

## مقالات اقتصادی

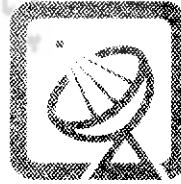
### اقتصادی :

سرمایه گذاری مخاطره آمیز - قسمت اول، صادرات محصولات غذایی ایران و ضرورت ایجاد تحول در آن، تولید پنبه ارگانیک، کشت و صنعت برنج در ایران، گزارشی از معادن - بررسی وضعیت معادن جهان در سال ۱۹۹۲ - قسمت اول، مطالعه تطبیقی در امر خصوصی سازی - خصوصی سازی، روندی مستلزم بلزنگری - قسمت سوم و آخر، گزارش تحقیقاتی بررسی بودجه خانوار در مناطق شهری ایران طی سالهای ۷۰-۱۳۵۱ - قسمت سوم، مدیریت زیست محیطی و توسعه؛ پایدار - سیاستها، قوانین، نهادها و منابع طبیعی - بخش دوم، پیس مانده ها و محیط زیست - افزایش تولید مواد با زیستی - قسمت چهارم و پیامدهای نفتا برای تایلند و جنوب شرقی آسیا.



### تکنولوژی :

درسی امین مجمع عمومی اتحادیه رادیوتلوویزیون آسیای چه گذشت؟ - جنبه های انسانی رادیوتلوویزیون  
ودستگاه گل خشک کنی برای محل کار.



### آماري :

در شهر یورماه سال جاری نسبت به شهر یورماه سال گذشته، شاخص هزینه زندگی در شهرها ۳/۲۵ درصد ترقی کرد، گزارش وضعیت عمومی زراعت دانه های روغنی کشور تا پایان آبان ماه ۱۳۷۲، شاخص بهای خرده فروشی کالاها و خدمات مورد مصرف خانوار روستایی کشور در فصل بهار سال جاری، قیمت فروش محصولات کشاورزی در سال ۱۳۷۱ و آمار جمعیت استانهای لرستان - مرکزی - کهگیلویه و بویراحمد - یزد - خراسان - ایلام - بوشهر - زنجان - هرمزگان - سیستان و بلوچستان - فارس - مازندران.



# سرمایه گذاری مخاطره آمیز

از: سید احمد مرتضوی

قسمت اول

## مقدمه

سرمایه گذاری در مفهوم عام، برد بسیار وسیعی دارد. امروز برای همه اقشار جامعه بسادگی میسر است که با هر اندازه امکانات مالی و بهر طریقی که اراده کنند سرمایه خود را در کانونهای جلب منابع مالی که با هدفهای مختلفی سازماندهی و تسداری شده مانند بکار انداخته و از مزایای آن منتفع شوند. ابزار مالی و اوراقی که در مقابل وجوه سرمایه گذاری شده بصاحب سرمایه تحویل میشود دارای اشکال و انواع متنوعی بوده و هر یک در حد و دی که صاحب سرمایه قبول ریسک نماید، انتظارات (بازده) متناسبی را برای وی به بار می آوردند.

طیف انواع سرمایه گذاری از یک سپرده گذاری معمولی در بانکها تا خرید و فروش انواع اوراق — بهادار از قبیل اوراق قرضه (۱) و معاملات سهام خواه از طریق مؤسسات واسطهای سرمایه گذاری (۲) و یا سرمایه گذاری مستقیم سهامی (سهامی) (۳) گسترده است. حتی صندوقهای باز نشستگی و انواع بیمه ها که فرد را نسبت به مردها اختیهای آتی پوشش میدهند نیز از مصادیق سرمایه گذاری و از انواع آن محسوب میشوند.

بازده سرمایه گذاری، بتبع از نوع سرمایه گذاری و درجه ریسک پذیری آن متفاوت میباشد. در برخی انواع، سرمایه گذار به سودی نسبتاً "کم ولی پیوسته و پایدار" قانع است.

این انواع همانطور که در مورد اوراق قرضه توضیح داده شده دارای نرخ بازده ثابت و محدودی هستند لکن این حسن را دارد که سرمایه گذار همواره نسبت به بازدهی ثابتی که عایدش خواهد شد، اطمینان دارد. در سایر اشکال سرمایه گذاری، متناسب با درجه ریسک پذیری سرمایه، سود و منافع حاصله سقف و محدودیتی ندارد. بنابراین این هر قدر ریسک سرمایه گذاری (ریسک حرفه و ریسک منابع مالی) بیشتر باشد، سرمایه به ویژگیهای "سرمایه مخاطره آمیز" نزدیک شده است.



