



ماهیت و نقش سرمایه گذاری مخاطره پذیر در اقتصاد (راهکارهای کاربردی برای ایران)

مهدی بیگدلو* - محمد اصولیان**

bigdelou@gmail.com

چکیده

سرمایه گذاری مخاطره پذیر به عنوان یکی از مهمترین منابع تامین مالی کسب و کارهای کارآفرینانه و تکنولوژیک نقش مهمی را در اقتصاد ایفاء می کند. اما این بحث در کشور ما مراحل آغازین معرفی خود را طی می کند و تاکنون آنگونه که بایسته و شایسته است مورد توجه قرار نگرفته است. از این رو در این نوشتار پس از بررسی نقش سرمایه گذاری مخاطره پذیر در اقتصاد به طور عام، پیشنهادهایی برای ایجاد و رشد این حوزه در کشورمان ارائه شده است، که امید می رود با همکاری تمامی عوامل موثر در این مقوله به زودی شاهد بازار یکپارچه سرمایه مخاطره پذیر در ایران باشیم.

واژه های کلیدی: سرمایه گذاری مخاطره پذیر، کارآفرینان، اقتصاد، کسب و کار، تامین مالی،

* کارشناس ارشد مدیریت مالی از دانشگاه تهران - واحد سرمایه گذاری مرکز گسترش فناوری اطلاعات (مگفا)

** دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه شهید بهشتی - شرکت سرمایه گذاری بیمه ایران

مقدمه

در طول سالهای اخیر، سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر به عنوان منبع جدید تامین مالی برای نوآوری‌های تکنولوژیک پدیدار شده است. به ویژه در ایالات متحده، بسیاری از شرکت‌های کوچک با تکنولوژی‌های پیشرفته از این منابع استفاده نمودند. اخیراً نقش این نوع سرمایه‌گذاری در کشورهای اروپایی و آسیایی بسیار مهم شده است. اگرچه شواهد در این زمینه اندک است اما در این مورد که سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌پذیر موجب انگیزش فعالیت‌های نوآوری می‌شوند، شکی وجود ندارد.

با وجود تسلط بانک‌ها به عنوان منبع بالقوه تامین مالی، با این حال از بسیاری از جنبه‌ها نگرانی فزاینده‌ای در مورد کمبود سرمایه ریسکی بلندمدت، در ساختار مالی بسیاری از شرکت‌های کوچک وجود دارد. اتکاء بر بدهی (وام) بانکی برای تامین مالی راه‌اندازی یا رشد و توسعه شرکت، ممکن است مسائل و مشکلات بیشتری را به وجود آورد. در میان آشکارترین آنها می‌توان به تحمیل شدن عارضه کوتاه‌مدت‌گرایی^۱ اشاره داشت. سرمایه به دست آمده از بدهی (وام)، سرمایه‌های صبور و شکیبایی نیست. مدت زمان وام‌های آن به ندرت از ۳ تا ۵ سال فراتر می‌رود. با این وجود و شاید مهمتر از آن، سرمایه ناشی از وام، سرمایه متعهدی نیست. این امکان برای وام وجود دارد که در برابر دارایی‌های کسب‌وکار یا دارایی‌های مالک تضمین شود. از سوی دیگر وام و استقراض بازپرداخت‌های دوره‌ای بهره (فرع وام) و پرداخت نهایی اصل وام را ایجاب می‌نماید. این عامل باعث می‌شود که در هنگام افت فروش یا دیگر فشارهایی که بر روی سودآوری و به ویژه بر روی جریان نقدی وارد می‌شود، شرکت در معرض تهدید قرار بگیرد. در چنین موقعیت‌هایی که شرکت از بازپرداخت‌های بدهی‌اش ناتوان می‌شود، بانک‌ها ممکن است به عنوان آخرین راه‌چاره دارایی‌ها را به مالکیت خود درآورند و یا شرکت را مجبور به تصفیه سازند (چرا که پس از دولت، بانک‌ها نخستین مدعیان بر روی دارایی‌های شرکت‌های معسر هستند). به همین دلیل صاحب‌نظران توصیه می‌کنند که برای شرکت‌ها یا دست‌کم شرکت‌های با پتانسیل رشد بالا، سرمایه‌های ریسکی متعهد و صبور که بازده آن پس از موفقیت قریب‌الوقوع شرکت حاصل می‌گردد، مناسب‌ترین انتخاب خواهند بود. [۲]

. short-termism

این گونه منابع تامین مالی برای کسب و کارهای جدید ایده آل محسوب می شوند، چرا که این منابع عمدتاً بر چشم انداز آتی شرکت تمرکز می کنند، در حالیکه بانکها اغلب عملکرد گذشته شرکت را به عنوان معیار اصلی مدنظر قرار می دهند. [۲]

از سوی دیگر از آنجا که نتیجه فعالیتهای نوآورانه تاحدی نامطمئن است، بانکها و صندوقهای دولتی رغبت چندانی برای سرمایه گذاری در آنها از خود نشان نمی دهند. از این رو معمولاً کارآفرینان در کشورهای پیشرفته و صنعتی جهت جذب سرمایه مورد نیاز خود به سراغ بازار سرمایه های مخاطره پذیر می روند. [۴]

ماهیت سرمایه گذاری مخاطره پذیر

همان گونه که از نام آن پیداست سرمایه ای است که به طور مشخص میزان زیادی ریسک را تقبل می کند. شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیر، شرکت های خصوصی و سودطلبی هستند که سرمایه خود را در فعالیتهای پرریسک یا نوپا سرمایه گذاری می نمایند. به طور تخصصی تر سرمایه گذاری مخاطره پذیر می تواند سرمایه گذاری مالی در شرکت هایی تعریف شود که هنوز قیمتی برای آنها تعیین نشده است و دارای پتانسیل رشد چشمگیری می باشند. [۹] در تعریفی دیگر سرمایه گذاری مخاطره پذیر نوعی سرمایه گذاری بلندمدت با ریسک ارزش گذاری نشده^۲ در سهام^۳ شرکت های جدید معرفی شده است که پاداش اولیه آن عبارتست از سود سرمایه ای (افزایش قیمت سهام) محتمل به علاوه بازده نقدی حاصل از سود تقسیمی سهام، که توسط سرمایه گذاران حرفه ای انجام می شود. [۱۱] OECD آنرا بصورت زیر تعریف نموده است: سرمایه هایی هستند که بوسیله شرکت هایی که در صنایع نوپا، یا شرکت هایی که در بازار سهام قیمتی ندارند تامین می شوند.

