

Redesigning the Development Model of Corporate Venture Capital Funds in Iran's Institutional Context: A Strategic Analysis of SnowaVentures

Abolghasem Arabiun

Associate Professor, Department of Entrepreneurship, University of Tehran, Tehran, Iran (Corresponding author).

arabiun@ut.ac.ir

 0000-0002-6542-0933

Hamed Farsi

Ph.D Student, Department of Entrepreneurship, University of Tehran, Tehran, Iran.

hamed.farsi@ut.ac.ir

 0009-0005-0325-4342

Amir Alhaji

CEO, SnowaVentures (Corporate Venture Capital Arm of Entekhab Industrial Group), Isfahan, Iran.

alhaji.a@entekhabelectronic.com

 0000-0003-0742-9726

Abstract

In recent years, corporate venture capital (CVC) has emerged as a strategic lever for innovation and growth in large firms - especially in developing economies - yet most evidence still comes from developed markets, leaving open how CVC operates under complex, incomplete institutions. Using the Varieties of Institutional Systems framework (Fainshmidt & et al., 2016) - covering the roles of the state, financial markets, human capital, social capital, and corporate governance - this study examines SnowaVentures, the CVC arm of Iran's Entekhab Industrial Group, to propose a context-fit model for developing CVC in Iran.

Based on semi-structured interviews with key managers and thematic analysis, the findings highlight three mutually reinforcing mechanisms: strategic alignment with the parent company's value chain; operational adaptation through localized processes and evaluation criteria; and purposeful institutional engagement with public bodies and regional networks.

The results suggest that effective CVC in Iran and comparable settings depends less on replicating mature-market "forms" and more on designing "functions" that collectively bridge institutional voids, improving feasibility and impact. The study contributes a grounded, context-sensitive development model for Iran and adds to the CVC literature in the Global South. The paper concludes with actionable recommendations for managers and policymakers.

Keywords: Varieties of Institutional Systems, Corporate Venture Capital (CVC), Developing Countries, Organizational Innovation, Strategic Perspective.

JEL Classification: G24, L26, O32

بازطراحی مدل توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در بستر نهادی ایران: تحلیل راهبردی اسنواونچرز

ابوالقاسم عربیون

دانشیار گروه کارآفرینی، دانشگاه تهران، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

arabium@ut.ac.ir

0000-0002-6542-0933

حامد فارسی

دانشجوی دکتری کارآفرینی، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

hamed.farsi@ut.ac.ir

0009-0005-0325-4342

امیر الحاجی

مدیرعامل صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی اسنواونچرز، اصفهان، ایران.

alhaji.a@entekhabelectronic.com

0000-0003-0742-9726

چکیده

در سال‌های اخیر، سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (CVC) به‌عنوان ابزاری راهبردی برای نوآوری و توسعه در شرکت‌های بزرگ، به‌ویژه در کشورهای درحال توسعه، مورد توجه قرار گرفته است. بااین حال، بخش عمده ادبیات موجود در این حوزه معطوف به کشورهای توسعه‌یافته است و چگونگی عملکرد مؤثر CVC در بسترهای نهادی پیچیده و ناکامل کمتر بررسی شده است. این پژوهش با تکیه بر چهارچوب «گونه‌های متنوع نظام‌های نهادی» (Fainshmidt & et al., 2016) و با تمرکز بر پنج بُعد نهادی - نقش دولت، بازارهای مالی، سرمایه انسانی، سرمایه اجتماعی و حاکمیت شرکتی - به تحلیل تجربه اسنواونچرز، بازوی سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی گروه صنعتی انتخاب در ایران، می‌پردازد و می‌کوشد الگوی کارآمد توسعه CVC در بستر نهادی ایران را بازطراحی کند. داده‌ها از طریق مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته با مدیران کلیدی گردآوری و با تحلیل مضمون پردازش گردید. یافته‌ها سه سازوکار به‌هم‌پیوسته را برجسته می‌کند: (۱) هم‌راستایی راهبردی با زنجیره ارزش شرکت مادر، (۲) انطباق عملیاتی از طریق بومی‌سازی فرایندها و معیارهای ارزیابی، (۳) تعامل نهادی هدفمند با نهادهای حاکمیتی و شبکه‌های محلی. جمع‌بندی نشان می‌دهد بازطراحی CVC در ایران و اقتصادهای مشابه، نه‌بازتولید فرم‌های نهادی کشورهای توسعه‌یافته بلکه طراحی کارکردهایی است که به‌صورت هم‌افزا خلأهای نهادی را جبران کرده و امکان‌پذیری و اثربخشی سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی را افزایش می‌دهند. این مطالعه با ارائه یک مدل توسعه‌ای زمینه‌مند برای ایران، به ادبیات CVC در کشورهای درحال توسعه افزوده و در پایان، پیشنهادها و عملی برای مدیران و سیاست‌گذاران ارائه می‌کند.

کلیدواژه‌ها: گونه‌های مختلف نهادی، سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (CVC)، کشورهای درحال توسعه، نوآوری سازمانی، نگرش راهبردی.

طبقه‌بندی JEL: G24, L26, O32

شاپای الکترونیک: ۶۵۶۸-۲۵۸۸ / پژوهشکده تحقیقات راهبردی / فصلنامه علمی پژوهشی راهبرد اقتصادی

doi 10.22034/es.2025.524066.1861



مسئولیت مقاله از نظر محتوای علمی و نظرهای مطرح‌شده در متن آن، به عهده نویسندگان و یا نویسنده مسئول مقاله می‌باشد و مورد تأیید / عدم تأیید صاحب امتیاز نشر به راهبرد اقتصادی نمی‌باشد.

مقدمه و بیان مسئله

سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (CVC) به معنای سرمایه‌گذاری سهامی شرکت‌های بزرگ در استارت‌آپ‌های بیرونی است. سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (CVC)^۱ در ادبیات مدیریت و نوآوری عمدتاً بر مبنای تجربه اقتصادهای توسعه‌یافته صورت‌بندی شده است؛ جایی که بازارهای مالی عمیق، نهادهای تنظیم‌گر کارآمد و سازوکارهای خروج شفاف، امکان‌پذیری و کارایی CVC را تضمین می‌کنند. با این حال، «الگوپردازی» از همین مدل‌ها در کشورهای در حال توسعه که با ضعف نهادی، شکاف‌های بازار و حاکمیت شرکتی متمرکز مواجه‌اند، الزاماً به همان نتایج نمی‌انجامد. چهارچوب «گونه‌های متنوع نظام‌های نهادی» (VIS) دقیقاً برای فهم همین تفاوت‌ها پیشنهاد شده است و پنج بُعد نقش دولت، بازارهای مالی، سرمایه انسانی، سرمایه اجتماعی و حاکمیت شرکتی را به عنوان پیکربندی‌های زمینه‌ای اثرگذار بر رفتار بنگاه‌ها صورت‌بندی می‌کند (Fainshmidt & et al., 2016).

پیاده‌سازی مستقیم مدل بین‌المللی CVC در اقتصادهای با بستر نهادی ضعیف، بدون بازطراحی متناسب با قیود نهادی، ریسک شکست و اتلاف منابع را افزایش می‌دهد (Dushnitsky & et al., 2009; Scheela & et al., 2015). در ایران، اگرچه قوانین حمایتی مانند قانون حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان (مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۳۸۹) و قانون جهش تولید دانش‌بنیان (مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۴۰۱) تصویب شده و نهادهای تسهیل‌گر ایجاد گردیده‌اند؛ اما فقدان بازارهای ثانویه کارآمد، ابهام در مشوق‌های مالیاتی، تمرکز مالکیت خانوادگی و سرمایه اجتماعی با اعتماد عموم پایین، مجموعه‌ای از تکمیل‌کننده‌های نهادی متفاوت را شکل داده است که رفتار CVC را نسبت به الگوهای بین‌المللی به‌طور معناداری تغییر می‌دهد (Cumming & Johan, 2015; Fainshmidt & et al., 2016).

نوآوری اصلی این مقاله بازطراحی ساختار بین‌المللی CVC برای کشورهای با بستر نهادی ضعیف است. در این پژوهش با اقتباس از چهارچوب نهادی VIS و یک مطالعه موردی عمیق از اسنواونچرز نشان داده می‌شود که CVC برای موفقیت در چنین زمینه‌هایی باید از منطق «انتقال شکل» به منطق «انتقال کارکرد» عبور کند؛ یعنی به جای تقلید سازه‌ای از ابزارها و فرایندهای کشورهای توسعه‌یافته، بر هم‌ارزی کارکردی آن ابزارها با محدودیت‌ها و فرصت‌های نهادی محلی تمرکز شود.

1. Corporate venture capital

(Fainshmidt & et al., 2016). بدین ترتیب، مقاله افزون بر استفاده از چهارچوب VIS در ایران، سازوکارهای انطباق میان‌بندی (هم‌راستایی راهبردی با زنجیره ارزش شرکت مادر، انطباق عملیاتی از طریق توانمندسازی و یادگیری تدریجی، و تعامل نهادی) را استخراج کرده و درس‌آموخته‌های قابل استفاده برای اقتصادهای مشابه ارائه می‌کند (Amore & et al., 2025). بر این مبنای پرسش‌های پژوهش به‌صورت زیر تعریف می‌شوند:

۱. سؤالات پژوهش

۱-۱. سؤال اصلی

چگونه می‌توان مدل‌های بین‌المللی سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی را برای اقتصادهای با بستر نهادی ضعیف - با استفاده از چهارچوب VIS - بازطراحی و بومی‌سازی کرد؟ (Fainshmidt & et al., 2016)

۲-۱. سؤالات فرعی

- ۱- اسناونچرز برای عبور از چالش‌های نهادی چه راهبردهای عملیاتی و تعاملی اتخاذ کرده و این راهبردها چه درس‌هایی برای بازطراحی مدل CVC در اقتصادهای مشابه دارد؟
 - ۲- چه تغییرات ساختاری و نهادی برای بهبود عملکرد CVC در کشورهای با ضعف نهادی ضروری است؟
 - ۳- در بستر ضعف نهادهای رسمی و ناکارآمدی بازارها، CVCها چگونه می‌توانند همچنان نقش فعال در توسعه نوآوری و کارآفرینی ایفا کنند؟
- ساختار مقاله به‌این ترتیب است که در بخش دوم، پیشینه نظری با محوریت چهارچوب VIS مرور می‌شود؛ در بخش سوم، روش‌شناسی مطالعه موردی و تحلیل مضمون تشریح می‌گردد؛ در بخش چهارم، یافته‌ها بر حسب پنج بُعد نهادی ارائه و در بخش پنجم به بحث و بازطراحی راهبردهای توسعه CVC برای اقتصادهای با بستر نهادی ضعیف اختصاص دارد؛ در بخش انتهایی، علاوه بر نتیجه‌گیری پیامدهای سیاستی و مدیریتی و درس‌آموخته‌ها برای ایران و کشورهای مشابه مطرح می‌شود.

