

## دلایل عدم توسعه یافتگی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران

محمد هاشم بت‌شکن\*، حسین عبده تبریزی\*\*، محمدعلی دهقان دهنوی\*\*\*،  
مهسا قربانی یوانی\*\*\*\*

### چکیده

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بر رشد کمی و کیفی کارآفرینی اثری مستقیم دارد. زیست‌بوم نوآوری (Innovation ecosystem) کشور بدون تأمین مالی مناسب عملکرد موفقی نخواهد داشت. هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی دلایل عدم توسعه یافتگی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران است. در مرحله نخست با استفاده از روش کتابخانه‌ای مهم‌ترین عوامل مؤثر شناسایی شد؛ سپس با استفاده از روش دلفی و اجراکردن سه مرحله‌ای به توافق در خصوص عوامل مؤثر دست یافته شد. نتایج حاکی از آن است که دلایل عدم توسعه یافتگی صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر عبارت‌اند از: تعداد کم ثبت اختراعات مبتنی بر نیاز بازار، زمان‌بر بودن فرآیند تأسیس و انحلال شرکت‌ها، آشنانیدن با شاخص‌های ارزیابی موشکافانه، برخورداری نبودن از سازوکار داوری، قراردادهای غیرحرفه‌ای، محدودیت استراتژی خروج، کمبود سیاست‌های علمی و اجرایی این صنعت در دولت، کمبود مشوق‌های مالی و قانونی، وجود بروکراسی اداری، اعطای کمک‌های بلاعوض و تسهیلات کم‌بهره؛ همچنین در حال توسعه بودن نظام اقتصادی کشور، نظام مالی کشور، محیط کسب‌وکارهای نوآورانه، نظام فرهنگی و ضعف در شاخص‌های منابع انسانی، اعم از مهاجرت نخبگان و صاحبان دانش، کمبود نیروی کار باکیفیت و مشاوره‌های حرفه‌ای، آشنایی کمتر دستگاه‌های نظارتی و اجرایی درگیر با مبانی نظری سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، آشنایی کمتر صاحبان دانش و کارآفرینان با مبانی نظری مالی.

**کلیدواژه‌ها:** سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر؛ عوامل مؤثر؛ توسعه؛ شرکت‌های نوپا؛ ایران.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۶/۰۸/۳۰، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۶/۰۲/۱۹

\* استادیار، دانشگاه علامه طباطبائی (نویسنده مسئول).

Email: drmhbotshakan@gmail.com

\*\* دانشیار، دانشگاه صنعتی شریف.

\*\*\* استادیار، دانشگاه علامه طباطبائی.

\*\*\*\* دانشجوی دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی.

## ۱. مقدمه

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به‌عنوان یک روش تأمین مالی نوین، مخصوص شرکت‌ها در دوران مخاطره<sup>۱</sup>، طراحی و به‌عنوان یکی از مؤثرترین و کاراترین روش‌های تأمین مالی طرح‌ها و شرکت‌های نوآور در سطح دنیا مطرح شده است و توانسته با حمایت و نقش‌آفرینی از ایده‌های برتر، چهره دنیا را در بسیاری از زمینه‌ها تغییر دهد. رسالت و هدف اصلی تشکیل این‌چنین نهادها و صندوق‌هایی حمایت از نظام ملی نوآوری و خلاقیت و پشتیبانی مالی از نوآوران و کارآفرینان است.

از زمان شروع قرن جدید، رفتار سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر تغییر جالبی را تجربه کرد. تعداد سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در بازارهای نوظهور افزایش یافت. در سال ۲۰۰۰، کل سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در بازارهای نوظهور ۳/۲۵ میلیارد دلار بوده که از آن میزان ۹۷/۶ درصد از مجموع سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در بازارهای توسعه‌یافته بوده است. این مقدار در سال ۲۰۱۳ به ۷۹,۲ درصد کاهش پیدا کرد. بر این اساس سهم سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در بازارهای نوظهور از ۲/۴ درصد در سال ۲۰۰۰ به ۲۰/۸ درصد در سال ۲۰۱۳ افزایش یافت. در سال ۲۰۱۳ کل سرمایه‌گذاری در بازارهای نوظهور ۹/۸ میلیارد دلار بود. این توسعه تأییدی بر این واقعیت است که کاوش عوامل مؤثر بر توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، به‌طور خاص در زمینه بازارهای در حال ظهور، ارزش پیگیری دارد و به‌احتمال زیاد در سال‌های آینده رشد قابل‌توجهی خواهد کرد [۱۷].

مجمع جهانی اقتصاد<sup>۲</sup>، سالانه بر اساس ۱۲ شاخص جایگاه کشورها را از نظر توسعه و رقابت‌پذیری در سطح جهان در بخش‌های مهم اقتصادی مشخص می‌کند. هر یک از این ۱۲ شاخص از زیرشاخص‌هایی تشکیل شده‌اند. اساس گزارش‌های این مجمع در سال ۲۰۱۷ ایران از نظر شاخص توسعه بازار مالی جایگاه ۱۳۸ دنیا را داشته است. یکی از مهم‌ترین زیرشاخص‌های توسعه بازار مالی که ارتباط نزدیکی با جایگاه نوآوری کشورها دارد، «شاخص توسعه‌یافتگی و دسترسی به سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر»<sup>۳</sup> است. ایران در سال ۲۰۱۷ در جایگاه ۱۱۰ دنیا قرار داشته است؛ ولی از منظر ظرفیت نوآوری در جایگاه ۸۹ دنیا قرار دارد (مجمع جهانی اقتصاد<sup>۴</sup>، ۲۰۱۷). باوجود اینکه در زمینه ظرفیت نوآوری کشور و دسترسی به نیروهای دانشی در رتبه نسبتاً خوبی قرار دارد، وضعیت فعالیت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اصلاً مطلوب نیست و در رتبه بسیار پایینی قرار دارد [۳۳].

یکی از مسائل مطرح و دل‌مشغولی‌های کارآفرینان و شرکت‌های فناوری‌محور، موضوع سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر است [۲۴]. استفاده از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر که شکلی از

1. Venture Period

2. World Economic Forum

3. Venture capital development and availability

4. <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2016>

واسطه‌های مالی هستند، به نظر می‌رسد به‌طور خاص با توسعه نوآوری و اقتصاد دانشی در ارتباط است [۷].

سرمایه‌گذاری در فعالیتهای جدید پرریسک و مخاطره‌آمیز، پیشینه‌ای به قدمت خود تجارت دارد؛ اما شکل‌گیری نوع جدید سازمانی سرمایه‌گذاری‌های ریسک‌پذیر، به سال ۱۹۴۶ بازمی‌گردد. امروزه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر یک کسب‌وکار جافتاده در کشورهای توسعه‌یافته است؛ اما گستره جغرافیایی آن محدود به برخی کشورها است؛ به‌طوری‌که حدود نیمی از فعالیت سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر در ایالت متحده آمریکا متمرکز شده است [۲۶].

در ایران نیز یکی از حلقه‌های مهم مفقوده در زنجیره کارآفرینی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر است و کمتر سازمان و شرکتی را می‌توان یافت که به‌طور کامل شاخص‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را رعایت کرده باشد؛ همچنین تاکنون در این زمینه بخش خصوصی کمتر وارد عمل شده و غالباً با مشارکت و حمایت و سرمایه دولت شکل گرفته است.

