

# ارائه مدل بکارگیری و توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در اقتصاد ایران در راستای اقتصاد مقاومتی و مقابله با جنگ اقتصادی

رضا مشهدی<sup>۱</sup>  
محمد امین احمدیه<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۹/۲۳

تاریخ ارسال: ۱۳۹۷/۰۵/۲۷

## چکیده

توسعه‌ی فعالیت‌های کارآفرینی که ذاتاً همواره با ریسک بالا همراه است، نقش کلیدی و مهمی در شکل‌گیری اقتصادهای ملی دارد. شرکت‌های کارآفرینی زمینه‌ساز رشد و نوآوری در صنایع کوچک و بزرگ هستند و فرصت‌های شغلی فراوانی ایجاد می‌کنند. امروزه مهم‌ترین گلوگاه توسعه کمی و کیفی کسب‌وکار دانش‌بنیان که طبق گفته رهبر معظم انقلاب اسلامی در راستای سیاست اقتصاد مقاومتی و مقابله با جنگ اقتصادی می‌باشد، سازوکار تأمین مالی مؤثر و کارآمد است. بر پایه تحلیل کارشناسان و خبرگان این عرصه، حمایت‌های کنونی ناکافی و ناکارآمد هستند. هدف از این پژوهش ارائه مدل چگونگی به‌کارگیری و توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر (Venture Capital) در اقتصاد ایران در راستای اقتصاد مقاومتی و مقابله با جنگ اقتصادی می‌باشد.

این پژوهش از نوع کیفی، نتیجه‌گرا و کاربردی است. در بخش روش تحقیق، ترکیب ۳ روش کتابخانه‌ای، مصاحبه و دلفی به کار گرفته شده است. در این پژوهش هشت متغیر اساسی و تأثیرگذار بر روی توسعه فضای حاکم بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر شناسایی و با استفاده از روش تحلیل سلسله مراتبی (AHP) به وسیله نرم‌افزار طراحی شده، اولویت‌بندی شدند. نوآوری این پژوهش نسبت به محدود پژوهش‌های قبلی، تمرکز بر نگاه موشکافانه کل فضای حاکم بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر به‌جای واکاوی تک تک حلقه‌های آن می‌باشد. در نهایت با بیان راهکارهای پیشنهادی برای هر یک از متغیرهای اساسی، مدل تطبیقی-کاربردی به کارگیری و توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر متناسب با شرایط کنونی اقتصاد ایران ارائه شده است.

**واژگان کلیدی:** سرمایه‌گذاری خطرپذیر، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، اقتصاد مقاومتی، جنگ اقتصادی

<sup>۱</sup> دانشجوی دکتری اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات. (r.mashhadi@hotmail.com)

<sup>۲</sup> دانش آموخته کارشناسی ارشد رشته مدیریت MBA گرایش مالی از دانشگاه صنعتی شریف. نویسنده مسئول. (aminahmadiieh@gmail.com)

## ۱. مقدمه

توسعه‌ی فعالیت‌های کارآفرینی که ذاتاً همواره با ریسک بالا همراه است، نقش کلیدی و مهمی در شکل‌گیری اقتصادهای ملی دارد. شرکت‌های کارآفرینی زمینه ساز رشد و نوآوری در صنایع کوچک و بزرگ هستند و فرصت‌های شغلی فراوانی ایجاد می‌کنند. همچنین باید به این نکته توجه کرد، این شرکت‌ها موجب جبران رکودهای اقتصادی و کمک به بازسازی صنایع موجود محسوب می‌شوند. کارآفرینی برای هر اقتصاد ملی، حیاتی و به چند دلیل برای رشد اقتصادی ضروری است. نخست اینکه شرکت‌های تازه تأسیس در تبدیل صنعتی از صنایع سنتی به صنایع با تکنولوژی بالا پیشرو هستند. ثانیاً شرکت‌های کارآفرینی طلایه‌دار نوآوری‌های پیشرفته با مزیت رقابتی روشن و واضح هستند. این شرکت‌ها در مقایسه با شرکت‌های با سابقه، سرمایه و زمان و منابع بیشتری را به بخش تحقیق و توسعه اختصاص می‌دهند. نکته بسیار مهم این است که شرکت‌های کارآفرینی نقش قابل توجهی در گسترش نفوذ به بازارهای جهانی و عدم وابستگی به غرب در مقابله با جنگ اقتصادی کنونی در اقتصاد ایران می‌توانند ایفا کنند.

با آغاز فرآیند اجرایی قانون حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان، ۲۰۰ شرکت در این حوزه در سال ۱۳۹۳ فعال شدند که در سال ۱۳۹۵، با رشدی ۲۸۵ درصدی به ۵۷۰ شرکت رسیدند. این رشد جهشی نشان از پتانسیل بسیار بالای این حوزه برای ایفای نقش در توسعه پایدار کشور حکایت دارد. لازم به ذکر است شرکت‌های دانش‌بنیان حوزه فناوری اطلاعات و ارتباطات بیشترین سهم را از عرصه فعالیت شرکت‌های دانش‌بنیان به خود اختصاص داده‌اند. همچون ایران، شرکت‌های تازه تأسیس و دانش‌بنیان در دنیا نیز در این زمینه تمرکز ویژه‌ای داشته‌اند.

گسترش فعالیت‌های شرکت‌های تازه تأسیس در حوزه صنایع غیرنفتی به نحوی بوده است که به‌عنوان یک عامل برهم زننده کسب‌وکارهای موجود موجب شده است که در راستای اقتصاد مقاومتی، بازیگران بزرگ اقتصاد ایران به سطح وسیع‌تری از مشتریان و دستیابی به مزایای رقابتی و هزینه‌ای، به سرمایه‌گذاری و ورود به این حوزه ترغیب شوند. در همین راستا، ایجاد و تأسیس صندوق و یا شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر از جمله اصلی‌ترین استراتژی‌های ورود به این حوزه می‌باشد.

مسائل دسترسی به منابع مالی و کسب دانش مدیریت ارتباط نزدیکی به هم دارند: دسترسی به منابع مالی برای رو به رو شدن با چالش‌های عملیاتی ضروری است و مهارت‌های مؤثر مدیریتی استفاده‌ی مناسب از سرمایه را تضمین می‌کند. تدارک سرمایه بدون کمک مدیریتی مناسب احتمالاً منجر به عدم توسعه شرکت‌ها، حساسیت بیشتر به عوامل بیرونی و عدم حصول احتمالی به پتانسیل‌های تجاری می‌شود. کسب دانش مدیریت بدون سرمایه نیز احتمالاً منجر به سقوط فوری کسب‌وکار، انجماد قریحه‌ی شخصی و عدم گرایش به پذیرفتن ریسک‌های تجاری می‌شود. به‌طور خلاصه، پیامدهای غیرمنتظره‌ی این دو مسئله، می‌تواند زنجیره‌ای از واکنش‌ها را به راه اندازد که منجر به شکست کسب‌وکار می‌گردد.

مسائل و چالش‌هایی که ذکر شد، می‌توانند از طریق معرفی انواع خاصی از سرمایه‌گذاران که سرمایه‌گذاران خطرپذیر نامیده می‌شوند مرتفع گردند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر می‌توانند هر دو مسئله‌ی مهارت ناکافی مدیریتی و دسترسی به منابع مالی را حل کنند. آن‌ها سرمایه، پشتیبانی‌های مدیریتی، فنی و ارتباطات

حرفه‌ای را عرضه می‌دارند و اساس توسعه‌ی شرکت‌های کارآفرینی در سراسر دنیا می‌باشند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر نه تنها از شرکت‌های کارآفرینی تازه تأسیس حمایت می‌کنند بلکه مهارت و سرمایه‌ی مورد آن‌ها را نیز در نقاط مختلف چرخه‌ی عمر این شرکت‌ها فراهم می‌کنند.

با توجه به اهمیت و ضرورت بیان شده در ارتباط با سرمایه‌گذاری خطرپذیر، چگونگی به‌کارگیری و توسعه تأمین مالی از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر با در نظر داشتن تمامی عوامل مؤثر بر این اکوسیستم در اقتصاد ایران از اهداف اصلی این پژوهش محسوب می‌گردد.

با توجه به جدید بودن حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در اقتصاد ایران، ورود به این حوزه با ریسک‌هایی همراه است، لذا اتخاذ استراتژی مناسب در چگونگی به‌کارگیری و توسعه زنجیره حمایتی و تأمین مالی اقتصاد دانش‌بنیان از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر با در نظر گرفتن جوانب مختلف آن از جمله جوانب مدیریتی، حقوقی، ساختاری، سرمایه‌گذاری، ریسک و ... از اهمیت بالایی برخوردار است.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

هرچند تعریف سرمایه‌گذاری خطرپذیر طی سال‌ها تغییر کرده است، به‌طور کلی سرمایه‌ی تأمین شده برای شرکت‌های تازه تأسیس در جهت شتاب بخشیدن به توسعه‌ی شرکت از طریق دسترسی به سرمایه و دسترسی به محدوده‌ی وسیعی از خدمات پشتیبانی کسب‌وکار تعریف می‌شود.

سرمایه‌گذاری خطرپذیر در سطوح مختلفی دسته‌بندی می‌شود. ایده<sup>۱</sup>، اولین سطح تأمین مالی سرمایه‌گذاری خطرپذیر به شمار می‌رود. تأمین مالی در مرحله ایده در یک قالب مقایسه‌ای اغلب کم‌ترین مقدار سرمایه فراهم شده را برای مخترع یا کارآفرین دربردارد تا اقدامات اولیه مرتبط با خدمات یا محصول جدید را گسترش دهد. این تأمین مالی برای ایده ممکن است به گسترش محصول، بررسی بازار، ایجاد تیم مدیریت و گسترش طرح تجاری اختصاص یابد. شرکتی که در مرحله-ایده قرار گرفته است، معمولاً عملیات تجاری انجام نداده و تزریق وجوه مالی جهت ادامه‌ی بررسی و گسترش محصول ضرورت دارد.