۲. پیشینه پژوهش

در بررسی عوامل مؤثر بر موفقیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (CVC) در

کشورهای در حال توسعه، شناخت زمینه‌های نهادی این کشورها نقش کلیدی دارد. چهارچوب‌های نهادی، بنیان شکل‌گیری تصمیم‌های اقتصادی، الگوهای سرمایه‌گذاری و روابط میان بازیگران اقتصادی را رقم می‌زنند.

در همین راستا، الگوی نظری «گونه‌های متنوع نظام‌های نهادی» که توسط فینشمت و همکاران (۲۰۱۶) ارائه شده، تلاش نمود تصویری منسجم‌تر و جامع‌تر از این زمینه‌ها در کشورهای کمتر بررسی شده ارائه دهد. این چهارچوب با تمرکز بر پنج بُعد اصلی یعنی نقش دولت، ساختار بازارهای مالی، وضعیت سرمایه انسانی، سطح سرمایه اجتماعی و شیوه‌های حاکمیت شرکتی، زمینه مناسبی برای تحلیل نهادی کشورهای آفریقایی، آسیایی، خاورمیانه‌ای، شرق اروپایی و آمریکای لاتین فراهم می‌کند (Fainshmidt & et al, 2016).

در همین راستا، مطالعه تطبیقی نوبخت و همکاران (۱۳۹۲) با استفاده از چهارچوب «ماتریس تار و پود اجتماعی» (SFM) نیز تأیید می‌کند که ناهمگونی در کیفیت نهادهای حکمرانی، سرمایه اجتماعی و ساختارهای مالکیت، مهم‌ترین عامل شکاف عملکردی میان اقتصادهای توسعه‌یافته و در حال توسعه است.

در ادامه به بررسی و تعریف این پنج سیستم نهادی فینشمت و همکاران (۲۰۱۶) پرداخته می‌شود:

۲-۱. نقش دولت

در بسیاری از اقتصادهای در حال توسعه، دولت صرفاً ناظر بر فعالیت‌های اقتصادی نیست بلکه خود یکی از بازیگران اصلی این عرصه به شمار می‌آید. این نقش می‌تواند در قالب مالکیت مستقیم بنگاه‌ها، اعمال نفوذ غیرمستقیم از طریق انتصابات یا تأمین مالی، و حتی جهت‌دهی کلی به مسیر اقتصاد ملی نمود یابد. بسته به نحوه ایفای این نقش، دولت‌ها به چهار دسته کلی تقسیم می‌شوند: دولت‌های تنظیم‌گر^۱، رفاهی^۲، توسعه‌گرا^۳ و بهره‌کش^۴. این دسته‌بندی‌ها نشان می‌دهند که در کشورهای مختلف، دولت‌ها می‌توانند یا مشوق توسعه باشند یا مانعی جدی بر سر راه آن. فینشمت و همکاران (۲۰۱۶) در این پژوهش، نهاد دولت در ایران را دولت رفاهی با تسلط بالا توصیف نموده‌اند (Fainshmidt & et al, 2016).

1. Regulatory State
2. Welfare State
3. Developmental State
4. Predatory State

دولت‌های رفاهی معمولاً چهارچوبی ساختاری فراهم می‌کنند که پویایی اقتصادی را از طریق رفاه شرکتی حمایت می‌کند. در این فرایند، منابع عمومی با حداقل ملاحظات به بازیگران شرکتی منتقل می‌شود. این امر اگرچه ممکن است نشانه‌ای از ضعف دولت تلقی شود و نه لزوماً کنترل آن؛ اما در عمل محیطی مساعد برای رشد کسب‌وکارها ایجاد می‌کند و به شکل غیرمستقیم به نفع صندوق‌های CVC است، چراکه به تثبیت فضای اقتصادی کمک می‌کند که این صندوق‌ها در آن فعالیت می‌کنند (Bulfone & et al., 2022).

علاوه بر این، سیاست‌های حمایت اجتماعی که از سوی دولت تأمین می‌شوند، می‌توانند فعالیت‌های کارآفرینانه در صنایع دانش‌بنیان را تشویق کنند؛ زیرا ریسک اقتصادی را برای افراد کاهش داده و در نتیجه نیروی کاری ماهری پرورش می‌دهند که صندوق‌های CVC می‌توانند از ظرفیت آن‌ها در پروژه‌های نوآورانه بهره‌مند شوند (Kim & et al., 2012). سیاست‌گذاری عمومی نقش اساسی در توسعه یک صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر پویا ایفا می‌کند؛ هم از بُعد عرضه و هم از بُعد تقاضا، ازجمله با ایجاد زیست‌بوم کارآفرینی و ارائه سرمایه دولتی خطرپذیر که می‌تواند اثربخشی صندوق‌های CVC را افزایش دهد (Seoudi, 2015).

باین حال، اثربخشی مداخله دولت در همه موارد یکسان نیست؛ به‌عنوان مثال، در مجارستان، انگیزه‌های سیاسی و ناکارآمدی‌های ساختاری بعضی از اوقات منجر به نتایجی کمتر از حد انتظار شده‌اند. این امر نشان‌دهنده اهمیت وجود سیاست‌هایی راهبردی و با اجرای دقیق است (Karsai, 2003). نقش دولت به‌ویژه در مراحل اولیه توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر اهمیت دارد، جایی که می‌تواند انتظارات سرمایه‌گذاران را شکل داده و بهبود بخشد و بدین ترتیب رشد صندوق‌های CVC را تسهیل کند (Qian-you, 2010). صندوق‌های CVC از مزایای راهبردی مداخله دولت بهره‌مند می‌شوند، ازجمله توجه به فناوری‌های نو و رصد بازار که این عوامل برای حفظ مزیت رقابتی در بخش‌های فناورانه حیاتی هستند (Lantz & et al., 2011). افزون بر این، سرمایه‌گذاری مشترک دولت با سرمایه‌گذاران خصوصی و ارائه تضمین‌های مالی می‌تواند تأمین مالی خطرپذیر را به‌شدت افزایش دهد و از این طریق از ابتکارات CVC پشتیبانی کند (Jurayevna, 2022).

سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD) تأکید می‌کند که سرمایه‌گذاری خطرپذیر، وقتی با حمایت سیاست‌های دولتی همراه باشد، نقشی کلیدی در تقویت نوآوری و رشد اقتصادی دارد که این دو عامل برای موفقیت صندوق‌های CVC

ضروری‌اند (Cumming & Johan, 2015). سیاست‌های دولتی که راه‌اندازی کسب‌وکار، دسترسی به اعتبار مالی، و اشتغال در صنایع دانش‌بنیان را تسهیل می‌کنند، به‌طور ویژه محیطی مناسب برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر – ازجمله CVC – فراهم می‌آورند (Çatak, 2023). درنهایت، دولت رفاهی در نقش یک حامی عمل می‌کند؛ با تأمین سرمایه اولیه و فرصت‌های تأمین مالی مشترک که این دو عنصر برای توسعه و پایداری صندوق‌های CVC اهمیت حیاتی دارند (Lapidus, 2019). به‌طور کلی، یک دولت رفاهی با مداخله فعال اقتصادی می‌تواند از طریق ایجاد محیطی باثبات و حمایت‌گر، تقویت نوآوری، و فراهم‌سازی حمایت مالی هدفمند، نقش مهمی در موفقیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی ایفا کند.

۲-۲. بازارهای مالی

مسیرهای تأمین سرمایه در کشورهای در حال توسعه تفاوت‌های بنیادینی با اقتصادهای پیشرفته دارد. درحالی‌که در کشورهای توسعه‌یافته تأمین مالی اغلب از مسیر بازار سرمایه یا شبکه بانکی انجام می‌شود، در بسیاری از کشورهای دیگر این نقش را خانواده‌های بانفوذ یا دولت‌ها برعهده دارند. نبود بازارهای مالی کارآمد یا دسترسی محدود به آن‌ها باعث شده کسب‌وکارها بیشتر به منابع داخلی یا غیررسمی متکی باشند. این تفاوت‌ها تأثیر مستقیمی بر نحوه شکل‌گیری و موفقیت صندوق‌های CVC در این کشورها دارد. طبق نتایج پژوهش فینشمنت و همکاران (۲۰۱۶) کشور ایران وابستگی قابل‌توجهی به بازارهای اعتباری و سرمایه دولتی دارد. این به این معنی است که بخش زیادی از تأمین مالی، از مسیرهای دولتی یا وابسته به دولت انجام می‌شود که برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی، تهدید و فرصت توأمان محسوب می‌شود (Fainshmidt & et al., 2016).

یکی از تهدیدهای اصلی، احتمال ناکارآمدی و تخصیص نادرست سرمایه است؛ برای نمونه، در نظام مالی تحت سلطه دولت چین، مداخله دولت اغلب موجب هدایت منابع مالی به مناطق کم‌بازده‌تر می‌شود و این مسئله درنهایت کارایی اقتصادی کلی و ظرفیت رشد را کاهش می‌دهد (Boyreau-Debray & Wei, 2005; Boyreau-Debray & et al., 2005). افزون‌براین، وجود محدودیت‌های سخت‌گیرانه مقرراتی و افزایش تعهدات مالی، همان‌گونه که در بخش بانکی مشاهده می‌شود، می‌تواند منابع مالی صندوق‌های CVC را تحت فشار قرار دهد و بر نقدینگی و انعطاف‌پذیری عملیاتی آن‌ها اثر منفی بگذارد (Ehteshamnejad & Pakzad, 2023). بالاین‌حال،

فرصت‌هایی نیز برای CVCها در این‌گونه محیط‌ها وجود دارد. حمایت دولت می‌تواند از طریق سازوکارهایی همچون یارانه‌های مالی، مشوق‌های مالیاتی و تأمین مالی با نرخ بهره پایین، ثبات و ظرفیت رشد را فراهم کرده و قابلیت نوآوری در صناعی نظیر داروسازی را افزایش دهد (Gao & Chen, 2022).

درمجموع، گرچه تأمین مالی تحت سلطه دولت با چالش‌های ساختاری خاصی همراه است؛ اما درعین‌حال فرصت‌های منحصربه‌فردی را نیز برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی فراهم می‌کند تا با بهره‌گیری از منابع دولتی، نوآوری و رشد را دنبال کنند.