طی سال‌های اخیر ساختار استاندارد مطابق با نرم جهانی و همچنین با تیم مدیریت حرفه‌ای به چشم نمی‌خورد و رتبه توسعه‌یافتگی این صنعت نیز حکایت از عملکرد ضعیف آن دارد. این صنعت به دلیل عدم توسعه در بازار سرمایه، شاخص مجزایی نداشته است و نیز در گزارش‌های بین‌المللی مطرح نیست و گزارش‌ها عملکرد این صنعت نیز منتشر نمی‌شود.

بدون داشتن نگاه بنگاه‌داری در این صنعت، نمی‌توان انتظار رشد و موفقیت از آن داشت؛ بنابراین نگاه دولتی که عمدتاً توسط نهادهایی نظیر معاونت علمی فناوری ریاست جمهوری و صندوق نوآوری و شکوفایی با هدف حمایت از بنگاه‌های دانش‌بنیان صورت می‌پذیرد، نمی‌تواند موجب توسعه صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران گردد.

مراکزی از جمله «مؤسسه توسعه نخبگان وابسته به دفتر همکاری‌های فناوری ریاست جمهوری»، «سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور»، «سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران»، «صندوق‌های پژوهش و فناوری دولتی و غیردولتی»، «شرکت سرآوای پارس»، «شرکت شناسا وابسته به بانک پاسارگاد» و غیره به فعالیت در کشور در حوزه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر پرداخته‌اند و تاکنون ۴ صندوق ریسک‌پذیر بورسی نیز در بازار سرمایه پذیره‌نویسی شده است؛ اما موفقیت چشم‌گیری تاکنون گزارش نشده است. عوامل زیرساختی و فرهنگی نیز از جمله عدم تمایل به مشارکت، روحیه کار گروهی کمتر، تسهیلات ارزان‌قیمت در حوزه علم و فناوری از سوی معاونت علمی و فناوری ریاست جمهوری و «صندوق نوآوری و شکوفایی» و غیره، مسبب دامن‌زدن به مشکلات این حوزه شده است. باوجود بندهایی از قوانین مصوب مجلس که به این صنعت اشاره کرده‌اند، جنبه اجرایی و تسهیل‌گری این صنعت بسیار اندک بوده است و در جهت رفع موانع موجود و توسعه این صنعت راه‌گشا نیست.

هنگام طرح مباحث توسعه در سیستم نوآوری از جمله توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر باید توجه کرد که هیچ الگوی بهینه‌ای وجود ندارد که بتوان آن را در تمامی کشورها اجرا کرد و نتیجه مطلوب گرفت. این امر یکی از ویژگی‌های سیستم نوآوری است که در آن بهینگی<sup>۱</sup> مصداق ندارد. پس باید به دنبال اصول راهنمای هنجاری بود؛ الگویی که جهت مناسب حرکت را نشان دهد و بیشتر مبتنی بر انباشت دانش و مطالعه تجربه‌های دیگر کشورها بر اساس ساختار کنونی کشور باشد؛ بنابراین نباید انتظار داشت سیاست‌هایی که دولت‌مردان آمریکایی یا اروپایی در پیش گرفته‌اند و در شکل‌گیری صنعت موفق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در این کشورها مؤثر بوده است را بتوان در ایران یا هر کشور دیگری به‌طور کامل اجرا کرد و نتیجه مشابهی گرفت؛ بلکه باید با نگاهی به تجربه‌های دیگر کشورها و مدل‌های مفهومی ارائه‌شده و با آگاهی و شناخت کامل از شرایط سیستم نوآوری، اقتصادی، حقوقی، فرهنگی و غیره ایران، عوامل مؤثر و مناسب جهت توسعه صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را احصا و برای توسعه این صنعت در کشور برنامه‌ریزی کرد.

وضعیت اقتصادی ایران پس از انقلاب اسلامی و هشت سال دفاع مقدس، به‌سرعت در حال تحول بوده است؛ با این حال نظام مالی متشکل از بازارها و نهادها و ابزارهای مالی در کشور ایران تا رسیدن به جایگاه مطلوب، هنوز راه طولانی در پیش دارد. وابستگی کشور به درآمدهای صنعت نفت، مانع اصلی در کاهش قدرت اقتصادی است. بخش خصوصی که بازوی اجرای اقتصاد دانش‌بنیان است، باید به این باور که اقتصاد دانش‌بنیان لازمه توسعه است، هم‌راستا با تشکیل شرکت‌ها و مؤسسه‌های سرمایه‌گذار کارآفرین، توجه ویژه‌ای داشته باشد. همان‌طور که در عرصه اقتصاد باید زیرساخت‌ها و بسترها فراهم شود، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران قدمت زیادی نداشته و متأسفانه با وجود اینکه در زمینه ظرفیت نوآوری کشور، تربیت نیروهای مهندس ایران در جایگاه نسبتاً خوبی قرار دارد، وضعیت فعالیت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اصلاً مطلوب نیست. با بررسی‌های صورت‌گرفته مشخص شد که در این خصوص سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر مطالعه کمی در کشور صورت گرفته است؛ بنابراین برای بررسی عمیق‌تر، این مطالعه طراحی شد و به دنبال پاسخ به این سؤال است که دلایل عدم توسعه یافتگی صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران چیست؟

رتال جامع علوم انسانی

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سرمایه، همیشه مادی و شامل پول و سرمایه و دارایی فیزیکی ملموس نیست؛ بلکه دانش، فکر و ایده‌های خلاقانه کارشناسان و نخبگان و دانشمندان نیز در ردیف سرمایه قرار می‌گیرد که خود ارزشی چه بسا بیش از حد تصور دارد. استقلال و بالندگی ملی هر کشور در عرصه‌های مختلف اقتصادی، سیاسی، علمی و فرهنگی با دستاوردهای علمی و فناوری آن به گونه‌ای انکارناپذیری گره خورده است.

بسیاری از کشورها با توجه به اهمیت این موضوع، برنامه‌ریزی‌های گسترده‌ای برای انطباق ساختارهای مالی، اقتصادی، حقوقی، فرهنگی و غیره با این تغییرات تدوین و طراحی کرده‌اند؛ چراکه می‌دانند رشد نوآوری و فناوری کشورشان در دست سرمایه‌گذارانی است که با تکیه بر شرم بسیار نیرومند خود و با پذیرش مخاطرات کسب‌وکار، برای کسب پاداش ریسک، فعالانه با کارآفرینان همراه می‌شوند. با توجه به ماهیت کارآفرینی و ریسک ذاتی نهفته در این فرآیند، مناسب‌ترین راه توسعه این‌گونه طرح‌ها، حمایت و توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر است [۳۲]. اکنون که بسترهای مناسب در زمینه شکل‌گیری صنعت پویای سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران، یک‌به‌یک در حال شکل‌گیری است و متولیان، قانون‌گذاران و بازیگران به آن توجه کرده‌اند، شایسته و بایسته است، با توجه به ساختار اقتصادی و جمعیتی کشور و بخش اعظمی از اقتصاد که توسط بنگاه‌های کوچک و متوسط که در دوران مخاطره اداره می‌شود و همچنین هرم جمعیتی کشور که در آن جوانان دارای اکثریت هستند و تعداد بسیار زیادی جوان بانگیزه و تحصیل کرده به‌عنوان منابع اصلی کشور وجود دارد، توجه بسیار جدی به تأمین مالی طرح‌ها و شرکت‌های نوآور و در دوران مخاطره صورت گیرد.