همچنین در تعریف این سرمایه گذاری آمده است: سرمایه گذاری در یک صنعت نوپا به منظور تحقق نرخ رشد بالا؛ صنعتی که دسترسی به بازار سرمایه ندارد^۴. و یا مبالغی که با هدف کسب مالکیت و یا کنترل یک شرکت نوپا و دارای پتانسیل رشد بالا به صورت اعطایی سرمایه گذاری می شود^۵. [۳] به عبارت دیگر افراد یا شرکت هایی هستند که سرمایه هایشان را در فعالیتهای پرخطر یا نوپا سرمایه گذاری می نمایند، که به این سرمایه های به کار رفته در

unquoted risk

Equity

Hypertextual finance Glossary

Corporate Governance Glossary

فعالیت‌های پرریسک سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر می‌گویند. هدف این سرمایه‌گذاران این است که از این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها بازده‌های بالاتر از دیگر فرصت‌ها کسب کنند. از سوی دیگر بازده ناشی از سودسرمایه آن با ریسک مزاد و غیرنقدینه بودن سرمایه‌گذاری (بدین معنا که طرح سرمایه‌گذاری از توان نقدشوندگی بالایی بهره‌مند نیست و هرزمان که سرمایه‌گذاران بخواهند سهام خود را به فروش رسانند نمی‌توانند به سادگی مشتری مورد نظر را برای خرید سهام خود بیابند) همراه است که نمی‌تواند در طول مدت تعهد به کسب‌وکار آزادانه مورد مبادله قرار گیرد.

[۹]

سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر وجوهی است که به همراه کمک‌های مدیریتی، توسط افراد حرفه‌ای وابسته به شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در اختیار شرکت‌های نوپا، کوچک و در حال رشد و دارای آتیه قرار می‌گیرد. شرکت‌های حرفه‌ای سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر، شرکت‌ها (صندوقها) و تعاونیهایی هستند که منابع مالی را عمدتاً از صندوق‌های بازنشستگی، بنیادها، شرکت‌ها، افراد ثروتمند، سرمایه‌گذاران خارجی یا از منابع خودشان تامین می‌کنند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر به دنبال کسب درآمد جاری و مستمر از سرمایه‌گذاری خود نیستند و در صورتی که

کسب‌وکار مورد نظر سودآور باشد، سود سرمایه‌گذاری آنها از طریق فروش سهم مالکیتشان محقق می‌گردد. [۵]

بیش از یک سوم از سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر منتج به شکست و زیان می‌شود. سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر غالباً در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که هنوز هیچ گونه درآمدی را ایجاد نکرده‌اند و محصولی را در جریان تولید ندارند و از یک تیم کامل مدیریتی و باتجربه نیز بهره‌مند نیستند. [۷]

بر طبق تعریف بش (۱۹۹۸ Betsch)، سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر عبارت است از سرمایه‌گذاری در اوراق سهام شرکت‌های کوچک و یا متوسط که از پتانسیل رشد بالایی برخوردار هستند و معمولاً از نوآوری‌های تکنولوژیکی بهره می‌برند. سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر می‌تواند به واسطه موارد ذیل شکاف‌ها و خلاءهای تامین مالی کارآفرینان را پر کند:

- هیچ تعهدی برای بازپرداخت سرمایه وجود ندارد.
- سرمایه‌گذار در سهام شرکت، حق‌الغای تامین مالی را ندارد.
- هیچ ضرورت و نیازی برای پرداخت بهره وجود ندارد.
- سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در موارد ورشکستگی از بین خواهد رفت. (Betsch ۱۹۹۸)

سرمایه گذاری مخاطره پذیر پل ارتباطی میان سطوح سرمایه‌ای است که از یک سو توسط بنیانگذار، خویشاوندان و دوستان^۱ (The ۳Fs) و سرمایه‌گذاران شخصی تامین شده است - که اغلب در مرحله ساخت نمونه اولیه محصول، یا اصلاح و آزمایش مفهوم و نیز در مراحل آغازین (در صورتی که کارآفرین تکنولوژیک باشد) به مصرف رسیده و تمام شده است- و از سوی دیگر مبالغ فراوان مورد نیاز برای قرار گرفتن در فهرست بورس اوراق بهادار و جذب سرمایه‌گذاران نهادی است که در حجم بالا معامله می‌کنند. (نمایه ۱) [۱]

بلوغ	رشد	جوانی	بذرپاشی
بازار سهام			
سرمایه‌گذاران نهادی			
سود انباشته			
سرمایه‌گذاری مخاطره پذیر			
بانک‌ها			
سرمایه‌گذاران غیر رسمی			
خویشاوندان / دوستان			
سرمایه شخصی			
نمایه (۱) : الگوی مرحله ای تامین مالی			

بطور سنتی سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر به شرکت‌های جوان و یا در حال رشد با پتانسیل بالا باری می‌رساند، و غالباً مکمل تامین مالی از طریق بدهی (وام) محسوب می‌گردد. با این حال سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر اساساً به اوراق بهادار گرایش دارد.