۲-۳. سرمایه انسانی

سطح دانش، مهارت و سازماندهی نیروی کار، یکی از ارکان مهم نظام نهادی کشورهاست. در بسیاری از کشورهای درحال توسعه، ضعف ساختار آموزشی، پراکندگی بازار کار و وابستگی‌های غیررسمی، مانعی در مسیر استفاده کارآمد از سرمایه انسانی به‌شمار می‌رود. درمقابل، کشورهایی که سرمایه دانشی بالاتری دارند، ظرفیت بیشتری برای رشد شرکت‌های نوآور و جذب سرمایه‌گذار فراهم می‌کنند. از این منظر، کیفیت سرمایه انسانی نه تنها بر توان رقابتی بنگاه‌ها بلکه بر چشم‌انداز کلی نوآوری و سرمایه‌گذاری اثرگذار است. در پژوهش فاینشمت و همکاران (۲۰۱۶) سرمایه دانشی ایران در سطح بالا و هماهنگی با نیروی کار در سطح پایین ارزیابی شده است (Fainshmidt & et al., 2016). به عبارت دیگر، با وجود ظرفیت آموزشی مناسب، ساختار بازار کار در ایران هنوز ناکارآمد و فاقد سازوکارهای نهادی برای مشارکت مؤثر در سیاست‌گذاری اقتصادی است.

با وجود اینکه در پژوهش فوق سرمایه دانشی در سرمایه انسانی ایران به‌طور میانگین بالا ارزیابی شده است؛ اما در صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر و زیست‌بوم کارآفرینی ایران، سرمایه دانشی منابع انسانی به‌شدت ضعیف است (روزنامه شرق، ۱۴۰۳) و بسیاری از کارآفرینان و متخصصین زیست‌بوم کارآفرینی ایران به خارج از کشور مهاجرت کرده‌اند (پایگاه خبری جماران، ۱۴۰۲). محدودیت‌های ناشی از نبود گروه‌های کارآفرین متخصص، تأثیر چشمگیری بر راهبردهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (CVC) در بازارهای نوظهور دارد؛ چراکه این بازارها با چالش‌ها و پویایی‌های منحصربه‌فردی همراه هستند. در بازارهای نوظهور، خلأهای نهادی و ضعف در چهارچوب‌های قانونی - مانند نبود حمایت کافی

از مالکیت فکری - موانع جدی برای CVC ها ایجاد می کنند. این شرایط می تواند موجب تردید CVC ها در سرمایه گذاری بر روی طرح هایی شود که احتمال تقلید در آن ها بالاست؛ به ویژه در مواردی که نوآوری کارآفرینانه با محصولات شرکتی CVC هم پوشانی دارد، وضعیتی که در نظام های ضعیف حمایت از مالکیت فکری به وفور دیده می شود (Dushnitsky & et al., 2009). افزون بر این، ارزیابی گروه های کارآفرینی از اهمیت بالایی برخوردار است؛ چراکه مهارت ها، توانایی ها و پویایی های این گروه ها نقش محوری در مواجهه با عدم قطعیت ها و نوسانات دارند؛ شرایطی که در بازارهای نوظهور شدیدتر و پرتکرارترند (Dautzenberg & Reger, 2010). تنوع رویکردها در ارزیابی این تیم ها - از روش های شهودی تا رویکردهای عقلانی و علمی - بیانگر پیچیدگی و تفاوت در تصمیم گیری های سرمایه گذاری است (Blume & Hsueh, 2023). همچنین، نیاز به تنوع بخشی در راهبردهای سرمایه گذاری در بازارهای نوظهور بیشتر احساس می شود؛ چراکه فعالیت در این محیط ها مستلزم برخورداری از مهارت های عمومی تری است، در حالی که در بازارهای بالغ، روند به سمت تخصص گرایی پیش می رود. این نیاز به تنوع بخشی با ضرورت ایجاد شبکه های ارتباطی گسترده، بررسی های دقیق پیش از سرمایه گذاری، و نظارت فعالانه پس از سرمایه گذاری پیچیده تر می شود؛ راهبردهایی که برای فعالیت در محیط های کمتر ساخت یافته بازارهای نوظهور ضروری اند (Scheela & et al., 2015). در مجموع، محدودیت های ناشی از نبود گروه های کارآفرینی متخصص، در کنار چالش های نهادی و ویژگی های خاص بازارهای نوظهور، ایجاد می کند که صندوق های سرمایه گذاری خطرپذیر شرکتی رویکردی محتاطانه تر، متنوع تر و راهبردی تر در پیش گیرند تا بتوانند ریسک ها را کاهش داده و نتایج سرمایه گذاری بهینه تری به دست آورند.

۲-۴. سرمایه اجتماعی

سطح اعتماد عمومی در جامعه، یکی از عوامل تعیین کننده در کیفیت تعاملات اقتصادی و کارآمدی نهادهای رسمی و غیررسمی است. در کشورهایی که مردم نسبت به یکدیگر و به ساختارهای رسمی اعتماد پایینی دارند، روابط اقتصادی بیشتر بر پایه پیوندهای خانوادگی، قبیله ای یا شبکه ای استوار می شود. در چنین شرایطی، شرکت ها و سرمایه گذاران برای پیشبرد امور ناگزیر به تکیه بر ارتباطات شخصی و غیررسمی هستند، که گاهی می تواند باعث کندی یا عدم شفافیت فرایندها شود. بر

اساس مقیاس پژوهش فینشمت و همکاران (۲۰۱۶)، کشور ایران سرمایه اجتماعی پایینی دارد و به‌جای اعتماد نهادی تعاملات بر پایه روابط خاص، توصیه‌نامه‌ها و شبکه‌های غیررسمی است (Fainshmidt & et al., 2016).

اعتماد، نقشی حیاتی در شکل‌گیری و موفقیت سرمایه‌گذاری‌های CVC ایفا می‌کند، چراکه بر تمایل به سرمایه‌گذاری و نتایج عملکردی آن تأثیرگذار است. در محیط‌هایی با اعتماد اجتماعی پایین، شرکت‌ها ممکن است به دلیل درک ریسک‌ها و عدم قطعیت‌های بالا، تمایل کمتری به مشارکت در فعالیت‌های CVC داشته باشند؛ برای نمونه، پژوهش‌ها نشان داده‌اند که اعتماد اجتماعی تأثیر مثبتی بر مشارکت شرکت‌ها در سرمایه‌گذاری خطرپذیر دارد، به‌ویژه در مناطقی که دارای چهارچوب‌های حقوقی و محیط‌های بازار قوی‌تری هستند (Zhang & Guo, 2023). در مقابل، در جوامعی که سطح اعتماد پایین است، تکیه بر روابط شخصی و خانوادگی اهمیتی مضاعف می‌یابد؛ چراکه این شبکه‌ها می‌توانند اطمینان لازم را فراهم کرده و ادراک ریسک را کاهش دهند. این اتکا به روابط نزدیک می‌تواند جایگزینی برای فقدان اعتماد عمومی گسترده باشد و پیوندهای اولیه میان سرمایه‌گذاران CVC و کسب‌وکارهای نوپا را تسهیل کند (Colombo et al., 2024). با وجود این چالش‌ها، سرمایه‌گذارانی که قادرند در محیط‌های کم‌اعتماد فعالیت کنند و از راهبردهای سرمایه‌گذاری پیچیده بهره ببرند، اغلب به عملکرد بهتری دست می‌یابند؛ امری که نشان می‌دهد عبور از موانع ناشی از بی‌اعتمادی می‌تواند به نتایجی موفق منجر شود (Bottazzi & et al., 2016).

در مجموع، گرچه پایین بودن اعتماد عمومی و اتکا به شبکه‌های شخصی می‌تواند چالش‌هایی برای صندوق‌های CVC ایجاد کند؛ اما این شرایط درعین حال بر اهمیت سازوکارهای اعتمادسازی و مدیریت راهبردی روابط تأکید دارد؛ عناصری که برای موفقیت این نوع سرمایه‌گذاری‌ها حیاتی‌اند.

۲-۵. حاکمیت شرکتی

در اغلب کشورهای در حال توسعه، الگوی مالکیت شرکت‌ها بیشتر متمرکز و خانوادگی است. ساختارهایی که در آن‌ها خانواده‌های ثروتمند کنترل بخش بزرگی از بنگاه‌های بزرگ را در اختیار دارند و اغلب مدیریت نیز درون خانواده باقی می‌ماند. این الگوها، برخلاف شرکت‌های سهامی عام در کشورهای توسعه‌یافته، می‌توانند باعث تضاد منافع و کاهش شفافیت شوند. با این حال، در برخی زمینه‌ها نیز موجب تسهیل تصمیم‌گیری و حفظ ثبات در دوره‌های بحران می‌شوند. در هر صورت، نحوه

اعمال حاکمیت در شرکت‌ها نقشی کلیدی در موفقیت یا شکست آن‌ها در جذب سرمایه‌گذاران نهادی دارد. در این پژوهش کشور ایران دارای تمرکز مالکیت بالا و مداخله بالای خانواده در مدیریت شرکت‌ها است (Fainshmidt & et al., 2016).

در کشوری که با دخالت بالای خانواده و تمرکز بالای مالکیت مشخص می‌شود، چندین چالش می‌تواند موفقیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (CVC) را مختل کند. شرکت‌های تحت کنترل خانواده اغلب تمایل دارند که کنترل را حفظ کرده و ثروت اجتماعی - عاطفی خود را پاس دارند که می‌تواند منجر به رویکردی محافظه‌کارانه در سرمایه‌گذاری‌های CVC شود. این شرکت‌ها تمایل دارند سرمایه‌گذاری‌های کمتری انجام دهند؛ اما این سرمایه‌گذاری‌ها معمولاً بزرگ‌تر هستند و بر استارت‌آپ‌هایی با ریسک کمتر و در مراحل بعدی توسعه متمرکز می‌شوند تا کنترل را تقویت کرده و ریسک‌های مربوط به فعالیت‌های ریسک‌پذیر را کاهش دهند. این راهبرد محافظه‌کارانه می‌تواند تنوع و فرصت‌های رشد بالای معمول در سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر را محدود کند.

علاوه بر این، ساختارهای مالکیت متمرکز که در چنین محیط‌هایی رایج هستند، می‌توانند حاکمیت شرکتی را ضعیف کنند؛ همان‌طور که در اندونزی مشاهده می‌شود، جایی که به دلیل تسلط خانواده‌ها، استقلال هیئت‌مدیره معمولاً وجود ندارد (Rusmin & et al., 2011). این امر می‌تواند منجر به چالش‌های حاکمیتی شود که انعطاف‌پذیری و تطبیق‌پذیری راهبردی لازم برای عملیات موفق CVC را محدود کند. با وجود این چالش‌ها، نشان داده شده است که CVC‌های خانوادگی می‌توانند ارزش قابل توجهی به شرکت‌های پرتفوی خود اضافه کنند و اغلب منجر به خروج‌های موفق و عملکرد بهتر پس از عرضه اولیه عمومی (IPO) شوند، به‌ویژه زمانی که هم‌پوشانی راهبردی بین شرکت مادر و شرکت پرتفوی وجود داشته باشد (Amore & et al., 2025). با این حال، موفقیت این سرمایه‌گذاری‌ها وابسته به توانایی شرکت‌های خانوادگی در برقراری تعادل بین ترجیحات کنترل خود و نیاز به تمرکز راهبردی و ساختارهای حاکمیتی است که از نوآوری و ریسک‌پذیری پشتیبانی کنند. نبود اعضای مستقل هیئت‌مدیره و احتمال بروز تضادهای نمایندگی در شرکت‌های تحت تسلط خانواده، بیشتر بر پیچیدگی‌های حاکمیتی می‌افزاید و نیازمند راه‌حل‌های حاکمیتی ویژه‌ای است که بتوانند با پویایی‌های منحصربه‌فرد مالکیت خانوادگی سازگار شده و درعین حال محیطی مساعد برای موفقیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر فراهم کنند (Rusmin & et al., 2011).