تأمین مالی صنایع کوچک و تازه‌تأسیس، به‌ویژه صنایعی که مبتنی بر فناوری هستند، از این نظر اهمیت دارد که آن‌ها را صنایع دانش‌بنیان (دانش‌پایه) می‌نامند و سرمایه‌گذاری در صنایع دانش‌بنیان به سبب خطر ذاتی موجود در طرح‌های فناورانه و نوآورانه، ماهیت سرمایه‌گذاری بلندمدت دارند و در نتیجه سازوکارهای مالی و اعتباری متداول برای تأمین مالی آن‌ها مناسب نیستند [۴].

حال در بخش بعدی به دنبال پاسخ به این سؤال هستیم که کشورهای دیگر چگونه در جهت رشد اقتصادی و تقویت فناوری و نوآوری از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بهره برده و مطالعات داخلی وضعیت این صنعت را چگونه بیان می‌نمایند؟

### پیشینه پژوهش

**مطالعات خارجی.** بسیاری از کشورها سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را پدیده‌ای جهانی قلمداد می‌کنند [۹، ۱۱، ۱۳].

- شریف و گزدر<sup>۱</sup> (۲۰۱۱)، فلیکس و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۷)، رماین و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۴)، للوکس و سرلمونت<sup>۴</sup> (۲۰۰۳)، مارتی و بالبوآ<sup>۵</sup> (۲۰۰۱) و گامپرز و لرنر<sup>۶</sup> (۱۹۹۸) بر روی مناطق جغرافیایی اروپا، سازمان توسعه همکارهای اقتصادی<sup>۷</sup> و آمریکا و کامینگ (۲۰۱۰) بر روی ۳۹ کشور و درنهایت در سال ۲۰۱۴، ۳۰ کشور در خصوص سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر مطالعاتی انجام دادند و به این نتیجه رسیدند که عوامل موثر بر توسعه صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌بایست به صورت جغرافیایی بررسی شود؛ همچنین مشخص نمودند که مطالعات جهانی بر روی عوامل مؤثر بر توسعه این صنعت هنوز در حال انجام است و مطالعات بیشتری نیز نیاز است [۲۵، ۳۱، ۲۵، ۱۷، ۱۸، ۱۵].

- پن (۲۰۱۶)<sup>۸</sup>، در پژوهشی با عنوان «افزایش مراکز سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر: تجزیه و تحلیل فضایی و شبکه‌ای<sup>۹</sup>» به این نتایج دست یافت که به علت اهمیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در رشد اقتصادی منطقه‌ای، جغرافیای سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر توجه بسیاری را به خود جلب کرده است [۲۷].

- وایت و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۵) و نکى و هتی‌ها<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۷)، عنوان کردند، علاقه دولت به سطوح مختلف فراهم‌سازی منابع مالی برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ممکن است فعالیت‌های جغرافیایی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را در کشور شکل دهد [۲۸، ۳۵].

- گامپرز و همکاران (۲۰۰۹)<sup>۱۲</sup> در پژوهشی با عنوان «تخصص و موفقیت: شواهدی از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر» به این نتایج دست یافتند که ارتباط مثبت و قدرتمندی بین سطح تخصص سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر فردی در یک شرکت و موفقیت آن وجود دارد و مشخصات سازمانی، به‌هرحال غیرمرتبط نیستند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر با

1. Cherif & Gazdar
2. Félix et al
3. Romain & van Pottelsberghe
4. Leleux & Surlemont
5. Martí & Balboa
6. Gompers & Lerner
7. OECD
8. Pan
9. spatial
10. White et al
11. Naqi and Hettihewa
12. GOMPERS

تجربه بیشتر، دارای عملکرد بهتری نسبت به آن‌هایی که تجربه کمتر دارند، هستند و یک حاشیه سودی از تجربه فردی وجود خواهد داشت [۱۶].

- بارتکاس و همکاران (۲۰۱۳)<sup>۱</sup>، در پژوهشی با عنوان «تخصص در مقابل تنوع در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر» به این نتایج دست یافتند که سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیری که پرتفوی شرکت را بر اساس مرحله رشد متنوع می‌سازند، عرضه عمومی و خروج از سرمایه‌گذاری از طریق اکتساب موفقیت بیشتری خواهند داشت [۳].

- آرمور (۲۰۰۴)<sup>۲</sup>، در پژوهشی با عنوان «مسیر قانونی کپی‌کردن سیلیکون ولی» نشان داد که توسعه‌ی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر که شکلی از واسطه‌های مالی است، به‌طور خاص با توسعه نوآوری در ارتباط است [۱].

- بروتون<sup>۳</sup> (۲۰۰۹)، پژوهشی با عنوان «تفاوت‌های نهادی و توسعه کسب‌وکارهای کارآفرینی: تفاوت صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در آمریکای لاتین و آسیا» انجام داد. این مطالعه از این اعتقاد که نهادها می‌توانند فعالیت تصمیم‌گیرندگان سازمان را جهت‌دهی کرده و به آن کمک کند، حمایت می‌کند. این مطالعه با رویکرد نظریه زمینه‌ای به بررسی تأثیر نهادهای متفاوت بر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اقتصادهای نوظهور پرداخته است [۷].

- لامزبری و کرومی<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) و پرکمن و اسپیسر<sup>۵</sup> (۲۰۰۷) به بررسی اینکه تفاوت در ساختار نهادهای مالی در کشورها چگونه می‌تواند بر فعالیت‌های کلیدی کارآفرینی از جمله سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اثر بگذارد [۲۷، ۳۰].

- بروتون<sup>۶</sup> (۲۰۰۳) و تیان و چن<sup>۷</sup> (۲۰۰۷)، معتقدند که اقتصادهای نوظهور عموماً ساختارهای نهادی دارند و به‌صورت قابل‌توجهی با اقتصادهای بیشتر توسعه‌یافته از نظر ساختارهای نهادی و سیستمی، متفاوت هستند [۶].

- بویسولد و چایلد<sup>۸</sup> (۱۹۹۶) و پنگ<sup>۹</sup> (۲۰۰۰)، بیان کردند که به‌صورت مشخص اقتصادهای نوظهور به ساختارهای نظارتی و اجرایی ناکافی تمایل دارند [۲۹، ۵].

- کنی و هان<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۱)، در پژوهشی با عنوان «راهنمای سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در آسیا» در گزارش بانک جهانی نشان دادند که عرضه اولیه سهام در مانیل عملی نبود و صندوق‌های کشور

1. Bartkus, J.R. and Kabir Hassan, M

2. Armour

3. Bruton

4. Lounsbury & Crumley

5. Perkmann & Spicer

6. Bruton & Ahlstrom

7. Tian, & Chen

8. Boisot & Child

9. Peng

10. Kenny, M, Han

فیلیپین هم کارا نبودند، سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر باید درگیر برنامه‌های کسب‌وکار واقعی برای شرکت‌های سرمایه‌گذار می‌شدند، شبکه‌سازی در میان سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر یک هنجار بود و سرمایه‌گذاری‌های بالقوه را در کشورهای توسعه‌یافته برای انتقال فناوری میسر می‌ساخت. با مصاحبه‌های اولیه این فرضیه تأیید شد که فقدان نهادهای توسعه‌یافته به مسئله نمایندگی برای سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر منجر شده و به ایجاد الزامات منحصربه‌فردی برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر برای حفظ اثربخشی منجر شده است [۲۰].