تأمین مالی مرحله اول<sup>۲</sup>، تأمین مالی برای آغاز تولید تجاری و فروش فراهم می‌شود. اکثر شرکت‌ها در مرحله اول کم‌تر از سه سال در بازار حضور فعال داشته و خدماتی یا محصولشان در مرحله آزمایشی تولید قرار دارد. در برخی موارد، محصول ممکن است در بازار موجود باشد.

تأمین مالی مرحله دوم<sup>۳</sup>، تأمین مالی پس از تولید تجاری و فروش و قبل از هرگونه عرضه‌ی اولیه عمومی تعریف می‌شود. در این نقطه، محصول در حال تولید است و در بازار موجود می‌باشد و یا خدمات به مشتریان ارائه می‌شود. شرکت شاهد رشد قابل توجه درآمد خود بوده اما ممکن است سودی نتواند شناسایی کند. این حالت معمولاً برای بیش از سه سال در کسب‌وکار ادامه می‌یابد.

<sup>1</sup> Seed financing

<sup>2</sup> First stage Financing

<sup>3</sup> Later stage Financing

مرحله سوم تأمین مالی<sup>۱</sup> معمولاً برای سطح‌های مختلف توسعه مانند: گسترش فضای کارخانه، بهبود محصول و بازاریابی فراهم می‌شود. تأمین مالی مراحل دوم و سوم را تأمین مالی مرحله گسترش<sup>۲</sup> می‌نامند. تأمین مالی مرحله میانی (پل)<sup>۳</sup>، تأمین مالی برای زمان عرضه عمومی شرکت در بازارهای بورس اوراق بهادار و نشانگر ارتباط بین مرحله گسترش شرکت و عرضه عمومی است. به‌طور خلاصه، تأمین مالی تمامی مرحله‌ها، یعنی از مرحله ایده تا مرحله میانی را تأمین مالی مرحله متعادل<sup>۴</sup> می‌نامند (مؤسسه CFA، ۲۰۱۸).

سرمایه‌گذاران خطرپذیر می‌توانند روابط خود را در هر سطح و مرحله توسعه با شرکت‌ها آغاز کنند. برخی از سرمایه‌گذاران خطرپذیر ترجیح می‌دهند در مراحل اولیه گسترش این ارتباط را ایجاد کرده در حالی که نمونه‌های دیگر ممکن است در چرخه‌های تأمین مالی بعدی، زمانی که ریسک‌های عملیاتی شرکت کاهش یافته، حضور یابند. این استراتژی و تمرکز اغلب نشأت گرفته از استراتژی تعیین‌شده سرمایه‌گذاران خطرپذیر در زمان تأمین وجوه مالی برای صندوق‌ها است (کلونووسکی، ۲۰۱۸).

صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر به صورت متداول در قالب مشارکت ایجاد و اداره می‌شوند. در این ساختار مشارکت، شرکای عمومی<sup>۵</sup> و شرکای با مسئولیت محدود<sup>۶</sup> شکل می‌گیرد. شرکای با مسئولیت محدود اساساً به تأمین سرمایه برای صندوق و به اشتراک‌گذاری سود پرداخته اما در مدیریت کسب‌وکار روزانه شرکت سهمی ندارند؛ این شرکا سرمایه‌گذاران غیرفعال هستند. شرکای عمومی به‌صورت فعال مسئول مدیریت شرکت می‌باشند، شرکای عمومی معمولاً به دنبال اختصاص سهم بیشتری از مالکیت و سود هستند. این گروه دارای مسئولیت نامحدود برای فعالیت‌های مشارکتی هستند. شرکای با مسئولیت محدود تنها مسئول مقدار سرمایه مشارکت داده شده در شراکت می‌باشند.

در قالب سرمایه‌های خطرپذیر، مدیران و کارمندان در یک شرکت ارائه‌دهنده سرمایه‌گذاری خطرپذیر به عنوان شرکای عمومی عمل کرده و مسئول مدیریت روزانه شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر هستند. شرکای با مسئولیت محدود طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران را شامل می‌شود که از این میان می‌توان مؤسسات مالی، شرکت‌های چندملیتی، افراد حقیقی، وجوه اهدایی دانشگاه‌ها، صندوق‌های بازنشستگی را نام برد. در یک ساختار مشارکت رایج در شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، معمولاً شرکای با مسئولیت محدود بیش از ۹۹٪ از سرمایه این صندوق‌ها را تأمین می‌کنند. در این حالت برای ایجاد مفهوم مشارکت در یک شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر، شرکای با مسئولیت محدود از شرکای عمومی درخواست می‌کنند که حدود یک درصد از کل بودجه صندوق‌ها را تأمین نمایند. این مبلغ به خصوص برای مدیرانی با سابقه کم در صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر قابل توجه تلقی می‌شود. مشارکت مالی شرکای عمومی در شرکت سرمایه‌گذاری

<sup>1</sup> Third stage Financing

<sup>2</sup> Expansion stage Financing

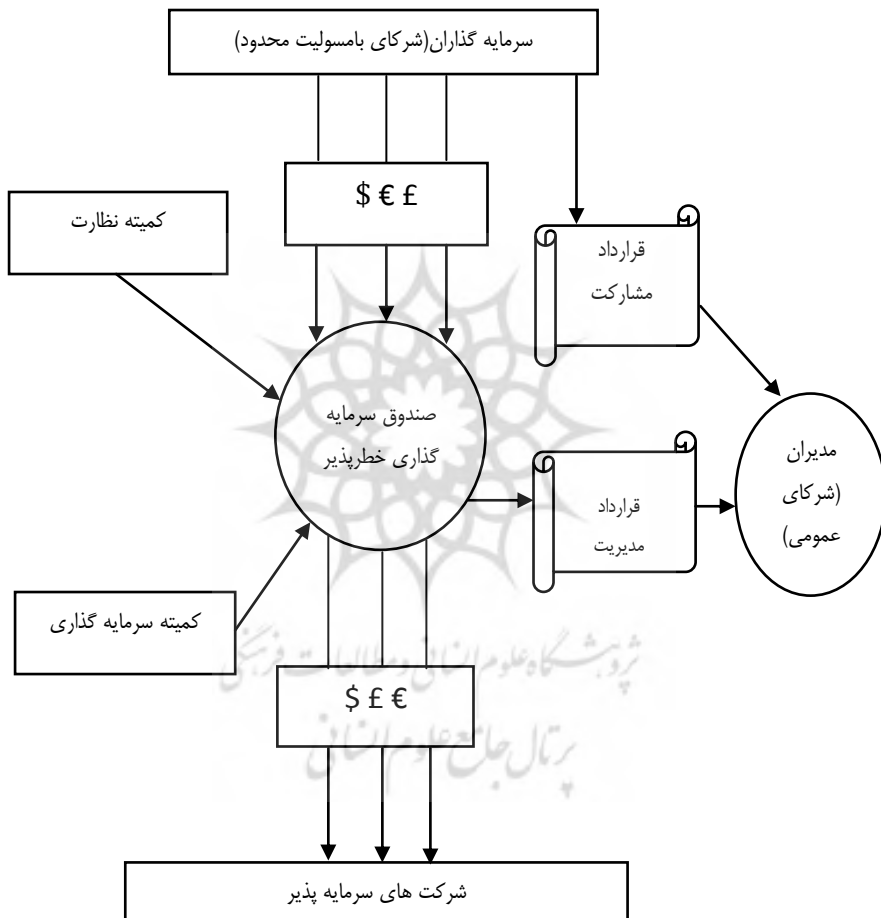
<sup>3</sup> Mezzanine(Bridge) stage Financing

<sup>4</sup> Balanced-stage financing

<sup>5</sup> General Partners (GPs)

<sup>6</sup> Limited Partners (LPs)

خطرپذیر بر مبنای قاعده «همه با هم می‌بریم یا همه باهم می‌بازیم» قرار می‌گیرد. اگر شرکای عمومی مشارکت مالی در شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر نداشته باشد، در صورت بروز مشکل و مسئله‌ای تنها شرکای با مسئولیت محدود متأثر می‌شوند. یک صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر نوعی مشارکت با مسئولیت محدود به شمار می‌آید که دوره فعالیت محدودی نیز دارد. این دوره عموماً بین ۷ تا ۱۰ سال به علاوه چند سال تمدید اختیاری می‌باشد. ساختار متداول یک شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در شکل ۱ ارائه شده است.



شکل شماره (۱) ساختار متداول صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر

در حوزه تأمین مالی مؤسسات دانش‌بنیان با چالش‌های بسیاری مواجه هستیم که مدنظر قرار دادن هریک از این موارد، لازمه ارائه الگوهای پیشنهادی خواهد بود. با مروری بر ادبیات موجود در این حوزه، بررسی‌های تجربی بسیاری را می‌توان یافت که از جوانب متفاوت به موضوع پرداخته و کاستی‌های موجود در رویه‌های جاری سرمایه‌گذاری خطرپذیر را ارائه نموده‌اند (مواردی چون ینگ، ۲۰۰۱؛ آگیمن، ۲۰۱۰ و استیون، ۲۰۱۵). چالش سود حاصل از سرمایه‌گذاری، چالش مدیریتی دانش‌بنیان، چالش برقراری ارتباطات و نظارت بر عملکرد شرکت‌ها در صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر از جمله چالش‌های بیان‌شده در این پژوهش‌ها بوده است.