۳. روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش این مطالعه بر پایه رویکرد کیفی و با استفاده از راهبرد مطالعه موردی تکی استوار است. نمونه مورد بررسی، صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی اسنواونچرز است که یکی از بازیگران اثرگذار در زیست‌بوم نوآوری ایران به‌شمار می‌رود. چهارچوب نظری پژوهش، مدل گونه‌های نهادی فینشمت و همکاران (Fainshmidt & et al., 2016) بوده است که پنج بُعد اساسی شامل نقش دولت، بازارهای مالی، سرمایه انسانی، سرمایه اجتماعی و حاکمیت شرکتی را به‌عنوان محور تحلیل نهادهای کشورهای در حال توسعه معرفی می‌کند و این چهارچوب به هدایت فرایند جمع‌آوری و تحلیل داده‌ها کمک کرده است.

گردآوری داده‌های پژوهش با استفاده از مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته صورت گرفته است. پرسش‌های مصاحبه بر مبنای ابعاد نهادی مدل فینشمت و همکاران طراحی شد تا به‌طور نظام‌مند همه جنبه‌های مرتبط با تجربه عملی اسنواونچرز در بستر نهادی ایران پوشش داده شود. مصاحبه‌ها با مدیرعامل، مدیر سرمایه‌گذاری و اعضای کلیدی تیم صندوق انجام گرفت. نویسنده که خود از اعضای اولیه این صندوق بوده، برای کاهش سوگیری، تحلیل داده‌ها را با همکاری یک پژوهشگر مستقل انجام داده است.

داده‌های کیفی گردآوری شده از طریق روش تحلیل مضمون^۱ بررسی شد. تحلیل مضمون به‌عنوان یک روش انعطاف‌پذیر و قدرتمند برای شناسایی، تحلیل و گزارش الگوهای معنادار در داده‌های کیفی شناخته می‌شود (Braun & Clarke, 2006). در این فرایند، متن مصاحبه‌ها چندین بار مطالعه شد، داده‌ها به‌دقت کدگذاری گردید و کدهای اولیه استخراج شد. سپس این کدها در دسته‌بندی‌های مفهومی اولیه مرتب شدند و در نهایت مضامین پایه و سازمان‌دهنده، با اتکاء به چهارچوب نظری پژوهش و با بازبینی مکرر، شناسایی و تأیید شدند. این فرایند به‌صورت باز و تکرارشونده تا زمانی که به اشباع نظری برسد، ادامه یافت تا اطمینان حاصل شود مضامین شناسایی شده، نمایانگر عمیق‌ترین لایه‌های تجربه مورد مطالعه هستند.

با توجه به ماهیت مطالعه موردی و محدودیت‌های ذاتی آن، یافته‌های این پژوهش الزاماً قابل تعمیم به سایر کشورها یا صندوق‌های مشابه نیست؛ اما تلاش شده است با تحلیل دقیق زمینه نهادی و مقایسه تطبیقی با ادبیات موجود، بینش روشنی برای پژوهشگران و سیاست‌گذاران کشورهای با شرایط نهادی مشابه فراهم گردد.

۴. یافته‌های پژوهش

در این بخش، یافته‌های پژوهش بر مبنای داده‌های گردآوری شده از طریق مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته و تحلیل مضمون ارائه می‌گردد. ساختار ارائه یافته‌ها در ادامه، متناسب با ابعاد دولت، بازارهای مالی، سرمایه انسانی، سرمایه اجتماعی و حاکمیت شرکتی تنظیم شده است تا تصویری نظام‌مند و منسجم از تجربه صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی اسنواونچرز در بستر نهادی ایران ارائه شود:

۴-۱. نقش دولت

از اواخر دهه ۱۳۸۰ تاکنون، زیست‌بوم نوآوری و فناوری در ایران، علی‌رغم وجود چالش‌های ژئوپلیتیکی و اقتصادی، رشد قابل توجهی را تجربه کرده است. نظام حاکم بر کشور در مقاطع مختلف زمانی، حمایت‌های ویژه‌ای از این زیست‌بوم به‌عمل آورده است؛ به‌عنوان نمونه، تصویب قانون حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان در سال ۱۳۸۹ (مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۳۸۹) و قانون جهش تولید دانش‌بنیان در سال ۱۴۰۱ (مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۴۰۱)، از جمله اقدامات مهم قانونی مجلس شورای اسلامی بوده‌اند که به رشد شرکت‌های فناور و ترغیب آن‌ها به سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه محصولات و خدمات خود منجر شده‌اند. در همین راستا، در سال ۱۳۸۵ و با تصویب شورای عالی انقلاب فرهنگی، معاونت علمی ذیل دولت و دفتر ریاست‌جمهوری تأسیس شد و فعالیت خود را آغاز کرد (خبرگزاری ایرنا، ۱۳۹۷). همچنین از سال ۱۳۹۳، توسعه مراکز نوآوری و شتاب‌دهنده‌های نوآوری در کشور به‌صورت جدی دنبال شد و در نسل اول این روند، بیش از ۱۱۳ مرکز نوآوری در شهرهای مختلف ایران فعالیت خود را آغاز کردند (نوری و حسینی، ۱۴۰۲). در این میان، صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر نیز با رشد چشم‌گیری همراه بوده است؛ برای نمونه، نخستین صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر خصوصی کشور، شرکت سراوا در سال ۱۳۹۱ تأسیس شد و آغاز به‌کار کرد (کارآفرینی پرس، ۱۴۰۰). همچنین در راستای اجرای قانون حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان، صندوق نوآوری و شکوفایی در سال ۱۳۹۱ تأسیس گردید و از آن زمان، صدور مجوز فعالیت برای صندوق‌های خطرپذیر دولتی و غیردولتی توسط این نهاد صورت گرفته است.

پس از تصویب قانون جهش دانش‌بنیان در سال ۱۴۰۱ و ارائه دستورالعمل‌های مربوط به مشوق‌های مالیاتی برای بنگاه‌های بزرگ صنعتی، صندوق نوآوری و شکوفایی فرایندها و دستورالعمل‌های مرتبط با صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی را

نهایی کرد و صدور مجوز CVC برای شرکت‌های صنعتی بزرگ را آغاز نمود. گروه صنعتی انتخاب جزو اولین شرکت‌هایی بود که موفق به اخذ مجوز فعالیت شد. اصلی‌ترین چالشی که در مصاحبه‌ها نسبت به نقش حمایتی دولت مطرح گردید، فضای پیچیده و گاه مبهم سیاست‌گذاری در حوزه نوآوری و سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی است. به‌ویژه در زمینه بهره‌برداری از مشوق‌های قانونی نظیر قانون جهش تولید دانش‌بنیان، مدیران صندوق تجربه‌هایی عمده‌تأ انتقادی بیان نموده‌اند. بر اساس اظهارات آن‌ها، مشوق‌های مالیاتی دولت معمولاً ماهیتی پسینی، پیچیده و فاقد قطعیت زمانی است. در این راستا مدیرعامل اسنواونچرز تصریح می‌کند: «اعتبار مالیاتی با توجه به ماهیت پسینی و طولانی بودن فرایند نقدشوندگی آن، ممکن است منجر به ازدست‌رفتن برخی فرصت‌های سرمایه‌گذاری شود». این وضعیت باعث می‌شود که این صندوق، اتکای خود به این ابزارها را در فرایند تصمیم‌گیری به حداقل برساند. در مقابل، اسنواونچرز تلاش می‌کند علاوه بر ایجاد و حفظ تعامل مؤثر با نهادهای حاکمیتی، با طراحی سازوکارهای داخلی و مبتنی بر مزیت‌های سازمانی خود، خلأهای نهادی موجود را تا حدی جبران کند. این صندوق با اتخاذ رویکردی فعال در زمینه تعامل نهادی، تلاش زیادی برای شناخت و تطبیق با قوانین مرتبط با سرمایه‌گذاری جسورانه، مالکیت فکری، و قانون جهش تولید دانش‌بنیان انجام داده است.

۴-۲. بازارهای مالی

بازارهای مالی ایران با ویژگی‌هایی چون توسعه‌نیافتگی، عمق محدود، و وابستگی بالا به منابع مالی دولتی شناخته می‌شوند. بخش عمده تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق شبکه بانکی و با پشتوانه حمایت‌های دولتی صورت می‌گیرد، درحالی‌که بازار سرمایه و ابزارهای مالی جسورانه (نظیر صندوق‌های VC) هنوز در مراحل ابتدایی توسعه خود قرار دارند. نبود بازار ثانویه کارآمد، نبود شفافیت در ارزش‌گذاری، ضعف در ابزارهای خروج از سرمایه‌گذاری، و پیچیدگی در ساختارهای حقوقی، ازجمله چالش‌هایی هستند که مانع شکل‌گیری زیست‌بوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر پویا می‌شوند. در چنین شرایطی، بازیگران حوزه CVC با محدودیت‌های جدی در زمینه نقدشوندگی سرمایه‌گذاری‌ها، جذب هم سرمایه‌گذار و ایجاد انتظارات واقع‌بینانه مواجه هستند.

مدیران این صندوق اذعان کرده‌اند که عدم وجود مسیرهای خروج شفاف (نظیر عرضه اولیه در بورس یا جذب سرمایه‌گذاری خارجی) موجب شده تا به‌جای تمرکز

بر بازده مالی صرف، مدل‌هایی چون ادغام داخلی استارت‌آپ‌های موفق در بدنه شرکت مادر مورد استفاده قرار گیرد. این رویکرد که نوعی «خروج درون‌سازمانی» محسوب می‌شود، با مأموریت راهبردی صندوق - یعنی خلق هم‌افزایی با زنجیره ارزش شرکت مادر - هم‌راستا بوده و درعین حال، راه‌حلی واقع‌بینانه برای محدودیت‌های بازار سرمایه در ایران به‌شمار می‌رود.

همچنین اسنواونچرز با درک این محدودیت‌ها، در انتخاب استارت‌آپ‌ها دقت مضاعفی اعمال کرده و ترجیح داده در صنعت‌هایی سرمایه‌گذاری کند که اندازه بازار بزرگی داشته و از هم‌راستایی راهبردی با سایر ظرفیت‌های شرکت مادر برخوردار باشد. درمجموع، تجربه اسنواونچرز در مواجهه با بازارهای مالی ایران نشان می‌دهد که در فقدان زیرساخت‌های کامل بازار، ترکیب هوشمندانه‌ای از ابزارهای جایگزین، حمایت‌های نهادی و رویکردهای بلندمدت می‌تواند به تداوم فعالیت و موفقیت نسبی CVCها منجر شود.

