

سرمایه گذاری مخاطره پذیر، ابزار تامین مالی نوین برای کارآفرینان

اله کرم صالحی^۱

هومن ستاره آسمان^۲

تاریخ تأیید: ۸۸/۱۱/۱۰

تاریخ دریافت: ۸۸/۹/۱۵

چکیده

این مقاله به نقش و جایگاه سرمایه گذاری مخاطره پذیر و اهمیتی که این نوع سرمایه گذاری در تامین مالی شرکت ها و اشخاص کارآفرین در محیط متغیر امروزی دارند، می پردازد. در ابتدا مفاهیم و مبانی نظری موضوع مقاله بر اساس پژوهش های تجربی قبلی مورد بررسی قرار می گیرد. سپس چالش ها و فرصت های فراروی این نوع سرمایه گذاری ها مطرح گردیده و سرانجام با توجه به شکل گیری بخش خصوص در ایران در قالب اصل ۴۴ و لزوم استفاده از شیوه های نوین سرمایه گذاری برای ایجاد تحرک و گسترش کارآفرینی و مهندسی مالی در بخش خصوصی، به تبیین ضرورت ها، مزایا و موانع فراروی سرمایه گذاری مخاطره پذیر در ایران پرداخته شده است.

واژگان کلیدی

سرمایه گذاری مخاطره پذیر، صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر و شرکت سرمایه گذاری مخاطره آمیز

۱- دانشجوی دکتری حسابداری واحد علوم و تحقیقات دانشگاه آزاد اسلامی (نویسنده مسئول و طرف مکاتبه)

A_K_salehi@yahoo.com

۲- کارشناس ارشد مدیریت دولتی hoom_1348@yahoo.com

سرمایه گذاری یکی از مهمترین ابزارهای توسعه اقتصادی در هرکشوری است. برای تامین مالی اشکال مختلف سرمایه گذاری ، تا کنون راه کارهای متفاوتی ارائه شده است که از آن جمله می توان به تشکیل صندوق های گوناگون سرمایه گذاری اشاره نمود. یکی از این شیوه های تامین مالی ، سرمایه گذاری مخاطره آمیز^۱ است که به آن سرمایه گذاری پرخطر ، سرمایه گذاری ریسکی و سرمایه گذاری خصوصی^۲ نیز گفته می شود.

سرمایه گذاری مخاطره پذیر عبارت است از عرضه وجوه مالی به شرکت های تازه تاسیس^۳ که سابقه تاریخی چندانی برای جذب سرمایه از منابع تامین مالی سنتی مانند بازارهای عمومی یا مؤسسات وام دهنده ندارند. شرکت های تازه تاسیس ، کارآفرینانی می باشند که برای توسعه برنامه های تجاری خود نیازمند وجوه مالی بوده و اغلب فاقد دارایی های مشهود هستند که بتوان از آنها برای تضمین وام استفاده نمایند. علاوه براین ، جریان وجه نقد منفی در این شرکتها دلیل دیگری است که بانکها و سایر موسسات وام دهنده و همچنین بازار سهام ، تمایلی به تامین مالی و پشتیبانی از طرح های این شرکت ها ندارند (Fabozzi , 2008). یک شرکت سرمایه گذار مخاطره پذیر^۴ نقش یک واسطه مالی را در بازار بازی می کند که از آن طریق ، وام دهندگان و وام گیرندگان با تحمل هزینه بالایی با یکدیگر ارتباط برقرار می نمایند. این هزینه ها ناشی از انتخاب نامناسب^۵ ، خطر اخلاقی^۶ ، هزینه های اداری ، جمع آوری اطلاعات و اقدامات بازرسی هستند. (Jeng & Wells , 2000). سرمایه گذاری مخاطره پذیر معمولاً برای طرح یک ایده نو یا محصول جدیدی که احتمالاً دارای ریسک بالا ولی استعداد بالقوه ای برای تامین بازده بالاتر از میانگین سود دارد ، بکار می رود. این نوع سرمایه گذاری بیشتر در شرکتهایی که دارای پتانسیل نوآوری یا تحقیقات ویژه ای در تکنولوژیهای برتر هستند ، قابل استفاده می باشد و قابلیت سود و زیان بالقوه در ذات آن نهفته است و به همین دلیل ، اغلب ، به چنین وجوهی ، سرمایه پرخطر یا ریسکی نیز می گویند (Titvack , 2006) . لذا براین اساس سرمایه گذاری مخاطره پذیر شامل :

- شرکتهایی است که سرمایه آنها عموماً از طریق شرکای خصوصی یا شرکتهای سهامی خاص تامین می گردد.

- وجوهی است که از طریق صندوقهای بازنشستگی عمومی و خصوصی ، صندوق وجوهات وقفی (اهدایی)^۷ ، مؤسسات خیریه ، شرکتهای سهامی ، افراد خیر ثروتمند ، سرمایه گذاران خارجی و خود سرمایه داران مخاطره پذیرتأمین می گردد.
- وجوهی است که در شرکت های نوآور ، دارای رشد سریع و تکنولوژی برتر سرمایه گذاری می گردد.
- سهامی است که عمدتاً در قالب سهام ممتاز یا سهام ممتاز قابل تبدیل در مؤسسات تجاری ثبت نشده در بورس اوراق بهادار وجود دارد.
- وجوهی است که با کمک سرمایه گذاران اولیه در تولید یا توسعه محصولات یا خدمات جدید و مشارکت بر مبنای ارزش افزوده هزینه می گردد.
- نوعی سرمایه گذاری است که علی رغم بالابودن ریسک آن ، انتظار می رود دارای بازده بالایی نیز باشد.
- نوعی سرمایه گذاری بلندمدت است که معمولاً بین ۵ تا ۱۰ سال می باشد. (Naqi &

Hettihewa , 2007)

برخی از شرکت های مشهور و موفق امروزی ، شرکت هایی هستند که دربدو تاسیس ، به منظور توسعه فعالیت های خود از صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر^۸ استفاده کردند مانند شرکت های مایکروسافت^۹، ایتل^{۱۰}، هام دیپوت^{۱۱} و مدترونیک^{۱۲}. تأثیری که این شرکت ها در اقتصاد آمریکا داشته بسیار با اهمیت است از جمله می توان به اشتغال بیش از ده میلیون نفر ، تحصیل درآمدهای هنگفت ، در دست داشتن حدود ۱۰٪ نرخ اشتغال بخش خصوصی و کسب درصد قابل توجهی از حجم سرمایه گذاری در تولید ناخالص داخلی اشاره نمود. این موفقیت ها را می توان ناشی از عوامل زیر دانست :

(۱) روحیه کارآفرینی که در آمریکا فراگیر شده است.