کلونوفسکی (۲۰۱۰)، به تبیین فرایند سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در بازارهای در حال پیشرفت اروپای شرقی پرداخته و با استفاده از دو مرحله مصاحبه (توصیفی و تأییدی) با ۱۴ و ۲۴ سرمایه‌گذار در کشورهای مجارستان، لهستان، جمهوری چک، اسلواکی، رومانی، و روسیه، فرایندی ۹ مرحله‌ای را استخراج کرده است. بر اساس مطالعات اسمیت، پداس و سات که بر روی ۶۲۰۶ صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر در بین سال‌های ۱۹۷۰ الی ۲۰۰۶ صورت پذیرفت، ۶۶ درصد از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر مورد مطالعه، تنها یک‌بار موفق به تأمین مالی شده‌اند. بر اساس این تحقیق مشخص شده که شرکای عمومی که تجربه کمی در صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر دارند، موفقیت کم‌تری نسبت به دیگر شرکای عمومی که سابقه درخشانی در این حوزه داشته‌اند، کسب کرده‌اند و شرکت‌هایی که در اولین صندوق خود موفق نبوده‌اند در بیشتر مواقع نتوانسته‌اند دومین صندوق خود را تأمین مالی کنند (زاروتسکی، ۲۰۱۰).

بر اساس تحقیق اسمیت، پداس و سات از بین ۲،۹۱۷ شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر فقط ۱۰ درصد از آن‌ها موفق شدند بیش از ۴ صندوق راه اندازی نمایند (اسمیت، پداس و سات، ۲۰۱۰). عملکرد مناسب و باثبات یک شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر دیگران را قانع می‌سازد که مدیریت صحیح صندوق کاملاً از روی شانس نبوده است (فالیپو، ۲۰۱۴). اگر یک شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر به صورت ادامه‌دار کارایی مناسبی از یک صندوق به صندوق دیگر بروز دهد، موفقیت آن به شهرت و توانایی و نه به شانس و اقبال نسبت داده می‌شود (دیموو، ۲۰۰۷). باور سنتی این است که شهرت سرمایه‌گذاری خطرپذیر به‌طور عمده از موفقیت آن‌ها به دست آمده است. صندوق‌های که بالاترین بازده برای سرمایه‌گذاران خود به ارمغان آورده‌اند، صندوق‌هایی هستند که خروج آن‌ها از طریق عرضه عمومی به بازارهای بورس با ارزش بالا همراه بوده است. موفقیت عرضه اولیه عمومی معمولاً به عنوان شاخص شهرت یک شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر استفاده می‌شود.

در مطالعات داخلی هم چند مقاله در ارتباط با فضای سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ابعاد مختلف منتشر شده است. صالح‌آبادی و کاظمیان (۱۳۸۳) با ارائه شواهدی از آلمان، انگلیس و ژاپن به بیان تفاوت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در میان کشورهای مختلف پرداخته‌اند و چارچوب مشارکت را از ابعاد مختلف سرمایه‌گذاری خطرپذیر از جمله ماهیت بلندمدت بودن آن، انگیزه سودآوری، ریسک‌پذیری و مشارکت در مدیریت شرکت، برای سرمایه‌گذاری جسورانه مناسب می‌دانند و سایر عقود را متناسب با ماهیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر نمی‌دانند.

دباغیان و همکاران (۱۳۸۵) در پژوهشی به مدل‌سازی فرآیند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در مشارکت مبتنی بر خروج انگیزشی پرداخته‌اند.

اسدی شناسایی ساختار، نحوه مدیریت صندوق، نحوه سبد گردانی و مدیریت سبد صندوق، ارزیابی و سرمایه‌گذاری شرکت‌های تازه تأسیس، هدایت و حمایت از شرکت‌ها و در نهایت خروج از این شرکت‌ها را مورد پژوهش قرار داده است (اسدی، ۱۳۸۵).

طالبی و همکاران، سرمایه‌گذاری خطرپذیر را به عنوان فرصتی نو پیش روی نظام تأمین مالی اسلامی مورد مطالعه قرار دادند و به ارائه یک الگوی صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی پرداختند (طالبی و همکاران، ۱۳۸۸).

اسلامی بیدگلی و احمدی، عوامل اثرگذار بر ارزیابی طرح‌های کارآفرینانه در شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر را در پژوهش خود مورد بررسی قرار داده‌اند. طبق نتایج این تحقیق بیان شد که معیار بازار، مهم‌ترین معیار در ارزیابی طرح‌های کارآفرینانه بوده و پس از آن، معیارهای مدیریت، مالی، صندوق (شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر) و محصول به ترتیب در درجه‌ی اهمیت بعدی قرار دارند (اسلامی بیدگلی و احمدی، ۱۳۸۹).

ایمانی‌پور و عزیز، پژوهش خود را با عنوان تحلیل اجزای تشکیل‌دهنده‌ی فرآیند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران ارائه نمودند. بر اساس یافته‌ها، این فرآیند در ایران شامل ۶ سطح بوده که ۳ سطح کم‌تر از الگوی پایه (الگوی کلونوفسکی) است (ایمانی‌پور و عزیز، ۱۳۹۰).

حیدری و محمدی شناسایی مؤلفه‌های مراحل مختلف رشد شرکت‌های نوآور در تعامل با سرمایه‌گذاران خطرپذیر مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد محصول، بازار، مهارت‌های کارآفرین و نوع ریسک در مراحل مختلف رشد کسب‌وکار تغییر می‌یابد و ضروری است رویکرد سرمایه‌گذاری نیز بر اساس آن تغییر کند. در نتیجه سرمایه‌گذاری جهت جلب اعتماد و شناخت کارآفرین در مرحله جنینی با مؤلفه‌های کسب‌وکار همخوانی بیشتری دارد. در مرحله نوپایی به‌کارگیری سازوکارهای پایش و نظارت در سرمایه‌گذاری ضروری هستند و در مرحله رشد یافتگی، ابعاد مختلف مشارکت برحسب میزان مالکیت طرفین از کسب‌وکار تعیین می‌شود (حیدری و محمدی، ۱۳۹۵).

متوسلی و همکاران واکاوی چالش‌های نهادی تبادلات سرمایه‌گذاران خطرپذیر با شرکت‌های فناوری محور را مورد مطالعه قرار داده‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که نهادهایی همچون استانداردهای افشاء اطلاعات، مالیات، مالکیت فکری و حقوق صاحبان سهام، اجرای قراردادهای جهت‌گیری‌های حمایتی حاکمیت در تأمین مالی فناوری، نهادهای مالی و برخی نهادهای فرهنگی-اجتماعی همچون ضعف فرهنگ کار تیمی، در ایجاد مسئله مورد پژوهش نقش اساسی دارد (متوسلی و همکاران، ۱۳۹۶).

فروغی و فرخ‌نیا، پژوهشی با عنوان رتبه‌بندی عوامل مؤثر در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری خطرپذیر ارائه نمودند. نتایج مدل تحلیل شبکه‌ای نشان می‌دهد که شاخص ویژگی‌های مدیریتی دارای بیش‌ترین اهمیت در میان سایر شاخص‌های مطرح شده در این حوزه بوده است (فروغی و فرخ‌نیا، ۱۳۹۷).

با توجه به بررسی پیشینه پژوهش‌های داخلی، هیچ تحقیق جامع و موشکافانه‌ای درباره‌ی کلیت فرآیند صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر که همراه با ارائه یک مدل تطبیقی-کاربردی مطابق با بررسی تمامی چالش‌ها و شرایط موجود اقتصاد ایران (دوران تحریم و تشدید جنگ اقتصادی) منتشر نشده است. شناسایی ابعاد و حلقه‌های مفقوده‌ی این فرآیند، با توجه به نداشتن تجربه‌ی کافی صندوق‌های موجود، می‌تواند گام آغازینی در شناسایی نقاط ضعف، ترسیم شرایط مطلوب، برنامه‌ریزی و سیاست‌گذاری برای رفع یا بهبود کاستی‌ها و در نتیجه اعتلای این صنعت در کشور باشد. نوآوری این تحقیق نسبت به معدود تحقیق‌های گذشته، تمرکز بر نگاه موشکافانه کل فرآیند سرمایه‌گذاری خطرپذیر به‌جای واکاوی تک تک حلقه‌های آن می‌باشد که در نهایت نیز منجر به یک مدل تطبیقی-کاربردی مناسب با شرایط کنونی اقتصاد ایران می‌گردد.

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

بر مبنای آنچه در بخش‌های پیشین بدان اشاره گردید، این مطالعه به دنبال پیشنهاد یک مدل چگونگی به‌کارگیری و توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در اقتصاد ایران در راستای اقتصاد مقاومتی و مقابله با جنگ اقتصادی می‌باشد. رویه اجرایی این پژوهش در دو بخش کلی بررسی و جمع‌بندی متغیرهای ساختاری و چالش‌ها و نیز طراحی مدل پیشنهادی در بخش دوم به ترتیب زیر انجام شده است:

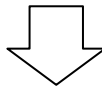
الف) به منظور شناخت و تحلیل مسائل موجود پیرامون تأمین مالی سرمایه‌گذاری خطرپذیر، این مطالعه در فاز اول به بررسی مطالعات تجربی موجود پرداخته و فهرستی از این موارد را تهیه نموده می‌نماید. در فاز دوم موارد فهرست شده ضمن انجام مصاحبه با برخی از کارشناسان مالی و بانکی، در قالب یک چارچوب اولیه تدوین می‌گردد. چارچوب ارائه شده در ادامه توسط مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری که دارای تجربه سرمایه‌گذاری خصوصی، سرمایه‌گذاری یا تأسیس شرکت‌های دانش‌بنیان و متخصصین صنایع هستند با به-کارگیری روش دلفی، مورد قضاوت و نهایی‌سازی قرار می‌گیرد.