نویسندگانی به نام‌های میسون و هریسون (Mason & Harrison) معتقدند "هدف سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر به جای اینکه به بهره و یا درآمد حاصل از سود تقسیمی معطوف باشد، به دست آوردن بازده سرمایه‌گذاری بالا به شکل سود سرمایه‌ای است که از طریق خروج سرمایه‌گذاری حاصل شده است و این خود از فروش اوراق سهام به دست

¹ . Founder, Family and Friends

آمده است. خروج عموماً از مسیر عرضه عمومی اولیه (IPO) که متضمن شناور شدن شرکت در بازار سهامی است که سهام شرکت آزادانه در آنجا مبادله می‌شود و یا از مسیر فروش کلی شرکت همراه با دیگر سهامداران شرکت به یک شرکت دیگر حاصل می‌گردد. [۱۰]

شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر، همچون بسیاری از شرکت‌های فعال در بخش خصوصی، به منظور افزایش ثروت سهامداران خود راه‌اندازی می‌شوند، بدین معنا که کاملاً انتفاعی عمل می‌کنند. منطق حاکم بر شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر چنین عنوان شده است: "انتظار می‌رود پرتفوی متنوعی از پروژه‌های پرمخاطره ولی با بازده و سودآوری بالا، ارزشی به مراتب بیشتر از پرتفوی متشکل از پروژه‌های کم‌مخاطره و با بازده پایین داشته باشد. [۸]"

سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر دارای ویژگیهای خاصی است که آنرا از دیگر انواع سرمایه‌گذاری‌ها مشخص می‌نماید. مهمترین این ویژگیها عبارتند از:

- (ثبت نبودن در فهرست شرکتهای مجاز به حضور در بورس اوراق بهادار و سهام
- (در نظر داشتن دوره بازگشت سرمایه‌ای در حدود پنج تا هفت سال
- (بهره‌گیری از ساختار سرمایه‌گذاری مشارکتی
- (دارای ساختار مالکیت خصوصی
- (انحلال مشارکت در سرمایه‌گذاری پس از رسیدن به مرحله سوددهی
- (دارای ریسک بالا (به دلیل نوآوری بالا)
- (نبود اطلاعات بازار و پیشینه فنی-اقتصادی بدلیل جدید بودن سرمایه‌گذاری [۳]
- سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر نیز ویژگیهایی دارند که آنها را از دیگر سرمایه‌گذاران متمایز می‌سازد.
- (منابع مالی شرکتهای جدید، کوچک و به سرعت در حال رشد را تامین می‌کنند.
- (در مالکیت این شرکتهای سهام می‌شوند.
- (در توسعه محصولات و خدمات جدید کمک می‌کنند.
- (با مشارکت فعالانه خود برای کسب و کار مورد نظر ارزش افزایی می‌کنند.
- (با انتظار بازدهی فراوان، ریسک بالایی را می‌پذیرند.

(افق سرمایه‌گذاری بلندمدت دارند. [۵]

به علت ریسک ذاتی نهفته در موفقیت طرحهای کارآفرینی و فعالیتهای نوآورانه و همچنین ماهیت بلندمدت بازگشت سرمایه در این نوع طرحها، بسیاری از سرمایه‌گذاران تمایلی به سرمایه‌گذاری در این گونه طرحها ندارند.

انواع گوناگون سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر

در این چارچوب گسترده انواع گوناگون سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر تحت عناوین رایج ذیل طبقه بندی شده‌اند: [۹]

◀ سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر نهادی (یا سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر رسمی)^۷:

سرمایه‌گذاری در طرحهای نوپای کارآفرینانه که توسط افراد حرفه‌ای تمام وقت مورد ارزیابی قرار گرفته و منابع مالی خود را از صندوقهای بازنشستگی، بانکها، شرکت‌های بیمه و دیگر موسسات مالی تامین می‌کنند.

◀ سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر غیررسمی (تامین مالی توسط فرشتگان کسبوکار)^۸:

سرمایه‌گذاری توسط اشخاص خصوصی ثروتمند که منابع مالی خود را برای سرمایه‌گذاری در فرصت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌ای که بر پایه تجربیات یا علائق آنها قرار دارد، در اختیار می‌گذارند. فرشتگان کسبوکار معمولاً مدیران ارشد بازنشسته شرکت‌های بزرگ و یا کارآفرینانی هستند که شرکت‌های خود را فروخته‌اند و اکنون می‌خواهند از پول خود استفاده کنند.

◀ سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر شرکتی^۹:

تعداد اندکی از سرمایه‌گذاری‌ها نیز توسط شرکت‌های بزرگ در بنگاه‌های کوچکتر صورت می‌گیرد که هدف از آن پیگیری اهداف استراتژیک شرکت (نظیر دستیابی به روزنه‌ای در تکنولوژی جدید) است تا اینکه صرفاً دستیابی به منافع مالی حاصل از آن مدنظر باشد. همانگونه که مک نلی^{۱۰} آورده است، "ترکیب دانش فنی، کارایی مبتکرانه و انعطاف پذیری یک شرکت کوچک با منابع مالی، تولید، بازاریابی و توزیع یک شرکت بزرگ می‌تواند فرصت‌هایی را برای هم‌افزایی فراهم سازد که در به دست آوردن مزیت رقابتی هر دو شرکت نقشی مهم را ایفا می‌کند".