(۲) شناخت ابزارهای صحیح تامین مالی

(۳) دسترسی به مؤسسات علمی - پژوهشی قوی

(۴) بازارهای سرمایه آزاد و منصفانه

(۵) حفظ سرمایه های فکری

(۶) دسترسی به نیروی کار ماهر. (Venture impact , 2007)

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیقات سرمایه گذاری مخاطره پذیر

در سال های اخیر سرمایه گذاری مخاطره پذیر بطور فزاینده ای در تحقیقات علمی مطرح شده است. این نوع سرمایه گذاری ابتدا به موازات رشد صنعت در ایالات متحده آمریکا و سپس بتدریج در انگلستان رشد نموده است. این مطالعات ابتدا بر نتایج تحقیقات پیمایشی مانند پژوهش آرنولد و مویزر^{۱۳} (۱۹۸۴)، بایگریو و همکاران^{۱۴} (۱۹۸۸)، گورمن و سالمن^{۱۵} (۱۹۸۹) و مکانیزم های این نوع سرمایه گذاری مانند مطالعات بارنی و همکاران^{۱۶} (۱۹۸۹)، آدماتی و پفلیدر^{۱۷} (۱۹۹۱)، سالمن^{۱۸} (۱۹۹۱ و ۱۹۹۴)، گومپرز^{۱۹} (۱۹۹۴) متمرکز بود اما بعداً رابطه بین سرمایه گذار و سرمایه پذیر بر اساس چارچوب تئوری نمایندگی، سرمایه گذار مخاطره پذیر به عنوان مالک و شرکت یا شرکتهای سرمایه پذیر به عنوان نماینده از قبیل مطالعات میتچل و همکاران^{۲۰} (۱۹۹۲)، اسپینزا و جوتپتا^{۲۱} (۱۹۹۴)، گیفورد^{۲۲} (۱۹۹۵)، برگمن و هیج^{۲۳} (۱۹۹۸)، رید^{۲۴} (۱۹۹۸ و ۱۹۹۹)، کاپلان و استرومبرگ^{۲۵} (۲۰۰۳) و اسمیت^{۲۶} (۲۰۰۵) مورد بررسی قرار گرفت (Smith, 2005).

تحقیقات دهه ۱۹۸۰ از قبیل فلوریدا و کنی^{۲۷} (۱۹۸۸) بر نقشی که سرمایه گذاران مخاطره پذیر در بخش نوآوری در کشور آمریکا بازی می کنند متمرکز است. این مطالعات نشان می دهد که سرمایه گذاران مخاطره پذیر، سرمایه گذارانی هستند که بطور فعال در ایجاد شرکت های نوآور در چهار بخش مختلف از قبیل مؤسسات مالی، بازارهای تکنولوژی محلی و جهانی، بازارهای خدمات حرفه ای و تجاری و بازارهای نیروی کار حرفه ای درگیر می باشند.

در طول دهه ۱۹۹۰ دو جریان تحقیقاتی در آمریکا در این خصوص وجود داشت. یکی تحلیل چگونگی عملیات سرمایه گذاری مخاطره پذیر، روش ها و قابلیت های سازمانی آن پیرامون مساله عدم تقارن اطلاعاتی^{۲۸} و سایر اطلاعات مربوط به مساله تامین مالی شرکتهای نوین که با تکنولوژی برتر حاکم شده است. دوم جریانی که اثر سرمایه گذاری مخاطره پذیر را روی موفقیت شرکتهای پرتفوی تحلیل می کند. برای مثال، فلوریدا و اسمیت (۱۹۹۴)، دریافتند که شرکتهای مؤسس با پشتوانه سرمایه گذاری مخاطره پذیر، بیشتر از شرکتهایی که فاقد پشتوانه سرمایه گذاری مخاطره پذیر هستند، در سطح جهان فعالیت می کنند. این در حالی است که مطالعات دیگر نشان می دهند که سرمایه گذاری مخاطره پذیر توانسته است قیمت اوراق بهادار را در اولین عرضه آنها^{۲۹} و همچنین بهای

تمام شده فروش اوراق بهادار^{۳۰} را کاهش دهد. همچنین این مطالعات نشان می دهد که شرکت های جوان با استفاده از وامهای بانکی با بهره کم ، توانسته اند بعداً به شکل شرکت های سهامی تبدیل شوند. (Bartzokas & Mani, 2004).

برخی از تحقیقات انجام شده در خصوص فرایند سرمایه گذاری مخاطره پذیر بوده است که از جمله می توان به تحقیقات سویتینگ^{۳۱} (۱۹۹۱) ، بایگریو و تیمونز^{۳۲} (۱۹۹۲) ، تایبجی و برانو^{۳۳} (۱۹۸۵) ، فرید و هیسریچ^{۳۴} (۱۹۹۴) و کلونوسکی^{۳۵} (۲۰۰۷) اشاره نمود. بیشترین مطالعات انجام شده توسط تایبجی و برانو و فرید و هیسریچ بوده است. تایبجی و برانو (۱۹۸۵) یک مدل پنج مرحله ای سرمایه گذاری مخاطره پذیر را پیشنهاد نمودند (یعنی مرحله پیدایش اولیه^{۳۶} ، مرحله شناخت^{۳۷} ، مرحله ارزیابی ، مرحله استقرار و مرحله فعالیتهای فراسرمایه گذاری). در حالی که محققان فوق مدل های مورد نظرشان را به عنوان مدل های عموماً ساده و توصیفی بیان می کنند ، اما این مدل ها حکایت از عدم تجانس در فرایند سرمایه گذاری در بین شرکت های مختلف سرمایه گذاری مخاطره پذیر دارند. این مدل تمام فرایند سرمایه گذاری را تبیین کرده و فعالیتهای کلیدی سرمایه گذاری مخاطره پذیر را در هر مرحله به طور کاملاً برجسته نشان می دهد. فرید و هیسریچ (۱۹۹۴) تحقیقات قبلی توسط تایبجی و برانو را با بررسی تصمیم گیری های سرمایه گذاران مخاطره پذیر به صورت مفصل تر مورد مطالعه قرار دادند. دریک کلونوسکی (۲۰۰۷) روش گردش کار داخلی و پیچیدگی های فرایند تصمیم گیری درونی شرکت را مورد مطالعه قرارداد. وی برای فرایند سرمایه گذاری مخاطره پذیر یک مدل شش مرحله ای شامل مرحله پیدایش اولیه ، شناخت مقدماتی ، شناخت جامع ، ارزیابی مرحله اول ، ارزیابی مرحله دوم و مرحله پایانی را پیشنهاد نمود (Klonowski , 2007).

در آسیا اولین کشوری که در پروژه های فناوری برتر در دهه ۱۹۸۰ از وجوه سرمایه گذاری مخاطره پذیر استفاده نمود ، کشور ژاپن بود. مجموع تعداد شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیر در ژاپن از ۳۳ شرکت در سال ۱۹۸۳ به ۸۳ شرکت در سال ۱۹۸۶ افزایش یافت و میزان سرمایه آن ها در این مدت به ۴۰ میلیارد دلار آمریکا افزایش یافت. در سایر کشورهای آسیا ، توسعه بانک ها با حمایت های دولتهایشان ، سرمایه گذاری مخاطره پذیر را به عنوان یکی از چند گزینه سرمایه گذاری ممکن شناسایی نمودند. به طوری که در این دهه بیش از ۵۰ شرکت سرمایه گذاری مخاطره پذیر، در کنار کشور ژاپن فعالیت می