ب) بخش طراحی مدل پیشنهادی مطابق با فرآیند تأمین مالی سرمایه‌گذاری خطرپذیر، گام‌های زیر را در راستای یک الگوی جامع مدنظر قرار می‌دهد. در فاز تعیین اوزان اهمیت هریک از معیارهای اصلی شناسایی شده، فرآیند تحلیل سلسله مراتبی (AHP) یک روش مناسب برای دستیابی به چنین هدفی می‌باشد. این روش به‌طور گسترده توسط محققان مختلف بکار گرفته شده تا به تجزیه و تحلیل طیف وسیعی از اولویت‌بندی و تعیین اهمیت مسائل مهندسی و مدیریت بپردازند. دلایل اصلی برای استفاده از یک روش تجزیه و تحلیل تصمیم‌گیری مبتنی بر فرآیند تحلیل سلسله مراتبی بدین شرح است که می‌توان تمام معیارهای محسوس و نامحسوس در مدل لحاظ گردد. فرآیند تحلیل سلسله مراتبی یک روش نسبتاً ساده است که می‌تواند به راحتی توسط مدیران و سایر تصمیم‌گیرندگان پذیرفته شود. از طرفی این روش اجازه می‌دهد تا روابط پیچیده در میان سطوح تصمیم‌گیری به راحتی به مسائل کوچک‌تر و قابل فهم‌تر تجزیه گردد و در آخر این روش یک فرآیند مقایسه دو به دو را مورد استفاده قرار می‌دهد تا به‌طور راحتی یک مسئله پیچیده را مدل کند (رضانی،



۲۰۱۴). بدین منظور ارتباط چالش‌های شناسایی شده در بخش قبل با هریک از گام‌های ذیل در فرآیند ارائه مدل صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر تعیین و مورد ارائه راهکار واقع می‌شود. شکل ذیل روش شناسی، روند جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات پژوهش حاضر را نمایش می‌دهد.

مرحله اول) روش تحقیق کتابخانه‌ای و مرور ادبیات	
روش کار: بررسی ادبیات موضوع و مجموعه کتاب‌ها و مقالات	خروجی: فهرستی از چالش‌ها و مؤلفه‌های اساسی در ارائه مدل صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر منطبق بر اقتصاد ایران



مرحله دوم) روش تحقیق مصاحبه ساختاریافته با تیم مرجع منتخب از خبرگان علمی و اجرایی موضوع	
روش کار: ارائه فهرست پایه به تیم مرجع دلفی و دریافت نظرات اصلاحی	خروجی: تصحیح فهرست پایه و تدوین فهرست چالش‌ها و مؤلفه‌های اساسی در مدل جهت ارائه به دور اول دلفی



مرحله سوم) روش تحقیق دلفی با همکاری گروه داوران دلفی (سه دور)	
روش کار: اصلاح فهرست با نظرات داورانی از کارشناسان اجرایی و پژوهشگران موضوع	خروجی: استخراج فهرست نهایی چالش‌ها و عوامل نهایی موثر در مدل و راهکارهای پیشنهادی با حصول بیش از ۶۶ درصد توافق میان داوران

شکل شماره (۲) روش شناسی، روند جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات پژوهش

#### ۴. یافته‌ها و تجزیه و تحلیل داده‌ها

هرچند مشخصه‌ها و پیش‌شرط‌های لازم برای توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر موفق با توجه به اقتصاد سیاسی هر کشوری ممکن است تا حدودی متفاوت باشد، اما با توجه مطالعات تطبیقی فضای حاکم بر سرمایه‌گذاری در کشورهای توسعه‌یافته در فصول قبل و انجام مصاحبه با خبرگان این حوزه در ایران موارد ذیل جمع‌بندی از مشخصه‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و پیش‌شرط‌های لازم برای توسعه آن در کشور هستند.

متغیر اول) ایجاد معامله و غربالگری ایده‌ها و شرکت‌های سرمایه‌پذیر  
 متغیر دوم) ساختار معاملات، مدیریت قراردادهای و تکمیل معامله  
 متغیر سوم) ساختار صندوق خطرپذیر (ساختار حقوقی، عمر مفید، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و ساختار تأمین مالی)

متغیر چهارم) قابلیت‌های تیم مدیریت صندوق و ساختار پاداش مدیریت  
 متغیر پنجم) ساختار درآمدزایی و توزیع سود برای سرمایه‌گذاران  
 متغیر ششم) ترکیب و نوع مؤسسين صندوق و سرمایه‌گذاران خطرپذیر (مسئولیت محدود)  
 متغیر هفتم) استراتژی‌های خروج از سرمایه‌گذاری‌ها  
 متغیر هشتم) نظارت بر پورتفوی سرمایه‌گذاری

پس از استخراج ۸ متغیر نهایی توسط خبرگان و تفسیر هر یک از متغیرها تا به مفهوم عملیاتی نزدیک‌تر شوند، پرسشنامه ترجیحات مقایسه زوجی برای تعیین اوزان اهمیت هر یک از این متغیرها طراحی شد. تا به روش تحلیل سلسله مراتبی، درجه اهمیت متغیرها به دست آید.

تحلیل اطلاعات توسط نرم‌افزار طراحی شده در اکسل، انجام گرفت که در آن ورودی‌های لازم برای تحلیل مشخص شده است. نرم‌افزار خود تمام خروجی‌های لازم از صحت‌سنجی خروجی تا نتایج مورد نیاز پژوهش را به صورت خروجی متنی و گرافیکی تولید می‌نماید. یکی از قابلیت‌های این نرم‌افزار، محاسبه وزن هر گزینه از ماتریس زوجی به ۸ روش مختلف از جمله روش‌های تقریبی (مانند میانگین حسابی)، روش حداقل مربعات لگاریتمی، روش حداقل مربعات معمولی، روش بردار ویژه و غیره است. تنها با ورود گزینه ۱ تا ۸ برای نحوه محاسبات وزن، خروجی باز تولید می‌شود. در پژوهش کنونی با توجه به نوپا بودن صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر و تجربه سیاست‌گذاری در این حوزه، تیم ۷ نفره‌ای از خبرگان تشکیل شده است. یکی دیگر از قابلیت‌های نرم‌افزار، ایجاد تمایز بین اعضای تیم خبرگان با توجه به تجربه و دانش آن‌ها در این موضوع پژوهش از طریق تعیین وزن اهمیت به هر نفر شرکت‌کننده در پاسخ‌ها می‌باشد. البته در این پژوهش وزن پاسخ‌ها برای هر نفر یکسان لحاظ شده است. خروجی نتایج حاصله در جدول شماره (۱) نشان از اهمیت بالای ۳ متغیر، قابلیت‌های تیم مدیریت صندوق و ساختار پاداش مدیریت، استراتژی‌های خروج از سرمایه‌گذاری‌ها و متغیر ایجاد معامله و غربالگری ایده‌ها و شرکت‌های سرمایه‌پذیر دارد. این سه متغیر در مجموع، حدود سه چهارم از میزان اهمیت متغیرهای شناسایی شده و تأثیرگذار بر روی فضای حاکم بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور را شامل می‌شوند.

جدول شماره (۱) نتایج تعیین اهمیت متغیرهای اصلی شناسایی شده در مدل پیشنهادی

وزن اهمیت	توضیحات	معیارها
۱۸/۰٪	ایجاد معامله و غربالگری ایده ها و شرکت های سرمایه پذیر	متغیر ۱
۷/۳٪	ساختار معاملات، مدیریت قراردادها و تکمیل معامله	متغیر ۲
۳/۹٪	ساختار صندوق جسورانه (ساختار حقوقی، عمر مفید، استراتژی های سرمایه گذاری و ساختار تأمین مالی)	متغیر ۳
۳۴/۱٪	قابلیت های تیم مدیریت صندوق و ساختار پاداش مدیریت	متغیر ۴
۳/۰٪	ساختار درآمدزایی و توزیع سود برای سرمایه گذاران	متغیر ۵
۶/۰٪	ترکیب مؤسسين صندوق و سرمایه گذاران جسورانه (مسئولیت محدود)	متغیر ۶
۲۱/۸٪	استراتژی های خروج از سرمایه گذاری ها	متغیر ۷
۶/۰٪	نظارت بر پورتنفوی سرمایه گذاری	متغیر ۸

در ارتباط با صحت سنجی نتایج حاصل شده، بررسی شاخص های سازگاری مدل از اهمیت ویژه ای برخوردار است تا خطای نتایج، اعتبار پژوهش را تحت تأثیر اساسی قرار ندهد. شاید مقایسه دو گزینه امری ساده باشد، اما زمانی که تعداد مقایسات افزایش یابد اطمینان از سازگاری مقایسات به راحتی میسر نبوده و باید با به کارگیری نرخ سازگاری به این اعتماد دست یافت. تجربه نشان داده است که اگر نرخ ناسازگاری کمتر از ۰/۱ باشد، سازگاری مقایسات قابل قبول بوده و در غیر این صورت مقایسه ها باید تجدیدنظر شود. در کنار این شاخص، دو پارامتر **GCI** و **Psi** نیز به عنوان شاخص سازگاری مدل محاسبه شده است.

جدول شماره (۲) شاخص های سازگاری مدل

شاخص های سازگاری روش	CR	GCI	Psi
مقدار	۲/۰۳٪	۰/۰۸	۲/۴٪

نتایج نشان می دهد که شاخص **CR** با مقدار حدود ۲٪، زیر ۱۰٪ بوده است و نشان از سازگاری بالای نتایج حاصل شده دارد. ارقام دو شاخص دیگر **GCI** و **Psi** نیز زیر ۱۰٪ را نشان می دهند که گواه این مدعا است. در مجموع می توان چنین نتیجه گرفت که مقایسات از اعتبار و سازگاری مناسبی برخوردار هستند. در انتهای این پژوهش، به روش دلفی راهکارهای پیشنهادی برای توسعه صندوق های سرمایه گذاری خطرپذیر به ترتیب اهمیت هر یک از مؤلفه های شناسایی شده مورد بحث، بررسی و جمع بندی قرار گرفته است. راهکارهای پیشنهادی در ارتباط با هر یک از مؤلفه های اساسی ذکر شده، به تفصیل بیان شده است. سه متغیر «قابلیت های تیم مدیریت صندوق و ساختار پاداش مدیریت»، «استراتژی های خروج از سرمایه گذاری ها» و «ایجاد معامله و غربالگری ایده ها و شرکت های سرمایه پذیر» به ترتیب با اهمیت ترین متغیرهای توسعه مدل شناخته شدند و در ذیل به گزیده راهکارهای جمع بندی شده، اشاره می شود.

