بر اساس مدل پارادایم انجام می‌شود و به نظریه پرداز کمک می‌کند تا فرایند نظریه را به سهولت انجام دهد. جدول (۱) تبدیل مفاهیم به دسته‌بندی کلی یعنی مقوله‌های فرعی و اصلی را نشان می‌دهد.

5- Open coding

6- Axial coding

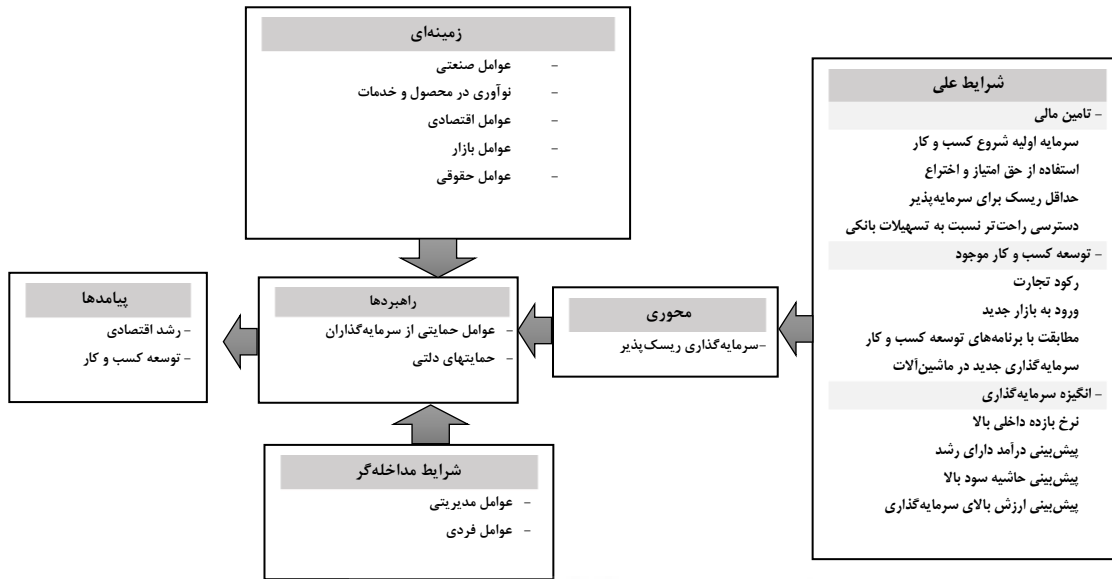
جدول (۱): مقوله‌های اصلی و فرعی و مفاهیم زیر مجموعه هر کدام در توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

مقوله اصلی	مقوله فرعی	مفاهیم	نماد
شرایط علی	تأمین مالی	سرمایه اولیه شروع کسب و کار	Ca11
		استفاده از حق امتیاز و اختراع	Ca12
		حداقل ریسک برای سرمایه‌پذیر	Ca13
		دسترسی راحت‌تر نسبت به تسهیلات بانکی	Ca14
	توسعه کسب و کار موجود	رکود تجارت	Ca21
		ورود به بازار جدید	Ca22
		مطابقت با برنامه‌های توسعه کسب و کار	Ca23
		سرمایه‌گذاری جدید در ماشین‌آلات	Ca24
	انگیزه سرمایه‌گذاری	نرخ بازده داخلی بالا	Ca31
		پیش‌بینی درآمد دارای رشد	Ca32
		پیش‌بینی حاشیه سود بالا	Ca33
		پیش‌بینی ارزش بالای سرمایه‌گذاری	Ca34
مداخله‌گر	عوامل مدیریتی	تجربه مدیران در صنعت	Co11
		کمبود اطلاعات مدیران	Co12
		دخالت سرمایه‌گذار در مدیریت بنگاه	Co13
		ترکیب هیئت مدیره و مدیران بنگاه (ساختار ضعیف مدیریت)	Co14
		مدیریت ریسک	Co15
		حضور یک شریک فنی	Co16
		برنامه تجاری مکتوب	Co17
		قرایندهای طولانی جذب سرمایه‌گذار	Co18
		اعتماد بین سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر	Co21
		برنامه خروج کاملاً مشخص برای سرمایه‌گذار	Co22
تمایل به موفقیت کارآفرینان و سرمایه‌پذیران	Co23		
توانایی رهبری و مهارت مدیریتی	Co24		
زمینه‌ای	عوامل صنعتی	مسیر موفقیت در صنعت	Cn11
		چشم‌انداز رشد صنعت	Cn12
	نوآوری در محصول و خدمات	توسعه محصول جدید	Cn21
		مزیت رقابتی محصول یا خدمات	Cn22
		فناوری محصول و خدمات	Cn23