۴-۳. سرمایه انسانی

سرمایه انسانی به‌ویژه در سطوح تخصصی و فناورانه، یکی از مهم‌ترین عناصر موفقیت در نظام‌های نوآوری و سرمایه‌گذاری خطرپذیر به‌شمار می‌رود. در کشورهای در حال توسعه، معمولاً بین ظرفیت آموزش عالی و نیازهای صنعت شکاف معناداری وجود دارد. در ایران، اگرچه تعداد دانش‌آموختگان دانشگاهی بالاست؛ اما مسائل ساختاری نظیر فقدان آموزش‌های مهارتی، عدم انطباق برنامه‌های درسی با نیازهای واقعی بازار، ضعف در آموزش کارآفرینی و مهاجرت استعدادها، کارایی سرمایه انسانی را محدود می‌سازد. این وضعیت برای سرمایه‌گذاران شرکتی، چالش‌هایی جدی در جذب، توانمندسازی و نگهداشت گروه‌های استارت‌آپی ایجاد می‌کند.

مدیران اسنواونچرز تأکید کرده‌اند که توانمندی گروه‌های کارآفرین یکی از معیارهای کلیدی برای تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری بوده است. در شرایطی که زیست‌بوم کارآفرینی هنوز در حال شکل‌گیری است و تجربه‌های مدیریتی و تجاری در سطح پایینی قرار دارد، این صندوق تلاش کرده نقش فعالی در توسعه سرمایه انسانی ایفا کند. این رویکرد در قالب خدمات «توانمندسازی» به استارت‌آپ‌های پرتفوی نمود یافته است؛ خدماتی شامل آموزش‌های تخصصی، مشاوره‌های مدیریتی، و تسهیل دسترسی به منابع دانشی و فناورانه. اسنواونچرز از ظرفیت‌های شرکت مادر در حوزه‌های مدیریتی و فنی برای پشتیبانی از استارت‌آپ‌ها بهره می‌گیرد و تمرکز

ویژه‌ای بر انتقال تجربیات، آموزش تخصصی، و اتصال به بازار و ذی‌نفعان کلیدی دارد. این رویکرد موجب پر کردن یکی از شکاف‌های مهم زیست‌بوم نوآوری در ایران - یعنی کمبود مربیان و مشاوران مجرب - شده و احتمال موفقیت استارت‌آپ‌های پرتفوی این صندوق را افزایش و بخشی از شکاف‌های مهارتی رایج در تیم‌های استارت‌آپی را پوشش داده است.

در نهایت، تجربه اسنواونچرز نشان می‌دهد که در محیط‌هایی با ضعف نهادی در سرمایه انسانی، CVC‌هایی که فراتر از تأمین مالی عمل کرده و نقش «تربیت‌گر منابع انسانی» را ایفا می‌کنند، شانس بیشتری برای موفقیت دارند.

۴-۴. سرمایه اجتماعی

سرمایه اجتماعی - شامل اعتماد، هنجارهای مشارکت، و شبکه‌های غیررسمی می‌شود - نقش مهمی در تسهیل روابط اقتصادی و کاهش هزینه‌های مبادله دارد، به‌ویژه در کشورهایی که نهادهای رسمی ضعیف‌اند یا با عدم شفافیت مواجه‌اند. در ایران، سطح عمومی اعتماد اجتماعی پایین ارزیابی شده و بسیاری از روابط اقتصادی به شبکه‌های خانوادگی، شخصی یا قومیتی متکی هستند. این وضعیت می‌تواند فرصت‌هایی برای دسترسی اولیه به منابع انسانی و مالی ایجاد کند؛ اما هم‌زمان موجب محدود شدن دامنه انتخاب‌ها، بسته شدن فضا بر نوآوران بیرون از شبکه‌های سنتی و کاهش شفافیت فرایندهای تجاری می‌شود. برای CVC‌ها، سرمایه اجتماعی دوگانه عمل می‌کند: از یک سو ابزار پیش‌برنده و از سوی دیگر، مانع گسترش تعاملات باز و حرفه‌ای.

اسنواونچرز برای جبران ضعف نهادهای رسمی و افزایش اثربخشی عملیات خود، به‌طور فعال از سرمایه اجتماعی موجود در زنجیره ارزش گروه انتخاب بهره گرفته است. مدیران این صندوق اشاره کرده‌اند که بسیاری از فرایندهای کلیدی - از جمله مذاکره با نهادهای دولتی، شناسایی استارت‌آپ‌های مناسب، و تسریع امور اداری - از طریق ارتباطات شخصی، اعتمادسازی میان‌سازمانی و بهره‌گیری از واسطه‌های مورد اعتماد انجام شده است.

مدیران اسنواونچرز، تأکید کرده‌اند که همکاری با استارت‌آپ‌ها و سایر بازیگران نوآوری برای شناسایی و اعتماد مؤثر به گروه‌های استارت‌آپی امری کلیدی است. این دیدگاه نشان می‌دهد که اسنواونچرز خود را به‌مثابه پلی میان صنعت سنتی کشور و کارآفرینان فناور نوظهور تعریف کرده است. اسنواونچرز با آگاهی از محدودیت‌های خود

در تجربه و دسترسی، به‌طور فعال در پی ایجاد همکاری‌هایی برای ارتقای ظرفیت‌های خود برآمده است. این صندوق در استان‌های مختلف کشور با بازیگران کلیدی استان (کارگزاران) اقدام به انعقاد تفاهم‌نامه همکاری نموده و دسترسی خود به گروه‌های برتر در سطح کشور را در سطح بالا نگه می‌دارد. همکاری با چنین واسطه‌هایی به اسنواونچرز این امکان را می‌دهد که شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد، اعتماد میان شرکت مادر و استارت‌آپ‌ها را برقرار کند و از طریق انجام ارزیابی‌های دقیق‌تر، ریسک‌های سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. با این حال، مدیران صندوق اذعان دارند که اتکا بیش از حد به روابط غیررسمی می‌تواند در بلندمدت مانعی برای رشد ساختارمند باشد؛ از این رو تلاش کرده‌اند بخشی از تعاملات را از کانال‌های رسمی‌تری مانند تفاهم‌نامه‌های مکتوب، شبکه‌های دانشگاهی و عضویت در انجمن‌های تخصصی هدایت کنند. این صندوق برای جلب اعتماد مدیران مختلف در هلدینگ مادر و شناخت نیازهای راهبردی هر بخش، اقدام به برقراری ارتباط مستمر و انعقاد تفاهم‌نامه‌های همکاری نموده است. به‌طور کلی تجربه اسنواونچرز نشان می‌دهد که در بسترهای کم‌اعتماد و مبتنی بر روابط شخصی، صندوق‌های CVC می‌توانند با استفاده هدفمند از سرمایه اجتماعی موجود، و در عین حال تقویت سرمایه اجتماعی حرفه‌ای و فراگیر، بر چالش‌های نهادی فائق آیند.

۴-۵. حاکمیت شرکتی

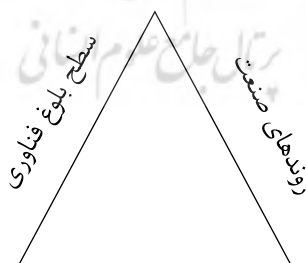
الگوهای حاکمیت شرکتی در کشورهای در حال توسعه معمولاً با تمرکز مالکیت بالا، حضور پُررنگ خانواده‌ها در ساختار مالکیتی و مدیریتی، و ضعف در استقلال هیئت‌مدیره شناخته می‌شوند. در چنین محیط‌هایی، تصمیم‌گیری‌ها اغلب تحت تأثیر ترجیحات خانوادگی یا ملاحظات سیاسی انجام می‌شود و شفافیت، پاسخ‌گویی و کنترل‌های سازمانی در سطح پایینی قرار دارند. این ویژگی‌ها می‌توانند برای صندوق‌های CVC در سه سطح چالش ایجاد کنند: محدودیت در استقلال تصمیم‌گیری، تعارض منافع بین اهداف مالی و راهبردی، و کندی در سازوکارهای پاسخ‌گویی و ارزیابی عملکرد.

اسنواونچرز به‌عنوان بازوی سرمایه‌گذاری خطرپذیر گروه صنعتی انتخاب، در بستری خانوادگی و متمرکز فعالیت می‌کند. با این حال، تجربه این صندوق نشان می‌دهد که با طراحی ساختارهای نیمه‌مستقل و واگذاری نسبی اختیار به گروه مدیریتی خود، توانسته است تا حدود زیادی بر محدودیت‌های رایج حاکمیت شرکتی

در کشور غلبه کند. دفاتر مستقل، گروه مدیریتی با روحیه کارآفرینانه، و شبکه ارتباطی مستقیم با مدیران ارشد گروه انتخاب، همگی به ایجاد نوعی «چابکی درون ساختار متمرکز» کمک کرده‌اند.

یکی از چالش‌های کلیدی برای اسنواونچرز، ایجاد توازن میان اهداف بلندمدت راهبردی گروه انتخاب با واقعیت‌های مالی و عملیاتی سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌ها بوده است. در این راستا، صندوق تلاش کرده هم‌زمان منافع فناورانه برای شرکت مادر خلق کند و مسیر بازدهی مالی پروژه‌ها را نیز دنبال نماید. این توازن، از طریق انتخاب حوزه‌های سرمایه‌گذاری با هم‌پوشانی بالا با زنجیره ارزش گروه، پیگیری شده است؛ مانند سرمایه‌گذاری در حوزه‌های پلاسما، لانچرهای تلویزیون و سکوها فروش، که قابلیت ادغام در مدل کسب‌وکار گروه انتخاب را دارند.

مدیران اسنواونچرز به‌صراحت بیان کرده‌اند که جلب اعتماد مالکان خانوادگی برای تداوم و رشد فعالیت CVC حیاتی بوده است. شفاف‌سازی مزایای راهبردی سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌ها، ارائه گزارش‌های مستمر از عملکرد پرتفوی و نمایش تأثیرات ملموس بر نوآوری سازمانی، از جمله اقداماتی بوده‌اند که به تقویت این اعتماد کمک کرده‌اند. تجربه اسنواونچرز نشان می‌دهد که حتی در ساختارهایی با تمرکز بالای مالکیت، امکان طراحی مدل‌های کارآمد برای CVC وجود دارد؛ مشروط بر آنکه استقلال نسبی عملیاتی، هم‌راستایی راهبردی، و ارتباط شفاف با بدنه مالکیتی حفظ شود. همچنین این تجربه حاکی از آن است که شرکت‌های خانوادگی در صورت درک منافع غیرمستقیم و میان‌مدت نوآوری، آمادگی بیشتری برای سرمایه‌گذاری در زیست‌بوم‌های فناورانه پیدا می‌کنند.