## ۱) گزینش تیم خبره مدیریت صندوق و ساختار پاداش مدیریت پیشنهادی

در تئوری اقتصاد مقاومتی، بهره‌مندی از مدیران کارآمد که دارای سطح مطلوبی از دو ویژگی تعهد و تخصص باشند از جایگاه ویژه‌ای برخوردار است و از شروط لازم جهت عملیاتی‌سازی سیاست‌های اقتصاد مقاومتی می‌باشد. طبیعتاً الهام‌گیری از مفهوم مدیریت جهادی در راستای پرورش و توسعه به کارگیری این نوع فرهنگ مدیریتی بسیار کارساز می‌باشد. متأسفانه بعضاً اقتصاد مقاومتی با ریاضت اقتصادی اشتباه گرفته می‌شود. در صورتی که اقتصاد مقامی مبتنی بر تولید خروجی ملموس در اقتصادی درون‌زا و دانش‌بنیان است. بنابراین ایجاد انگیزه‌های معنوی و مادی برای مدیران در راستای به کارگیری تمام توان خود برای ایجاد خروجی اقتصادی اهمیت می‌یابد. در ارتباط با گزینش مدیران لایق و کارآمد در فضای سرمایه‌گذاری خطرپذیر و همچنین ساختار جبران خدمتی که تا حد زیادی میزان تلاش مدیریت و کسب خروجی مطلوب را هم‌راستا نماید، راهکارهایی ارائه شده است. در ارتباط با پیشنهاد ساختار جبران خدمت مناسب از اصول اقتصاد اسلامی یا قواعد فقه استفاده شده است؛ الگوهایی مانند عقد مشارکت حقوقی که با توجه به اصول این عقد، درصدی از سهام به مدیریت تعلق خواهد گرفت یا از عقود دیگر مثل عقد جعاله که به واسطه آن، پاداش مدیریتی قابل تعریف است.

سرمایه‌گذاران خطرپذیر در هیئت‌مدیره شرکت دریافت‌کننده وجوه سرمایه، حضور خواهند داشت و از طریق نظارت و ارائه مشاوره، برای شرکت ایجاد ارزش می‌کنند. به عبارت دیگر مشاوره مدیریتی جزء مهم و جدانشدنی از فلسفه وجودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر است. تبدیل شدن به یک مدیر مؤثر نیازمند برخورداری از مهارت‌های متعددی است. برخی ویژگی‌های شخصی مانند استقلال، هدفمندی، حساسیت و تعهد جزو شرایط کلیدی هستند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران خطرپذیر باید از صفاتی چون آگاهی اخلاقی، صداقت، مسئولیت‌پذیری، رازداری و پاسخگو بودن برخوردار باشند. با این حال گروهی از افراد دارای صرفاً هوش مدیریتی و تجاری نمی‌توانند یک هیئت‌مدیره موفق را تشکیل بدهند. نوع عملکرد هیئت‌مدیره به کیفیت ارتباطات و تعاملات میان اعضا و تمایل اعضا برای فعالیت در قالب یک تیم بستگی دارد. افراد دارای مهارت‌های مالی و مدیریتی و همچنین صفات شخصی قدرتمند، معمولاً مؤثرترین اعضای هیئت‌مدیره هستند.

در کشورهای توسعه‌یافته سوابق کاری و خروجی عملکردی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در گذشته یکی از مهم‌ترین عوامل در انتخاب آن‌ها به عنوان مدیر در صندوق‌های قابل تأسیس می‌باشد. در ایران با توجه به کوچک بودن سهم بخش خصوصی در سرمایه‌گذاری‌ها و نو بودن فضای حاکم بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، مدیران سرمایه‌گذاری خصوصی عموماً سوابق کاری مشخصی در این حوزه ندارند تا مبنای انتخاب تیم مدیریت از طرف سرمایه‌گذاران قرار گیرد. در این شرایط توصیه می‌شود مدیرانی که دارای تجربه بالایی در حوزه سرمایه‌گذاری خصوصی و صنعت مورد سرمایه‌گذاری صندوق هستند، گزینه‌های اصلی انتخاب به عنوان مدیران صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر محسوب می‌شوند.

ساختار دستمزدی و پاداش مدیریت از مهم‌ترین بخش‌های توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر است؛ چرا که سطح انگیزه مدیریت با این ساختار ارتباط مستقیم دارد. در جدول شماره ۳، ساختار دستمزد و پاداش پیشنهادی برای مدیران آورده شده است. قابل ذکر است که اعداد بیان شده همه به صورت متغیر هستند که متناسب با موارد خاص، طی مذاکرات قابل تغییر هستند.

جدول شماره (۳) ساختار پیشنهادی دستمزد و پاداش مدیران صندوق

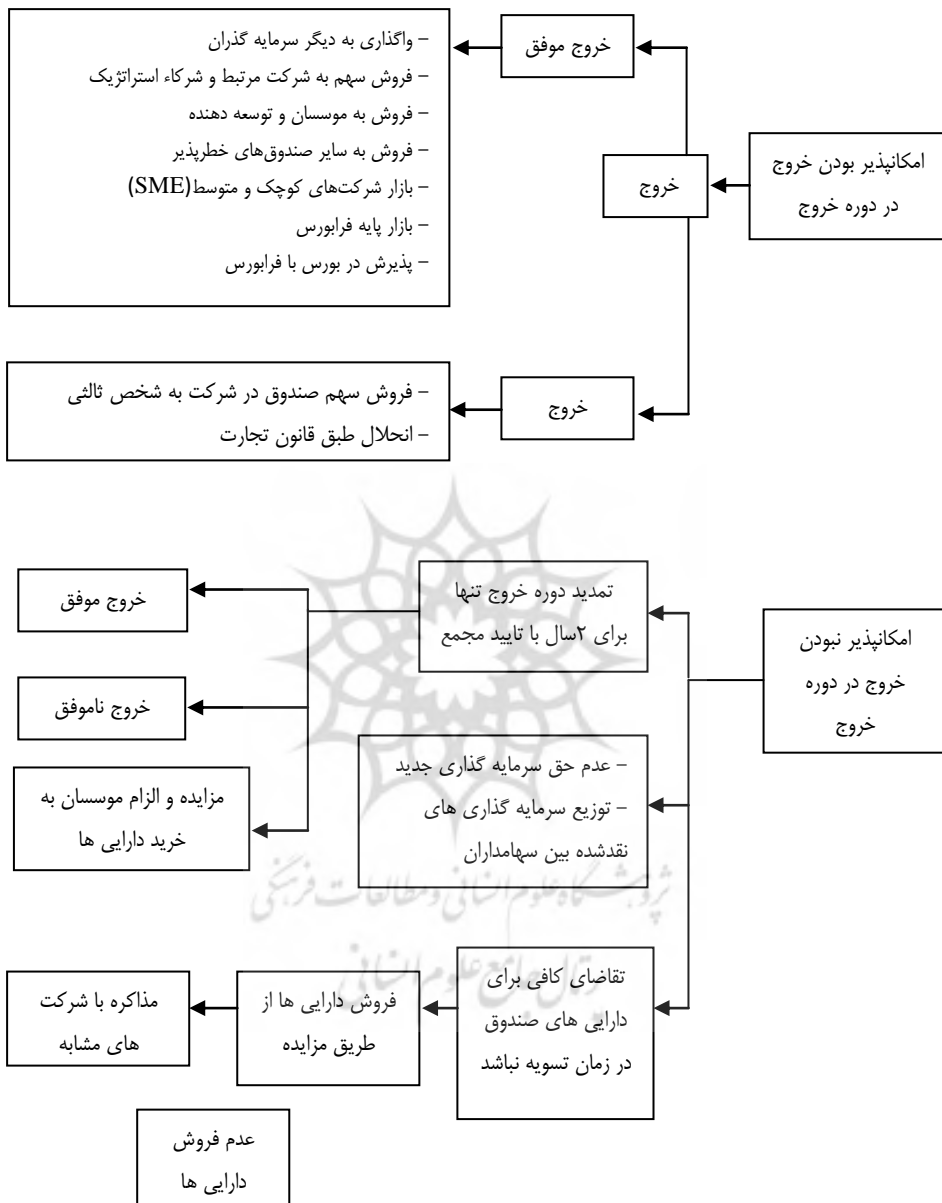
شرح نحوه محاسبه	نوع دستمزد و پاداش
در هر سال ۴ درصد ارزش خالص دارایی‌های صندوق (محاسبه بر اساس بهای تمام‌شده است و تنها هزینه‌ها و درآمدهای محقق‌شده در محاسبه خالص ارزش دارایی اثر خواهد داشت) تا سقف ۱۰۰ میلیارد ریال و ۲ درصد مازاد بر ۱۰۰ میلیارد ریال (* سقف و درصدهای مثال زده شده به حجم صندوق و دارایی تحت مدیریت آن بستگی دارد.)	کارمزد سالانه مدیر
پاداش عملکرد مدیر نسبت به مازاد سود محقق‌شده صندوق از فروش سرمایه‌گذاری‌ها یا سود نقدی پرداختی نسبت به نرخ مرجع تعیین می‌شود. این پاداش به صورت پلکانی مطابق فرمول زیر محاسبه می‌گردد. <ul style="list-style-type: none"> <li>• ۲۰ درصد از مازاد سود نسبت به نرخ مرجع تا ۱/۵ برابر نرخ مرجع</li> <li>• ۳۰ درصد از مازاد سود نسبت به ۱/۵ برابر نرخ مرجع تا ۲ برابر نرخ مرجع</li> <li>• ۴۰ درصد از مازاد سود نسبت به ۲ برابر نرخ مرجع</li> </ul> هنگام محاسبه پاداش مدیر در یک مقطع، عملکرد مدیر به صورت تجمعی از ابتدای فعالیت صندوق محاسبه می‌گردد. بنابراین موضوع پاداش عملکرد در زمان انحلال صندوق به مدیر پرداخت می‌شود و در مقاطع زمانی مختلف این کارمزد به صورت ذخیره در حساب‌های صندوق باقی می‌ماند. * نرخ مرجع: ۱/۳ برابر بازده سالانه اوراق مشارکت دولتی با سررسید بلندمدت یا ۱/۳ برابر سود سپرده ۵ ساله، هر کدام بیشتر باشد.	پاداش عملکرد
(* اعداد بیان شده همه به صورت متغیر هستند که متناسب با موارد خاص، طی مذاکرات قابل تغییر هستند.)	