- چسپرو (۲۰۰۰)، در پژوهشی با عنوان «طراحی کسب‌وکارهای جدید<sup>۱</sup> شرکتی در سایه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر خصوصی» به این مورد اشاره کرد که اگر موفقیت کسب‌وکار جدید اثبات شود، موفقیت کارآفرین مستقیم باعث تولید ارزش اقتصادی برای این دسته از سرمایه‌گذاران خواهد شد. وی اشاره کرد که مدل بخشی<sup>۲</sup> به کسب‌وکارهای جدید توسط سرمایه‌گذاران خطرپذیر در ۴ حالت می‌تواند بر دستیابی به کارایی این شرکت‌ها مؤثر باشد [۸].

- کامدتسکی<sup>۳</sup> (۱۹۸۵)، در مطالعه‌ای با عنوان «تأمین مالی شرکت‌های تیزپا<sup>۴</sup>» عنوان کرد که فرآیند اکتساب سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر برای موفقیت و رفاه کسب‌وکارهای جدید<sup>۵</sup> با رشد بالا حیاتی است [۲۱].

- دیواکران<sup>۶</sup> (۲۰۱۴)، در پژوهشی با عنوان «حقوق صاحبان سرمایه خصوصی و سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر شرکت‌های کوچک و متوسط» در کشورهای درحال توسعه علی‌رغم رشد حقوق صاحبان سرمایه خصوصی و سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در بازارهای نوظهور، موضوع‌های ساختاری هنوز به‌عنوان محدودیت در توسعه این کلاس از دارایی‌ها به‌شمار می‌رود. ارتباط مستقیمی بین محیط قانونی برای سرمایه‌گذاری‌های جایگزین<sup>۷</sup> و حجم و چالاکی صنعت در کشور مربوطه برقرار است. کشورهای درحال توسعه‌ای که می‌خواهند ساختار حقوق صاحبان سهام خصوصی و سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر قوی را ایجاد کنند باید انقلابی در قوانین و مقررات جهت جذاب شدن بازار برای سرمایه‌گذاران ایجاد کنند [۱۰].

- «اتحادیه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر آمریکای لاتین»<sup>۸</sup> (۲۰۱۲) طی گزارشی اعلام کرد که هرچه محیط قوانین و مقررات برای مدیران صندوق‌های ریسک‌پذیر جذاب‌تر باشد، اندازه صنعت

1. New venture

3. Kometsky

5. ventures

6. Divakaran

7. Alternative investment

8. LAVCA

۲. به سبک خاصی درآوردن

۴. شرکت‌های با رشد بسیار بالا



نسبت به تولید ناخالص داخلی بزرگتر است؛ البته این نتیجه به وسیله سازوکار امتیازدهی «انجمن سرمایه گذاری ریسک پذیر آمریکای لاتین»<sup>۱</sup> مشخص شد [۲۳].

- تینکر<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان «جنسیت و تصمیم گیری سرمایه گذاری ریسک پذیر: تأثیر پیشینه فنی و سرمایه اجتماعی بر ارزشیابی های کارآفرینانه» دو جنبه مجزا از ارزشیابی سرمایه گذاران ریسک پذیر را بر کارآفرینی و کسب و کارهای ریسکی نشان داد و دریافت که جنسیت ارزشیابی مؤثر است. پیشینه فنی تأثیر جنسیت را متعادل می کند، ارزشیابی زنان بیشتر از مردان مؤثر بوده و منجر به موفقیت کسب و کارهای ریسک پذیر می شود [۲۰].

- لرنر<sup>۳</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان «حقوق صاحبان خصوصی در جهان در حال توسعه: عوامل تعیین کننده سازه های معامله»، عوامل مؤثر در توسعه حقوق صاحبان سهام خصوصی و سرمای گذاری ریسک پذیر را بررسی است. او بیان می کند که حقوق صاحبان سهام خصوصی و سرمایه گذاران ریسک پذیر آمده اند تا شکاف اطلاعاتی میان سرمایه گذاران و کارآفرینان را پوشش دهند [۲۳].

- بارتکاس<sup>۴</sup> (۲۰۱۳)، در مقاله ای با عنوان «آیا اندازه پرتفوی سرمایه گذاران ریسک پذیر مهم است؟» با بررسی تأثیر اندازه پرتفوی های سرمایه گذاران ریسک پذیر بر موفقیت و تأثیر تغییر این اندازه بر خروج آن ها از سرمایه گذاری در بازه زمانی بیست ساله به این نتایج دست یافت که افزایش اندازه پرتفوی آن ها نه تنها باعث کاهش سرمایه گذاری موفقیت آمیز آن ها خواهد شد، بلکه به صورت چشمگیری بر نرخ موفقیت پرتفوی آن ها مؤثر است. آن ها همچنین به شواهدی دست یافتند که اندازه بهینه پرتفوی سرمایه گذاران ریسک پذیر را پیشنهاد می کرد [۲].

- مک لین<sup>۵</sup> (۲۰۱۰) در مقاله ای با عنوان «شبکه سرمایه گذاران ریسک پذیر توسعه یافته در مقابله کمتر توسعه یافته» بیان کرد: در حالی که شبکه سرمایه گذاران خطرپذیر، مثل سیلیکون ولی و خیابان ۱۲۸ بوستون، به صورت وسیعی بررسی شده است، به مناطقی با شبکه کمتر توسعه یافته توجه کمتری شده است. وی فرآیند اکتساب را در نیوبرنزویک<sup>۶</sup> با در نظر گرفتن عوامل محیطی، مشخصات سیستم، عوامل دولتی و مردمی، در میان سرمایه گذاران ریسک پذیر توسعه یافته در مقابل کمتر توسعه یافته بررسی کرد. او با ۱۰ کارآفرین و ۶ سرمایه گذار ریسک پذیر در ۲۰ شرکت سرمایه گذاری ریسک پذیر مصاحبه کرد. نتایج نشان داد که دولت یکی از عوامل تعیین کننده توسعه شبکه است [۲۴].

1. The Latin American Private Equity & Venture Capital Association(LAVCA)
2. Tinkler et al.2015
3. Lerner, J
4. Bartkus
5. Melanie MacLean
6. New Brunswick

## مطالعات داخلی

- فلاحی (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «معیارهای غربالگری طرح‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر» از نوع پژوهش‌های پیمایشی با مرور مبانی نظری پژوهش، ۳۳ معیار که سرمایه‌گذاران خطرپذیر در ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند را استخراج کرد. پس از تکمیل مطالعات کتابخانه‌ای، از پرسش‌نامه پژوهشگرساخته استفاده شد. نتایج این پژوهش نشان داد که به‌ترتیب عوامل تیم مدیریت، شرایط مالی، استراتژی شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر، بازار محصول، فرصت محیطی و شخصیت کارآفرین معیارهایی هستند که در غربالگری طرح‌های سرمایه‌گذاری مورد استفاده سرمایه‌گذاران خطرپذیر قرار می‌گیرند. این هفت عامل در مجموع ۶۵/۱۵ درصد از واریانس کل عوامل را تبیین می‌کنند [۱۲].

- حسینی (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان «انتخاب سرمایه‌گذاری برتر برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر با استفاده از تصمیم‌گیری چندمعیاره»، به این نتایج دست یافت که تصمیم‌گیری برای انتخاب طرح در صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اهمیت بسیار زیادی دارد. انتخاب طرح سرمایه‌گذاری مناسب شرط لازم برای موفقیت صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر است [۱۹].