.Institutional venture capital (or formal venture capital)

.Informal venture capital (or business angel finance)

. Corporate venture capital (or corporate venturing)

. McNally

◀ سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر بخش عمومی^{۱۱}:

در حالیکه دولت‌ها نقش عمده‌ای را در تشویق سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر بخش عمومی ایفا می‌کنند (از طریق سیاست‌گذاری‌هایی نظیر طرح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها یا ارائه مشوق‌های مالیاتی) با این وجود ممکن است مستقیماً به عنوان ارائه دهنده اعتبار به طرح‌های مخاطره‌آمیز نیز عمل نمایند. با این وجود روند به گونه‌ای موکد به سمت همکاری‌های پیوندی عمومی- خصوصی جریان دارد.

در هر حال با وجود رشد در سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر بخش عمومی و سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر شرکتی، این دو نوع سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر هنوز هم بخش نسبتاً کوچکی از سرمایه‌گذاری در سهام بخش خصوصی به شمار می‌روند و سرمایه‌گذاری‌های انبوه در حوزه سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر نهادی و فرشتگان کسب‌وکار باقی مانده‌اند.

نقش سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در اقتصاد

برای شرکت‌هایی که در حال راه‌اندازی هستند، بانکها منبع مالی بهینه‌ای نیستند، ضمن اینکه معمولاً بانکها از تامین سرمایه طرح‌های پرریسک روی گردان هستند. طرح‌های در حال راه‌اندازی مخاطره‌آمیز دارای داراییهای مشهود کمی می‌باشند و این امر نیز برای بانکها تامین سرمایه را مشکل‌تر می‌سازد. حتی در کشورهایی چون آلمان و ژاپن هم که بانکها می‌توانند سهام را نزد خود نگه دارند شرکت‌های در حال سرمایه‌گذاری با سرمایه مخاطره‌پذیر تمام توسط بانکها تامین مالی نمی‌شوند. از اینرو لزوم وجود موسساتی که نقش میانجی و تامین کننده سرمایه شرکت‌های در حال راه‌اندازی با ریسک بالا را ایفا می‌کنند احساس می‌شود. [۶]

بدیهی است که اگر آنرا در زمره سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های کوچکتر و با نگاه به سودسرمایه‌ای به حساب آوریم، سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر پدیده‌ای جدید محسوب نمی‌گردد. در سرتاسر تاریخ، اشخاص ثروتمندی به طور مستمر در طرح‌ها یا شرکت‌های کوچکتر سرمایه‌گذاری نموده و در بخشی از ریسک سهیم می‌شدند، در مقابل از منافع آن هم سهم می‌بردند. با این حال در شکل رسمی و نهادی‌اش، سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر پدیده نوینی است که آغاز آن به دوره پس از جنگ جهانی دوم برمی‌گردد. پیدایش صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر نهادی در



ایالات متحده با تشکیل شرکت تحقیق و توسعه آمریکایی^{۱۲} (ARD) در سال ۱۹۴۶، و در بریتانیا با پا گرفتن شرکت تامین مالی تجاری و صنعتی^{۱۳} توسط بانک انگلستان در سال ۱۹۴۵ شکل گرفته است. با این وجود تا همین اواخر رشد سرمایه گذاری های این صنعت چندان قابل توجه نبوده است. شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیر میانجی هایی هستند که ارتباط میان سرمایه گذاران و شرکت های سرمایه پذیر (کارآفرینان) را ممکن می سازند. در واقع نقش آنها در حکم واسطه های ضروری فرایند سرمایه گذاری مخاطره پذیر است. (نمایه ۲) [۱]

. American Research and Development Corporation
.Industrial and Commercial Finance Corporation (ICFC or i plc)



همان گونه که نمایه (۲) آشکار نموده است، کارکرد و تاثیر اقتصادی سرمایه گذاری مخاطره پذیر تابعی است از تعدادی از شرایط اساسی طرف عرضه و تقاضا. در سمت تقاضا، جریان پروژه های کارآفرینانه خواهان دستیابی سرمایه ناشی از خرید سهام هستند که عنصری الزامی برای یک سیستم موفق سرمایه گذاری مخاطره پذیر است. این عامل نیز به نوبه خود می تواند تابعی باشد از سیستم های آموزشی، نوآوری و فرهنگ غالب جامعه که تحت تاثیر شرایط نهادی همچون ماهیت و میزان اخذ مالیات، قوانین و مقررات و ... تسهیل خواهد شد یا با مانع روبرو خواهد شد. در سمت

عرضه، جریان وجوه سرمایه‌های مخاطره‌پذیر توسط شرایط دیگر همچون کارایی بازارهای مالی، در دسترس بودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری جایگزین، نگرش‌های سرمایه‌گذاران به ریسک و بازده، سیستم‌های مالیاتی و چشم‌انداز رشد کلی اقتصاد تعیین خواهد شد. با این حال سازوکار عرضه و تقاضا تا زمانی که به صورت مستقل عمل کنند، ارزش چندانی نخواهند داشت. مطمئناً این نکته تصادفی نخواهد بود که اقتصادهایی که موانع نهادی کمی را برای کارآفرینی ایجاد می‌کنند، از صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر پویاتری نیز برخوردارند و بالعکس. کشورهایی با سطوح بالای فعالیت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر، موانع کمتری را برای کارآفرینی ایجاد نموده‌اند؛ که از جمله آنها می‌توان به ایالات متحده آمریکا، بریتانیا، کانادا و سوئد اشاره داشت. در مقابل کشورهایی همچون فرانسه، ایتالیا، اتریش و سوئیس که سطوح پایین‌تری در فعالیت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر دارا هستند، نسبتاً موانع بیشتری را نیز برای کارآفرینی دارند.