## ۲) استراتژی‌های خروج مناسب از سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر در اقتصاد ایران

اقتصاد مقاومتی که مبتنی بر نتایج اقتصادی ضعیف برای فعالان آن باشد، قطعاً با شکست مواجه خواهد شد. بنابراین اگر بخواهیم در فضای جنگ اقتصادی کنونی، اقتصاد مقاومتی نیروی پیشبرنده اصلی اقتصاد کشور باشد، توجه به خروجی اقتصادی بسیار حائز اهمیت است. بدون استقبال و حضور انواع سرمایه‌گذاران نهادی و حقیقی در میدان، به احتمال زیاد نتیجه مطلوبی حاصل نخواهد شد. فرصت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دانش‌بنیان و تازه تأسیس، در صورتی یک فرصت طلایی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌گردد که آن‌ها احتمال کسب یک بازده اقتصادی مناسب البته نه در کوتاه مدت بلکه با دید بلندمدت را بالا ارزیابی نمایند. در فضای اقتصادی کشور، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر بستری مناسب برای جذب وجوه سرمایه‌گذاری

است. در نهایت یک دوره سرمایه‌گذاری خطرپذیر، موضوع خروج از سرمایه‌گذاری مطرح می‌شود. سرمایه‌گذاران خطرپذیر، سرمایه‌گذاران دائمی نیستند. در واقع، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر به عنوان یک واسطه مالی، تعهدات قراردادی برای بازگشت سرمایه به سرمایه‌گذاران خود را دارند. آن‌ها در پی نقد کردن سرمایه‌گذاری خود برای تکمیل چرخه سرمایه‌گذاری هستند. در کشورهایی که بر سر راه‌های خروج از سرمایه‌گذاری (شامل ورشکستگی) موانعی وجود دارند، تأثیر منفی بر توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر مشاهده می‌شود. بنابراین از نگاه پایداری توسعه فضای سرمایه‌گذاری خطرپذیر در اقتصاد مقاومتی، فرآیند خروج موفق از سرمایه‌گذاری‌ها موجب آزادسازی منابع مالی ریسک‌پذیر پس از ایجاد یک دارایی مولد به منظور ایجاد توان دوباره برای تکرار روند سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر آتی می‌گردد. در این چرخه، سرمایه‌گذاران خطرپذیر به سرمایه‌گذاری‌های آتی و جدید ادامه خواهند داد و طی فرآیند خروج، سرمایه‌گذاران با درجه ریسک‌پذیری کمتر، شرکت‌های بالغ‌تر را از سرمایه‌گذاران خطرپذیر تحویل گرفته و توسعه خواهند داد. در این صورت، فرآیند با اهمیت خروج نیازمند دانش و مهارت‌های ویژه‌ای است که آن را با دو بخش سرمایه‌گذاری و نظارت در صندوق‌های خطرپذیر متمایز می‌سازد. در واقع، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر استراتژی‌های خروج خود را با دقت فراوان و معمولاً با مشاوره با بانکداران سرمایه‌گذاری برنامه‌ریزی می‌کنند. در شکل ذیل، جمع‌بندی از راهکارهای پیشنهادی منطبق با ترازایی برترین صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر جهان، توجه به اصول و عقود اسلامی و در نهایت شرایط موجود در اقتصاد و بازارهای مالی در ایران ارائه شده است.

طبق مطالعات صورت گرفته در این پژوهش، معمولاً عرضه اولیه عمومی سهام یکی از سودمندترین روش‌های خروج بوده است. تخصص مؤسسان و کارشناسان کلیدی شرکت‌های دانش‌بنیان یکی از مهم‌ترین عوامل موفقیت و رشد این نوع شرکت‌ها محسوب می‌گردد. عرضه اولیه از آن جهت در فضای شرکت‌های دانش‌بنیان اهمیت دارد که از طریق این نوع خروج ضمن تسهیل خروج برای سرمایه‌گذاران با مسئولیت محدود، احتمال ادامه فعالیت افراد کلیدی شرکت بالا خواهد بود. تأمین مالی بورس‌محور همواره به عنوان یکی از شیوه‌های کارآمد در توسعه اقتصادی کشور مورد تأیید صاحب‌نظران اقتصاد مقاومتی بوده و بر نقش مؤثر آن در رشد تولید تأکید شده است. بر این اساس هر ساله با ورود شرکت‌های زیادی به بورس تهران و فرابورس ایران، شاهد افزایش ضریب نفوذ بازار سرمایه در بحث تأمین مالی بخش‌های بیشتر و



شکل شماره (۳) چارچوب پیشنهادی استراتژی های خروج بهینه سرمایه گذران خطرپذیر

متنوع‌تری از اقتصاد کشور و صنایع هستیم. در این میان، اما بخش مهمی از اقتصاد به ویژه در حوزه شرکت‌های کوچک و متوسط به واسطه محدودیت‌های ذاتی این شرکت‌ها و همچنین شرایط و مقتضیات بازار سرمایه، عملاً راهی برای استفاده از امکانات این بازار نداشته‌اند؛ ضمن آنکه از دید متولیان بازار سرمایه نیز حضور حداکثر ۵۰۰ شرکت از بزرگ‌ترین شرکت‌های عمدتاً متعلق به بخش دولتی و شبه دولتی در بازار سرمایه مطلوب نیست. بر این اساس از آنجا که پوشش کامل به تقاضای تأمین مالی تمامی بنگاه‌های اقتصادی از جمله شرکت‌های کوچک و متوسط به واسطه نقش انکارناپذیر این بنگاه‌ها در رشد اقتصادی از اصلی‌ترین راهکارهای پیشنهادی این پژوهش است، طراحی مدلی که به ورود شرکت‌های کوچک‌تر به بازار سرمایه کمک نماید و استانداردهای لازم را به منظور حفظ و صیانت از حقوق سرمایه‌گذاران نیز داشته باشد، در شرایط کنونی بسیار ضروری ارزیابی می‌شود. خوشبختانه ظرفیت‌ها و امکانات موجود در فرابورس و همچنین قانون بازار اوراق بهادار و قانون توسعه ابزارهای مالی، بستر قانونی لازم به‌منظور تشکیل و اداره بازاری به همین منظور با حدود و چارچوبی مشخص را فراهم کرده است. در این بازار، شرکت‌های کوچک و متوسط با کمترین میزان تغییرات در ساختار شرکت و صرفاً با قبول شفافیت کامل اطلاعات مالی و فعالیت‌ها، فرصت پذیرش در بازار سرمایه را پیدا می‌کنند. در بازارهای سرمایه مطرح جهان، همچون بورس تورنتو کانادا، بورس سهام لندن، بورس کره جنوبی، بورس استانبول ترکیه و بورس بمبئی هند نیز بازاری مجزا برای پذیرش و عرضه شرکت‌های کوچک و متوسط به وجود آمده است که وظیفه آن گسترش و رشد یک بازار حرفه‌ای با شرایط مناسب برای پذیرش این بنگاه‌ها و ایجاد کیفیت بیشتر خدمات تأمین مالی و فراهم کردن مشاوران و متخصصان لازم برای سرمایه‌گذاران در زمینه تصمیم‌گیری بهتر برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کوچک و متوسط است. از طرف دیگر، شفافیت نسبی ساختارهای کوچک و متوسط سبب می‌شود تا هدایت منابع نقدینگی به تولید واقعی میسر و خطر نکول بدهی‌های بانکی نیز ناممکن شود. در این میان، بازار شرکت‌های کوچک و متوسط و امکانات تأمین مالی در این بازار ضمن آنکه موجب افزایش فرصت شکوفایی شرکت‌های پذیرش شده از طریق اتصال به زنجیره‌های عرضه داخلی و خارجی می‌شود، همچنین فرصت برندسازی و کسب اعتبار شرکت‌ها به واسطه حضور در بازار سرمایه و افزایش نفوذ در مناسبات بین‌المللی را ایجاد می‌نماید. یکی از پیشنهادات تیم خبره پژوهش که از ضرورت رونق و نقدشوندگی بالاتر بازار SME در ایران نشأت می‌گیرد، تسهیل قوانین برای حضور درصدی محدود و کنترل شده از سرمایه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و نهادی مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ همچون صندوق‌های بازنشستگی، بیمه‌ها و غیره می‌باشد.