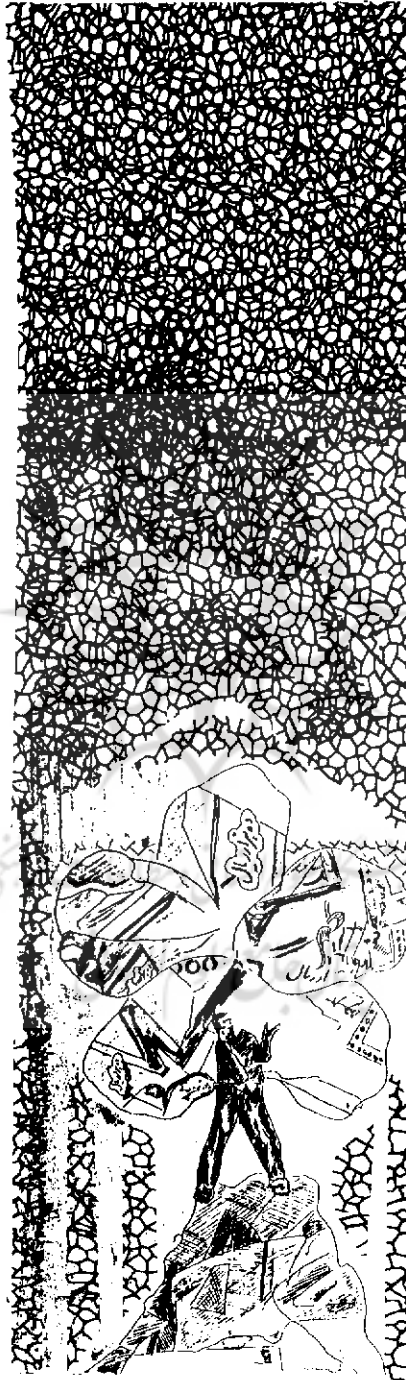
## سرمایه مخاطره آمیز

### Venture Capital

سرمایه مخاطره آمیز نوعی سرمایه گذاری مستقیم سهامی است که سرمایه‌گذاران درقبال تحمل خطراتی که ممکن است به‌از دست رفتن کل سرمایه آنها بیانجامد، انتظار عایدات سوبلهای قابل توجهی دارند. درحقیقت سرمایه مخاطره آمیز سرمایه ایست که در مراحل اولیه و شروع و در ادامه آن در مراحل رشد و توسعه یک شرکت جدید و بالقوه با رشد سریع و بالا و با کالائی پایین ویژگیها هزینه می‌شود. معمولاً این نوع سرمایه گذاری - ریسک آمیز از طریق وامهای بانکی و یاروشهای معمول اعتباری تأمین مالی نمیشوند و بهمین دلیل سرمایه مورد نیاز عمدتاً از محل منابع مالی خود سهامداران در سرمایه سهامی همراه با ابزارهای دوسویه قرضی سرمایه ای تأمین میگردد. عبارت دیگر هر آنچه که بعنوان طلب

سهامداران، شرکت بدهکار باشد در ترانزاکشن شرکت بعنوان بدهی انعکاس نخواهد داشت و این موضوع در اخذ منابع مالی اضافی از بانکها بهنگام مراجعه به صورتهای مالی نقش تعیین کننده دارد. اصولاً سرمایه‌گذاران حرفه‌ای (Professional Venture Capitalists)

با بکار انداختن سرمایه خود در کارهای ریسک آمیز، انتظار سود و بازده بالائی دارند. بدیهی است چنانچه آنها پول خود را درقبال وثیقه ارزشمندی قرض میدادند، ریسک از دست دادن پول بسیار کمتری بود. اما زمانی که قرض با بازار سرمایه ای، سرمایه گذاری شود، سرمایه‌گذار را بدهی دیگری برای باز یافت سرمایه خود مادم که شرکت مورد سرمایه گذاری بحدی از کمال و رشد نرسیده باشد که خریداری برای سهام در بازار پیدا شود و یا سهام در بورس اوراق بهادار عرضه گردد، ندارد. بنابراین این ورود به سرمایه گذاری، تحمل مخاطرات و تلاش برای رسیدن به مرحله رشد و بلوغ کامل و سپس خروج از سرمایه گذاری (ترجیحاً از طریق



عرضه سهام در بورس (مجموعاً "فرآیند ریسک سرمایه گذاری ریسک آمیز را تشکیل میدهد. دوره یک سرمایه گذاری از لحظه ورود تا خروج ممکن است بین ۵ تا ۱۰ سال باشد و سرمایه‌گذاران ریسک طلب معمولاً انتظار بازبافتی معادل دو برابر سرمایه گذاری خود در هر ۵/۲ تا ۳ سال دارند.

شرکتهای سرمایه‌ای مخاطره آمیز -  
Venture Capital Companies (V.C.C.)