نماد	مفاهیم	مقوله فرعی	مقوله اصلی
Cn24	منطبق بودن محصولات و خدمات با نیازهای افراد		
Cn25	حمایت از مالکیت فکری		
Cn31	نرخ تورم		
Cn32	نرخ ارز	عوامل اقتصادی	
Cn33	سودآوری بنگاه در گذشته		
Cn34	بی ثباتی اقتصادی		
Cn41	سهم بازار پیش بینی شده		
Cn42	شرایط بازار	عوامل بازار	
Cn43	سلامت بازار هدف		
Cn44	موقعیت رقابتی در بازار (انحصار چند جانبه)		
Cn45	نیاز بازار به محصولات و خدمات	عوامل حقوقی	
Cn51	قرارداد بین سرمایه گذار و سرمایه پذیر (کار آفرین)		
Cn52	ساز و کار داوری بین سرمایه گذار و سرمایه پذیر		
Cn53	نبود قوانین مدون برای سرمایه گذاری ریسک پذیر		
Cn54	زمان بر بودن فرایند تأسیس و انحلال صندوق سرمایه گذاری		
Cn55	قابلیت اجرای قرارداد تأمین مالی	راهبردها	
St11	امنیت سرمایه گذاری		عوامل حمایتی از سرمایه گذاران
St12	نقل و انتقال آزادانه سرمایه		
St13	ایجاد زیرساخت‌ها (جاده، انرژی و ...)		
St14	آموزش و تربیت نیروی انسانی متخصص در زمینه سرمایه گذاری خطر پذیر		
St15	حمایت اعتباری دانشگاه‌ها		حمایت‌های دولتی
St16	ایجاد بازار مجزای صندوق‌های سرمایه گذاری خطر پذیر در بورس		
St21	تضمین بخش یا تمام سرمایه گذاری توسط دولت		
St22	معافیت مالیاتی و بیمه‌ای		
St23	معافیت گمرکی		
St24	اعضای تسهیلات کم بهره	رشد اقتصادی	
St25	کاهش بوروکراسی اداری		
Ou11	توسعه اشتغال		پیامدها
Ou12	افزایش تولید داخلی		
Ou13	افزایش درآمد مالی		

نماد	مفاهیم	مقوله فرعی	مقوله اصلی
Ou14	افزایش تقاضا	توسعه کسب و کار جدید	محوری
Ou15	افزایش قدرت خرید		
Ou21	ایجاد شرکت‌های دانش‌بنیان		
Ou22	توسعه شرکت‌های کوچک و متوسط		
Ou23	توسعه استارت‌آپ‌ها		
Vc1	سرمایه‌گذاری برای تأمین بودجه اولیه	سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر	محوری
Vc2	سرمایه‌گذاری ثابت اولیه		
Vc3	سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر مرحله توسعه		

در نهایت پس از کدگذاری باز و کدگذاری محوری، کدگذاری انتخابی انجام شده است. کدگذاری انتخابی مهم‌ترین مرحله نظریه پردازی است که در آن، محقق مقوله محوری را با سایر موارد ارتباط می‌دهد، ارتباط آنها را بیان می‌کند و مقوله‌هایی که احتیاج به بهبود و بازنگری دارند را اصلاح می‌کند (دانایی فرد و اسلامی، ۱۳۹۰). پس از ارائه شش دسته شرایط علی شامل افزایش تأمین مالی، توسعه کسب و کار موجود و انگیزه سرمایه‌گذاری؛ شرایط مداخله‌گر شامل عوامل مدیریتی و عوامل فردی؛ شرایط زمینه‌ای شامل عوامل صنعتی، نوآوری در محصول و خدمات، عوامل اقتصادی، عوامل بازار و عوامل حقوقی؛ راهبردها شامل عوامل حمایتی از سرمایه‌گذاران و حمایت‌های دولتی؛ پیامدهای سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر شامل رشد اقتصادی و توسعه کسب و کار جدید؛ و مقوله محوری که سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر نام‌گذاری شده، ارتباط بین مقوله‌های مختلف ایجاد و مدل پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ایجاد شده که در شکل (۱) نشان داده شده است.



شکل (۱): مدل پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

#### ۴-۲- یافته‌های تحقیق در بخش کمی

پس از دستیابی به مدل پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی، هر یک از اجزاء مدل پارادایم مورد بررسی قرار گرفته است تا از مناسب بودن هر یک از مقوله‌های اصلی و کدگذاری‌های انجام شده در جامعه مورد مطالعه اطمینان حاصل شود.