با وجود رابطه بالقوه منفی میان فعالیت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر و موانع کارآفرینی، نقش سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر به عنوان میانجی، یکسان باقی مانده است. در این مدل نظام‌مند (سیستماتیک) سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر تخصص ارزیابی، یاری‌رسانی و نظارت بر شرکت‌های پرریسک را فراهم می‌سازند. کارآفرینان خواهان سرمایه هستند و سرمایه‌گذاران خواهان تخصص و آگاهی. شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر مشکل نامتقارن بودن اطلاعاتی^{۱۴} را کمرنگ می‌سازند (بدین معنا که هزینه‌های اطلاعات ناقص را کاهش می‌دهند) و منابع مالی و کمک‌های مشورتی را به شرکت‌های سرمایه‌پذیر و تخصص را به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند. [۹]

در جایی که عرضه‌کنندگان سرمایه (سرمایه‌گذاران در جستجوی فرصت‌های سودآور) و تقاضاکنندگان سرمایه (کارآفرینان در جستجوی منابع مالی) برای سازگاری با یکدیگر با هزینه و ریسک بالایی مواجه می‌گردند سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر امکان ارتباط و پیوند میان این دو گروه را فراهم می‌سازند. [۶]

با این وجود آنها واسطه‌ای ساده میان سرمایه‌گذاران و شرکت‌هایی که سرمایه مخاطره‌پذیر را دریافت می‌کنند نیستند؛ بلکه اغلب در تصمیم‌گیری‌های استراتژیک کسب و کارهای سرمایه‌پذیر مشارکت می‌کنند. بسیاری از غولهای تجاری کنونی دنیا همانند مایکروسافت، اینتل، سان میکرو سیستم، کامپگ، فدرال اکسپرس، دیجیتال اکوئپیمنت، اپل، اوراکل، خودکار پارکر و هزاران شرکت مشهور دیگر اکنون از سرمایه مخاطره‌پذیر تامین مالی شده‌اند.

شرکتهای سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر تبدیل دستاوردهای علمی و تکنولوژیک را به منافع اقتصادی تسهیل می‌کنند و کارآفرینی تکنولوژیک را ترویج می‌کنند. [۱]

اما سرانجام همان‌گونه که نمایه (۲) اشاره دارد، بحث اصلی اینجاست که مشارکت سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر به عملکرد برتر شرکتهای سرمایه‌پذیر و رشد آنها و نهایتاً به رشد کلی اقتصاد منجر می‌شود.

سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر از سه روش می‌تواند رشد اقتصادی را تحقق بخشد. نخست اینکه سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر با تامین مالی وجوه مورد نیاز کارآفرینان آنها را برای راه‌اندازی کسب‌وکارهایشان یاری می‌کند. بدین ترتیب با راه‌اندازی شرکت کارآفرینانه تولید (و به تبع آن تقاضای مشتقه) رو به افزایش می‌گذارد و این امر به صورت کلان سبب می‌شود که درآمدی ملی افزایش یافته و رشد اقتصادی تحقق یابد. دوم اینکه آنها با تامین مالی شرکتهای کارآفرینی موجبات اشتغال تعداد بسیاری دیگر را نیز فراهم می‌آورند. با اشتغال این افراد و کسب درآمد و ایجاد قدرت خرید در آنان می‌توان تقاضایی اضافی برای اقتصاد ایجاد نمود که این امر نیز خود موجب افزایش تولید در اقتصاد خواهد شد. سرانجام اینکه شرکتهای سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر با تامین مالی نوآوریهای تکنولوژیک فرصت پیدایش و معرفی محصولی جدید را فراهم می‌آورند که این امر منجر به ایجاد تقاضای جدیدی شده و تولید درآمد را افزایش خواهد داد. ضمن اینکه به ارتقاء کیفیت و سطح زندگی جامعه و برآورده ساختن نیازهای تامین نشده نیز کمک می‌کند. همچنین دسترسی به منابع مالی برای کارآفرینان و پژوهشگران عاملی مهم در ایجاد و بهره‌گیری از توان فناوری در اقتصاد ملی است.

همان‌گونه که در نمایه [۳] مشاهده می‌شود، سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر در مرحله‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی تمایلی به سرمایه‌گذاری ندارند و بازار سهام نیز آمادگی پذیرش چنین کسب‌وکاری را ندارند وارد می‌شوند و با تامین مالی کسب‌وکار نوپا یا در حال رشد شرایط را برای توسعه کسب‌وکار فراهم می‌سازند.



نمایه (۳) : نقش سرمایه گذاری مخاطره پذیر در گذار از مراحل اولیه راه اندازی شرکت تا عمومی شدن

هر شخصی قادر به راه اندازی یک کسب و کار نیست و نیز هر شخصی که کسب و کاری را راه اندازی کرد، لزوماً قادر به مدیریت مناسب آن نمی باشد. برای اینکه یک طرح کسب و کار موفق شود می بایستی از مدیریت مناسب و توانا بهره برد. در این فرایند شرکتهای سرمایه گذاری مخاطره پذیر از طریق فراهم نمودن زمینه های مدیریت مناسب و توانا به موفقیت پروژه کمک می کنند. آنها همچنین در فرایند توسعه مهارت های مدیر طرح نقش بسزایی را ایفا می کنند.