که سرمایه خود را فقط در کارهای جدید و پارسد بالا و تکنولوژی های پیشرفته بگرمی اندازند در بازار سرمایه کشورهای صنعتی و پیشرفته جایگاه خاصی دارند و از منابع مهم تأمین کننده سرمایه مخاطره آمیز میباشند. رشد شرکتهای V.C.C. به موازات رشد تحولات تکنولوژی و نوآوریهای علمی و صنعتی در کشورهای مختلف مؤید نقش غیر قابل انکار اینگونه شرکتهای در تجهیز منابع مالی و مدیریتی میباشند. در آمریکا پیدایش شرکتهای V.C.C. بطور سازمان یافته بعد دهه ۶۰ بر میگردد و

امروزه قریب به ۶۴ شرکت، تأمین کنندگان اصلی سرمایه مخاطره آمیز در آمریکا میباشند. پیدایش شرکتهای V.C.C. در ژانویه ۱۹۴۵ شروع شد ولی رشد واقعی آن از دهه ۸۰ تا حال ادامه یافته است. بطوریکه در سال ۱۹۹۲ تعداد اینگونه شرکتهای به ۱۵۰۰ شرکت رسید (جدول ۱-۶). بطور کلی در کشورهای تازه صنعتی شده جنوب شرقی آسیا و کشورهای کمدر مسیر صنعتی شدن قرار دارند، سابقه شرکتهای V.C.C. بیش از چند سال نیست لکن این کشورها بتدوین قوانین و مقررات خاصی که عموماً "درآمد های حاصله از مالیات معاف گرداند به رشد قابل ملاحظه‌ای در ایجاد چنین شرکتهایی دست یافته‌اند. بطور مثال در اندونزی با اصلاح قوانین مالیاتی، سود عایدات سرمایه‌ای شرکتهایی که با توسعه تکنولوژی و تولید برای صادرات و برخی فعالیتهای خاص پرداخته و یا هدف عرضه سهام به عموم ایجاد میشوند، از پرداخت مالیات معاف هستند.

## عوامل موثر در رشد سرمایه گذاری

اصولاً "رشد و پانزول جریان سرمایه گذاری بطور غالب متأثر از اوضاع و احوال اقتصادی کسب و کار می باشد که البته در این میان ملاحظات و محرکه های مالیاتی نقش غیر قابل انکاری بعهده دارند . روشن است که در شرایط تورمی شدید و با وجود نرخهای بالای مالیاتی برای سود و سرمایه، تمایل عمومی به قرض گرفتن و خرید دارائیهای غیر منقول که ارزش معاملاتی آنها روز بروز افزایش پیدا میکند بیشتر میشود . عبارت دیگر صاحبان سرمایه از شرایط تورمی سود برده و به تشدید آن دامن میزنند و بجای پرداخت مالیات به دولت بخش قابل توجهی از نقدینگی خود را صرف پرداخت بهره بدون بازده اقتصادی مثبتی مینمایند . در چنین شرایطی نسبت قرض به سرمایه از حالت تعادل خارج و با عبث میشود اگر مالیات بر سود (Equity) به قرض (Debt) به همراه منفی (Negative gearing) تبدیل شود . بدیهی است با اعمال سیاستهای پولی متناسب و ترمیم اوضاع اقتصادی که با کاهش تورم همراه است ، نقدینگی در جهت تقویت منابع سرمایه ای بکار خواهد رفت و موجب خواهد شد نسبت سرمایه به مقروض به سمت مثبت میل کند (Positive gearing) .

مطالعه چنین وضعیتی درد و دوره متفاوت در استرالیا بیانگر عوامل مؤثر در تغییر استراتژی سرمایه گذاری است :

همانگونه که ملاحظه میشود در دهه ۸۰هـ تنها شرکتها ۵ درصد از سود خود را میبایستی بعنوان مالیات میپردازند که به سود تقسیم شده نیز بعداً بالاترین نرخ، مالیات تعلق میگرفت . این عوامل به همراه معاف بودن عایدات سرمایه ای از پرداخت مالیات سبب میشد که نقدینگی عمدتاً "بمصرف خرید دارائی غیر منقول برسد . نتیجتاً اینکه اتخاذ سیاستهای پولی ، سیر فزاینده تورم را تشدید و بردارآمد دولت بشدت اثر منفی گذارد . در این دوره نسبت قرض به سرمایه شرکتها از ۴۰ درصد در سال ۱۹۸۰ به ۱۰۵ درصد در سال ۱۹۸۹ افزایش پیدا کرد . در همین دوره نسبت نقدینگی قبل از پرداخت بهره قرضهای دریافتی به نقدینگی بعد از پرداخت بهره از (۶) به (۳) تنزل پیدا کرد . بنا بر این دهه ۱۹۸۰ در استرالیا بعنوان "دهه مقروض" مشهور شد . اتخاذ سیاستهای پولی مناسب و ضد تورمی از