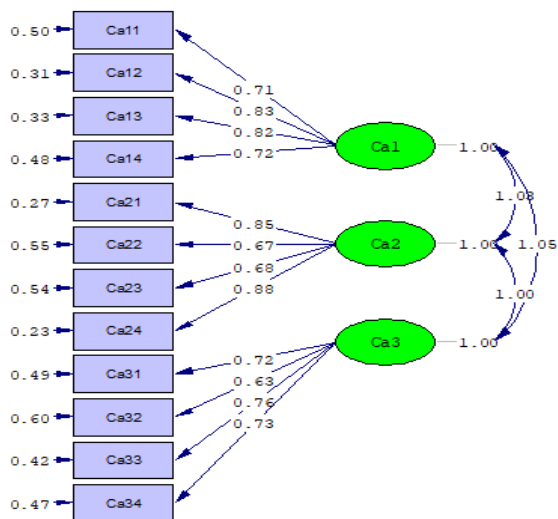
نتایج مربوط به شاخص‌های مناسب بودن تحلیل عاملی تأییدی مدل شرایط علی نشان می‌دهد که مقدار کای اسکوتر برابر  $63/58$  با درجه آزادی  $51$  بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکوتر بهنجار شده (حاصل تقسیم کای اسکوتر بر درجه آزادی) برابر  $1/246$  محاسبه گردیده که نشان دهنده مناسب بودن مدل تأییدی از نظر این شاخص بوده است. ریشه میانگین مربعات خطای تقریب (RMSEA) برابر  $0/034$  محاسبه شده است که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. مقدار شاخص نیکویی برازش (GFI) نیز  $0/91$  بدست آمده که چون بزرگتر از  $0/9$  بوده است، می‌توان عنوان نمود که مدل تأییدی شرایط علی خوب بوده است. مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده (SRMR) برابر  $0/069$  بدست آمده که نشان دهنده مقادیر قابل قبول برای مدل بوده است. بنابراین این می‌توان نتیجه گرفت که تأمین مالی، توسعه کسب و کار موجود

و انگیزه سرمایه‌گذاری در دسته شرایط علی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر قرار می‌گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر  $t$  متناظر برای بررسی معنی‌داری بارهای عاملی مدل شرایط علی در جدول (۵) نشان داده شده است.

جدول (۵): بارهای عاملی و مقادیر  $t$  متناظر مدل تأییدی شرایط علی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

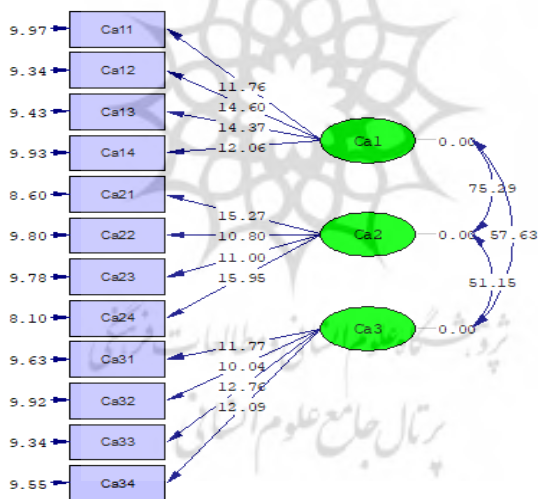
مقدار $t$	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۱/۷۶	۰/۷۱	CA1 <--- CA11
۱۴/۶۰	۰/۸۳	CA1 <--- CA12
۱۴/۳۷	۰/۸۲	CA1 <--- CA13
۱۲/۰۶	۰/۷۲	CA1 <--- CA14
۱۵/۲۷	۰/۸۵	CA2 <--- CA21
۱۰/۸۰	۰/۶۷	CA2 <--- CA22
۱۱/۰۰	۰/۶۸	CA2 <--- CA23
۱۵/۹۵	۰/۸۸	CA2 <--- CA24
۱۱/۷۷	۰/۷۲	CA3 <--- CA31
۱۰/۰۴	۰/۶۳	CA3 <--- CA32
۱۲/۷۶	۰/۷۶	CA3 <--- CA33
۱۲/۰۹	۰/۷۳	CA3 <--- CA34

با توجه به اینکه مقادیر  $t$  متناظر هر بار عاملی در جدول (۵) بزرگتر از ۱/۹۶ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده و ارتباط بین مقوله‌های فرعی با مقوله‌های اصلی در شرایط علی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تأیید می‌گردد. برای مثال در شکل (۲) نتایج مربوط به بارهای عاملی و در شکل (۳) مقادیر  $t$  متناظر هر یک از بارهای عاملی تحلیل عاملی تأییدی مدل شرایط علی نشان داده شده است.