Archive of SID

نمودند. در آغاز دهه ۱۹۹۰ کشورهای دیگری از آسیا مانند هنگ کنگ، تایوان، کره جنوبی و سنگاپور رشد اقتصادی بسیار بالایی را تجربه کردند و با تغییر محیط اقتصادی از تولید محصولات نیرو محور (یدی) به تولیدات تکنولوژی محور (ماشینی)، نیاز به وجوه سرمایه گذاری مخاطره پذیر بیش از پیش آشکار گردید (Naqi & Hettihewa, 2007). مطالعات مورد پژوهی که بر روی تغییرات تکنولوژی و سازمانی انجام شده است، در دو حوزه اصلی تمرکز دارد: یکی، اشکال جدید واسطه های مالی و صنعت در زمینه تجدید ساختار صنعتی و دیگری آزادسازی خدمات. بدین نحو، این مطالعات نگرش های زیر را ایجاد می کنند:

- سرمایه گذاری مخاطره پذیر یک منبع مهم پشتیبانی سازمانی برای سرمایه گذاران تکنولوژی محور جدید بویژه در مرحله اولیه است.
- شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیر به حمایت سیاسی قوی دولت با استفاده از ابزار مالیات و سایر مشوق های مالی نیاز دارند. آنها همچنین به مکانیزم های مناسب مالی از قبیل بازار سهام توسعه یافته و تخصص های حرفه ای بویژه در مرحله تحلیل اوراق بهادار نیازمند هستند.
- یکی از امتیازات ویژه تامین مالی مخاطره پذیر، پشتیبانی مضاعف و انتقال دانش فراهم شده بوسیله شرکت های سرمایه گذار برای شرکتهای سرمایه پذیر است. علاوه بر این نظرات کلی، مطالعات مورد پژوهی نشان می دهد:

(۱) پشتیبانی دولت از تاسیس صنایع سرمایه گذاری مخاطره پذیر نوپا از اهمیت زیادی برخوردار می باشد که واقعاً در همه کشورها با خط مشی نوآوری همراه است. (۲) یک تمایل جهانی نسبت به سرمایه گذاری مخاطره پذیر با پیوستن صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر در ساختار مدیریت پرتفوی جهانی وجود دارد (Bartzokas & Mani, 2004)

اسلامی بیدگلی و کاظمیان (۱۳۸۴) طی تحقیقی الگوی صندوق سرمایه گذاری ریسک پذیر را بر پایه سه رکن گردآوری وجوه، سرمایه گذاری و استراتژی خروج طراحی نمودند. آنها با توجه به ریسک های فناوری، کارآفرینی و نقدینگی شرکت های کارآفرین فناورانه، استفاده از عقد جعاله را در شرایط ریسکی بین تامین کنندگان صندوق و صندوق سرمایه گذاری ریسک پذیر مطرح کردند. همچنین با توجه رابطه صندوق سرمایه گذاری ریسک پذیر و کارآفرین، از عقد مشارکت برای سرمایه گذاری صندوق در شرکتهای

کارآفرین استفاده می شود و سرانجام کارآفرین با استراتژی خروج و استفاده از اختیار خرید سهام می تواند مبادرت به خرید سهام صندوق نماید.

عرفانیان و شیرزادی (۱۳۸۶) طی پژوهشی به بررسی تاریخچه ، نقش ، اهمیت و کارکرد اقتصادی سرمایه گذاری های خطرپذیر پرداختند. آن ها طی این پژوهش ، ساختاری مناسب برای انجام سرمایه گذاری های مخاطره پذیر در ایران را ارائه نمودند. در ساختار پیشنهادی فوق ، دونوع شراکت وجود دارد: یکی شراکت شرکت سرمایه گذاری خطر پذیر و کارآفرین که در آن کارآفرین ، شریک عمومی و شرکت سرمایه گذاری خطر پذیر ، شریک با مسئولیت محدود است و دیگری شراکت شرکت سرمایه گذاری خطر پذیر و شرکت سرمایه گذاری و سرمایه گذاران دیگر که در آن شرکت سرمایه گذاری خطر پذیر ، شریک عمومی و دیگر سرمایه گذاران ، شرکای با مسئولیت محدود هستند.

نقش سرمایه گذاران مخاطره پذیر

تأمین کنندگان وجوه صندوق های سرمایه گذاری مخاطره پذیردو نقش عمده در صنعت دارند. اولین نقش آنان تأمین و جمع آوری پول از سرمایه گذاران است. دومین نقش ، سرمایه گذاری وجوه گردآوری شده از شرکت های تازه تاسیس می باشد. سرمایه گذاران مخاطره پذیر ، سرمایه گذاران منفعلی نیستند ، آن ها به محض اینکه در شرکت سرمایه گذاری می کنند ، نقش فعالی را به عنوان مشاور و یا به عنوان عضو هیات مدیره بعهده می گیرند و بر پیشرفت عملیات شرکت ، اجرای برنامه های تشویقی برای کارآفرینان و مدیریت و همچنین تدوین اهداف مالی شرکت نظارت می کنند.

علاوه بر بینش مدیریتی ، سرمایه گذاران مخاطره پذیر معمولاً حق استخدام و اخراج^{۳۸} مدیران کلیدی ، حتی کارآفرینان اصلی را در حوزه شرکت دارند. همچنین به راحتی به مشاوران ، حسابداران ، وکلاء ، بانک های سرمایه گذار و مهمتر از همه واحدهای تجاری که محصولات شرکت تازه تاسیس را می خرند ، دسترسی دارند (Fabozzi , 2008).

ساختار شرکت های سرمایه گذار مخاطره پذیر

تأمین کنندگان وجوه سرمایه گذاری مخاطره پذیررا می توان به سه گروه اصلی طبقه بندی نمود :

۱) شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیرستی^{۳۹}

یک شرکت سرمایه گذاری مخاطره پذیر وجوه را از طریق منابع خصوصی مانند شرکت های بیمه ، صندوق های سرمایه گذاری با پوشش ریسک^{۴۰} ، صندوق های بازنشستگی ، صندوق وجوه اهدایی ، بانک ها و اشخاص خیرثروتمند جمع آوری و تأمین می کند. این گونه شرکت ها تعهد می کنند تا ۱۰٪ مبلغی که به عنوان سرمایه شرکت در نظر گرفته می شود ، سرمایه گذاری کنند و حداقل سطح تعیین شده برای یک شرکت سرمایه گذار مخاطره پذیرستی معادل ۲۵۰۰۰۰ دلار می باشد. سرمایه گذاران انتظار دارند که حداقل نرخ بازده سالانه معادل ۲۰٪ میزان سرمایه گذاری در طی ۳ تا ۷ دوره مالی به آن ها برگشت داده شود.

۲) شرکت های سرمایه گذاری تجاری کوچک^{۴۱} (SBIC)

SBIC شرکتی است که فعالیت ابتکاری آن توسط دولت فدرال حمایت می شود. مطابق تعریف مگز (Magos) : «شرکت سرمایه گذاری تجاری کوچک ، شرکتی است که با مالکیت خصوصی و با کمک دولت فدرال جهت تأمین سرمایه های مورد نیاز واحدهای تجاری کوچک تاسیس و اداره می شود». این شرکت ها تحت پوشش دولت مرکزی در سراسر کشور پراکنده هستند . "مگز" معتقد است این شرکت ها ترکیبی از وجوه شخصی و منابع مالی دولتی را برای تأمین سه نیاز مهم شرکت های کوچک واجد شرایط بکار می گیرند: سهام سرمایه ای^{۴۲} ، وام های بلند مدت (بیشتر از ۲۰ سال) و خدمات مدیریتی.