اواخر دهه ۸۰ها باینطرف ، انگیزه عمومی نسبت به سرمایه گذاری را در چندان افزایش داده است . عبارت دیگر خلق فضای تورمی معتدل بشدت بر تصمیمات سرمایه گذاری اثر گذارد . از یک طرف با معرفی مالیات عایدات سرمایه ای که با نرخ تورم تعدیل شده و کاهش نرخ مالیات به ۳۹ درصد و با در نظر گرفتن اثرات عمیق ناشی از پرداخت یکبار مالیات برای سود سهام و استفاده از مزایای اعتبار مالیاتی ، جریان نقدینگی را به سمت تأمین منابع سرمایه ای (Equity financing) سوق داده است . دهه ۹۰ در استرالیا "دهه سرمایه" خواهد بود .

انتساب سود (Dividend imputation) و نحوه استفاده از اعتبار مالیاتی در مثالها و حالات فرضی زیر آمده است :

| حد اکثر نرخ مالیاتی اشخاص حقیقی | ۴۷٪ | ۳۹٪ | ۱۵٪  |
|---------------------------------|-----|-----|------|
| سود تقسیم شده                   | ۱۰۰ | ۱۰۰ | ۱۰۰  |
| اعتبار مالیاتی                  | ۶۴  | ۶۴  | ۶۴   |
| درآمد مشمول مالیات              | ۱۶۴ | ۱۶۴ | ۱۶۴  |
| مالیات متعلقه                   | ۷۷  | ۶۴  | ۲۵   |
| کسر میشود : اعتبار مالیاتی      | ۶۴  | ۶۴  | ۶۴   |
| مالیات واقعی پرداختی            | ۱۳  | ۰   | (۳۹) |

مجموعه عوامل یاد شده ، چرخش استراتژی سرمایه گذاری را از "استراتژی قرض" به "استراتژی سرمایه" نشان میدهد . این در حالی است که در فعالیتهای جدید و نوآوریهای تکنولوژیک بویژه در سرمایه گذاریهای جدید که از رشد بالقوه بالاتری برخوردارند ، تقویت عامل "سرمایه" بعنوان پشتوانه ریسک حرفه مورد توجه سرمایه گذاران است .

| عوامل                     | دهه ۱۹۸۰                | دهه ۱۹۹۰                   |
|---------------------------|-------------------------|----------------------------|
| سیاستهای پولی             | (انبساطی) نرخ تورم بالا | (انقباضی) کاهش نرخ تورم    |
| مالیات عایدات سرمایه      | معاف                    | تعدیل شده بر اساس نرخ تورم |
| مالیات شرکت               | ۵۰ درصد                 | ۳۹ درصد                    |
| مالیات صندوقهای بازنشستگی | معاف                    | ۱۵                         |
| مالیات سود                | مضاعف                   | یکبار                      |

از دیدگاه سرمایه‌گذاران، سرمایه سهامی (Equity Capital) همان سرمایه‌مخاطره (Risk Capital) است زیرا هیچ تضمینی برای برگشت سرمایه و بازپرداخت آن وجود ندارد در حالیکه قرض با شرایط مدت و سود مشخص، بازده

معینی دارد و از درجه ریسک پذیری کمتری برخوردار است. بنابراین با بالا بودن ریسک حرفه‌ (Business Risk) در شرکت‌های جدید، سرمایه‌گذاران سعی میکنند ریسک مالی (Financial Risk) را به حداقل کاهش دهند.

تجهیز و تزریق سرمایه بوسیله یک گزیننده‌های سرمایه‌ای انجام میشود. تمام شرکا هدف مشترکی را تعقیب میکنند و آن بعداً اکثر ساندن سود بعد از مالیات و نهایتاً "عرضه سهام" است. تامین منابع مالی جدید هیچ وقت متوقف نمیشود ضمن اینکه سعی میشود بمنظور تقویت موقعیت مالی سود در شرکت انداخته شده و بمصرف نیازهای سرمایه‌ای برسد.

درصد سهام مؤسسين بموازات سهيم شدن، سرمایه‌گذاران جدید در مراحل بعدی کاهش مییابد ولی ارزش سهام افزایش قابل توجهی پیدا میکند.