زنجیره ارزش شرکت مادر

شکل (۱): مثلث ارزیابی محصول

مهم‌ترین عاملی که باعث شده است جایگاه این صندوق در فضای هلدینگ‌های شرکت مادر نهاده‌ها گردد یادگیری تدریجی و شخصی سازی فرایندها است. در این راستا معیارهای سرمایه‌گذاری استوانچرز با ترکیبی از مطالعات بین‌المللی، بومی سازی و یادگیری مبتنی بر تجربه حاصل شده است؛ مهم‌ترین معیار مبتنی بر هم‌راستایی راهبردی است. این صندوق به‌طور خاص بر شرکت‌های فناور و نوآور در حوزه‌هایی متمرکز است که نیازهای فناورانه شرکت مادر را در راستای زنجیره ارزش خود پوشش می‌دهند. علاوه بر یکپارچگی در زنجیره ارزش، سطح بلوغ فناوری (TRL) و هم‌راستایی با روندهای آینده صنعت نیز از معیارهای مهم ارزیابی محصول یا خدمت شرکت‌های متقاضی سرمایه از استوانچرز هستند. به‌طور جمع‌بندی و بر اساس بیان مسئولان صندوق استوانچرز اگر محصول یا خدمت شرکت سرمایه‌پذیر در مثلث شکل ۱ قرار گیرد، بیش از نیمی از مسیر ارزیابی موشکافانه این شرکت طی شده است. نیم دیگر شاخص‌های سرمایه‌گذاری این شرکت که شامل منابع انسانی، مالی و فروش، مدیریت سازمانی و کیفیت و فرایندها است از طریق الگوبرداری از مدل‌های مشابه بین‌المللی اقتباس شده است؛ البته بنا بر تأکید مدیر ارزیابی استوانچرز «این الگوها پس از مطالعه بر اساس فرهنگ سازمانی شرکت مادر و زیست‌بوم فناوری و نوآوری ایران بومی‌سازی شده است».

۴-۶. تحلیل مضمون

با توجه به داده‌های گردآوری‌شده از طریق مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته و اجرای روش تحلیل مضمون بر اساس چهارچوب فینشمت و همکاران، شبکه‌ای از مضامین پژوهش استخراج شد. ابتدا، مضامین پایه از متن مصاحبه‌ها و کدگذاری اولیه به‌دست آمد. سپس با تحلیل و دسته‌بندی این مضامین، سه مضمون سازمان‌دهنده اصلی شامل هم‌راستایی راهبردی، انطباق عملیاتی و تعامل نهادی استخراج شد که هریک بر اساس چندین مضمون پایه، تبیین‌کننده ابعاد کلیدی تجربه استوانچرز در بستر نهادی ایران است. جدول ۱ زیر، مضامین پایه و سازمان‌دهنده را به‌طور نظام‌مند ارائه می‌کند:

جدول (۱): مضامین پایه و سازمان‌دهنده

مضامین سازمان‌دهنده	مضامین پایه
هم‌راستایی راهبردی	تکمیل زنجیره ارزش شرکت مادر
	هم‌افزایی راهبردی شرکت با استارت‌آپ
	ورود به استارت‌آپ‌ها با نیم‌نگاهی به راهبرد خروج از طریق فروش به شرکت مادر
	ارتباط مستمر با سایر شرکت‌های هلدینگ مادر به‌منظور شناخت راهبردها
انطباق عملیاتی	ارائه خدمات توانمندسازی به استارت‌آپ‌ها
	بومی‌سازی معیارهای ارزیابی سرمایه‌گذاری
	استفاده از ظرفیت منابع انسانی گروه انتخاب برای توانمندسازی
	تمرکز بر استارت‌آپ‌ها در اندازه بازارهای بزرگ
	یادگیری تدریجی برای بهبود فرایندها
تعامل نهادی	جلب حمایت‌های مدیران ارشد گروه انتخاب
	انعقاد تفاهم‌نامه با کارگزاران استانی
	تعامل با نهادهای حاکمیتی
	استفاده از سرمایه اجتماعی در سرمایه‌گذاری‌ها
	جلب اعتماد مالکان خانوادگی

۵. بحث

مطابق یافته‌های پژوهش حاضر، چهارچوب نهادی فینشمنت و همکاران (۲۰۱۶) تصویر نسبتاً دقیقی از زمینه نهادی ایران ارائه می‌دهد و ابعاد مورد تأکید آن شامل نقش دولت، بازارهای مالی، سرمایه انسانی، سرمایه اجتماعی و حاکمیت شرکتی، با شرایط واقعی زیست‌بوم نوآوری کشور تا حد زیادی منطبق است. با این حال، بررسی عمیق‌تر تجربه اسنواونچرز نشان می‌دهد که برخی ابعاد این چهارچوب نیازمند بازنگری انتقادی و بومی‌سازی برای زمینه ایران است. اگرچه پژوهش فینشمنت و همکاران (۲۰۱۶) دولت ایران را رفاهی و مشوق توسعه CVCها توصیف می‌کند، یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهد که وجود سیاست‌های تشویقی تنها منجر به رشد تعداد صندوق‌های CVC در مدت کوتاهی شده؛ اما این رشد به سرمایه‌گذاری

یکنواخت و پایدار در سطح کشور منتهی نشده است. درواقع، به علت ضعف در اجرای صحیح سیاست‌ها و ناکارآمدی سازوکارهای حمایتی، مشوق‌های دولتی عامل فعالی برای توسعه سرمایه‌گذاری CVC در ایران نبوده‌اند (Karsai, 2003). ازاین‌رو، تحلیل حاضر نشان می‌دهد که مدل‌های بین‌المللی همچون چهارچوب VIS، اگرچه در شناسایی عوامل کلان مؤثر بر توسعه CVC راهگشا هستند؛ اما برای تبیین تجربه عملیاتی در کشورهای درحال توسعه‌ای چون ایران، نیازمند بازطراحی و انطباق با اقتضائات بومی‌اند. در ادامه، بر اساس مضامین استخراج‌شده، به بحث تفصیلی درباره راهبردهای اسنواونچرز برای مواجهه با چالش‌های نهادی پرداخته می‌شود:

۵-۱. هم‌راستایی راهبردی

یکی از اصلی‌ترین یافته‌های پژوهش حاضر، تأکید اسنواونچرز بر انتخاب استارت‌آپ‌هایی است که حلقه‌ای از زنجیره ارزش شرکت مادر را تکمیل می‌کنند. همان‌طور که در یافته‌ها آمده، این صندوق با تمرکز بر حوزه‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کند که قابلیت ادغام فناوری‌ها و محصولات جدید در ساختار گروه انتخاب را داشته باشند. این راهبرد به معنای جستجوی فرصت‌هایی است که نه فقط سود مالی بلکه هم‌افزایی فناورانه و تکمیل فرایندهای تولید و عرضه را نیز در پی دارند. ادبیات بین‌المللی، چنین هم‌راستایی‌ای، یک معیار کلیدی موفقیت برای CVC‌های خانوادگی و سازمانی محسوب می‌شود. پژوهش‌آمور و همکاران (۲۰۲۵) تأکید دارد که هرگاه بین نیازهای راهبردی شرکت مادر و فعالیت استارت‌آپ سرمایه‌پذیر هم‌پوشانی وجود داشته باشد، احتمال موفقیت عملیاتی و مالی CVC به شکل معناداری افزایش می‌یابد. این تحلیل، یافته پژوهش حاضر را تأیید و غنا می‌بخشد (Amore & et al., 2025).

در مضمون «هم‌افزایی راهبردی شرکت با استارت‌آپ»، صندوق با استفاده از ظرفیت‌های مدیریتی و شبکه دانشی گروه انتخاب، نه‌تنها به توانمندسازی استارت‌آپ‌های منتخب کمک می‌کند بلکه از طریق پروژه‌های مشترک، آموزش و مشاوره تخصصی، ارتباطات بین استارت‌آپ‌ها و سایر شرکت‌های هلدینگ را تسهیل می‌نماید. چنین رویکردی عملاً موجب ارتقای سرمایه انسانی و سرمایه اجتماعی در سطح زیست‌بوم نوآوری ایران می‌گردد. این مسئله برای کشوری که در آن مهارت‌های مدیریتی و تجربه عملیاتی کارآفرینی هنوز در مرحله بلوغ است، یک مزیت رقابتی محسوب می‌شود.

در ارتباط با «ورود به استارت‌آپ‌هایی که امکان تملک توسط شرکت مادر در آینده را داشته باشند»، راهبرد خروج درون‌سازمانی و ادغام استارت‌آپ‌های موفق در ساختار شرکت مادر به‌عنوان یک راه‌حل بومی برای معضل ضعف بازارهای مالی و نبود مسیرهای خروج شفاف در ایران عمل کرده است. در بافت نهادی ایران که بازار ثانویه توسعه‌یافته‌ای وجود ندارد و خروج از سرمایه‌گذاری (exit) با موانع جدی حقوقی و ساختاری مواجه است، این راهبرد به اسنواونچرز امکان داده تا علاوه بر تضمین نقدشوندگی سرمایه‌گذاری‌ها، هم‌زمان هم‌افزایی فناوری و ارزش‌آفرینی مستقیم برای گروه مادر را تضمین کند (Fainshmidt & et al., 2016).

درنهایت، «ارتباط مستمر با سایر شرکت‌های هلدینگ مادر به‌منظور شناخت راهبردها» یکی از الزامات توسعه CVC در بافت نهادی ایران است. این ارتباط مستمر، نه تنها موجب همسویی اهداف و شناخت دقیق‌تر نیازهای راهبردی شرکت مادر شده بلکه سرمایه اجتماعی و مشروعیت درون‌سازمانی صندوق را نیز تقویت کرده است. در زیست‌بوم نهادی ایران که اعتماد و تعاملات غیررسمی نقش مهمی در پیشبرد امور دارند، ارتباطات میان‌شرکتی و شبکه‌سازی هدفمند، بخشی از سرمایه نهادی صندوق را شکل می‌دهد و امکان بهره‌برداری بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را فراهم می‌سازد (Fainshmidt & et al., 2016).

درمجموع، تحلیل تجربه اسنواونچرز از منظر مضامین پایه‌ای هم‌راستایی راهبردی، نشان می‌دهد که پیوند عمیق با راهبردها و ساختارهای شرکت مادر، توانسته است بر بسیاری از ضعف‌های ساختاری زیست‌بوم نهادی ایران فائق آید.