سرمایه گذاران مخاطره پذیر در کمک به چالشها کارآفرینی نقش برجسته ای دارند. فرصتهای ایجاد محصولات جدید به عنوان نتیجه نوآوری تکنولوژیک و یا تغییر متغیرهای بازار (همانند تغییر نیازها، خواستهها، سلیقه و خدمات)

افزایش می یابد، در حالیکه توانایی کشف این فرصتها در میان افراد پایین می باشد. [۶]

شرکتهای سرمایه گذاری مخاطره پذیر ریسک سرمایه گذاران در این شرکتهای را از طرق مختلفی کاهش می دهد. آنها بواسطه تخصصی که در ارزیابی این گونه طرحها پیدا کرده اند و همچنین با از میان برداشتن مانع نامتقارنی اطلاعات، محدودیت نبود و یا کمبود اطلاعات و وجود اطلاعات غلط را از بین برده اند. افزون بر این آنها از طریق ایجاد پرتفولیوهایی از سهام کسب و کارهای مختلف با کاهش ریسک غیرسیستماتیک مجموعه، ریسک را برای شرکت خود به حداقل می رسانند. همچنین آنها می توانند با مشارکت هایی که با سرمایه گذاران مشابه دارند بخشی از ریسک را انتقال دهند. شرکتهای سرمایه گذاری مخاطره پذیر می توانند با ایجاد تنوع سرمایه گذاری در طول مراحل گوناگون

چرخه عمر شرکتها و همچنین تنوع صنعتی و محصولی ریسک خود را باز هم کاهش بخشند و سرانجام اینکه آنها با مشاوره و کمک در مدیریت، برنامه ریزی، بازاریابی، فروش و ... شرکت‌های نوپا، ریسک تصمیمات غلط مدیران کم تجربه را به حداقل می‌رسانند.

کسانی که این گونه سرمایه‌گذاری می‌کنند ممکن است در سرمایه‌گذاریشان گاه تا ۱۰۰ درصد یا بیشتر بازده کسب نمایند. در طول سالهای گذشته میانگین این نرخ در کشورهای صنعتی ۱۵ تا ۲۰ درصد بوده است. سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر در جستجوی معاملاتی هستند که سرمایه‌شان ۱۰ تا ۲۰ برابر شود.

در حالی که مشاهده اثر سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در کل اقتصاد به طور روشن مشخص شده نیست، با این وجود توافق عمومی وجود دارد که این سرمایه‌گذاری ابزاری برای رشد شتابان نوآوری و تجاری نمودن آن در بازار محسوب می‌گردد.

از سوی دیگر توانایی ایجاد فرصتهای متنوع شغلی در این گونه سرمایه‌گذاری‌ها نیز از جمله حیطه‌هایی است این سرمایه‌گذاری‌ها در اقتصاد اثرگذار می‌باشند. مطالعه سالانه انجمن سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در سال ۱۹۹۷ نشان داد که بین سالهای ۱۹۹۱ تا ۱۹۹۵، شرکت‌هایی که با سرمایه مخاطره‌پذیر فعالیت می‌نموده‌اند، به طور متوسط در هر سال ۳۴ درصد کارکنانشان را افزایش داده‌اند، در حالیکه در همان زمان مجله فورچون در مورد ۵۰۰ شرکت برتر دنیا اظهار نمود که نرخ رشد اشتغال این شرکتها ۴ درصد در هر سال بوده است.

سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر نقشی بسیار مهم در فعالیتهای مربوط به نوآوری و صنایع‌های تک دارند. در سال ۱۹۹۹ بیش از ۷۱ درصد این نوع سرمایه‌گذاری‌ها در بخش تکنولوژی اطلاعات انجام شده است. (OECD ۲۰۰۰) مطالعات NBER نشان می‌دهد که حضور سرمایه‌های مربوط به فعالیتهای مخاطره‌آمیز در یک صنعت، نرخ ثبت اختراع و نوآوری را به طور چشمگیری افزایش می‌دهد.

کمپانی‌های کوچک از سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر برای تامین مالی خودشان استفاده می‌کنند چون آنها توانایی گرفتن وام به اندازه کافی را ندارند. به علاوه شرکت‌های بزرگ غیرمالی^{۱۵} مانند IBM و اینتل خودشان بخشی یا صندوقی بنام سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر راه می‌اندازند تا موج نوآوری‌ها و ایده‌های نو را که در سراسر نقاط دنیا اتفاق می‌افتد را از دست نداده، و بتوانند از آنها استفاده نمایند.

. non-financial

در اینجا لازم است که چند نکته یادآوری شود :

۱- کسب و کارها تنها هنگام راه اندازی از سرمایه های مخاطره پذیر استفاده نمی کنند، بلکه در طول عمر از آن بهره می برند.

۲- سرمایه گذاری مخاطره پذیر تنها در تکنولوژیهای پیشرفته صورت نمی گیرد بلکه در تولیدات صنعتی، خدماتی و حمل و نقل نیز انجام می پذیرد.

۳- سرمایه گذاری مخاطره پذیر همیشه سرمایه گذاری با ریسک بالا نیست؛ سرمایه گذاری مخاطره پذیر آمریکایی از همتایان اروپایی خود پرریسک تر هستند. آمریکایی ها بیشتر در راه اندازی کسب و کارهای جدید درگیر می شوند اما اروپایی ها در توسعه کسب و کارهای موجود فعالیت دارند.

کارشناسان توافق دارند که سرمایه گذاری مخاطره پذیر یک کسب و کار با ریسک بالاست^{۱۶} چون بسیاری از این سرمایه گذاری ها شکست می خورند یا اینکه بازده بسیار پایینی دارند. بری (۱۹۹۴)، عنوان می کند که سرمایه گذاران مخاطره پذیر ریسک بالایی را تقبل می کنند که انتظار می رود بیشتر از متوسط (میانگین بازده اوراق سهام شرکتها) پاداش داشته باشند. [۷]

پیشنهادهایی در مورد ایران

پیشنهاد می شود که از سوی مسئولان مربوطه سیاستگذاری هایی برای هر دو وجه عرضه و تقاضای سرمایه گذاری مخاطره پذیر انجام پذیرد. می توان با بکارگیری راهکارهای در ادامه پیشنهاد شده است، زمینه لازم را برای عرضه و تقاضا و تشویق سرمایه گذاری مخاطره پذیر فراهم آورد.