۳) فرشتگان کسب و کار^{۴۳}

فرشتگان مالی ، تأمین کنندگان سرمایه های اشخاص برای واحدهای تجاری کوچک هستند. این سرمایه گذاران نسبت به شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیرانعطاف پذیری بیشتری دارند. اما در عوض ، نرخ بازده بالاتری از سرمایه گذاری خود مطالبه می کنند. این سرمایه گذاران در واقع کارآفرینانی هستند که مایلند به مالکین شرکت های کوچک برای دست یابی به رشد و سود بالا در بازار سهام کمک کنند. فرشتگان کسب و کار ممکن است در هرجایی از مبلغ ۵۰۰۰۰ دلار تا یک میلیون دلار یا بیشتر در یک شرکت

سرمایه گذاری کنند. این نوع سرمایه گذاران ممکن است شامل اعضای خانواده ، دوست یا صاحب واحد تجاری کوچک در سطح جامعه باشند (Broome , 2007).

چرخه عمر صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر

صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر، یک سرمایه گذاری بلند مدت است . اساساً سرمایه ، سرمایه گذاران در یک دوره حداقل ده ساله در صندوق نگهداری می شود ، که معادل زمان استاندارد سرمایه گذاری با مسئولیت محدود است. در فاصله این دوره سرمایه گذاری طولانی مدت ، یک صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر بطور معمول پنج مرحله توسعه را طی می کند:

اولین مرحله ، مرحله ی جمع آوری وجوه است که شرکت سرمایه گذار مخاطره پذیر، وجوه مورد نیاز خود را از طریق سرمایه گذاران خارجی بدست می آورد. در این مرحله ، سرمایه تعهد می شود نه اینکه جمع آوری گردد. در این مرحله سرمایه گذاران موافقت نامه قانونی (نوعی قرارداد برای خرید اوراق بهادار) را امضا می کنند که قانوناً آن ها را مقید به سرمایه گذاری نقدی در صندوق با مبلغ معینی می نماید. این در واقع نوعی تعهد است اما هنوز هیچگونه وجوهی دریافت نشده است. همچنین شرکت سرمایه گذاری مخاطره پذیر یا شریک تضامنی ، مبلغ قابل ملاحظه ای از سرمایه تعهد شده را اعلان می کند. بطور معمول دریافت سرمایه تعهد شده طی شش ماه تا یک سال به طول خواهد انجامید. اما بیشترصندوق های سرمایه گذاری مخاطره پذیرموفق مانند کلینر ، پرکینز ، کافلند و بیزر معمولاً طی دو تا سه ماه چنین وجوهی را می پردازند.

دومین مرحله شامل تامین منابع سرمایه گذاری ، بررسی طرح های تجاری ، تحلیل دقیق اوراق بهادار در شرکت های تازه تاسیس و تعیین نقطه فروش بهینه هریک از این شرکت ها می باشد. این دوره از لحظه ای آغاز می شود که وجوه از سرمایه گذاران دریافت می شود و بطور معمول در پنج سال اول عمر سرمایه گذاری مخاطره پذیرصورت می گیرد.

در خلال مرحله دوم ، هیچگونه سودی بوسیله صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیرحاصل نمی گردد. بلکه برعکس ، در این مرحله صندوق با زیان مواجه می شود زیرا سرمایه گذار مخاطره پذیر، گرفتار پرداخت حقوق سالانه مدیریت است (که ممکن است





Archive of SID

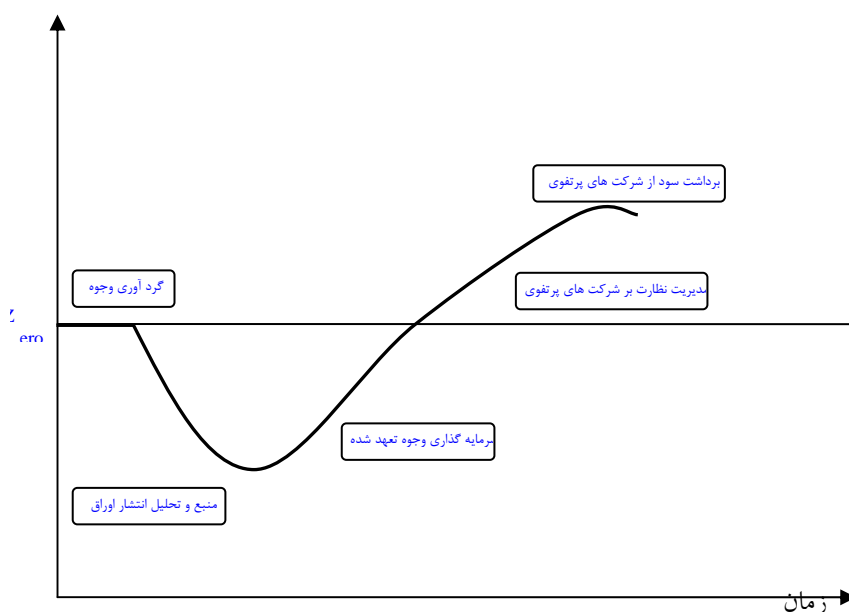
بیش از ۳/۵٪ کل مبلغ سرمایه تعهد شده در یک سال باشد). این مخارج تا زمانی که سرمایه گذاران مخاطره پذیر از سرمایه گذاری در صندوق ارزشی را بدست نیاورند، زیان ایجاد می کنند.

مرحله سوم، سرمایه گذاری از وجوه حاصله است. در خلال این مرحله، سرمایه گذار مخاطره پذیر تعیین می کند که چه مقدار سرمایه به هریک از شرکت های تازه تاسیس اختصاص یابد و تا چه سطحی و چه شکلی از سرمایه گذاری (سهام ممتاز ترجیحی، اوراق قرضه قابل تبدیل و غیره) تامین مالی گردد. همچنین در این مرحله، سرمایه گذار مخاطره پذیر به هریک از سرمایه گذاران اعلان می کند که سهم سرمایه خود را بپردازند. توجه کنید هنوز هیچگونه وجه نقدی تامین مالی نشده است. پس صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر همچنان در انتظار دریافت وجه نقد بسر می برد.

مرحله چهارم، از هنگام واریز وجوه در صندوق، آغاز می گردد و ممکن است این دوره تا پایان عمر صندوق به درازا بکشد. در فاصله این دوره، سرمایه گذار مخاطره پذیر با شرکت های پرتفویی که در صندوق شریک شده اند، کار می کند. سرمایه گذار مخاطره پذیر ممکن است برای بهبود تیم مدیریت، ایجاد کانال های توزیع محصول جدید، اصلاح محصولات نمونه برای فروش بیشتر و بطور کلی موفقیت شرکت تازه تاسیس جهت پیشنهادهای عمومی یا فروش به خریداران استراتژیک، کمک کند. در خلال این دوره زمانی، سرمایه گذار مخاطره پذیر بتدریج به ایجاد سود برای صندوق و شرکای تضامنی آن مبادرت می ورزد. این سودها در ابتدا با میزان حقوق پرداختی به مدیران تهاتر می شود و تا زمانی ادامه می یابد که ارزش خالص دارایی ها در صندوق سرمایه گذاری مثبت گردد.