۵-۲. انطباق عملیاتی

در فضای نهادی ایران که از یک‌سو با محدودیت‌های ساختاری در بازارهای مالی و ضعف زیرساخت‌های سرمایه‌انسانی مواجه است و ازسوی دیگر از نظر قوانین و سیاست‌ها وضعیت پایداری ندارد، اسنواونچرز توانسته است با انطباق عملیاتی و شخصی‌سازی فرایندهای خود، موانع موجود را تا حد زیادی پشت‌سر بگذارد. یکی از نخستین راهبردهای اسنواونچرز، ارائه خدمات توانمندسازی به استارت‌آپ‌های سرمایه‌پذیر است؛ این خدمات شامل آموزش تخصصی، مشاوره‌های مدیریتی، دسترسی به منابع دانشی و اتصال به شبکه‌های ذی‌نفعان کلیدی است که با استفاده از ظرفیت‌های گسترده شرکت مادر، یعنی گروه انتخاب، به اجرا درمی‌آید. این رویکرد فعال، به‌ویژه در شرایطی که بازار کار ایران دچار شکاف‌های جدی در مهارت

و تجربه کارآفرینی است، امکان پرکردن بخشی از خلأهای زیست‌بوم نوآوری را فراهم آورده و شانس موفقیت استارت‌آپ‌های پرتفوی را افزایش داده است. اسنواونچرز با بومی‌سازی معیارهای ارزیابی سرمایه‌گذاری، نشان داده است که صرفاً به الگوهای رایج بین‌المللی اکتفا نمی‌کند بلکه با طراحی مدل‌هایی متناسب با نیازهای بازار ایران، مسیر ارزیابی را شخصی‌سازی کرده است. مثلث ارزیابی محصول و خدمت (شکل ۱) یکی از مصادیق شخصی‌سازی معیارهای ارزیابی است. نکته مهم در میان معیارهای ارزیابی، اهمیت منابع انسانی شرکت سرمایه‌پذیر است؛ به‌طوری‌که تخصص، مهارت‌های ارتباطی، تاب‌آوری و چشم‌انداز گروه کارآفرین به‌عنوان اصلی‌ترین معیارها مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. این رویکرد کاملاً در راستای یافته‌های پژوهش داتزنبرگ و رگر (۲۰۱۰) قرار دارد که تأکید می‌کند موفقیت سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر در گرو توانمندی و انسجام گروه کارآفرین است (Dautzenberg & Reger, 2010).

یکی دیگر از تصمیمات راهبردی اسنواونچرز، تمرکز بر استارت‌آپ‌هایی است که اندازه بازار قابل توجهی دارند. در شرایطی که بازارهای مالی ایران عمق لازم را ندارند و سازوکارهای خروج محدود است، تمرکز بر صنایع و حوزه‌هایی که از ظرفیت بازار بزرگ و رشد بلندمدت برخوردارند، شانس موفقیت سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. این رویکرد با تحلیل بازارهای مالی نهادی ناکامل کاملاً سازگار است و نشان می‌دهد که اولویت‌بندی فرصت‌های سرمایه‌گذاری باید متناسب با واقعیت‌های هر بازار انجام گیرد (Fainshmidt & et al., 2016). درنهایت، یادگیری تدریجی برای بهبود فرایندها یکی از نقاط قوت کلیدی در عملکرد اسنواونچرز محسوب می‌شود. این صندوق، با تکیه بر فرایند آزمون و خطا، تجربه‌های خود را در پروژه‌های مختلف مستندسازی کرده و به مرور زمان مدل عملیاتی خود را بهبود بخشیده است.

۵-۳. تعامل نهادی

در بستر نهادی ایران که با حضور پررنگ دولت و پیچیدگی نهادهای رسمی و غیررسمی همراه است، تعامل نهادی نقشی اساسی در موفقیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی ایفا می‌کند. همان‌طور که در مطالعات پیشین نیز ذکر شده، ساختارهای پیچیده، ابهام در دستورالعمل‌ها و ناکارآمدی مقررات، عمدتاً مانع توسعه CVCها در ایران هستند (دانش‌نیا و دیگران، ۱۴۰۰). اسنواونچرز با وجود مواجهه با ابهام و پیچیدگی مقررات دولتی، تلاش نموده است با ایجاد ارتباط

فعال با نهادهای حاکمیتی، بخشی از این موانع را برطرف کند.

در ادامه، انعقاد تفاهم‌نامه با کارگزاران استانی و بهره‌گیری از شبکه کارگزاران منطقه‌ای، از عوامل مهم افزایش اعتماد به گروه‌های سرمایه‌پذیر و بهبود دسترسی به فرصت‌های سرمایه‌گذاری به‌شمار می‌رود. همان‌طور که پژوهش ژانگ و گو (Zhang & Guo, 2023) نیز تأیید می‌کند، حضور کارگزاران و واسطه‌های مورد اعتماد در شبکه‌های محلی، اعتماد لازم برای همکاری و جذب گروه‌های کارآفرین را تقویت می‌کند. این راهبرد به اسنواونچرز امکان داده تا هم ظرفیت شناسایی فرصت‌های مطلوب را بالا ببرد و هم به‌واسطه شبکه‌های اجتماعی و ارتباطات غیررسمی، هزینه‌های مبادله و ریسک‌های عملیاتی را کاهش دهد.

جلب اعتماد مالکان خانوادگی و تعامل مؤثر با آن‌ها، برای پیشگیری از چالش‌های حاکمیت شرکتی اهمیت ویژه‌ای داشته است. همان‌طور که پژوهش روسمین و همکاران (Rusmin & et al., 2011) نشان می‌دهد، ایجاد اعتماد و همراهی مالکان خانوادگی نه تنها مانع بروز تعارض منافع و محافظه‌کاری در سرمایه‌گذاری‌ها می‌شود بلکه زمینه پذیرش راهبردهای نوآورانه و سرمایه‌گذاری‌های جدید را تقویت می‌کند. در عمل، اسنواونچرز با شفاف‌سازی اهداف راهبردی و نمایش ارزش افزوده سرمایه‌گذاری‌های نوآورانه، موفق شده است جایگاه خود را در فضای مالکیتی گروه انتخاب تثبیت کند و نقش یک تسهیل‌گر فعال در زیست‌بوم نوآوری ایفا نماید.

در مجموع، تجربه اسنواونچرز حاکی از آن است که توسعه CVCها در ایران نه فقط به توانایی مالی و دانش فنی، بلکه بیش از هر چیز به قابلیت تعامل نهادی، استفاده هدفمند از سرمایه اجتماعی و جلب اعتماد بازیگران کلیدی - از مدیران ارشد تا مالکان خانوادگی و کارگزاران استانی - وابسته است. درنهایت می‌توان گفت تعامل نهادی برای اسنواونچرز یعنی تبدیل «ابهام نهادی» به «سرمایه عمل‌گرایانه». از منظر گونه‌های نظام نهادی، این بُعد همان جایی است که نقش دولت، سرمایه اجتماعی و الگوهای حاکمیت شرکتی با هم تلاقی می‌کنند و اگر درست مدیریت شوند، می‌توانند هم مشروعیت بیرونی ایجاد کنند و هم اصطکاک‌های اجرایی را کم کنند.

۴-۵. محدودیت‌ها

این پژوهش، علی‌رغم تلاش برای ارائه تحلیلی جامع از تجربه اسنواونچرز، با چند محدودیت همراه است:

نخست: حضور نویسنده به عنوان یکی از اعضای اولیه صندوق می تواند منجر به سوگیری در تفسیر داده ها شود؛ هرچند برای کاهش این احتمال، تحلیل داده ها و مرور یافته ها با همکاری یک پژوهشگر بی طرف و خارج از سازمان انجام شده است. دوم: ماهیت مطالعه موردی تک نمونه ای، به طور طبیعی تعمیم پذیری نتایج به سایر CVC ها را محدود می کند.

همچنین، تمرکز پژوهش بر یک بازه زمانی خاص ممکن است برخی تغییرات محیطی و نهادی بعدی را منعکس نکند. براین اساس، پیشنهاد می شود تحقیقات آینده با نمونه گیری از چند صندوق سرمایه گذاری خطرپذیر شرکتی در صنایع و مناطق مختلف، امکان مقایسه بین موردی و استخراج الگوهای مشترک و متمایز را فراهم کنند. علاوه بر این، انجام مطالعات طولی برای رصد پایداری اثرها و سنجش میزان تحقق هم راستایی راهبردی در بلندمدت، و به کارگیری روش های ترکیبی (کمی و کیفی) برای سنجش اثرهای مالی، فناورانه و نهادی CVC ها، می تواند به غنای ادبیات موضوع و ارتقای شواهد تجربی در زمینه تطبیق مدل های بین المللی با بسترهای نهادی ضعیف کمک کند.

نتیجه گیری

این پژوهش با اتخاذ رویکرد «انتقال کارکرد به جای انتقال شکل»، نشان داد که موفقیت CVC در اقتصادهای نهادی ضعیف زمانی محتمل است که سه سازوکار هم راستایی راهبردی، انطباق عملیاتی و تعامل نهادی به صورت هم بسته و یادگیرانه پیش بروند. برآیند سه مضمون نشان می دهد که الگوی پیشنهادی این مقاله، در عین تأیید برخی پیش فرض های کلان ادبیات موجود درباره اهمیت دولت، ساختارهای مالی و سرمایه اجتماعی در اقتصادهای در حال توسعه، یک گام جلوتر می رود و «سازوکارهای انطباق میان بعدی» را در سطح خرد اجرا آشکار می کند. هم راستایی راهبردی، به جای انتظار برای کمال نهادی در محیط، از مزیت های شرکتی برای خلق مسیرهای ارزش آفرینی استفاده می کند؛ انطباق عملیاتی، شکاف های مهارتی و اجرایی را با خدمات توانمندسازی و یادگیری تدریجی می پوشاند؛ و تعامل نهادی، با معماری اعتماد و استفاده هدفمند از ظرفیت های سیاستی، اصطکاک های محیطی را کاهش می دهد. این سه گانه، پاسخ یکپارچه ای به مسئله اصلی مقاله ارائه می کند: بازطراحی CVC در ایران و اقتصادهای مشابه، نه بازتولید فرم های نهادی کشورهای توسعه یافته بلکه طراحی کارکردهایی است که

به‌صورت هم‌افزا خلأهای نهادی را جبران کرده و امکان‌پذیری و اثربخشی سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی را افزایش می‌دهند.

پیشنهادهایی برای مدیران و سیاست‌گذاران

۱- تمرکز بر هم‌راستایی راهبردی با شرکت مادر: مدیران CVC لازم است از ابتدا تعریف روشن و مشترکی از منافع راهبردی سرمایه‌گذاری برای شرکت مادر ارائه دهند و این اهداف را با تحلیل صنعت و بازار هم‌راستا کنند. به‌جای تقلید از مدل‌های سرمایه‌گذاری مالی صرف، تمرکز بر خلق هم‌افزایی فناورانه، توسعه بازار، و حل مسائل شرکت مادر می‌تواند مشروعیت و پایداری فعالیت CVC را افزایش دهد.