❖ سیاستهای معطوف به سمت تقاضای سرمایه گذاری مخاطره پذیر

◀ گسترش فرهنگ کارآفرینی و نوآوری

رواج کارآفرینی در جامعه مهمترین عامل موثر بر راه اندازی شرکتهای نوپا و به تبع آن مهمترین عامل در جهت افزایش تقاضا برای سرمایه گذاری مخاطره پذیر است. باید توجه داشت که هرگونه تغییری در این ویژگی به سختی و در بلندمدت حاصل می شود.

◀ آموزشهای آکادمیک و پودمانی کارآفرینی و چگونگی راهاندازی کسب و کارها

یکی دیگر از راههای گسترش کارآفرینی، توسعه آموزشهایی است که در دانشگاهها و مراکز آموزشی ارائه می‌گردد. می‌توان با تدوین برنامه‌هایی دوره‌هایی را برای این آموزشها ایجاد نمود.

◀ تسهیل فرایندهای ایجاد کسب و کارهای کوچک و نوپا

با تسهیل نمودن فرایندهای ایجاد کسب و کارهای کوچک، شرکتهای بیشتری می‌توانند فعالیت خود را آغاز نمایند که این امر با ایجاد تقاضا برای سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر می‌تواند در شکوفایی این صنعت موثر باشد.

❖ سیاستهای معطوف به سمت عرضه‌ی سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر

◀ تسهیل زمینه‌ها و فراهم نمودن سازوکار خروج

خروج از سرمایه‌گذاری و توان نقدشوندگی سرمایه و دریافت سود سرمایه‌گذاری تاثیر شگرف بر فعالیتهای سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در اقتصاد دارد. خروج از سرمایه‌گذاری منوط به وجود بازارهای سرمایه تخصصی برای این امر و وجود بازارهای اولیه (مانند بانکهای سرمایه‌گذاری) و بازار خارج از بورس (OTC) خواهد بود و برای گسترش فعالیت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر باید این ابزارها ایجاد گردند. همچنین می‌توان برای معاملات سهام شرکتهای کوچک، یک بازار سهام سازمان‌یافته و منسجم را ایجاد کرد.

◀ کارشناسان و متخصصان سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر

فعالیتهای سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر، فعالیتی است پیچیده و خطیر که تخصص خاص خود را داراست و هم در مرحله ارزیابی (پیش از سرمایه‌گذاری) و هم در مرحله کمک و مشاوره (پس از سرمایه‌گذاری) نیازمند کارشناسانی حرفه‌ای است. از این رو آموزشهای تخصصی تحلیلگران این حوزه اولویت بالایی دارا هستند و باید پیش از توسعه این حوزه کاملا مورد توجه قرار گیرد.

◀ اصلاح قوانین مالیاتی

قوانین و سیاستهای مالیاتی در هر کشور، عاملی تاثیرگذار در روند و میزان سرمایه‌گذاری و کارآفرینی محسوب می‌گردد. پیشنهاد می‌شود دولت با کاهش نرخ مالیات بر سود (درآمد) شرکتهای نوپا در سالهای آغازین فعالیت، باعث افزایش میزان سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر گردد. معافیتهای مالیاتی انتقالی به سالهای بعد ناشی از زیانهای

سالهای اولیه فعالیت نیز از جمله مواردی است که می‌تواند برای سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر به صورت مشوق عمل نماید.

◀ مقررات حاکم بر بانکها، بیمه‌ها و صندوقهای بازنشستگی

بخش قابل توجهی از منابع سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر از طریق این نهادها تامین می‌شود. با این وجود به دلیل مقررات خاص حاکم بر این بخشها، آنها بسیار ریسک‌گریز بوده و براهتی منابع خود را در اختیار چنین شرکت‌هایی قرار نخواهند داد. در مورد صندوقهای بازنشستگی نیز این نارسایی وجود دارد که به علت حجم پایین وجوه در اختیار و همچنین ساختار دولتی حاکم بر آنها تمایل چندانی به سرمایه‌گذاریهای پرریسک وجود ندارد که می‌توان با اصلاح ساختار و فرایندها و نیز مدیریت آنها را در جهت توسعه سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر همسو نمود. در مورد بنیادهای وقفی در کشور نیز باید گفت که آنها اکنون ترجیح می‌دهند سرمایه‌گذاری‌های خود را خارج از حیطه‌های تجاری متمرکز سازند، در حالی که با فرهنگ سازی و اصلاح برداشتهای منفی نسبت به فعالیت تجاری می‌توان ضرورت تولید ثروت و از بین بردن فقر از این طریق، و همچنین توان بالقوه این کسب و کارها را ایجاد اشتغال را برای آنها روشن نمود.

◀ امنیت سرمایه‌گذاری‌ها

سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر همچون دیگر سرمایه‌گذاران حساسیت بالایی به شرایط محیطی، سیاسی، اجتماعی و اقتصادی دارند. این نوع سرمایه‌گذاریها هم تنها در مناطق امن و باثبات می‌تواند رشد و گسترش پیدا کند.

◀ ارائه مشوقهای مالی

یکی از فعالیتهایی که دولت می‌تواند از طریق آن به شکل‌گیری سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر کمک کند ارائه مشوقهای مالی به سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر است که توانستند به اهداف خود به صورت انتفاعی جامعه عمل بپوشانند. این مشوقها می‌تواند همانند جایزه‌های صادرکنندگان نمونه که از سوی وزارت بازرگانی اعطاء می‌شود، ارائه گردد. همچنین دولت می‌تواند از طریق اعطای وام و کمکهای مالی به شکل‌گیری شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر کمک نماید.