- رستم‌زاد منصور (۱۳۸۸)، در پژوهشی با عنوان «مطالعه تطبیقی الگوهای تأمین مالی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در مؤسسه‌های تأمین سرمایه» و با هدف بررسی تاریخچه سرمایه‌گذاری خطرپذیر و بانک سرمایه‌گذاری با نیت بررسی شیوه‌های تأمین مالی خطرپذیر در کشورهای جهان و ایران انجام شد. وی در این پژوهش به این نتایج دست یافت که در ایران در سال ۱۳۸۸ هیچ نهاد یا سازمانی به‌طور متمرکز به جمع‌آوری اطلاعات آماری یا هدایت صاحبان ایده نپرداخته است. تنها نهادی که تا اندازه‌ای به‌صورت دولتی از طرح‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر حمایت می‌کند «سازمان گسترش و نوسازی» است [۳۴].

- خرمی (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان «همسوسازی نظام‌های تأمین مالی صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در بنگاه‌های دانش‌بنیان مورد مطالعه نانو تکنولوژی» نشان داد که در اقتصاد دانش‌محور، دانش و فناوری‌ها، به‌خصوص فناوری‌های پیشرفته، به‌عنوان مزیت رقابتی دولت‌ها مطرح می‌شوند. در این راستا بسیاری از دولت‌ها با استفاده از سیاست‌های صحیح خود از مزایای اقتصاد دانش‌محور بیشترین بهره را می‌برند. از اصلی‌ترین چالش‌های این تغییر، مشکل تأمین مالی بازیگران این عرصه است. این خلأ می‌تواند توسط سرمایه‌گذاران خطرپذیر پر شود. بسیاری از کشورها با فراهم کردن زیرساخت‌ها و تغییرات در الگوی اصلی و بومی ساختن آن توانسته‌اند از ارزش افزوده و نقش فزاینده سرمایه‌گذاری خطرپذیر در جهت رشد اقتصادی و تقویت فناوری و نوآوری بیشترین بهره را ببرند. جامعه آماری این پژوهش کارشناسان، متخصصان و صاحب‌نظران

در سرمایه‌گذاری خطرپذیر و حوزه فناوری نانو هستند. با استفاده از آزمون‌های آماری استنباطی و تحلیلی و با استفاده از نرم‌افزار مرتبط نتایج این پژوهش بررسی شده است و در نهایت بر اساس یافته‌های آزمون فریدمن در میان ۶ حوزه فرصت‌ها از بالاترین میزان اولویت، نیروی انسانی در جایگاه بعدی و در جایگاه سوم مشکلات مرتبط به سرمایه‌گذاری خطرپذیر قرار دارد [۲۲].

- فروش باستانی (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان «ارزش‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر با استفاده از اختیار معامله قسطی» به این نتیجه دست یافته است که ارزش طرح می‌تواند به‌مثابه آورده صاحب آن قلمداد شود؛ از این رو برآورد ارزش دقیق طرح از اهمیت بسزایی برخوردار است. در پژوهش پیشین از اختیارات حقیقی و نوع خاصی از آن اختیار معامله قسطی برای ارزش‌گذاری طرح‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر استفاده شده است. اختیار معامله قسطی همان اختیار برمودایی است؛ با این تفاوت که هزینه اولیه آن به‌جای پرداخت یک‌باره به‌صورت قسطی در طول زمان پخش می‌شود [۱۴].

- رعایائی (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان «امکان‌سنجی ایجاد و توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی» نشان داد که مشکل اصلی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر متعارف این است که ساختار حقوقی و مدیریت آن طبق اصول شریعت نیست؛ بلکه بر پایه روابط مبتنی بر بهره است و در واقع سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی برای سامان‌دهی و رفع نیاز سرمایه‌گذاران مسلمان که به دنبال تأمین مالی مطابق با اصول شریعت هستند، ایجاد شده است؛ اما علی‌رغم اذعان بسیاری از متخصصان بر کارایی این مدل و مزیت‌های خاص و ویژه آن، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی آن‌چنان‌که باید مورد توجه متخصصان مالی اسلامی قرار نگرفته است؛ از این رو بیشتر مطالعاتی که تاکنون در این زمینه صورت گرفته‌اند تنها دو ساختار مضاربه و مشارکت را جهت تأمین مالی در فرآیند سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی معرفی کرده‌اند [۳۲].

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

هدف اصلی این پژوهش، بررسی دلایل عدم توسعه یافتگی صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران است. مرحله نخست پژوهش بر اساس بررسی کتاب‌های دانشگاهی، مقاله‌های متعدد علمی داخلی و خارجی و اسناد موجود در کشور، مهم‌ترین عوامل مؤثر بر عدم توسعه صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر شناسایی شد؛ سپس با استفاده از روش دلفی و اجراکردن سه مرحله‌ای، توافق درخصوص این عوامل حاصل شد. این پژوهش از نوع کیفی، نتیجه‌گرا و کاربردی است. روش پژوهش، مطابق نمودار ۱، ترکیب دو روش کتابخانه‌ای و دلفی است.



نمودار ۱. مراحل و روش‌های مختلف مورد استفاده در پژوهش و خروجی‌های هر یک

کیفیت نتایج روش دلفی، به انتخاب درست تیم مرجع و گروه خبرگان بستگی دارد؛ از این رو، برای انتخاب تیم مرجع، رؤسا یا مدیران ارشد ۴ صندوق فعال و شرکت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در این حوزه دعوت شدند؛ سپس با مشورت تیم مرجع، ۵ گروه از خبرگان انتخاب شدند. در انتخاب این گروه‌ها به این نکته توجه شد که در بیشتر مطالعات دلفی از گروه‌های داوری حداقل ۱۵ نفره استفاده می‌شود؛ با این پیش فرض که حدود ۳۵ تا ۷۵ درصد مدعوین در مطالعه شرکت خواهند کرد. همچنین باید به انصراف اعضا، حین مطالعه دلفی توجه داشت. بالاترین میزان افت پاسخ‌ها، معمولاً در دور اول اتفاق می‌افتد؛ از این رو در این پژوهش نیز ابتدا ۳ نفر از هر یک از ۵ گروه انتخاب شدند که با ریزش‌های رخ داده در هر مرحله، این تعداد به ۱۰ نفر کاهش یافت. پژوهشگران نیز هماهنگ‌کننده و مدیریت نظرهای گروه و تیم را ایفا می‌کردند. طی ۳ دور اجرای دلفی، خبرگان به فهرست ارائه شده در هر دور، امتیازی بین صفر تا ۲۰ اختصاص می‌دادند؛ همچنین در هر دور، خبرگان پیشنهادهای اصلاحی خود را ارائه می‌کردند. این پیشنهادهای در دور بعد به رأی خبرگان گذاشته شد تا در صورت تأیید در فهرست دور بعد اعمال شود. در جدول ۱، بخشی از شاخص‌های آماری مرتبط با دوره‌های مختلف دلفی نشان داده شده است.