آخرین مرحله صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر، مرحله خاتمه و تصفیه آن است. در این مرحله، همه سرمایه تعهد شده به صندوق پرداخت شده است و هم اکنون سرمایه گذار در مرحله برداشت^{۴۴} از سرمایه گذاری خود می باشد. هر شرکت پرتفویی یا در بازارهای عمومی طی یک پیشنهاد فروش اوراق بهادار (IPO) به خریداران استراتژیک فروخته می شود یا طی فرایند تصفیه ورشکستگی، تصفیه می شود. سودها نیز بین شرکای با مسئولیت محدود و شرکای تضامنی توزیع خواهد شد. حالا سرمایه گذار مخاطره پذیر می تواند حقوق ناشی از سود سهام یا پاداش خود را بدست آورد.

این مراحل به نموداری منجر می شود که تحت عنوان " منحنی J " شناخته می شود که در نمایشگر شماره ۱ نشان داده شده است. ما می توانیم در ابتدای عمر صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر، درآمدهای منفی بوجودآمده (زیان ها) را مشاهده کنیم اما نهایتاً سودها از طریق عملکرد شرکت های موفق به مرحله برداشت می رسند و جریان نقد ورودی با ایجاد سود خالص در صندوق ، بر زیان های اولیه مستولی می گردد. بطور واضح ، با وجود زیان های تجمعی اولیه که در چهارپنچ سال اول صندوق ایجاد می گردد این نوع سرمایه گذاری ها فقط منوط به وجود صبر و شکیبایی سرمایه گذاران در بلندمدت است.



نمایشگر شماره ۱: مراحل تشکیل صندوق سرمایه گذاری مخاطره آمیز

چالش های فراروی بازار سرمایه گذاری مخاطره پذیر

تا کنون مطالب زیادی در مورد پیامدها ، جابجایی منابع و چالش ها بخصوص پیرامون وضعیت بازار ، اشتغال ، وضعیت مالی و اقتصادی که بطور متضاد شرکت های آمریکایی را دربخش عمومی و خصوصی تحت تاثیر قرار داده ، گفته و نوشته شده است. اخباربسیار بدی در این خصوص وجود دارد و خیلی از متخصصان و مفسران معتقدند که چشم اندازی



Archive of SID

نیز در حال حاضر برای این مساله متصور نیست. این شرایط ، بازار سرمایه گذاری مخاطره پذیر را نیز تحت تاثیر قرار داده است ، زیرا برخی شواهد وجود دارد که این موضوع را تایید می کند:

- در فاصله نیمه اول سال ۲۰۰۹ (در مقایسه با سال ۲۰۰۸) تامین مالی از طریق سرمایه گذاری مخاطره پذیر (هم برحسب تعداد معامله و هم براساس حجم مبالغ سرمایه گذاری شده) در تمام مناطق ، صنایع و مراحل توسعه ، بشدت کاهش یافته است.
- میزان انحلال و تصفیه شرکتهایی که با منابع سرمایه گذاری مخاطره پذیر اداره می شدند ، بقدری زیاد شده که در حال نزدیک شدن به رکوردهای تاریخی است.
- حجم سرمایه گذاری در مرحله اولیه سرمایه گذاری مخاطره پذیر یا سری اول ، بطور قابل ملاحظه ای کاهش یافته است (هم برحسب تعداد معامله و هم براساس سرمایه).
- کاهش اساسی در تامین منابع مالی توسط فرشتگان کسب و کار به نظر می رسد (بدلیل کاهش ارزش خالص ثروت آنان و افزایش محافظه کاری آنان جهت تامین مالی سرمایه گذاری های جدید).
- سرمایه گذاری های مخاطره آمیزی که با موفقیت خاتمه یافتند بطور کلی دارای این ویژگی ها هستند (۱) با بررسی های طولانی مورد تحلیل مالی قرار گرفتند (هم قبل از انتشار و هم بعد از انتشار اوراق بهادار) (۲) عمدتاً توسط سرمایه گذاران موجود و سایر سرمایه گذاران به نتیجه رسیدند (۳) در آخرین مرحله رشد و توسعه ، مورد توجه صنایع واقع شدند (۴) در همان مرحله اولیه سرمایه گذاری از تیم های مدیریتی در بهترین شرکت ها برخوردار بوده اند (Aronson , 2009).

فرصت های فراوی بازار سرمایه گذاری مخاطره پذیر

فرصت های جذاب برای سرمایه گذاری های مخاطره پذیری می توانند بدست آمده یا برعکس بدلیل شرایط سخت اقتصادی ، مالی و شرایط خاص بازار از دست بروند. اما انجام چنین چیزی نیازمند یک بررسی هوشمندانه در خصوص درک صحیح یک صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر (بعضی اوقات به عنوان وجوه سرمایه گذاری اشاره می شود) و آنچه

که انجام می دهد (تائیری که روی رفتار سرمایه گذار می گذارد) می باشد. همچنین بررسی آن چه که اخیراً بدلیل جابجایی بازار سرمایه گذاری مخاطره پذیربوقوع پیوسته است. (در سال ۲۰۰۲ بعد از شیوع بازار شرکت های صوری اینترنتی^{۴۵}).

برای یافتن وجوه سرمایه گذاری مخاطره پذیر، لازم است مالکان و مدیران واحدهای تجاری، زمانی را به درک و بررسی نیازها، دیدگاه ها و اهداف ضروری سرمایه گذاران مخاطره پذیراختصاص دهند. چهار هدف اصلی وجود دارد که رفتار و روش سرمایه گذاران مخاطره پذیررا در فرایند سرمایه گذاری تحت تاثیر قرار می دهند. خواه سرمایه گذار در حال گذر از مرحله منفعت اولیه به مرحله تحلیل انتشار اوراق بهادار باشد و یا در حال طی نمودن موفقیت آمیز مرحله نهایی سرمایه گذاری باشد، به میزان زیادی، توجه و رفتار سرمایه گذار مخاطره پذیراز چهار هدف زیر سرچشمه می گیرد:

(۱) به حداکثر رساندن بازده های مالی (که نهایتاً بعنوان بازده سرمایه گذاری اندازه گیری می شود)

(۲) جلوگیری از کاهش قیمتها (یا زیان احتمالی ناشی از سرمایه گذاری)

(۳) نظارت و تأثیر گذاری بر پیشرفت، توسعه و دستیابی به طرح سرمایه گذاری (یعنی شرکت پورتفوی)

(۴) پیگیری و اجرای بهترین استراتژی "خروج" و اقدامات تصفیه در دوره زمانی مشخص. ساختار و خصوصیات فعالیت سرمایه گذاری مخاطره پذیرآن چنان که در موافقت نامه های حجیم و متعدد سرمایه گذاری آمده است به میزان زیادی تحت تاثیر اقدامات سرمایه گذار مخاطره پذیربرای اجرا و متعادل ساختن این اهداف می باشد (Aronson, 2009).