❖ سیاست‌های معطوف به هر دو سمت عرضه و تقاضای سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر

◀ اصلاح قوانین و مقررات

قوانین و مقررات تجاری می‌تواند فعالیتهای هر نوع واحد اقتصادی را تحت تاثیر قرار دهد. فعالیتهای سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر نیز همچون دیگر حیطه‌های سرمایه‌گذاری به شدت تابع قوانین و مقررات تجاری است و در صورتی که این قوانین به صورت دست و پاگیر عمل نمایند، میزان سرمایه‌گذاریهای آن کاهش محسوسی خواهد داشت. برای مثال تغییر دائمی قوانین صادرات و واردات می‌تواند ریسک این سرمایه‌گذاریها را به شدت افزایش دهد. همچنین وجود قانون کار انعطاف‌ناپذیر ریسک این نوع سرمایه‌گذاریها را بالا می‌برد و آنها نمی‌توانند در مواقعی که با مشکلات مالی یا غیرمالی مواجه می‌شوند برای نجات کسب‌وکار اقدامات مقتضی را اجرا نمایند. همچنین قوانین تجارت، ثبت شرکت، صادرات و واردات و ورشکستگی نیز باید به گونه‌ای تعدیل گردند تا ریسک این گونه سرمایه‌گذاری در حد معقول و منطقی باقی بماند.

◀ حمایت مراجع دولتی

تجربه نشان داده است هنگامی که تصمیم‌گیران دولت نسبت به بخشی توجه و التفات ویژه داشته‌اند، آن بخش رشد و توسعه‌ای بیش از سایر بخش‌ها را تجربه نموده است.

◀ حمایت از مالکیت فکری

مالکیت فکری معمولاً مهمترین و شاید تنها دارایی کارآفرینان است. سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر تنها زمانی حاضر به سرمایه‌گذاری می‌باشند که این‌گونه داراییها در جایی ثبت شده باشند و از سوی مراجع قانونگذار مورد حمایت قرار گرفته باشند، چرا که در غیر اینصورت آنان روی داراییهایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که پس از به ثمر رسیدن دیگران به راحتی محصولات آنها را برداشت خواهند کرد. از این رو مقررات جامعی که از مالکیت فکری و معنوی کارآفرینان و سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر پشتیبانی نماید از ضروریات توسعه این نوع سرمایه‌گذاری به شمار می‌رود.

◀ پشتیبانی از صنایع پیشرفته

در کشورهای پیشرفته یکی از بزرگترین بخشهایی که توسط سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر مورد توجه قرار گرفته است شرکتهای تکنولوژیک (های تک) بوده است. این دو بخش به نوعی لازم و ملزوم یکدیگر به شمار می‌روند چرا که



افزایش میزان سرمایه‌گذاریهای مخاطره‌پذیر منجر به رشد صنایع پیشرفته می‌شد و از سوی دیگر رشد و گسترش این صنایع تقاضا را برای سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر افزایش خواهد داد.

◀ ایجاد ارتباط میان عناصر مختلف صنعت

ایجاد ارتباط میان طرفهای مختلف درگیر در این صنعت و پیوند میان شرکتهای مختلف فعال از یک سو موجب هماهنگ نمودن عرضه و تقاضا و تخصیص بهینه منابع خواهد شد و از سوی دیگر هم افزایی را میان سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر ایجاد خواهد کرد.

منابع

- ۱) بیگدلو، مهدی، (۱۳۸۳)، ” بررسی معیارهای موثر در ارزیابی طرح‌های کارآفرینی برای سرمایه‌گذاری “ تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی- دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تابستان ۱۳۸۳
- ۲) بیگدلو، مهدی، (۱۳۸۳)، ” بررسی منابع گوناگون تامین مالی کارآفرینان “ تهران، مجموعه مقالات اولین همایش ملی صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر- دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، مردادماه ۱۳۸۳
- ۳) حسین پور کاشانی، سعید (۱۳۸۳)، ” مدیریت جامع سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران “ تهران، مجموعه مقالات اولین همایش ملی صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر- دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، مردادماه ۱۳۸۳
- ۴) حنیفی، فرهاد، (۱۳۸۱)، ” سرمایه‌ی خطرپذیر؛ ساختارها و کارکردها “ تهران، نشریه بورس، شماره ۳۱، تیرماه ۱۳۸۱، ص ۲۱ تا ۲۷
- ۵) محبوبی، جواد؛ باقری، سید کامران؛ (۱۳۸۳)، ” بررسی زیرساختهای صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران “ تهران، مجموعه مقالات اولین همایش ملی صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر- دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، مردادماه ۱۳۸۳
- ۶) کارشناسان سازمان همیاری اشتغال، (۱۳۸۲) ” صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر و رویکردهای بومی کشورهای آسیایی “ تهران، نشریه کارآفرین، شماره ۲۱، تیرماه ۱۳۸۲، ص ۷۰ تا ۷۶
- ۷) Barry, C. (۱۹۹۴), “New directions in research on venture capital finance”, *Financial Management*. Vol.۲۳, no.۳
- ۸) Boer F.P., (۱۹۹۹) “The Valuation of Technology: Business and financial Issues in R&D”, John Wiley & Sons,
- ۹) Deakins, David and Freel, Mark (۲۰۰۳), “Entrepreneurship and small firm” McGraw-Hill Publications
- ۱۰) Mason, C. and Harrison, R. (۱۹۹۹) “Venture Capital: rationale, aims and scope”. editorial, *Venture Capital*, vol. ۱, no. ۱, pp. ۱-۴۶
- ۱۱) Wright, M. and Robbie, K. (۱۹۹۸) “Venture capital and private equity: a review and synthesis”, *Journal of Business Finance & accounting*. Oxford. Vol. ۲۵ no. ۵