۲- طراحی مدل‌های عملیاتی بومی‌شده و منعطف: الگوهای موفق در کشورهای توسعه‌یافته، لزوماً قابل پیاده‌سازی مستقیم در کشورهای در حال توسعه نیستند. مدیران CVC باید فرایندهای شناسایی، ارزیابی، توانمندسازی و خروج از سرمایه‌گذاری را متناسب با واقعیت‌های محلی و فرهنگ سازمانی بازطراحی کنند. بهره‌گیری از ظرفیت‌های داخلی، ترکیب خدمات مالی با غیرمالی و سرمایه‌گذاری در توانمندسازی منابع انسانی، از جمله راهکارهایی است که تجربه اسنواونچرز بر اثربخشی آن‌ها تأکید دارد.

۳- نقش‌آفرینی فعال در سطح نهادی و زیست‌بوم: در محیط‌هایی که ساختار نهادی بالغ نیست، انتظار برای اصلاحات از سطح حاکمیت ممکن است بسیار زمان‌بر و پُرهزینه باشد. بنابراین، CVCها باید خود را به‌عنوان کنشگران نهادی تعریف کرده و با تعامل فعال با نهادهای حاکمیتی، دانشگاه‌ها، صندوق‌های سیاست‌گذار و واسطه‌های نوآوری، به توانمندسازی زیست‌بوم کمک کنند. این تعامل می‌تواند در قالب شرکت در سیاست‌سازی، انتقال تجربه، توسعه زیرساخت‌های مشارکتی، و شکل‌دهی به استانداردهای حرفه‌ای باشد.

۴- شفاف‌سازی مزایا برای ساختارهای مالکیتی متمرکز و خانوادگی: در بسیاری از کشورهای در حال توسعه، ساختارهای مالکیتی سنتی و خانوادگی هنوز غالب‌اند و رویکرد آن‌ها به سرمایه‌گذاری خطرپذیر، محتاطانه است. تجربه اسنواونچرز نشان می‌دهد که با ارائه شفاف‌مزایای میان‌مدت، گزارش‌گیری مستمر از اثربخشی فعالیت‌ها، و برقراری ارتباط هدفمند میان نتایج فناورانه و مزایای راهبردی شرکت مادر، می‌توان اعتماد مالکان را جلب و حفظ کرد.

۵- بازتعریف مفهوم «موفقیت» در CVC متناسب با بستر محلی: در محیط‌هایی که

بازارهای مالی توسعه یافته و مسیرهای خروج نقدشونده وجود ندارد، موفقیت CVC نباید صرفاً بر اساس شاخص‌هایی مانند سودآوری یا تعداد خروج‌ها سنجیده شود. شاخص‌هایی مانند خلق ارزش فناورانه، ارتقای ظرفیت نوآوری در شرکت مادر، توسعه منابع انسانی و خلق زیرساخت‌های اکوسیستمی می‌توانند معیارهای واقع‌بینانه‌تری برای ارزیابی عملکرد باشند.

فهرست منابع

- پایگاه خبری جماران (شهریور ۱۴۰۲). سرمایه انسانی در خطر انقراض است! موج مهاجرت به جریان قدرتمندتری در بین کسب‌وکارها و مدیران ارشد شرکت‌ها در ایران تبدیل شده است: <https://www.jamاران.news/fa/tiny/news-1606283>
- پایگاه خبری کارآفرینی پرس (۱۴۰۰). سرآوا، اولین صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر خصوصی در ایران. بازیابی شده از: <https://karafarinipress.ir/news/10918>
- خبرگزاری ایرنا (۱۳۹۷). تاریخچه شکل‌گیری معاونت علمی و فناوری ریاست جمهوری. بازیابی شده از: <https://www.irna.ir/news/83007503>
- دانش نیا، محمد؛ صمدی، علی حسین؛ هادیان، ابراهیم و مرزبان، حسین (۱۴۰۰). بررسی موانع نهادی توسعه کارآفرینی و نقش دولت در تعدیل آن: مطالعه موردی ایران. فصلنامه راهبرد اقتصادی، ۱۰(۳۶)، ۷۱-۱۰۸.
- روزنامه شرق (آذر ۱۴۰۳). سرمایه‌گذاری در حوزه استارت‌آپی فاجعه‌بار است: <https://www.sharghdaily.com/fa/tiny/news-953455>
- مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی (۱۳۸۹). قانون حمایت از شرکت‌ها و مؤسسات دانش‌بنیان و تجاری‌سازی نوآوری‌ها و اختراعات. بازیابی شده از: <https://rc.majlis.ir/fa/law/show/789035>
- مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی (۱۴۰۱). قانون جهش تولید دانش‌بنیان. بازیابی شده از: <https://rc.majlis.ir/fa/law/show/1745108>
- نوبخت، محمدباقر؛ مجیدزاده، رضا و غلامی نجات، سعید (۱۳۹۲). بررسی مقایسه‌ای تجارب کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه در جهت پیشرفت: تحلیل مبتنی بر ماتریس تار و پود اجتماعی (SFM). فصلنامه راهبرد اقتصادی، ۵(۱۸)، ۱-۴۰.
- نوری، فرامرز و حسینی، سید صمد (۱۴۰۲). بوم نوآوری و فناوری در راستای توسعه؛ آسیب‌شناسی اجرای خط‌مشی‌های زیست‌بوم استانی توسعه

سرمایه‌گذاری خطرپذیر. فصلنامه حکمرانی متعالی، ۴(۴)، ۸۶-۱۱۰.

- Amore, M. D.; Murtinu, S., & Pelucco, V. (2025). Family firms in entrepreneurial finance: The case of corporate venture capital. *Journal of Banking & Finance*, (172), 107391. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2025.107391>.
- Blume, F., & Hsueh, J. W.-J. (2023). Opening the black box of venture capitalists' evaluation of entrepreneurial teams. *Journal of Small Business Management*. <https://doi.org/10.1080/00472778.2023.2199318>
- Bottazzi, L.; Rin, M. D., & Hellmann, T. (2016). *The Importance of Trust for Investment: Evidence from Venture Capital*. Review of Financial Studies. <https://doi.org/10.1093/RFS/HHW023>
- Boyeau-Debray, G.; Wei, S.-J.; Brooks, R.; Chang, C.; Feldstein, M.; Johnson, S.; Lardy, N. R.; Keidel, A.; Rajan, R.; Prasad, E., & Milkiewicz, H. (2005). *Pitfalls of a state-dominated financial system: the case of china*.
- Braun, V., & Clarke, V. (2006). Using thematic analysis in psychology. *Qualitative Research in Psychology*, 3(2), 77-101. <https://doi.org/10.1191/1478088706qp063oa>
- Bulfone, F.; Ergen, T., & Kalaitzake, M. (2022). *No strings attached: Corporate welfare, state intervention, and the issue of conditionality*. <https://doi.org/10.1177/10245294221101145>
- Çatak, Ç. (2023). *The role of government in entrepreneurial finance: venture capital investing and innovation*. Nişantaşı Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. <https://doi.org/10.52122/nisantasisbd.1352406>
- Colombo, M. G.; Montanaro, B., & Shafi, K. (2024). *Dancing with Strangers? Initial Trust and the Formation of Initial Ties Between New Ventures and Corporate Venture Capitalists*. <https://doi.org/10.1177/10422587241227635>
- Cumming, D. J., & Johan, S. (2015). Government intervention in the venture capital market. https://doi.org/10.1057/9781137541482_13
- Cumming, D. J., & Johan, S. A. (2014). *Venture capital and private equity contracting: An international perspective (2nd ed.)*. Academic Press
- Dautzenberg, K., & Reger, G. (2010). *Evaluation of entrepreneurial teams: early-stage investment decisions in new technology-based firms*. International Journal of Entrepreneurial Venturing. <https://doi.org/10.1504/IJEV.2010.033914>
- Dushnitsky, G.; Dushnitsky, G., & Shaver, M. (2009). *Limitations to Inter-Organizational Knowledge Acquisition: The Paradox of Corporate Venture Capital*. Social Science Research Network.
- Ehteshamnejad, E., & Pakzad, M. (2023). *Opportunities and Threats Based on Budget Laws and Strategies for Enhancing the Banking Performance of the Cooperative Development Bank*. <https://doi.org/10.61838/kman.ijimob.3.5.17>
- Fainshmidt, S.; Judge, W. Q.; Aguilera, R. V., & Smith, A. (2016). Varieties of institutional systems: A contextual taxonomy of

- understudied countries. *Journal of World Business*.
<https://doi.org/10.1016/j.jwb.2016.05.003>
- Gao, X., & Chen, Y. (2022). Research on the Function of Government Fund Support in Pharmaceutical Industry Technology Innovation. *Pharmacology & Pharmacy*. <https://doi.org/10.4236/pp.2022.1311035>
- Jurayevna, B. Z. (2022). *13 Government financing of startups*.
<https://doi.org/10.1515/9783110726312-017>
- Karsai, J. (2003). What has the state got to do with the venture capital market. *Acta Oeconomica*. <https://doi.org/10.1556/AOECON.53.2003.3.3>
- Khanin, D.; Ogilvie, K., & Leibsohn, D. (2012). International entrepreneurship, venture capital networks, and reinvestment decisions. *Journal of International Entrepreneurship*. <https://doi.org/10.1007/S10843-012-0085-6>
- Kim, P. H.; Lee, C.-S., & Reynolds, P. D. (2012). *Backed by the State: Social Protection and Starting Businesses in Knowledge-Intensive Industries*. [https://doi.org/10.1108/S1074-7540\(2012\)0000014005](https://doi.org/10.1108/S1074-7540(2012)0000014005)
- Lantz, J.-S.; Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2011). What Is the Real Role of Corporate Venture Capital. *International Journal of Business*.
- Lapidus, J. (2019). *State as Sponsor*. https://doi.org/10.1007/978-3-030-24784-3_4
- Mei, Z.; Zhang, J., & Zhou, Q. (2024). *The role of government in helping SMEs to access finance: An evolutionary game modeling and simulation approach*. PLOS ONE. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0315941>
- Pathak, S., & Muralidharan, E. (2014). *Societal-Level Collectivism and Trust: Influence on Social and Commercial Entrepreneurship*. Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2403894>
- Qian-you, M. (2010). *The role of government in venture capital finance: An economic analytical model*. IEEE International Conference on Information and Financial Engineering. <https://doi.org/10.1109/ICIFE.2010.5609449>
- Rusmin, R., Scully, G., & Tower, G. (2011). Family ownership, board independence and firm performance: Evidence from Indonesia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 7(1), 1–29.
- Scheela, W.; Isidro, E.; Jittrapanun, T., & Trang, N. T. T. (2015). Formal and informal venture capital investing in emerging economies in Southeast Asia. *Asia Pacific Journal of Management*.
<https://doi.org/10.1007/S10490-015-9420-5>
- Seoudi, I. (2015). *Public Policy for Venture Capital: An Integrated Framework*. The Global Journal of Business Research.
- Zhang, Y., & Guo, X. (2023). *The courage to venture: Revealing the effect of social trust on corporate venture capital*. PLOS ONE.
<https://doi.org/10.1371/journal.pone.0295844>