محدودیت های صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر

موسسین صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیربرای اطمینان از حفظ منابع مالی خود در صندوق و همچنین ترکیب و اجرای عملیات صندوق در جهت تامین منابع همه ذینفعان، الزامات قراردادی را مکتوب می نمایند. این موافقت نامه ها را می توان به سه دسته مهم تقسیم کرد:

(۱) الزامات مربوط به مدیریت جامع صندوق



۲) الزامات مربوط به فعالیت های شرکای تضامنی

۳) الزامات مربوط به تعیین نوع سرمایه گذاری

هریک از این توافقات قراردادی برای صندوق محدودیت هایی را ایجاد می کند که ذیلاً به آن ها پرداخته می شود (Fabozzi, 2008)

• محدودیت های ناشی از مدیریت صندوق

اساساً مهمترین توافق، تعیین اندازه و حجم سرمایه گذاری توسط صندوق مخاطره پذیردر یک شرکت تازه تاسیس است. این نوع سرمایه گذاری بعنوان درصدی از سرمایه تعهد شده برای صندوق تعیین می گردد. هدف از چنین توافقی، اطمینان دهی به هر یک از سرمایه گذاران است که بدون هیچ شرطی در صندوق سرمایه گذاری کنند. در هر یک از صندوق های سرمایه گذاری مخاطره پذیر، سرمایه گذاران تازه کاری وجود دارد که قادر به کسب یک بازده مطلوب نخواهند بود لذا انتظار می رود به وسیله تنوع پذیری میان چندین سرمایه گذاری مخاطره پذیر، چنین ریسکی توزیع و کاهش یابد.

تعهدات دیگر ممکن است شامل محدودیت در استفاده از بدهی یا اهرم توسط سرمایه گذار مخاطره پذیرباشد. سرمایه گذاری های مخاطره پذیر، بدون استفاده از اهرم صندوق سرمایه گذاری از طریق دریافت وام به مقدار زیادی خطرناک هستند.

علاوه بر این، ممکن است محدودیت دیگری بر روی سرمایه گذاری های مشترک قبلی یا وجوهی که در آینده بوسیله سرمایه گذاری مخاطره پذیرتأمین شود، بوجود آید. اگر یک سرمایه گذار سابقه خوبی در صندوق سرمایه گذاری قبلی نداشته باشد، سرمایه گذاران آن صندوق، تمایلی به سرمایه گذاری در چنین صندوقی ندارند و حاضر به تزریق پول بیشتری به آن نیستند. سرانجام، معمولاً توافق نامه ای در مورد چگونگی تقسیم سود وجود دارد. برای یک سرمایه گذار خوشایند خواهد بود که سود انباشته ناشی از وجوه سرمایه گذاری شده را دریافت کند. علاوه بر این، سود توزیع شده، سرمایه تعهد شده را در صندوق سرمایه گذاری کاهش می دهد که به نوبه خود سود پرداخت شده به سرمایه گذار را نیز کاهش خواهد داد.

• محدودیت‌های ناشی از فعالیت شرکای تضامنی

محدودیت اصلی در میان این نوع محدودیت‌ها، محدودیت میزان سرمایه‌گذاری‌های خصوصی است که سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر می‌تواند در هر یک از شرکت‌های تازه تاسیس شده توسط صندوق سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر انجام دهد. اگر سرمایه‌گذاران، سرمایه‌های شخصی خود را در گروهی از شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کنند، ممکن است این شرکت‌ها بیشتر از شرکت‌های پرتفوی، مورد توجه سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر قرار گیرند. بعلاوه شرکای تضامنی نیز ناچارند سهم شرکت خود در صندوق را بجای اینکه به یک فرد ثالث بفروشند، به شرکاء بفروشند. این نوعی محدودیت برای آن‌ها محسوب می‌شود. چنین محدودیتی ممکن است انگیزه شریک تضامنی را جهت بکارگیری و نظارت به عنوان استراتژی خروجی موثر در شرکت‌های پرتفوی مخاطره‌پذیر کاهش دهد.

دو الزام بعدی مربوط به نظارت سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر است: اول، محدودیت ناشی از میزان گردآوری وجوه در آینده است. گردآوری وجوه زمانبر و گیج‌کننده است. یعنی باعث اختصاص زمان کمتری به مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق خواهد شد. دوم، شرکای با مسئولیت محدود اساساً انتظار دارند که شریک تضامنی تمام وقت خود را صرف مدیریت سرمایه‌های صندوق نماید که در این صورت سود سایر عملیات صندوق کاهش خواهد یافت.

• محدودیت ناشی از تعیین نوع سرمایه‌گذاری

بطور کلی این محدودیت‌ها به منظور تمرکز سرمایه‌گذار مخاطره‌آمیزی بر روی سرمایه‌گذاری در آن دسته از شرکت‌ها، صنایع و معاملات بکار می‌رود که او بیشترین تجربه را در ارتباط با آن‌ها دارد. برای مثال، ممکن است محدودیت‌ها یا موانعی روی سرمایه‌گذاری در خریدهای اهرمی^{۴۶}، سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر، اوراق بهادار خارجی یا شرکت‌ها و صنایع خارج از حوزه تخصص سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر وجود داشته باشد.

۳- ضرورت تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در ایران

تصویب سیاست‌های اصل ۴۴ توسط مجلس شورای اسلامی برای فعال نمودن بخش خصوصی، از جمله سیاست‌های بلندمدتی است که به منظور اصلاحات اقتصادی و

دستیابی به توسعه پایدار صورت گرفته است. اهدافی که برای تحقق چنین آرمانی تعیین شده است عبارتند از :

- شتاب بخشیدن به رشد اقتصادی
 - گسترش مالکیت بنگاه های اقتصادی و بازار سرمایه و افزایش مشارکت عمومی
 - کاهش انحصار ، افزایش رقابت پذیری در اقتصاد ملی و آزاد سازی اقتصاد
 - افزایش سهم بخش های خصوصی و تعاونی در اقتصاد ملی
 - کاستن از بار مالی و مدیریت دولت در تصدی فعالیت اقتصادی
 - افزایش سطح عمومی اشتغال
 - تشویق اقشارمردم به پس انداز و سرمایه گذاری و بهبود درآمد خانوارها
 - جابجایی مالکیت و کنترل اقتصادی از بخش دولتی به بخش خصوصی
 - افزایش هزینه های پژوهش و توسعه در بخش خصوصی
 - ارتقاء کارایی بنگاه های اقتصادی و بهره وری منابع مادی ، انسانی و فن آوری
- امروزه برخی از کشورها برای دستیابی به توسعه پایدار از راهبرد "خصوصی سازی" و برخی دیگر از راهبرد "بهبود محیط کسب و کار" و رفع موانع مربوط به گسترش بخش خصوص به عنوان راهبرد مکمل استفاده می کنند. البته در هر نظامی دیدگاه خاصی پیرامون بخش خصوصی وجود دارد مثلاً در نظام سوسیالیستی اصل ، نفی مالکیت خصوصی و در کاپیتالیسم اصل ، تکیه بر مالکیت خصوصی و آزادی مطلق آن است در حالی که اسلام قائل به اصل مالکیت مزدوج (مالکیت خصوصی ، عمومی و دولتی) است و در عین حال برای هر یک از اقسام مالکیت حدود و مقرراتی را وضع کرده که در صورت اجرای صحیح آن معایب هر یک از دو سیستم دیگر برطرف شده و اقتصاد جامعه بالندگی و شکوفایی نوینی خواهد یافت. تنها وجه مشترک اقتصاداسلامی و کاپیتالیسم اصل احترام به مالکیت خصوصی است ولی حدود و مقررات آن بسیار با هم تفاوت دارد و دو ماهیت جدا از یکدیگرند.