### روند تامین مالی در یک شرکت با رشد بالا

| مرحله                    | سهام مؤسسين شروع  | نوبت اول           | نوبت دوم | عرضه در بورس بعد از عرضه | ماه      |
|--------------------------|-------------------|--------------------|----------|--------------------------|----------|
| سهام صادره               | ۱۵۰۰۰۰۰           | ۲۰۰۰۰۰۰            | ۲۶۶۶۰۰۰  | ۲۶۶۶۰۰۰                  | ۴۸       |
| سهام جدید                | ۱۵۰۰۰۰۰           | ۶۶۶۰۰۰             | ۱۰۰۰۰۰۰  | ۷۵۰۰۰۰                   | ۳۶       |
| کل سهام                  | ۱۵۰۰۰۰۰           | ۲۶۶۶۰۰۰            | ۲۶۶۶۰۰۰  | ۲۴۱۶۰۰۰                  | ۴۸       |
| قیمت سهم                 | ۱۰۱ دلار          | ۱۰۵ دلار           | ۲۰۰ دلار | ۲۰۰ دلار                 |          |
| ارزایی بعد از تامین مالی | ۱۵۰۰۰             | ۴۰۰۰۰۰۰            | ۷۲۳۳۰۰۰  | ۱۷۶۶۶۰۰۰                 | ۲۲۱۶۶۰۰۰ |
| مالغ تامین شده           | ۱۵۰۰۰             | ۱۰۰۰۰۰۰            | ۲۰۰۰۰۰۰  | ۳۰۰۰۰۰۰                  | ۰        |
| ارزایی قبل از تامین مالی | ۰                 | ۳۰۰۰۰۰۰            | ۵۲۳۳۰۰۰  | ۱۴۶۶۶۰۰۰                 | ۲۲۱۶۶۰۰۰ |
| جمع مالغ تامین شده       | ۱۵۰۰۰             | ۱۵۱۵۰۰۰            | ۳۵۱۵۰۰۰  | ۶۵۱۵۰۰۰                  | ۶۵۱۵۰۰۰  |
| ساختار سهام              | سهام در موقع صدور | درصد در مراحل بعدی | ارزش     |                          |          |
| مؤسسين و کارمندان        | ۱۱۰۰۰۰۰           | ۴۱/۲۵              | ۳۰/۰۰    | ۲۴/۹۱                    | ۱۱۰۰۰۰۰  |
| مدیرعامل                 | ۲۰۰۰۰۰            | ۷/۲۵               | ۵/۴۵     | ۴/۵۳                     | ۲۰۰۰۰۰۰  |
| مدیر بازاریابی           | ۱۰۰۰۰۰            | ۳/۷۵               | ۲/۷۳     | ۲/۲۶                     | ۱۰۰۰۰۰۰  |
| مدیر مالی                | ۴۰۰۰۰             | ۱/۵۰               | ۱/۵۹     | ۰/۹۱                     | ۴۰۰۰۰۰۰  |
| مدیر عملیات              | ۶۰۰۰۰             | ۲/۲۵               | ۱/۶۴     | ۱/۳۶                     | ۶۰۰۰۰۰۰  |
| سرمایه‌گذاران؛ شروع      | ۵۰۰۰۰۰            | ۱۸/۷۵              | ۱۳/۶۴    | ۱۱/۳۲                    | ۵۰۰۰۰۰۰  |
| نوبت اول                 | ۶۶۶۶۷             | ۲۵/۰۰              | ۱۸/۱۸    | ۱۵/۵۹                    | ۶۶۶۶۰۰۰  |
| نوبت دوم                 | ۱۰۰۰۰۰            | ۲۷/۲۷              | ۲۲/۶۴    | ۲۲/۶۴                    | ۱۰۰۰۰۰۰  |
| عرضه به عموم             | ۷۵۰۰۰۰            | ۱۰۰/۰۰             | ۱۶/۹۸    | ۱۶/۹۸                    | ۷۵۰۰۰۰۰  |
| جمع کل                   | ۴۴۱۶۶۶۷           | ۱۰۰/۰۰             | ۱۰۰/۰۰   | ۱۰۰/۰۰                   | ۴۴۱۶۶۶۷۰ |

جدول مذکور یک مثال علمی را بازگو میکند. در این جدول تاریخچه تامین مالی یک شرکت در یک دوره چهارساله نشان داده شده است. شرکت با حدود ۱۵۰۰۰۰۰ سهم یک دلاری که تنها ۱۵۰۰۰ دلار آن پرداخت شده (یک سنت بازه هر سهم یک دلاری) کار خود را شروع میکند. اولین سرمایه‌گذاران ۲۵ درصد سهام ۵۰۰ هزار دلار - پرداخت میکنند. این روند در مراحل بعد نیز ادامه

مییابد و موازات تزریق سرمایه بیشتر درصد سرمایه مؤسسين در هر مرحله کاهش یافته است. (Dilution of Equity) لکن در مقابل ارزش واقعی آن افزایش مییابد. اصول کلیدی در یک سرمایه‌گذاری ریسک آمیز را میتوان در موارد زیر خلاصه کرد: - یک شرکت با رشد بالا همواره با کمبود نقدینگی مواجه است.