Chi-Square=63.58, df=51, P-value=0.09047, RMSEA=0.034

شکل (۲): بارهای عاملی مدل تأییدی شرایط علی توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر



Chi-Square=63.58, df=51, P-value=0.09047, RMSEA=0.034

شکل (۳): مقادیر t منظر بارهای عاملی مدل تأییدی شرایط علی توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر

نتایج مربوط به شاخص‌های مناسب بودن تحلیل عاملی تأییدی مدل بستر و زمینه توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر نشان می‌دهد که مقدار کای اسکور برابر ۲۳۴/۶۵ با درجه آزادی ۱۷۹ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکور بهنجار شده برابر ۱/۳۱۰، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر ۰/۳۸، مقدار شاخص نیکویی برازش ۰/۸۸ و مقدار شاخص ریشه میانگین



مربعات باقی مانده استاندارد شده برابر  $0/075$  بدست آمده که نشان دهنده مقادیر قابل قبول برای مدل بوده است. بنابر این می توان نتیجه گرفت که عوامل صنعتی، نوآوری در محصول و خدمات، عوامل اقتصاد، عوامل بازار و عوامل حقوقی در دسته بستر و زمینه توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر قرار می گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر  $t$  متناظر برای بررسی معنی داری بارهای عاملی مدل بستر و زمینه توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در جدول (۶) نشان داده شده است.

جدول (۶): بارهای عاملی و مقادیر  $t$  متناظر مدل تأییدی بستر و زمینه توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر

مقدار $t$	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۲/۳۶	۰/۷۱	CO1 <---
۱۳/۹۵	۰/۷۸	CO1 <---
۱۶/۸۶	۰/۸۶	CO2 <---
۱۳/۷۲	۰/۷۵	CO2 <---
۱۶/۸۸	۰/۸۶	CO2 <---
۱۲/۳۶	۰/۷۰	CO2 <---
۱۲/۸۳	۰/۷۲	CO2 <---
۱۶/۹۲	۰/۸۷	CO3 <---
۱۲/۷۶	۰/۷۱	CO3 <---
۱۱/۲۱	۰/۶۵	CO3 <---
۱۳/۵۱	۰/۷۴	CO3 <---
۱۷/۰۳	۰/۹۴	CO4 <---
۱۲/۰۷	۰/۷۱	CO4 <---
۱۰/۷۱	۰/۶۶	CO4 <---
۱۷/۸۴	۰/۸۳	CO4 <---
۱۴/۹۲	۰/۵۹	CO4 <---
۱۹/۹۶	۰/۸۱	CO5 <---
۱۵/۰۶	۰/۸۱	CO5 <---
۱۶/۳۰	۰/۸۵	CO5 <---
۱۶/۳۶	۰/۸۶	CO5 <---
۱۲/۹۲	۰/۷۳	CO5 <---

با توجه به اینکه مقادیر  $t$  متناظر هر بار عاملی در جدول (۶) بزرگتر از ۱/۹۶ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده و ارتباط بین مقوله های فرعی با مقوله های اصلی در زمینه توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر تأیید می گردد.

نتایج مربوط به شاخص های مناسب بودن تحلیل عاملی تأییدی مدل شرایط مداخله گر توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر نشان می دهد که مقدار کای اسکور برابر ۶۲/۲۵ با درجه آزادی ۵۳ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکور بهنجار شده برابر ۱/۱۷۴، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر ۰/۰۲۹، مقدار شاخص نیکویی برازش ۰/۹۳ و مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده برابر ۰/۰۵۸ بدست آمده که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. بنابراین می توان نتیجه گرفت که عوامل مدیریتی و عوامل فردی در دسته شرایط مداخله گر توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر قرار می گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر  $t$  متناظر برای بررسی معنی داری بارهای عاملی مدل شرایط مداخله گر توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در جدول (۷) نشان داده شده است.

جدول (۷): بارهای عاملی و مقادیر  $t$  متناظر مدل تأییدی شرایط مداخله گر توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر

مسیر بار عاملی	بار عاملی	مقدار $t$
CO1 <--- CO1	۰/۹۸	۱۱/۵۷
CO12 <--- CO1	۰/۵۴	۸/۳۳
CO13 <--- CO1	۰/۶۲	۹/۸۲
CO14 <--- CO1	۰/۷۷	۱۲/۹۲
CO15 <--- CO1	۰/۸۳	۱۴/۵۴
CO16 <--- CO1	۰/۸۲	۱۴/۲۲
CO17 <--- CO1	۰/۸۴	۱۴/۸۴
CO18 <--- CO1	۰/۸۵	۱۵/۰۵
CO21 <--- CO2	۰/۷۳	۱۲/۱۵
CO22 <--- CO2	۰/۷۰	۱۱/۳۶
CO23 <--- CO2	۰/۶۵	۱۰/۳۱
CO24 <--- CO2	۰/۶۸	۱۱/۰۷

با توجه به اینکه مقادیر  $t$  متناظر هر بار عاملی در جدول (۷) بزرگتر از ۱/۹۶ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح

اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده و ارتباط بین مقوله های فرعی با مقوله های اصلی در شرایط مداخله گر توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر تأیید می گردد.