جدول ۱. روند تغییر در شاخص‌های تصمیم و آمارهای پراکنده مرتبط با دوره‌های مختلف دلفی

شاخص‌ها	دور اول	دور دوم	دور سوم
تعداد پیشنهاد تصحیح یا افزودن برای اعمال در دور آتی	۴	۱	۰
تعداد شاخص‌ها	۸	۱۰	۱۲
میانگین امتیازات	۶/۹	۱۳/۲	۱۵/۷
درصد توافق	۳۶/۳	۶۵/۸	۷۱/۵
تغییر در توافق	+۳۶/۳	+۲۹/۵	+۵/۷

ملاک خاتمه دوره‌های دلفی، عدم ارائه پیشنهادهای جدید از سوی خبرگان با تحقق بیش از ۶۶ درصد توافق میان خبرگان است. با توجه به اینکه در دور سوم هر دو شرط محقق شده بود و فهرست نهایی با امتیازی معادل ۷۱/۵ درصد به تأیید خبرگان رسید. دوره‌های دلفی خاتمه یافت و فهرست ۲۰ شاخص (عوامل مؤثر) به عنوان نتیجه نهایی پژوهش شناخته شد.

#### ۴. تحلیل داده‌ها

فهرست نهایی مورد تأیید خبرگان دلفی، نشان‌دهنده تأثیر ۲۰ عامل کلیدی در عدم توسعه یافتگی صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران است. این شاخص‌ها در جدول زیر ذکر شده است. ۴ دسته‌بندی کلیدی انجام شده، نشان‌دهنده ابعاد مختلف ابعاد کلی بر عدم توسعه یافتگی این صنعت است.

جدول ۲. فهرست نهایی شاخص‌های مؤثر بر عدم توسعه یافتگی صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران

شاخص تصمیم	دسته شاخص‌ها
۱. تعداد کم ثبت اختراعات مبتنی بر نیاز بازار و طرح‌های نوآورانه متمایز؛ ۲. زمان بربودن فرآیند تأسیس و انحلال شرکت و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر؛ ۳. آشنانبودن با شاخص‌های ارزیابی موشکافانه <sup>۱</sup> و انجام غیرحرفه‌ای در فرآیند سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر؛ ۴. برخوردارنبودن از سازوکار داوری در رفع اختلافات بالقوه؛ ۵. قراردادهای غیرحرفه‌ای بین سرمایه‌گذار و کارآفرین؛ ۶. محدودیت استراتژی خروج (نداشتن شرایط عرضه اولیه سهام و غیره)؛ ۷. برخوردارنبودن شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر از شاخص‌های کلیدی بهره‌وری و ارزیابی.	فرآیند سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر
۱. پیچیدگی قوانین و موازی‌کاری؛ ۲. به‌کارگیری سیاست‌های فشار علم <sup>۲</sup> (در مقابل کشش تقاضا)؛ ۳. کم‌رنگ‌بودن مشوق‌های مالی و قانونی در این زمینه؛ ۴. بروکراسی اداری؛ ۵. اعطای کمک‌های بلاعوض و تسهیلات کم‌بهره.	عوامل دولتی
۱. در حال توسعه‌بودن نظام اقتصادی کشور؛ (اقتصاد وابسته به نفت؛ بالابودن میزان واسطه‌گری؛ تحریم‌های اقتصادی؛ کمبود فضای امن سرمایه‌گذاری؛ بالابودن نرخ سود بانک‌ها و غیره). ۲. در حال توسعه‌بودن نظام مالی کشور (بازار، نهاد و ابزار) در این زمینه (وجود خلأهای بسیار در بازار سرمایه کشور؛ کمبود نهادهای مالی حرفه‌ای در این صنعت؛ کمبود ابزارهای مالی متناسب با ساختار این صنعت اعم از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی <sup>۱</sup> و غیره)	عوامل سیستمی

1. Due Diligence
2. Science Push-Demand Pull

۳. در حال توسعه بودن محیط کسب و کارهای نوآورانه (آماده نبودن محیط قانونی برای فعالیت این صنعت؛ ارتباطات کم‌رنگ بین‌المللی و عدم رقابت استارت‌آپ‌های ایرانی با محیط بیرونی؛ سیاست‌های مداخله‌ای دولت؛ ساختار نامناسب آموزشی کشور؛ به‌روزر نبودن آمار و اطلاعات کسب و کار در کشور و غیره)	
۴. در حال توسعه بودن نظام فرهنگی وابسته به این صنعت (نداشتن فرهنگ خلق ثروت؛ نداشتن فرهنگ مشارکت و کار گروهی - کم‌رنگ بودن فرهنگ مطالعه عمیق؛ فرهنگ ریسک‌گریزی و غیره)	
۱. کمبود نیروی کار با کیفیت و مشاوره‌های حرفه‌ای؛	عوامل انسانی
۲. مهاجرت نخبگان و صاحبان دانش؛	
۳. آشنایی کمتر دستگاه‌های نظارتی و اجرایی درگیر با مبانی نظری سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر؛	
۴. آشنایی کمتر صاحبان دانش و کارآفرینان با مبانی نظری مالی.	

همچنین شاخص‌های جدول ۳، پیشنهاد شد ولی به دلیل عدم توافق خبرگان مورد تأیید قرار نگرفت. یادآوری این نکته لازم است که اجماع به معنی یافتن پاسخ صحیح نیست؛ بلکه صرفاً توافق شرکت‌کنندگان در یک سطح خاص در موضوع است؛ البته دستیابی به توافق ۱۰۰ درصد امکان‌پذیر نیست؛ زیرا زمینه‌های سیاسی، اجتماعی، اقتصادی و علمی افراد متفاوت است.

جدول ۳. شاخص‌هایی که مورد توافق خبرگان قرار نگرفت

دسته شاخص‌ها	شاخص تصمیم
فرآیند سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر	گزارش غیرحرفه‌ای مدل کسب و کار توسط کارآفرینان؛ ارزیابی اولیه ضعیف طرح؛ های کسب و کار؛ عدم توانایی نظارت بر مصرف منابع؛ اعتماد کم‌رنگ سرمایه‌گذاران به کارآفرینان
عوامل دولتی	حمایت کم‌رنگ دولت از استارت‌آپ‌ها
عوامل سیستمی	در حال توسعه بودن نظام اقتصادی کشور دسترسی محدود به سرمایه
عوامل انسانی	کمبود نیروهای مالی در صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر؛ کمبود دسترسی به متخصصان ارزش‌گذاری دارای فکری

## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

پایه درآمدهای اقتصادی ایران، درآمد نفتی است و به هم‌ریختن این ساختار و این فرهنگ به راحتی امکان‌پذیر نیست. کشور ایران نتوانست به تناسب مقدار استخراج بشکه‌ای نفت و بهره‌برداری مواد خام از منابع طبیعی، توان رقابت اقتصادی را در سایر صنایع افزایش دهد. یکی از راهکارهای اخیر در دست اقدام برای خروج از وضعیت کنونی و حمایت از تولیدات غیرنفتی، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر است و امید است که در تغییر فضای اقتصادی و نداشتن وابستگی به

درآمدهای نفتی مؤثر واقع شود و توسعه آن سبب بهبود فضای کسب‌وکار و ورود قدرتمندانه به بازارهای نوظهور بین‌المللی باشد؛ البته این سرمایه‌گذاری می‌تواند در ارتقای نظام ملی نوآوری مؤثر واقع شود. رونق و توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر موتور محرک و محور اصلی رشد محصولات جدید و نوآوری در عرصه‌ی فناوری است. نیل به پیشرفت و توسعه این حوزه، در ابتدا نیاز به شناخت دقیق و عالمانه عوامل زیرساختی، اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی دارد. نباید توسعه و پیشرفت این حوزه را به بیان برخی عوامل منحصر کرد و بررسی مدون و علمی را در این زمینه دنبال نکرد و از تجربه‌های موفق در این زمینه غافل شد.

صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر با توجه به عوامل متعددی در ایران می‌تواند توسعه یابد. تقویت ویژگی‌های زمینه‌ای و سیستمی در کشور، خود به توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر منجر خواهد شد. ویژگی‌های سیستمی شامل عوامل متعددی از جمله عوامل محیطی، اقتصادی، توسعه نظام مالی (بازارها، نهادها و ابزارهای مالی) و عوامل فرهنگی می‌شود. توسعه صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به‌تنهایی به ثمر نمی‌رسد و نیازمند توسعه عوامل زیرساختی و سیستمی است.

از جمله موانع توسعه این صنعت وابستگی اقتصاد به نفت و پررنگ‌بودن نقش واسطه‌ها در اقتصاد است. تحریم‌های اقتصادی - سیاسی نیز به تنش‌های اقتصادی کشور دامن می‌زند. فضای ناامن سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی، به دلیل بی‌ثباتی شرایط اقتصادی نیز اعتماد سرمایه‌گذاران را در این سیستم با مشکل مواجه کرده است. بالا بودن نرخ سود بانک‌ها با توجه به سیاست‌ها و شرایط اقتصادی (تورم و غیره) مسلماً در کنار در نظر گرفتن عوامل رفتاری و ذائقه سرمایه‌گذاران بر پذیرش ریسک توسط سرمایه‌گذاران تأثیرگذار خواهد بود.

نظام مالی کشور که خود از عوامل اقتصادی تأثیر می‌پذیرد، با برطرف کردن شکاف‌های موجود در توسعه بازار، نهادها و ابزارها می‌تواند به رشد و تعالی این صنعت کمک کند. محیط کسب‌وکارهای نوآورانه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌تواند با آماده‌سازی بسترهای قانونی فعالیت این صنعت، ارتباطات مدیریت‌شده بین‌المللی، اصلاح نظام آموزشی در مدارس و دانشگاه‌ها و حرکت کردن به سمت دانشگاه‌های کارآفرین، به‌روز کردن آمار و اطلاعات کسب‌وکار و همچنین پایش وضعیت آن در کشور و مستندسازی بهینه آن به رشد این صنعت کمک کند؛ چراکه یکی از موانع اصلی در این مطالعه نبود اطلاعات دقیق و به‌روز از صنعت و فضای کسب‌وکار است.

فرهنگ و ساختارهای نرم جزو عواملی هستند که در بستر جامعه القا شده‌اند و ابعاد متعددی دارند. در این پژوهش سعی بر آن بود که ابعادی که بیشتری تأثیر را دارند، انتخاب شوند؛ بنابراین

آموزش و نهادینه کردن فرهنگ خلق ثروت، مشارکت و کار گروهی، مطالعه عمیق در کنار فرهنگ ریسک‌پذیری و جسارت سرمایه‌گذاری می‌تواند به توسعه این صنعت کمک شایانی کند. عوامل سیستمی جزو مواردی است که بنگاه نمی‌تواند در تغییر آن تصرفی داشته باشد و توسعه این صنعت نیازمند همت همه‌جانبه و توسعه متوازن تمامی بخش‌های این اکوسیستم است.

عوامل دولتی توسط تأییدهای خبرگان با برنامه‌ها، سیاست‌های دولت و پرهیز از سیاست‌های فشار علم، ایجاد محیط قانونی مناسب اعم از اجرایی‌سازی صحیح قانون مالکیت فکری، اصلاح قانون تجارت، قانون کار، مالیات، به‌کارگیری مشوق‌های مالی و قانونی هدفمند، عدم پرداخت کمک‌های بلاعوض و تسهیلات کم‌بهره به کارآفرینان و شرکت‌های دانش‌بنیان واجد شرایط سرمایه ریسک‌پذیر و پرهیز از بروکراسی‌های اداری می‌تواند تبیین شود. دولت به‌خودی‌خود نمی‌تواند نقش سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر را بازی کند؛ اما می‌تواند با اتخاذ سیاست‌های مناسب حمایتی، ایجاد محیط قانونی انگیزاننده و برنامه‌های مناسب، فعالیت این صنعت را در بستر امن سیاسی، اقتصادی، فرهنگی و غیره تضمین و تشویق کند.

هر صنعتی نیازمند بازیگران متخصص و متناسب است. عوامل انسانی، خود عامل مؤثر دیگری است که با نیروی کار باکیفیت، بهره‌گیری از مشاوران و توسعه‌دهندگان کسب‌وکار حرفه‌ای<sup>۱</sup> خاص این صنعت، نگهداشت نخبان، آشنایی کافی دستگاه‌های نظارتی با مبانی نظری این صنعت، آموزش مبانی نظری مالی و تأمین مالی به کارآفرینان و صاحبان دانش، تأمین می‌شود و تربیت نیروی انسانی باکیفیت توسط دانشگاه‌ها و مراکز علمی معتبر و حرفه‌ای با تقویت توانمندی آن‌ها در تولید پژوهش‌های بنیادی و کاربردی، حق اختراعات مبتنی بر بازار و غیره به‌دست می‌آید.

با نگاه به صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌توان فهمید که فرآیندهای درونی این صنعت نیز دارای اهمیت زیادی هستند که با افزایش تعداد پتنت‌های مبتنی بر نیاز بازار و طرح‌های نوآورانه متمایز<sup>۲</sup>، کاهش زمان فرآیند تأسیس و انحلال شرکت و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، فراگیری شاخص‌های ارزیابی موشکافانه و به‌کارگیری حرفه‌ای آن در فرآیند سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، همچنین طراحی سازوکار داوری توسط مراجع ذی‌صلاح برای ترفیع اختلافات بالقوه، به‌کارگیری قراردادهای استاندارد و حرفه‌ای، بهبود شرایط خروج با آماده‌سازی بستر عرضه اولیه در بورس و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی می‌تواند توسعه یابد.

#### 1. Business Developer

۲. منظور از طرح‌های نوآورانه متمایز این است که از نمونه‌های خارجی کپی‌برداری نشود و همچنین حائز ویژگی مزیت رقابتی باشند.



توسعه صنعت سرمایه گذاری ریسک پذیر نیازمند همت و برنامه ریزی منسجم در تمامی سطوح در کشور است؛ بنابراین پیشنهاد می شود که سیاست گذاران با تأکید بر هر شاخص در پی بررسی موشکافانه هر عامل برآیند و سیاست های توسعه ای خود را مبتنی بر پژوهش قرار دهند و حمایت ها و دخالت های دولت با تکیه بر تجربه های جهانی و داخلی باشد و در این راستا سیاست ها و برنامه های دولتی نگارش شود. تربیت نیروهای کارآمد علمی با تضمین کیفیت مراکز دانشگاهی در کشور نکته بسیار مهمی است که توسعه این صنعت را در پی خواهد داشت. عوامل درون بنگاهی و صنعت سرمایه گذاری ریسک پذیر نباید فراموش شود و توانمندسازی این بخش باید به صورت مستمر پایش و بهبود داده شود.