### ۳) استراتژی ایجاد معامله و غربالگری ایده‌ها و شرکت‌های سرمایه‌پذیر

یکی از محورهای اقتصاد مقاومتی، توزیع عادلانه ثروت و شفافیت اطلاعاتی در فضای اقتصادی کشور است. در فضای حاکم بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر، برقراری فرصت برابر و بهینه برای ارائه ایده‌ها و شرکت‌های دانش‌بنیان در حال رشد بر توسعه بهتر فضای حاکم مؤثر است. دسترسی به اطلاعات مرتبط با فرصت‌های سرمایه‌گذاری با کیفیت یا جریان معامله از اهمیت حیاتی برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر برخوردار



است. شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر بر روابط خود با بانک‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاران مستقل و مشاوران برای کسب اطلاعات حساس در رابطه با چشم‌اندازهای جذاب سرمایه‌گذاری تکیه می‌کنند. آن‌ها همچنین بر روی ارجاعات شرکت‌هایی که قبلاً تأمین مالی کرده‌اند نیز حساب ویژه‌ای باز می‌نمایند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر به‌طور مستقیم با سایر کارگزاران (شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری یا تأمین سرمایه) برای تعیین نامزدهای مناسب سرمایه‌گذاری رقابت می‌کنند. در کنار راهکارهای عملیاتی ارائه شده جهت مدیریت بهینه فرآیند ایجاد و غربالگری معاملات، یک راهکار کلان و توسعه بازار نیز در این بخش مطرح می‌گردد. در قسمت قبل به توسعه بازار بورس شرکت‌های کوچک و متوسط اشاره شد که در اینجا نیز به واسطه حضور بیشتر شرکت‌ها در این بورس که خود شفافیت اطلاعاتی را به ارمغان می‌آورد، امکان اجرای بهینه‌تر فرآیند ایجاد معامله و غربالگری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سیاست سرمایه‌گذاری در مرحله اول تا مرحله رشد شرکت‌ها میسر می‌شود. اما برای صندوق‌هایی که بر روی ایده‌ها یا شرکت‌های در مرحله بذر سرمایه‌گذاری می‌نمایند، توسعه بازار دارایی‌های فکری راهکار مناسبی می‌باشد. بازار دارایی فکری که از آن با عنوان «بورس ایده» نیز یاد می‌شود، به منظور استفاده از ظرفیت‌های علمی در جهت پاسخگویی به نیاز بخش‌های صنعت، کشاورزی و خدمات و در راستای اجرای قانون برنامه پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران و در جهت حمایت از حقوق فکری، معنوی و مادی اختراعات و طرح‌های مالکیت صنعتی در فرابورس ایران شکل گرفت. حضور دارندگان حقوق مالکیت فکری در بازار دارایی‌های فکری می‌تواند ترتیبات لازم جهت تأمین منابع مالی لازم برای تجاری‌سازی و عملیاتی‌کردن اختراعات و طرح‌ها را از یک سو فراهم آورده و از سوی دیگر پاسخگوی نیازهای صناعی باشد که به صورت بالقوه به این اختراعات و طرح‌ها نیاز دارند. تسهیل قوانین حضور شرکت‌های در مرحله بذر در این بورس و امکان حضور سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، از راهکارهای توسعه این بورس قلمداد می‌شود. در مجموع، غربالگری اشاره به این مهم دارد که اجرای بهینه فرآیند غربالگری با توجه به هنجارهای اقتصاد مقاومتی می‌تواند منجر به هدایت مسیر سرمایه‌گذاری صندوق‌های خطرپذیر به تحقق اصول اقتصادی گردد.

## ۵. نتیجه‌گیری

با توجه به تنوع کم دارایی‌های مالی در ایران و وابستگی این دارایی‌ها به یکدیگر یافتن زمینه‌های جدید سرمایه‌گذاری یک ضرورت اجتناب‌ناپذیر برای کشور است. اهمیت و ضرورت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران از این حیث است که تاکنون برای اجرای چرخه نوآوری در شرکت‌های دانش‌بنیان و به ثمر رساندن یک ایده خلاقانه تا مرحله تجاری‌سازی آن، از منابع دولتی و به عبارت بهتر پول نفت مصرف می‌شده است. لذا اقتصاد مبتنی بر نفت که همان استفاده از منابع دولتی برای این نوع حمایت‌ها است، اقتصاد مقاومتی مبتنی بر اقتصاد دانش‌بنیان را محقق نخواهد ساخت.

از طرفی با تصویب سیاست‌های اصل ۴۴ توسط مجلس، یکی از تکالیف قانونی دولت در اجرای سیاست‌های این اصل، توانمندسازی بخش خصوصی، ایجاد فضای کسب‌وکار و تشکیل نهادهای مالی مرتبط با آن است. با توجه به اهمیت اصل ۴۴ و ضرورت گسترش فعالیت‌های اقتصادی در بخش خصوصی، باید ابزارهای مالی

مورد نیاز این بخش نیز ایجاد و گسترش یابد. سرمایه‌گذاران خطرپذیر به عنوان مؤثرترین نهادهای مالی به منظور حمایت از ایده‌های خلاق کسب‌وکار در صحنه اقتصاد، یکی از مهم‌ترین ابزارها هستند. کارآفرینی، پیش‌شرطی برای توسعه سرمایه خطرپذیر است. کارآفرینان باید ایده‌های تجاری داشته باشند که می‌تواند منجر به ایجاد شرکت‌های دارای رشد سریع شود. کارآفرینی، شرط لازم برای وجود سرمایه خطرپذیر است، اما شرط کافی نیست. مشکل این است که سرمایه‌گذاری خطرپذیر رسمی، تنها در جایی می‌تواند وجود داشته باشد که جریانی مستمر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارای پتانسیل رشد کافی وجود دارد. طی بیش از پنجاه سال گذشته فناوری اطلاعات جریانی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ایجاد کرده است تا بتواند گروهی از سرمایه‌گذاران متخصص را در تأمین مالی این شرکت‌های کوچک حفظ کند. تا حدی کمتر، در حوزه بهداشت نیز فرصت‌هایی پدیدار شده است. بنابراین هر چند که کارآفرینی یک پیش‌شرط است، اما هر نوع کارآفرینی مفید واقع نمی‌شود. سوابق تاریخی نشان می‌دهند که جهت رابطه، از سوی کارآفرینی به پیدایش سرمایه خطرپذیر است، اما یک حلقه بازخورد مهم نیز وجود دارد. سرمایه خطرپذیر و موفقیت کارآفرینی می‌تواند یک چرخه مفید به وجود آورد. فعالیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر می‌تواند انواع مناسب کارآفرینی را تشویق کند و بر محیط اقتصادی این صنعت تأثیر بگذارد. در مناطقی که شرکت‌های تازه تأسیس زیادی داشته‌اند و سرمایه خطرپذیر قوی ایجاد شده است، سایر نهادها نیز به وجود آمده‌اند؛ نظیر نهادهای حقوقی، حسابداری و انواع مشاوران متخصص در تسهیل شکل‌گیری و فعالیت شرکت‌های تازه تأسیس که در جهت تقویت پویایی این شرکت‌ها فعالیت می‌کنند. چنین دینامیکی می‌تواند آنقدر تقویت شود که منجر به تقویت فرهنگ راه‌اندازی شرکت‌های تازه تأسیس و دانش‌بنیان گردد.

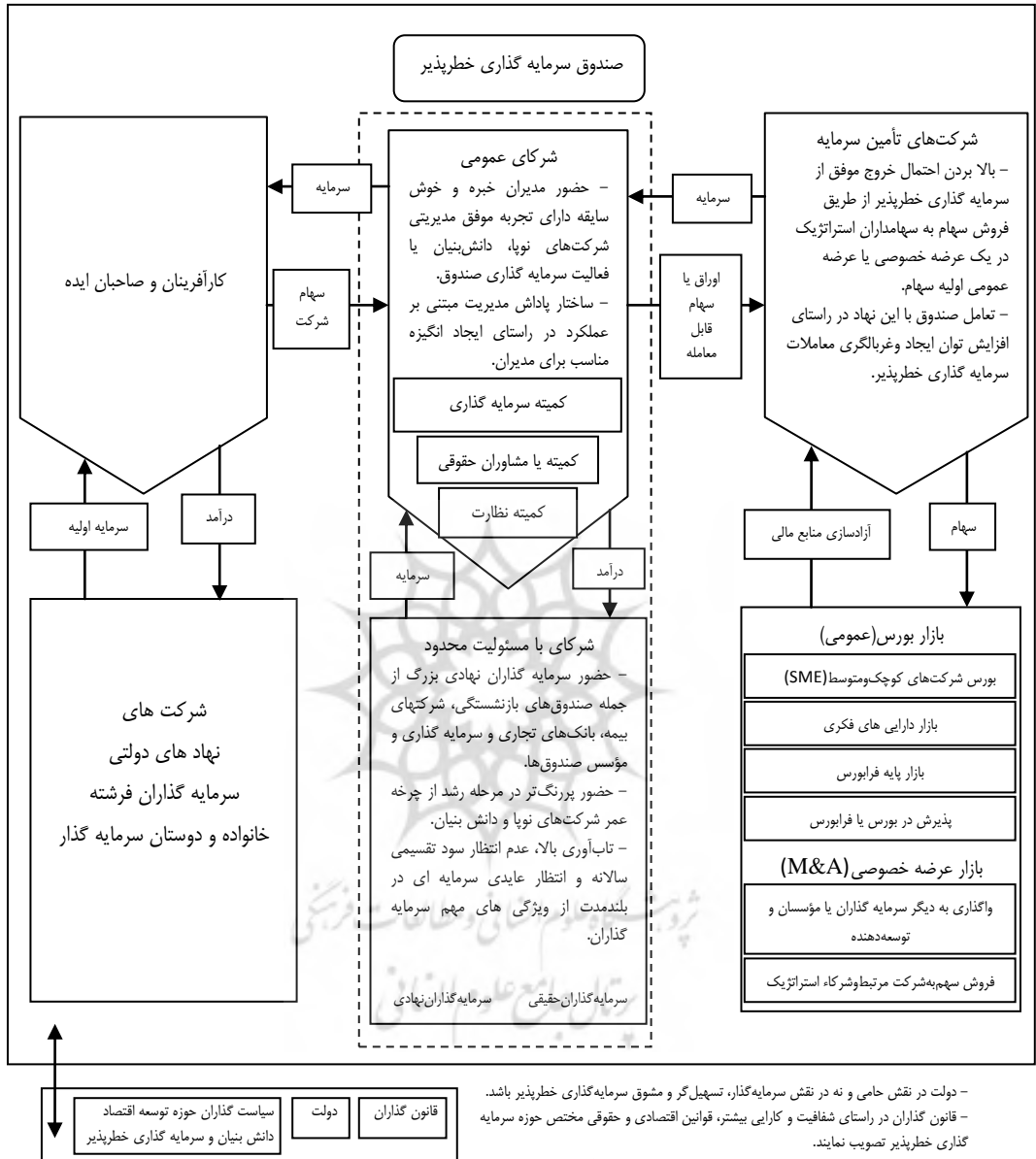
سرمایه خطرپذیر نیازمند پول دارای ثبات، دولت عاری از فساد و یک محیط قانونی قابل پیش‌بینی است. سرمایه‌گذاری خطرپذیر ماهیتاً کاری مخاطره‌آمیز است و بنابراین در کشورهایی که مقررات قابل پیش‌بینی ندارند و دولت‌هایشان فاسدند و پول رایجشان بی‌ثبات است، احتمال موفقیت کاهش می‌یابد. این شرایط از کنترل کارآفرین و سرمایه‌گذار خطرپذیر خارج است. چنین ریسک‌های محیطی، عاملی دلسردکننده برای فعالیت سرمایه‌گذاران خطرپذیرند.