نتایج مربوط به شاخص های مناسب بودن تحلیل عاملی تاییدی راهبردهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر نشان می دهد که مقدار کای اسکوتر برابر ۶۶/۶۷ با درجه آزادی ۴۳ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکوتر بهنجار شده برابر ۱/۵۵۰، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر ۰/۰۵۱، مقدار شاخص نیکویی برآزش ۰/۹۱ و مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده برابر ۰/۰۶۰ بدست آمده که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. بنابراین می توان نتیجه گرفت که عوامل حمایتی از سرمایه گذاران و حمایت های دولتی راهبردهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر قرار می گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر t متناظر برای بررسی معنی داری بارهای عاملی مدل راهبردهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در جدول (۸) نشان داده شده است.

جدول (۸): بارهای عاملی و مقادیر t متناظر مدل تاییدی راهبردهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر

مقدار t	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۲/۴۵	-۰/۷۳	ST1 <--- ST1
۱۳/۱۳	-۰/۷۷	ST12 <--- ST1
۲۰/۳۳	-۰/۶۸	ST13 <--- ST1
۱۲/۰۲	-۰/۷۲	ST14 <--- ST1
۱۲/۹۰	-۰/۷۵	ST15 <--- ST1
۱۱/۹۹	-۰/۷۱	ST16 <--- ST1
۱۴/۴۵	-۰/۸۲	ST21 <--- ST2
۱۴/۸۹	-۰/۸۳	ST22 <--- ST2
۲۰/۳۰	-۰/۹۶	ST23 <--- ST2
۱۲/۶۲	-۰/۷۴	ST24 <--- ST2
۱۳/۱۲	-۰/۹۸	ST25 <--- ST2

با توجه به اینکه مقادیر t متناظر هر بار عاملی در جدول (۸) بزرگتر از ۱/۹۶ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده و ارتباط بین مقوله های فرعی با مقوله های اصلی در راهبردهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر تأیید می گردد.

نتایج مربوط به شاخص های مناسب بودن تحلیل عاملی تاییدی پیامدهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر نشان می دهد که مقدار کای اسکوئر برابر  $24/04$  با درجه آزادی ۱۹ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکوئر بهنجار شده برابر  $1/265$ ، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر  $0/036$ ، مقدار شاخص نیکویی برازش  $0/88$  و مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده برابر  $0/079$  بدست آمده که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. بنابراین می توان نتیجه گرفت که رشد اقتصادی و توسعه کسب و کار جدید در دسته پیامدهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر قرار می گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر  $t$  متناظر برای بررسی معنی داری بارهای عاملی مدل پیامدهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در جدول (۹) نشان داده شده است.

جدول (۹): بارهای عاملی و مقادیر  $t$  متناظر مدل تاییدی پیامدهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر

مقدار $t$	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۱/۱۵	۰/۶۸	OU1 <--- OU11
۱۱/۵۹	۰/۷۰	OU1 <--- OU12
۱۲/۵۷	۰/۷۵	OU1 <--- OU13
۱۸/۲۷	۰/۹۵	OU1 <--- OU14
۱۵/۶۴	۰/۸۶	OU1 <--- OU15
۱۴/۹۴	۰/۸۴	OU2 <--- OU21
۱۴/۳۱	۰/۸۱	OU2 <--- OU22
۱۴/۷۴	۰/۸۳	OU2 <--- OU23

با توجه به اینکه مقادیر  $t$  متناظر هر بار عاملی در جدول (۹) بزرگتر از  $1/96$  محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده و ارتباط بین مقوله های فرعی با مقوله های اصلی در پیامدهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر تأیید می گردد.

نتایج مربوط به شاخص های مناسب بودن تحلیل عاملی تاییدی پدیده محوری نشان می دهد که مقدار کای اسکوئر برابر  $25/82$  با درجه آزادی ۱۴ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکوئر بهنجار شده برابر  $1/844$ ، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر  $0/065$ ، مقدار شاخص نیکویی برازش  $0/90$  و مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده برابر  $0/059$  بدست آمده که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. بنابراین می توان نتیجه گرفت که

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به عنوان پدیده محوری در صنعت مورد مطالعه مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر  $t$  متناظر برای بررسی معنی‌داری بارهای عاملی مدل پدیده محوری در جدول (۱۰) نشان داده شده است.

جدول (۱۰): بارهای عاملی و مقادیر  $t$  متناظر مدل تأییدی مقوله محوری توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

مقدار $t$	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۲/۰۵	۰/۷۸	VC1 <--- VC
۱۱/۶۳	۰/۷۶	VC2 <--- VC
۱۲/۴۸	۰/۸۱	VC3 <--- VC

با توجه به اینکه مقادیر  $t$  متناظر هر بار عاملی در جدول (۱۰) بزرگتر از ۱/۹۶ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده و ارتباط بین مقوله‌های فرعی با مقوله‌های اصلی در پدیده محوری مورد تأیید قرار می‌گیرد.