مؤسسين (Entrepreneurs) متصدیان و کارفرمایان اقتصادی هستند که در بازار سرمایه بعنوان پایه و ستون اصلی راه بری مجموعه عوامل دست اندر کار دیده و عمل اقتصادی شناخته میشوند. مؤسسين در یک فعالیت اقتصادی مسئولیت شکل دهی، مدیریت و مقابله با خطرات را عهده دارند. اینگونه افراد باتوان کاری بالا، فکر خلاق، توان تحمل ریسک، آگاهی از شرایط و قانونمندی حاکم بر روابط تولیدی و اقتصادی و قدرت سازماندهی و ترکیب عوامل مختلف برای نیل به هدف (که از دید آنها تحصیل سود بیشتر است) با ارائه طرح و پیشنهادی که مبتنی بر نوآوری و ارائه محصولی جدید به بازار است به سازماندهی عوامل تولید میپردازند. در این میان تجهیز منابع مالی بعنوان اساسی ترین رکن یک فعالیت تولیدی، اولین وظیفه مؤسسين است. مؤسسين با شناختی که از افراد مختلف و گوناگونی تجهیزات سرمایه‌دارند بر سر آنها میروند.

بنابراین در طرف دیگر معامله، سرمایه گذاران (Venture Capitalists) قرار دارند. سرمایه گذاران ممکن است افراد حقیقی یا شرکتهای سرمایه ای مخاطرآمیز

(Venture Capital Companies) باشند. امروزه تشکیل این گونه شرکتهای بسیار معمول شده است و در کشورهاییکه بازار سرمایه معنای کلمه وجود دارد، شرکتهای V.C.C. تامین کنندگان اصلی سرمایه شرکتهای جدید با تکنولوژی جدید و رشد بالا هستند که تامین مالی را ممکن است بدون اخذ وثیقه که مستلزم درگروه قرار گرفتن دارائی شرکتهای است انجام دهند و نقش سنتی بانکهها را که بخاطر رویه محافظه کارانه و قواعد و مقررات خشک ناگزیر از تامین وثیقه ای مناسب هستند، تحت الشعاع قرار دهند، حتی برخی بانکهها قسمتی از سرمایه و نقدینگی خود را با شرایط مورد نظر سرمایه گذار یهائی ریسک آمیز و فوق داده اند و از این راه به سودهای کلانی نیز دست میابند.

سرمایه گذاران حرفه ای هرگز قبل از مطالعه موافقت با برنامه کاری (Business Plan) که توسط مؤسسين تهیه میشود، مبادرت به سرمایه گذاری نمیکنند. این برنامه معمولاً حاوی جزئیات مسائل مالی و حرفه ای طرح مورد نظر طی یک دوره قابل پیش بینی میباشد. طرحی که بیانگر سیر تحولات مالی و تولیدی تا مرحله عرضه سهام در بورس است. در واقع سازماندهی و مهار مدیریت یک شرکت جدید که حاصل تلاش مؤسسين و در مراحل بعدی سایر سرمایه گذاران میباشد در دست مدیران مجرب انتخاب شده توسط مؤسسين خواهد بود. رابطه و پیوند ناشی از اعتماد بین سرمایه گذاران و مدیران در موفقیت چنین شرکتهائی نقش بسزائی دارد. حتی در برنامه کاری، مؤسسين میبایستی مدیران منتخب و قابل اعتماد خود را به سرمایه گذاران معرفی و خلاصه ای از سوابق آنها را درج نمایند. البته در مراحل بعدی و متناسب با ورود سرمایه گذاران جدید و نسبت مشارکت آنها در سرمایه گذاری، حدود دخالت و حقوق هر سرمایه گذار

از حیث عضویت در هیات مدیره و حق رای در مجمع شرکت تعیین میشود لکن بعنوان یک قاعده کلی، اکثر سرمایه گذاران تمایلی به داشتن اکثریت سهام و بتبع آن مدیریت ندارند و فقط زمانیکه شرکت بر طبق "برنامه کاری" عمل ننمود و سرمایه گذار بخواهد کنترل بیشتری بر امور اعمال نماید، وارد عمل شده و زمام امور را بدست میگیرند. در حقیقت این رویه بی شباهت به نحوه عمل بانکهها در مواقعیکه قصوری از طرف وام گیرنده واقع شود، نیست. شرکتهای V.C.C. معمولاً از معیارهائی برای سرمایه گذاری پیروی میکنند که عموماً از چند معیار کلی تجاوز نمیکند. بعنوان مثال یک معیار، نوع صنعت و یا تکنولوژی است که باید بارش بالغومای همراه باشد، معیار دیگر مدت سرمایه گذاری است که معمولاً بین ۵ تا ۱۰ سال متغیر است، معیار بعدی مبلغ سرمایه گذاری است که ممکن است از ۵ تا ۱۰ میلیون دلار تجاوز ننماید و بالاخره نسبت مشارکت در سرمایه گذاری است که ممکن است حداکثر به ۳۰ درصد محدود شود.