دانشگاه‌ها و مؤسسات آموزش عالی، عاملی مهم در توسعه صنعت سرمایه خطرپذیرند. به عنوان مثال، دانشگاه‌های ام‌ای‌تی و استنفورد در ایالات متحده آمریکا نقشی کلیدی در کمک به توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در بوستون و دره سیلیکون داشتند. اهمیت تأمین مالی دولت فدرال برای آموزش دانشجویان تحصیلات تکمیلی و تحقیقات اعضای هیئت‌علمی را نیز نباید دست کم گرفت. ظهور فناوری زیستی و اینترنت نتیجه مستقیم تأمین مالی دولت فدرال بود.

برای پیدایش یک صنعت سرمایه خطرپذیر موفق، وجود بازارهای سرمایه مهم است. دو استراتژی خروج عمده برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر عبارت‌اند از ادغام و ارائه سهام به سرمایه‌گذاران که معمولاً به شکل عرضه اولیه عمومی در یک بازار سهام است. صاحب‌نظران معتقدند صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر نمی‌تواند تنها با نقد کردن سرمایه‌گذاری خود از طریق ادغام رونق پیدا کند. البته باید دقت داشت که بازار سهام باید دارای نقدینگی و شفافیت باشد. به عبارت دیگر بازارهای سهامی که به محل عرضه سهام شرکت‌های نابالغ

یا کلاهدار شهرت یابند به سرعت نقدینگی خود را از دست می‌دهند، زیرا سرمایه‌گذاران از خرید و تملک سهام آن‌ها امتناع می‌ورزند. نقدینگی پایین، دست‌کاری در بازار و نیز مقاومت در برابر اصلاح را به دنبال دارد و در نهایت می‌تواند شکست بازار را در پی داشته باشد. بنابراین صرف وجود بازار سهام کافی نبوده، بلکه بازار سهام باید دارای قوانین و مقررات مناسب و دارای قابلیت تأمین مالی شرکت‌های نویدبخش باشد. کارکرد خروج از سرمایه‌گذاری بازار سهام، محصول فرعی کارکرد تأمین سرمایه آن است.

در مجموع، ایران نیازمند سرمایه‌گذارانی است که بخشی از تمرکز آن‌ها به صورت جدی بر روی سرمایه‌گذاری خطرپذیر باشد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر نیز با ارائه خدمات مدیریتی و فنی در حوزه توسعه این نوع کسب‌وکارها، احتمال خروج موفق شرکت‌های دانش‌بنیان پر پتانسیل از نظر تجاری را افزایش خواهند داد. دولت نیز می‌تواند به صورت تسهیل‌گر، یاری نماید. به عنوان مثال، تدوین سیاست‌هایی که مشوق سرمایه‌گذاری باشد توسط دولت بسیار ضروری است. دولت بجای اینکه جای سرمایه‌گذاران را بگیرد، می‌بایست مشوق سرمایه‌گذاری باشد. در دنیایی که فناوری عمر کوتاهی دارد، تدوین سیاست‌هایی که سال‌ها اجرایی نشوند، کارساز نیست. لذا مؤثرترین و سریع‌ترین راهکار دولت می‌تواند تشویق سرمایه‌گذاران بخش خصوصی به ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های فناور به خصوص در آن دسته از شرکت‌های تازه تأسیس که در مرحله رشد چرخه عمر خود به سر می‌برند، باشد. سرمایه‌گذاران خصوصی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، تجربه، فراست و بصیرت، شبکه افراد خبره و پیشینه موفق دارند و می‌توانند فضای حاکم بر نوآوری و فناوری ایران را ارتقاء بخشند. در این اکوسیستم پیشنهادی، از نقش شرکت‌های تأمین سرمایه به عنوان نهادهای واسطه‌گر مالی نباید غافل شد. همان‌طور که در بخش قبل از این فصل بیان شد، خروج موفق از یک سرمایه‌گذاری خطرپذیر نقش بسیار پراهمیتی در نقشه توسعه این صنعت ایفا خواهد نمود. در این راستا شرکت‌های تأمین سرمایه با توجه به منابع ارزشمند خود در بازار سرمایه و شبکه سرمایه‌گذاران استراتژیک، یک بازوی تخصصی شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر برای به ثمر نشاندن سرمایه‌گذاری خود محسوب می‌گردند. موردی که تاکنون در این اکوسیستم بدان اهتمام جدی ورزیده نشده است. در شکل ذیل جمع‌بندی از فضای حاکم بر صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر و بازیگران اساسی آن به صورت کلی نمایش داده شده است.



شکل شماره (۴) جمع بندی از راهکارهای ارائه شده در راستای توسعه فضای حاکم بر صنعت سرمایه گذاری خطرپذیر

## منابع و مأخذ

### منابع فارسی

- اسلامی بیدگلی غ و احمدی، م. (۱۳۸۹)، بررسی عوامل مؤثر بر ارزیابی طرح‌های کارآفرینانه در شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر با استفاده از روش ای.ان.پی. دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
- ایمانی پور ن و عزیزی ح (۱۳۹۰)، تحلیل اجزای تشکیل دهنده‌ی فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران. فصلنامه علمی پژوهشی توسعه کارآفرینی، ۴(۲)، ۸۵-۱۰۴.
- ایمانی پور ن و کنعانی، م (۱۳۸۸)، شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم به خروج سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر، فصلنامه توسعه کارآفرینی، شماره چهارم، ۸۴-۶.
- حیدری س و محمدی م (۱۳۹۵)، شناسایی مولفه‌های مراحل مختلف رشد شرکت‌های نوآور در تعامل با سرمایه‌گذاران خطرپذیر. فصلنامه علمی پژوهشی توسعه کارآفرینی، ۹(۱)، ۵۹-۷۸.
- دباغیان، سیدحسین و همکاران (۱۳۸۵)، مدل‌سازی فرآیند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در مشارکت مبتنی بر خروج انگیزشی) تجربه یک خروج، دومین همایش ملی صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران؛
- شهریاری م (۱۳۹۵)، صکوک مشارکت ترکیبی، ابزار اسلامی تامین مالی طرح‌های دانش‌بنیان، فصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی.
- عرفانیان ا و شیرزادی س (۱۳۸۶)، ساختار مطلوب برای انجام سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری. ۱۰-۱۹.
- طالبی م رحیمی ا و محمدی م (۱۳۸۸)، سرمایه‌گذاری خطرپذیر فرصتی نو پیش روی نظام تامین مالی اسلامی، گروه مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق (ع).
- فروغی ن و فرخ‌نیا ن م (۱۳۹۷)، رتبه‌بندی عوامل مؤثر در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری خطرپذیر، کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و مهندسی صنایع.
- متوسلی م؛ شجاعی س؛ محمدی الیاسی ق و چیت‌سازان ه (۱۳۹۶)، واکاوی چالش‌های نهادی تبادلات سرمایه‌گذاران خطرپذیر با شرکت‌های فناوری محور، فصلنامه علمی پژوهشی سیاست علم و فناوری.

### منابع لاتین

- Agyeman. S. K (2010), Challenges facing venture capitalists in developing economies.
- Chartered Financial Analyst. (2018). CFA Institute.

- Dimov, D. Dean A. Shepherd, Kathleen M. Sutcliffe (2007), "Requisite expertise, firm reputation, and status in venture capital investment allocation decisions", *Journal of Business Venturing*, Vol. 22, Number 4, 481-502.
- Jeng, L. A., & Wells, P. C. (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of corporate Finance*, 6(3), 241-289.
- Klonowski, D. (2010). *The Venture Capital Investment Process*. PALGRAVE MACMILLAN.
- Klonowski, D., Klonowski, & Graber. (2018). *Venture Capital Deformation*. Palgrave Macmillan.
- Phalippou, L. (2014). *Capital Commitment and Illiquidity Risks in Private Equity*. University of Oxford Said Business School and Oxford-Man Institute, 4.
- Puri, M., & Zarutskie, R. (in press). On the lifecycle dynamics of venture-capital- and non-venture-capital financed firms. *Journal of Finance*.
- Ramadani, V. (2014). Venture capital financing in the Republic of Macedonia: what is done and what should be done? *Journal of Finance and Risk Perspectives*, 27-46.
- Smith, Pedace and Sathe (2010). shows which firm characteristics matter more for exits via IPO versus M&A.
- Steven N. Kaplan and Josh Lerner. (2015). *Venture Capital Data: Opportunities and Challenges*. NBER-CRIW Conference on Measuring Entrepreneurial Businesses.
- Zarutskie R (2010), "The role of top management team human capital in venture capital markets: Evidence from first-time funds, *Journal of Business Venturing*, Vol. 25, Issue 1, January, pp. 155-172.



پروفیسر شگاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی  
پرتال جامع علوم انسانی