## ۵- نتیجه‌گیری و بحث

این پژوهش به دنبال طراحی الگوی بهینه توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران با استفاده از تئوری زمینه‌بنیان بوده است. بر همین اساس ابتدا با استفاده از روش کیفی نظریه زمینه‌بنیان، الگوی پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران ایجاد شد. نتایج در این بخش نشان داد که در داخل کشور شرایط علی تأثیرگذار بر شکل‌گیری سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تأمین مالی، توسعه کسب و کار موجود و انگیزه سرمایه‌گذاری بوده است. به عبارتی کسب و کارهای جدید برای تأمین مالی کسب و کارهای خود بر اساس دلایلی مانند دسترسی ساده‌تر به منابع مالی، نیاز به سرمایه اولیه شروع کسب و کار، دارا بودن حداقل ریسک برای سرمایه‌پذیر، تمایل بیشتری به استفاده از سرمایه‌های ریسک‌پذیر دارند. مقوله‌های دیگر مانند انگیزه سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر برای دستیابی به سود بیشتر و توسعه کسب و کارهای موجود از دیگر شرایط علی شکل‌گیری سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌باشند. در الگوی پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، دو مقوله اصلی شرایط زمینه‌ای و شرایط مداخله‌گر به عنوان مقوله‌هایی تلقی می‌شوند که می‌توانند بر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیری اثرگذار باشند. در شرایط زمینه‌ای، عوامل صنعتی، نوآوری در محصول و خدمات، عوامل اقتصادی، عوامل بازار و عوامل حقوقی به عنوان بستر و زمینه‌هایی تلقی می‌شوند که می‌توانند باعث توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تلقی شوند. بایستی توجه نمود که هر یک از این عوامل

می توانند مسیری مستقیم و یا معکوس برای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیری ایجاد کنند. برای مثال اگر چشم انداز رشد صنعتی برای سرمایه گذاران ریسک پذیر دارای رشد نباشد، به طور طبیعی این سرمایه گذار تمایلی برای سرمایه گذاری نخواهد داشت. به همین ترتیب می توان سایر مفاهیم و مقوله های فرعی را نیز در این چارچوب بررسی نمود. بایستی توجه شود که سرمایه گذاری ریسک پذیر نیاز به بستر مناسبی دارد که می تواند محرک این نوع سرمایه گذاری تلقی شود. بنابراین بایستی سیاستگذاران کلان در حوزه های مختلف اقتصادی و صنعتی به این عوامل توجه نمایند. در بحث شرایط مداخله گر، نتایج نشان می دهد که عوامل مدیریتی و عوامل فردی به عنوان مداخله گرهایی تلقی می شوند که بیشتر متکی بر خصوصیات و ویژگی های افراد و مدیران کسب و کارها است و تصمیمات و ویژگی های آنها می تواند بر فرایند سرمایه گذاری ریسک پذیر تأثیر داشته باشد. تجربه مدیران در صنعت، کمبود اطلاعات مدیران، دخالت سرمایه گذار در مدیریت بنگاه، اعتماد بین سرمایه گذار و سرمایه پذیر و توانایی رهبری و مهارت مدیریتی از جمله مفاهیمی در این حوزه می باشند که می توانند بر سرمایه گذاری ریسک پذیر اثر مداخله گری داشته باشند. در این بخش می توان این گونه بیان نمود که برای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در بعد مدیریتی بایستی تجربه و مهارت های مدیران کسب کارها را در بخش های مختلف تقویت نموده و آنان را با ابعاد و انواع سرمایه گذاری ریسک پذیر آشنا نمود. در بحث فردی، توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر نیاز به افراد و کارآفرینانی دارد که تمایل به موفقیت داشته و خود نیز از مهارت های مدیریتی و رهبری بیشتری برخوردارند. مبحث بعدی در الگوی پارادایمی توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر، راهبردهای مختلفی است که می تواند باعث توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر شود. راهبردها در الگوی پارادایم نشان دهنده انواع مسیر حرکت به سمت هدف تلقی می شوند. نتایج در این بخش نشان داده است که عوامل حمایتی از سرمایه گذاران ریسک پذیر و حمایت های دولتی می توانند به عنوان دو راهبرد اصلی در این حوزه تلقی شوند. هر دو این مقوله ها نشان می دهند که مشارکت کنندگان در این تحقیق به نوعی نیاز به دلگرمی دارند که بتوانند سرمایه گذاری ریسک پذیر را توسعه دهند. این حمایت ها مختص حمایت های دولتی نبوده و حمایت هایی مانند احساس امنیت سرمایه گذاری، فراهم کردن شرایطی برای نقل و انتقال آزادانه سرمایه گذاری، حمایت های اعتباری دانشگاه ها و مراکز پژوهشی از جمله راهبردهای مناسب در توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر تلقی می شود. در نهایت می توان اینگونه بیان نمود که توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر دارای پیامدهایی مانند رشد اقتصادی و توسعه کسب و کار جدید است که هدف غایی از توسعه سرمایه گذاری

ریسک پذیر محسوب می‌شوند. همه این مقوله‌ها بر مبنای مقوله محوری توسعه سرمایه‌گذاری ریسک پذیر که دارای سه بعد سرمایه‌گذاری برای تأمین بودجه اولیه، سرمایه‌گذاری ثابت اولیه و سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر مرحله توسعه می‌باشد، قرار گرفته‌اند.