### مراحل سرمایه گذاری

سرمایه گذاری و تامین منابع مالی در شرکتهای با رشد بالا شامل چند مرحله است:  
- تامین منابع مالی ابتدائی و شروع بکار Seed and Start-up Financing  
منابع مالی این مرحله ممکن است بوسیله مؤسسين و با استفاده از منابع مالی بخش دولتی، بخش خصوصی بنیادی و یا بخش خصوصی غیر بنیادی تامین شود. در این مرحله مؤسسين به تأسیس شرکت مربوطه و تهیه برنامه کاری و تامین منابع مالی اولیه تا ارائه اولین نمونههای محصول مورد نظر میپردازند. در این مرحله تولید در مراحل بسیار ابتدائی است و سود قابل توجهی برای شرکا تصور نیست. در کشورهای مختلف بویژه کشورهای صنعتی برای توسعه و تجهیز منابع مالی این مرحله حتی دولتهای مربوطه از طریق صندوقهائی منابع

مالی لازم را با شرایط ترجیحی در اختیار شرکتهای که مجوز خاصی از دولت گرفته اند میگذارند تا اینگونه شرکتهای بتوانند روی پای خود بایستند. امکان دیگری که در این کشورها وجود دارد، استفاده از منابع مالی شرکتهای V.C.C. است. علاوه بر این در برخی کشورهای صندوقهائی وجود دارد که توسط بخش خصوصی با اجازه دولت ایجاد شده و تسهیلات مالی را با شرایط بسیار سهل برای توسعه صنایع کوچک و بزرگ با دلار اختیار میگذارند. بعنوان مثال در آمریکا صندوقهائی بنام شرکتهای سرمایه گذاری مشاغل کوچک Small Business

Investment Corporation (SBIC) وجود دارد که با اجازه دولت ایجاد شده و اجازه دارند مالی را که از دولت قرض گرفته اند با اضافه سرمایه خود در توسعه و رشد صنایع کوچک سرمایه گذاری نمایند و با دراسترالیا برنامه ای تحت عنوان Management and Investment Companies (The Mic Program)

وجود دارد که شرکتهای خصوصی با استفاده از سرمایه بخش خصوصی، منابع مالی خود را بمصرف اینگونه سرمایه گذاریها میبرسانند. مردم نیز در مقابل سرمایه ای که در MIC سهام میباشند معادل ۱۰۰ درصد آن از تخفیف مالیاتی برخوردارند. یکی دیگر از منابع تامین مالی که شاید بزرگترین منبع تامین منابع مالی برای مرحله ابتدائی و شروع بکار است، مردم عادی و افرادی که از امکانات مالی برخوردارند میباشد. تجهیز منابع مالی از این طریق معمولاً به روش پذیره نویسی و اعلام ویژگیهای یک طرح تولیدی یا خدماتی و در رسانه های گروهی است (Prospectus)، در حال آنچه که در جذب منابع مالی مردمی تعیین کننده است. امتیازات و تسهیلات مالیاتی و احتمال انتفاع بیشتر در مقایسه با سود ناشی از سپردن گذاری در بانکها و امکان خروج از سرمایه گذاری از طریق عرضه نهائی سهام در بورس است.

— مرحله‌تأمین منابع مالی توسعه ورش...  
( Development Financing )  
در این مرحله، هدف، توسعه و رشد شرکت و تولید انبوه است که معمولاً "بافروش و سود زیاد هم‌راه می‌باشد. منابع مالی مورد نیاز در این مرحله از نظر حجم بسیار زیاد است و لزوماً "معلوم نیست بتوان از دارایی موجود شرکت و وثیقه‌مانسب‌ی را برای تأمین منابع مالی لازم تدارک نمود. در بسیاری کشورها منابع دولتی بویژه در بخش صادرات، توسعه تکنولوژی و یادربخش‌های کمدولت‌ها بدلیل خاص علاقمند به توسعه آن می‌باشند، وجود دارد لکن بیشترین امکانات را باید در سازمانها و موسسات بنیادی جستجو نمود که اساساً "موضوع اصلی این گزارش است. در عین حال بانک‌های تجاری و توسعه همواره بعنوان منابع مهم تأمین مالی در همه کشورهای جهان دارای یک نقش سنتی می‌باشند. اما همانطور که قبلاً "گفته شد بانک‌ها بدلیل مختلف قدرت مانور کمتری بلحاظ سرمایه کم (Equity) دارند و قدرت مانور بانورها بنگاه‌ها عمدتاً "از سپرده‌های مردم نژاد آنهاست و تعهداتی که بانک‌ها مستقیماً "در مقابل سپردگذاران خود دارند. لذا بانک‌ها معمولاً بخش کمی از پورتنفوی خود را قادرند در امور ریسک آمیز بکارانندازند. اما بهر حال این بدان معنی نیست که سرمایه‌گذاران مخاطراً می‌توانند هیچ‌گاه سراغ بانک‌ها برای تأمین مالی نمیروند.

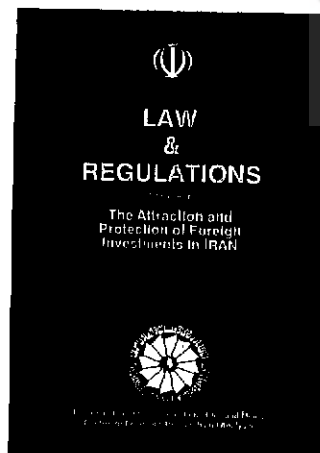
— خرید یکجای یک شرکت توسط مدیریت یا دیگران  
LBO Management/Leveraged buy-out  
شرکت‌هایی که بدلیل گوناگون از قبیل هزینه‌های بالا، سوء مدیریت، استهلاک ماشین‌آلات، تکنولوژی کهنه و غیره نتوانستند با اهداف خود دست یابند و بازده مناسبی برای سهام‌داران خود عاید نمایند و حتی شرکت‌هایی که فروش و سود نسبتاً "مستمری داشته ولی عملکرد آنها در مجموع راضی‌کننده نباشد ممکن است توسط مدیران و یا سرمایه‌گذارانی خارج از شرکت بطور یکجای خریداری شوند. این شیوه از گذشته وجود داشته و چنین شرکت‌هایی همواره هدف مناسبی برای افراد و کارفرمایان اقتصادی بوده‌اند.

امروزه خرید یکجای واحدهایی که مستلزم قبول ریسک زیاد مالی و توان بالای مدیریتی برای متحول کردن آن می‌باشد، در بازار سرمایه بسیاری کشورها معمول شده است. این روش در جریان برنامه خصوصی‌سازی کشورها کاربرد دارد لکن مهم آنست که اجزاء بازار سرمایه در کنار آن وجود داشته باشد. در خریدهای یکجای ریسک حرفه باریسک مالی عوض میشود، بدین معنی که خریداران از طریق قرض بیشتر معمولاً "حتی به نسبت ۱:۱۰ (نسبت قرض به سرمایه) مبادرت به خرید مینمایند. بانک‌ها بطور معمول برای دادن وام نسبت ۱:۱۰ و حداکثر ۱:۲۰ را برای تأمین حداکثر ۵ تا ۸ درصد از

هزینه پروژه در مقابل وثیقه گرفتن دارایی‌های مادگی دارند. لکن در LBO این روش عملی نیست و باید خریداران ابزارهای شبه سرمایه‌ای / وامی را جایگزین نمایند، بعبارت دیگر خریداران باید در جستجوی قرض غیر وثیقه‌ای (Unsecured Lending) باشند.

در کشورهای مختلف شرکت‌هایی وجود دارند که بین نوع منابع را تأمین میکنند. در حقیقت قرض‌های غیر وثیقه‌ای فاصله بین سرمایه و قرض‌های وثیقه‌ای را پرمیکنند. این شیوه قرض را اصطلاحاً " (Mezzanine Financing) گویند. ابزار لازم برای قرض غیر وثیقه‌ای همان ابزارهای شبه سرمایه‌ای / قرضی مثل اوراق قابل تبدیل، قرض‌های تبعی با حق انتخاب و یا سهام ممتاز قابل تبدیل هستند که در بخش بعدی این گزارش به آن پرداخته خواهد شد.

ذکر این نکته مهم ضروری است که در LBO خریداران تلاش میکنند با سازماندهی مجدد دارائیه‌ها، استفاده از تأسیسات استیجاری و فروش بخشی از اختمان‌های غیر مفید و بخدمت گرفتن مدیران کارآمد نسبت قرض را بر سرمایه بتدریج کاهش داده و ساختار سرمایه‌ای شرکت را مجدداً به سمت تعادل بگونه‌ای کهدر خوریک شرکت با هدف عرضه در بورس است هدایت کنند. ادامه دارد



جزوه " قانون و آئین نامه مربوط به جلب و حمایت سرمایه‌های خارجی با عنوان:

Law and Regulations Concerning  
The Attraction and Protection of  
Foreign Investments in Iran

منتشر شد.

علاقتمندان میتوانند برای تهیه این جزوه به روابط عمومی— قسمت توزیع نشریات اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران مراجعه نمایند.