یکی از تکالیف قانونی دولت در اجرای سیاست اصل ۴۴ ، توانمندسازی بخش خصوصی ، ایجاد فضای کسب و کار و تشکیل و تقویت نهادهای مالی مرتبط با آن است. هم اکنون یکی از مهمترین موانع اجرای صحیح خصوصی سازی ، نبود بسترهای لازم یا به عبارتی نبود ابزار های لازم و تدابیر هموارکننده برای مشارکت بخش خصوصی و غیردولتی

است. لذا با توجه به اهمیت اصل ۴۴ و ضرورت گسترش فعالیت های اقتصادی در بخش خصوصی بنظر می رسد برای رسیدن به اهداف پیش گفته باید ابزارهای مالی مورد نیاز این بخش نیز ایجاد گردد. یکی از این ابزارها تشکیل صندوق های سرمایه گذاری است. در این راستا در سال ۱۳۸۸ دولت لایحه ای را مبنی بر تاسیس و حمایت از صندوق های سرمایه گذاری به مجلس تقدیم نموده است که تا کنون در صحن علنی مجلس مطرح نشده است. اگر چه برخی از شرکت ها و صندوق های سرمایه گذاری مانند شرکت سرمایه گذاری تامین اجتماعی ، سرمایه گذاری مهر اقتصاد ایرانیان ، صندوق های بازنشستگی از جمله نهادهای مالی هستند که حجم زیادی از منابع مالی را در اختیار دارند اما این نوع صندوق ها در واقع نوعی نهاد شبه دولتی هستند که نه نظارت پذیری مجلس و سایر نهادهای نظارتی را پذیرا هستند و نه خصوصی می باشند که قواعد رقابت پذیری را رعایت کنند. کارآفرینان که خود دارای ایده نو و دانش عملی هستند ، قادرند بیشترین تاثیر را در فضای کسب و کار ایجاد کنند و موجب تحرک اقتصادی و بهبود محیط کسب و کار گردند و این منوط به ایجاد سازوکارهای لازم برای تحقق چنین هدفی است. بالفعل نمودن ایده های بالقوه نیازمند تامین منابع مالی فوری برای اینگونه کارآفرینان است که صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر به عنوان یکی از نهادهای فعال مالی می تواند برای گسترش کارآفرینی و حمایت از ایده های خلاق کسب و کار در صحنه اقتصاد نقش آفرینی کند. مزایایی که می توان در این راستا برای صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر در ایران متصور شد عبارتند از :

- گسترش فعالیت سرمایه گذاری در قالب پرتفوی غیر بورسی
- ایجاد تنوع در حوزه فعالیت های سرمایه گذاری
- امکان استفاده از منابع مالی صندوق ذخیره ارزی
- کمک به توسعه فناوری و جلوگیری از خروج طرح ها از کشور
- ایجاد زمینه و بستر مناسب جهت بروز خلاقیت ها و نوآوری ها در قالب طرح های مختلف (عرفانیان و شیرزادی ، ۱۳۸۶)
- ایجاد اشتغال و بهبود درآمد خانوارها
- تسهیل مشارکت عمومی و هدایت پس اندازهای سرگردان به سوی بخش های مولد و کارآفرین

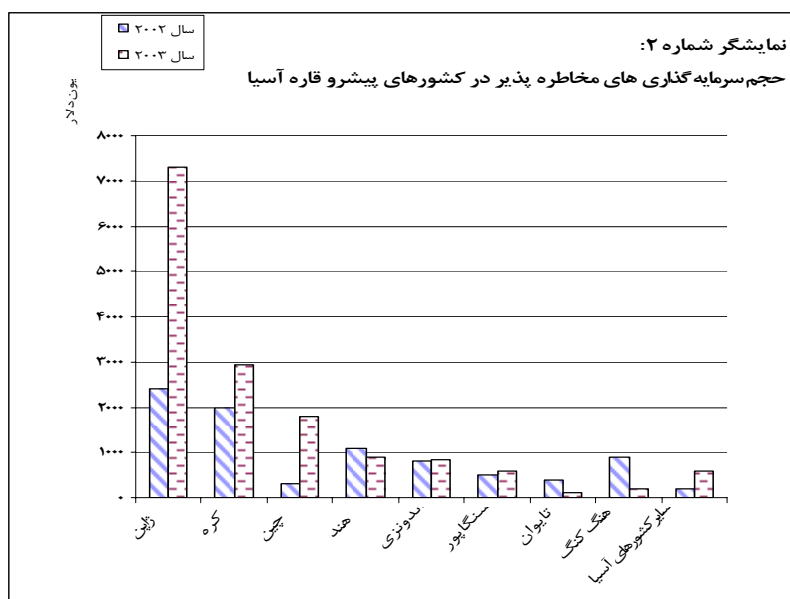
- افزایش رقابت و نوآوری اختراع در بخش خصوصی
- گسترش کارآفرینی از طریق توسعه ظرفیت های منابع داخلی

همانطور که در بالا اشاره گردید ضرورت گسترش فعالیت های بخش خصوصی ایجاب می کند که متولیان امور اقتصادی و دولتمردان از همه امکانات، ابزارها و ظرفیت های مربوطه استفاده نمود و تلاش کنند تا موانعی که در این مسیر وجود دارد برطرف نمایند. این موانع ممکن است ناشی از مسائل فرهنگی، سیاسی و یا زیرساخت های اقتصادی و غیره باشد. برخی از مشکلات را می توان در کوتاه مدت حل نمود و برخی دیگر متناسب با ایجاد زیرساخت های اجتماعی و اقتصادی به زمان طولانی تر نیاز دارند. برای اینکه کشور عزیز ما نیز بتواند همگام با تغییرات بسیار شدید و متغیر تکنولوژی، تنوع بازارهای مالی و کسب و کارهای متنوع ارزش آفرین، از فرصت های موجود استفاده نماید باید دانش و الگوهای سرمایه داری و سرمایه گذاری را در سطح جامعه گسترش و آن را با فرهنگ بومی ایرانی و اسلامی سازگار نماید. همانگونه که کشورهای آسیای شرقی با هدف گذاری و استراتژی های گوناگون تا حد بسیار زیادی به تحقق این هدف نائل شدند. ایجاد، توسعه و فراهم نمودن زمینه های کسب و کار، استفاده نمودن از تمام ظرفیت های انسانی، مادی و فناوری، بهبود بازارهای اقتصادی موجب ایجاد اشتغال، افزایش بهره وری و ثروت، رشد اقتصادی و سیاسی کشور خواهد شد که همگی از مصادیق توسعه پایدار و شالوده اصل ۴۴ می باشند. با توجه این توضیحات ما باید مکانیزم های توسعه و نقاط قوت و ضعف بازار سرمایه خود را شناسایی و موانعی که در این زمینه وجود دارد برطرف نماییم. باید اعتراف نمود که صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر در کشور ما تقریباً ناشناخته و به دلایل گوناگون، فعالیت آنچنانی در صحنه اقتصاد ندارند و دارای مشکلات و محدودیت هایی است. این در حالی است از مجموع سرمایه گذاری مخاطره پذیر در آسیا در دهه اخیر سهم فقط چندکشور محدود بیش از ۹۰٪ است. این موضوع در نمایشگر شماره ۲ نشان داده شده است. آیا زمان آن نرسیده است که ما نیز از چنین ابزار مالی که در دنیا به شکل گسترده مورد استفاده قرار می گیرد، بهره مند شویم و از قافله رشد اقتصادی عقب نمانیم؟ از جمله موانعی که در حال حاضر برای صندوق سرمایه گذارمخاطره پذیر در ایران وجود دارد، می توان به موارد زیر اشاره نمود:





- عدم شناخت عمومی نسبت به مقوله سرمایه گذاری مخاطره پذیر و ناکافی بودن اطلاعات مورد نیاز در این خصوص
- کمبود قوانین و مقررات رسمی در خصوص ایجاد و گسترش صندوق های سرمایه گذاری
- آماده نبودن زیر ساخت های اقتصادی جهت حمایت از طرح های فناورآورانه
- جدید بودن ابزارهای مهندسی مالی در بخش سرمایه گذاری
- عدم تطابق با برخی از مبانی فقهی و ایدئولوژیکی و اصول بانکداری اسلامی
- کند بودن آهنگ رشد خصوصی سازی و نامناسب بودن سازوکارهای مالی آن
- فقدان اندیشه سرمایه داری به دلیل خلاء مسائل فرهنگی و اجتماعی (تصور عامه بر این است که سرمایه داری، خاص ایدئولوژی لیبرالیسم است در حالی که در نظام اسلامی به عنوان یک ابزار مولد برای رفع نیازهای واقعی انسان، مشارکت عمومی و عدالت اجتماعی از آن یاد شده است).
- ریسک گریزی سرمایه گذاران بدلیل عدم اعتماد به کارآیی بازار



سرمایه گذاری مخاطره پذیر یکی از ابزارهای نوین مالی است که با جمع آوری و هدایت سرمایه های سرگردان به شرکتهای تازه تأسیس ، موجب بالفعل شدن ایده های بالقوه در صنایع تکنولوژی محور و فناورانه می باشد. ابتدا کشورهای پیشرفته صنعتی و سپس کشورهای در حال توسعه مخصوصاً جنوب شرق آسیا ، با استفاده از این ابزار توانسته اند گام های اساسی در ایجاد و توسعه شرکتهای بزرگ فناور و تکنولوژی محور بردارند. با توجه به اهمیت و ضرورت اصل ۴۴ و گسترش بخش خصوصی و استفاده از همه ظرفیت ها ، امکانات و ابزارها و همچنین استفاده از تجربیات کشورهای پیشرو ، تأسیس و راه اندازی صندوق های سرمایه گذاری مخاطره پذیر به عنوان یکی از ابزارهای نوین مالی بر اساس الگوی اسلامی بیش از پیش احساس می گردد . اگرچه در مقایسه با این کشورها ما هنوز در ابتدای راه هستیم اما ضرورت دارد قانون گذاران و متولیان امور اقتصادی در راستای چشم انداز ایران ۱۴۰۰ با در نظر گرفتن مزیت های گفته شده ، بگونه ای برنامه ریزی نمایند که ضمن برطرف نمودن موانع و محدودیت های مربوطه ، بتوان از این ابزار مالی برای جلب مشارکت عمومی استفاده نمود.

منابع و مآخذ

- ۱) اسلامی بیدگلی ، غلامرضا و کاظمیان ، مهدی (۱۳۸۴) ، طراحی الگوی صندوق سرمایه گذاری ریسک پذیر با توجه فقه امامیه ، فصلنامه تحقیقات مالی ، شماره ۲۰
- ۲) عرفانیان ، امیر و شیرزادی ، سعید (۱۳۸۶) ، "ساختار مطلوب برای انجام سرمایه گذاری های پر مخاطره توسط شرکت های سرمایه گذاری" ، فصلنامه رشد فناوری ، شماره ۱۱
- 2) 3.Aronson , Daniel H. (2009), "Venture Capital: Obtaining Venture Funding and Negotiating Terms in Distressed Markets" , Journal of INSIGHTS , Volume 23, Number 10, October 2009
- 3) 4.AVCJ (2006). "The 2006 guide to private equity and venture capital in Asia". Hong Kong: Asian Venture Capital Journal.



- 4) 5. Bartzokas Anthony & Sunil Mani (2004), "Financial Systems Corporate Investment in Innovation and Venture Capital", Edward Elgar Publishing, Inc.
- 5) 6. Fabozzi, Frank.J (2008), "Handbook of Finance, Volume 1, Financial Markets and Instrument", Jong Wiley & Sons, Inc. PP. 561-573
- 6) 7. Jeng, L.A & Wells, P.S (2000), "The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries", Journal of Corporate Finance.
- 7) 8. Klonowski, Darek (2007), "The venture capital investment process in emerging markets Evidence from Central and Eastern Europe", International Journal of Emerging Markets, Vol. 2 No. 4, 2007, pp. 361-382
- 8) 9. Naqi, sayed Ahmed & Hettihewa Samanthala (2007), "Venture capitec or private equity? The Asian experience", Journal of Business Horizons(2007)50, pp.335-344
- 9) 10. Smith, Julia A. (2005), "Empirical study of a venture capital relationship" Accounting, Auditing & Accountability Journal Vol. 18 No. 6, 2005, pp. 756-783
- 10) Titvack, K. (2006), "Emerging markets clean up their act", Journal of Euromoney, 37(442), pp.158-160.
- 11) Tol Boorme j. (2007), "Adventures in Venture Capitalism: Building a business takes money Here's how you get it", www.Playthings.com
- 12) Venture Impact (2007), "Global Insight".
[http://www.nvcca.org/pdf/NVCA-Centure Capital07-2nd.pdf](http://www.nvcca.org/pdf/NVCA-Centure%20Capital07-2nd.pdf)

یادداشتها

¹ . Venture capital

² . Private capital

³ . Start up

^۴ . شرکت سرمایه گذاری مخاطره پذیر شخصیت حقوقی است که حاضر است خطر سرمایه گذاری های مخاطره پذیر را بمنظور کسب بازده بالا در آینده تحمل کند.

⁵ . Adverse selection

⁶ . Moral hazard

⁷ . Endowment Funds

^۸ . مسئولیت صندوق برعهده شرکت سرمایه گذاری مخاطره پذیر خواهد بود.

- 9 . Microsoft
- 10 . Intel
- 11 . Home Depot
- 12 . Medtronic
- 13 . Arnold and Moizer
- 14 . Bygrave et al.
- 15 . Gorman and Sahlman
- 16 . Barney et al.
- 17 . Admati and Pfleiderer
- 18 . Sahlman
- 19 . Gompers
- 20 . Mitchell et al.
- 21 . Sapienza and Gupta
- 22 . Gifford
- 23 . Bergemann and Hege
- 24 . Reid
- 25 . Kaplan and Stromberg
- 26 . Smith
- 27 . Florida and Kenney
- 28 . Asymetric information or Lemon prolem
- 29 . Initial public offering(IPO)
- 30 . under writers cost
- 31 . Sweeting
- 32 . Bygrave & Timmons
- 33 . Tyebjee & Bruno
- 34 . Fried & Hisrich
- 35 . Klonowski
- 36 . Origination
- 37 . Screening
- 38 . Hire & Fire
- 39 . Traditional Institutional VC Firms
- 40 . Hedge Funds
- 41 . Small Business Investment Corporations (SBIC)
- 42 . Equity capital
- 43 . Angel investors
- 44 . Harvesting
- 45 . Internet bubble
- 46 . Leveraged buyouts