در نهایت پس از بخش کیفی به منظور تأیید نتایج این بخش، در بخش کمی از تحلیل عاملی تأییدی استفاده شد که نتایج بر مبنای بارهای عاملی، مقادیر  $t$  و شاخص‌های بررسی مناسب بودن مدل‌های تأییدی بررسی شد. نتایج این بخش نشان دهنده تأیید نتایج بخش کیفی بوده است. بر همین اساس به پژوهشگران بعدی پیشنهاد می‌گردد تا الگوی پارادایمی این تحقیق را در جامعه‌های آماری مختلف بررسی کرده و الگو را اعتبارسنجی نمایند. همچنین پیشنهاد می‌گردد تا با استفاده از روش‌های تصمیم‌گیری چند شاخصه اقدام به رتبه‌بندی و تعیین اهمیت مقوله‌های فرعی و مفاهیم نمایند.



## منابع و مآخذ

۱. احسنی‌زاد، سامان؛ پیشوایی، میرسامان و کریمی، امیرعلی (۱۳۹۵)، رتبه بندی طرح های کسب و کار سرمایه گذاری خطرپذیر با روش تحلیل پوششی داده ها- مورد مطالعه: یک شرکت سرمایه گذاری خطرپذیر ایرانی، مجله مدیریت نوآوری، ۵(۲)، ۸۷-۱۰۸.
۲. بت شکن، محمد هاشم؛ عبده تبریزی، حسین؛ دهقان دهنوی، محمد علی و قربانی بوانی، مهسا (۱۳۹۶)، دلایل عدم توسعه یافتگی سرمایه گذاری ریسک پذیر در ایران، چشم انداز مدیریت مالی، ۲۰(۲)، ۱۳۳-۱۵۱.
۳. بدیعی، حسین؛ امامی، احمد؛ غلامی، رئوف و یوسفی، مهیار (۱۳۹۰)، استنتاج پارامترهای تاثیر گذار در شاخص سودآوری پروژه های سرمایه گذاری ریسک پذیر صنعتی و معدنی با استفاده از تحلیل، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۲(۸)، ۱۶۹-۱۵۵.
۴. بیگلرلو، مهدی و اصولیان، محمد (۱۳۸۵)، ماهیت و نقش سرمایه گذاری مخاطره پذیر در اقتصاد (راهکارهای راهبردی برای ایران)، دومین کنفرانس ملی سرمایه گذاری مخاطره پذیر، تهران.
۵. جبل عاملی، محمدسعید و آزادگان مهر، ماندانا (۱۳۹۰)، سرمایه گذاری ریسک پذیر دانشگاهی، در چارچوب سرمایه گذاری ریسک پذیر غیر سنتی (مطالعه موردی دانشگاه علم و صنعت ایران)، فصلنامه بهبود مدیریت، شماره ۱۳، ۱۰۲.
۶. صادقی شاهدانی، مهدی و رعایانی، مهدی (۱۳۹۳)، تبیین مدل های سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی، نشریه تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۶، ۳۷-۶۶.
۷. صادقی، مهدی و خطیب، محمود (۱۳۹۵)، رتبه بندی عقود اسلامی درتأمین مالی سرمایه گذاری ریسک پذیر با استفاده از مدل تصمیم گیری چند معیاره TOPSIS، نشریه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی، شماره ۴، ۱-۳۶.
8. Aidis, R., & Schillo, R. S. (2017). Gender, leadership and venture capital: measuring women's leadership in VC firm portfolios. *International Journal of Gender and Entrepreneurship*, 9(2), 110-135.
9. Bentler, P. M., & Chou, C. P. (1990). Model search with TETRAD II and EQS. *Sociological Methods & Research*, 19(1), 67-79.
10. Boomsma, A. (1985). Nonconvergence, improper solutions, and starting values in LISREL maximum likelihood estimation. *Psychometrika*, 50(2), 229-242.
11. Braunerhjelm, P., & Parker, S. C. (2010). Josh Lerner: recipient of the 2010 Global Award for Entrepreneurship Research. *Small Business Economics*, 35(3), 245-254.