در پایان پیشنهاد می شود، مطالعه هر عامل به صورت عمیق توسط پژوهش های کیفی صورت گیرد و گامی مؤثر در راستای شناخت عمیق موانع و ترفیع عالمانه آن برداشته شود.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## منابع

1. Alam Choudhury, M. (2001). Islamic venture capital - A critical examination , *Journal of Economic Studies*, 28(1): 14-33.
2. Armour, J. (2003). Law, Finance and Innovation. In: J.A. McCahery & L. Renneboog (eds) *Venture Capital Contracting and the Valuation of Hi-Tech Firms*. (Oxford: OUP, forthcoming, 2003): 133-161.
3. Armour, J. and Cumming, D.J. (2004). *EconPapers: The legal road to replicating Silicon Valley*.
4. Bagheri, s. k., & mahjobi, J. (2004). *venture capital*, Tehran: bonyad tose farad.
5. Bartkus, J. R., & Kabir Hassan, M. (2009). Specialization versus diversification in venture capital investing , *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 17(2): 134-145.
6. Black, B. S., & R. J. Gilson (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*.
7. Boisot, M. H., & Child, J. (1996). From fiefs to clans and network capitalism: Explaining China s emerging economic order. *Administrative Science Quarterly*, 41(4): 600-628.
8. Bruton, G. D., Ahlstrom, D., & Puky, T. (2009). Institutional differences and the development of entrepreneurial ventures: A comparison of the venture capital industries in Latin America and Asia, *Journal of International Business Studies*, 40(5): 762-778.
9. Chesbrough, H. (2000). Designing Corporate Venture in the Shadow of Private Venture Capital. *Harvard Business Review* Mar: 4-11.
10. Da Rin, M., Hellmann, T. F., & Puri, M. (2011). A Survey of Venture Capital Research. TILC Discussion Paper No: 2011-044.
11. Engel, D., Keilbach, M. (2007). Firm-level implications of early stage venture capital investment~ an empirical investigation. *J. Empir. Finance*, 14: 150° 167.
12. Falahi, H. (2015). Screening criteria for investment projects in risky investment companies, MA, Allame Tabatabaee university, management and accounting faculty. In Persian.
13. Fontes M. and Coombs R. (2001). Contribution of new technology-based firms to the strengthening of technological capabilities in intermediate economies, *Research Policy*, 30: 79-97.
14. Forosh Basrani, Ali (2014). Valuation of Venture Capital Funds using the option of a Deal, MA, Olom Eghtesadi university.
15. Gilson, R.J. (2003). Engineering a venture capital market: lessons from the American experience. *Stanford Law Review*, 55: 1067-1103.
16. Gompers, P. A. & J. Lerner (1999). *The Venture Capital Cycle*. Cambridge: MIT Press. 55.
17. Gompers, P. A., & J. Lerner (1998). What drives venture fundraising? *Brookings Proceedings on Economic Activity - Microeconomics*, 149-192. Opt cit. National Bureau of Research Working Paper 6906 (January 1999).
18. Gompers, Paul A., & J. Lerner. (1998). What Drives Venture Capital Fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics*: 149-204.
19. Hoseini, m. (2014). Selection of top venture capital funds using multi-criteria decision making. MA, Olom Eghtesadi University. (In Persian).

20. J.E. Tinkler et al. (2015). Gender and venture capital decision-making: The effects of technical background and social capital on entrepreneurial evaluations, *Social Science Research*, (51): 1-16.
21. Keuschnigg, C., & S. B. Nielsen (2003a). Tax policy, venture capital and entrepreneurship. *Journal of Public Economics*, 87: 175-203.
22. Khorami, h. (2010). The alignment of financing systems for risky investment industry in knowledge-based enterprises studied by nanotechnology, *Allame Tabatabaee University, management and accounting*. (In Persian).
23. LAVCA (Latin America Venture Capital Association). (2012a). 2012 Scorecard: The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America. New York.
24. Lounsbury, M., & Crumley, E. T. (2007). New practice creation: An institutional perspective on innovation. *Organization Studies*, 28(7): 993-1012.
25. Ma kela, M. M., & Maula, M. V. (2008). Attracting cross border venture capital: The role of alocalinvestor. *Entrepreneurship and Regional Development*, 20(3): 237-257.
26. Metrick, Andrew. Yasuda, Ayako (2012). Venture Capital and the Finance of Innovation. (samsami, fardis. jamali, reza), Tehran: behavaran.
27. Miles, M. B., & Huberman, A. M. (1994) qualitative data analysis: *A sourcebook if new methods* , 2nd, New bury park,CA: sage.
28. Oakey, R., Rothwell, R., & Cooper, S. (1988). *The management of innovation in high-technology small firms—Innovation and regional development in Britain and the United States*. London: Pinter.
29. Olson, M. (1965). *The logic of collective action: Public goods and the theory of groups*. Boston, MA: Harvard University Press.
30. Pan, F., Zhao, S.X.B. and Wójcik, D. (2016). The rise of venture capital centres in china: A spatial and network analysis , *Geoforum*, 75: 148° 15891.
31. Poterba, J. (1989a). Capital gains tax policy towards entrepreneurship. *National Tax Journal*, 42: 375 ° 389.
32. Roayani, M. (2013). *Feasibility study on the creation and development of risky Islamic investment*, MA, Emam Sadegh University. (In Persian).
33. Rostami, M. (2013). *Feasibility study on the creation and development of risky Islamic investment*, MA, *Emam Sadegh university*. (In Persian).
34. Rostamzad Mansour, Marjan (2009). Comparative Study of Venture Capital Financing Models in Capital Financing Institutions, MA, *Allame Tabatabaee university, management and accounting faculty*. In Persian.
35. Storey, D. J., & Tether, B. S. (1998a). New technology-based firms in the European Union: An introduction, *Research Policy*, 26: 933-946.



پروہشگاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

باسمه تعالی

**راهنمای فرم اشتراک فصلنامه چشم انداز مدیریت مالی**  
دانشکده مدیریت و حسابداری  
دانشگاه شهید بهشتی

**مخاطب گرامی**

در صورت تمایل به اشتراک سالانه فصلنامه چشم انداز مدیریت مالی، خواهشمند است برگ درخواست ذیل را به دقت تکمیل نموده و هزینه اشتراک سالانه را به حساب ۰۳۴۲۲۸۲۵۵۵ بانک تجارت شعبه دانشگاه شهید بهشتی به نام درآمدهای اختصاصی دانشگاه شهید بهشتی واریز و به همراه اصل فیش بانکی به نشانی تهران - دانشگاه شهید بهشتی - دانشکده مدیریت و حسابداری، کدپستی ۱۹۸۳۹۶۳۱۱۳ ارسال فرمائید.

دورنگار: ۲۲۴۳۱۶۴۴      تلفن: ۲۹۹۰۳۱۳۶

هزینه اشتراک سالانه برای تهران: ۸۰۰۰۰۰ ریال

هزینه اشتراک سالانه برای شهرستان: ۸۵۰۰۰۰ ریال



**فرم اشتراک فصلنامه چشم انداز مدیریت مالی**

به پیوست فیش بانکی شماره \_\_\_\_\_ به مبلغ \_\_\_\_\_ ریال بابت حق اشتراک سالانه فصلنامه چشم انداز مدیریت مالی ارسال می گردد.

نام خانوادگی: \_\_\_\_\_ نام سازمان یا مؤسسه: \_\_\_\_\_

نشانی: \_\_\_\_\_

کد پستی: \_\_\_\_\_ صندوق پستی: \_\_\_\_\_ تلفن تماس: \_\_\_\_\_ پست الکترونیکی: \_\_\_\_\_

پرتال جامع علوم انسانی