12. Cancino, C. A., Merigo, J. M., Torres, J. P., & Diaz, D. (2018). A bibliometric analysis of venture capital research. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 23(45), 182-195.
13. Cheng, C. Y., & Tang, M. J. (2019). Partner-selection effects on venture capital investment performance with uncertainties. *Journal of Business Research*, 95, 242-252.
14. Cheng, C., Hua, Y., & Tan, D. (2019). Spatial dynamics and determinants of sustainable finance: Evidence from venture capital investment in China. *Journal of Cleaner Production*.
15. Cherif, M., & Gazdar, K. (2011). What drives venture capital investments in Europe? New results from a panel data analysis. *Journal of Applied Business and Economics*, 12(3), 122-139.
16. Chung, H. J., & Kang, M. Y. (2018). Assessing venture capital industry growth in Korea. *Managerial Finance*, 44(1), 74-85.
17. Cumming, D., & Johan, S. (2010). Venture capital investment duration. *Journal of Small Business Management*, 48(2), 228-257.
18. Cumming, D., Fleming, G., Johan, S., & Takeuchi, M. (2012). Legal protection, corruption and private equity returns in Asia. In *Entrepreneurship, Governance and Ethics* (pp. 173-193). Springer, Dordrecht.
19. Félix, E. G. S., Pires, C. P., & Gulamhussen, M. A. (2013). The determinants of venture capital in Europe—Evidence across countries. *Journal of Financial Services Research*, 44(3), 259-279.
20. Gompers, P., & Lerner, J. (1999). An analysis of compensation in the US venture capital partnership. *Journal of Financial Economics*, 51(1), 3-44.
21. González-Urbe, J. (2019). NNExchanges of innovation resources inside venture capital portfolios. *Journal of Financial Economics*.
22. Groh, A. P., & Wallmeroth, J. (2016). Determinants of venture capital investments in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 29, 104-132.
23. Gu, W., & Qian, X. (2018). Does venture capital foster entrepreneurship in an emerging market?. *Journal of Business Research*.
24. Hain, D., Johan, S., & Wang, D. (2016). Determinants of cross-border venture capital investments in emerging and developed economies: The effects of relational and institutional trust. *Journal of Business Ethics*, 138(4), 743-764.
25. Isaksson, A. (2006). Studies on the venture capital process (Doctoral dissertation, Handelshögskolan vid Umeå universitet).
26. Jeng, L. A., & Wells, P. C. (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, 6(3), 241-289.
27. Strauss, A., & Corbin, J. (1990). *Basics of qualitative research*. Sage publications.
28. Wen, J., Yang, D., Feng, G. F., Dong, M., & Chang, C. P. (2018). Venture capital and innovation in China: The non-linear evidence. *Structural Change and Economic Dynamics*, 46, 148-162.
29. Wolf, E. J., Harrington, K. M., Clark, S. L., & Miller, M. W. (2013). Sample size requirements for structural equation models: An evaluation of power, bias, and solution propriety. *Educational and Psychological Measurement*, 73(6), 913-934.

## Designing an Optimal Model for Development of Venture Capital in Iran using the Grounded Theory (Case Study: Stock Exchange)

Asghar Najafi Ahmadabad<sup>7</sup>

Naser Fegh-hi farahmand<sup>8</sup>

Sirus Fakhimiazar<sup>9</sup>

Seyyed Ali Paytakhti oskuyi<sup>10</sup>

### Abstract:

The purpose of this study was to design an optimal model of venture capital development in Iran using grounded theory. The research method was mixed qualitative and quantitative. For this purpose, firstly, the qualitative approach underlying the paradigmatic model of research including causal conditions, interventionist conditions, contextual conditions, strategies, outcomes, and pivotal categories of venture capital has been extracted. Data were collected through qualitative interviews. The statistical population of the qualitative sector includes venture capital experts who were selected by theoretical sampling method for 20 interviews. At the quantitative stage, each of the extracted categories has been verified using confirmatory factor analysis. The data collection tool in this section was a researcher-made questionnaire that was designed based on qualitative extraction concepts. This questionnaire was distributed among the sample members after determining the validity and reliability. The statistical population of the quantitative section consisted of managers of stock companies. The sample size of this section is based on the recommendations of 210 confirmatory models. The qualitative results showed 67 concepts in the form of 15 sub-categories and six main categories to develop venture capital. The results of the quantitative section also showed that each of the main and sub-categories extracted from the research experts can be generalized to the managers of the stock companies.

**Keywords:** Venture Capital, Grounded Theory, Stock Exchange

**JEL Classification:** G24, C38

---

<sup>7</sup>-PhD Student, Department of Management, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran

<sup>8</sup>- Associate Professor, Department of Management, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran (Corresponding Author) farahmand@iaut.ac.ir

<sup>9</sup>- Assistant Professor, Department of Management, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran

<sup>10</sup>- Assistant Professor, Department of Economics, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran