

سرمایه‌گذاری خطرپذیر فرصتی نو پیش روی نظام تامین مالی اسلامی

دکتر محمد طالبی^۱ امیر محمدرحیمی^۲ محسن محمدی^۳

چکیده:

زندگی امروز بشر در همه ابعاد با تکنولوژی درآمیخته شده است. اهمیت تکنولوژی در اقتصاد بنگاه‌های تولیدی و اقتصادهای ملی غیرقابل انکار بوده و ویژگی عصر حاضر، نقش بارزی است که بهره‌مندی از تکنولوژی، در توان تولید یک شرکت ایفا کرده و به تدریج تسلط خود را بر دو مؤلفه سنتی تابع تولید، یعنی نیروی کار و سرمایه، نشان داده است.

سرمایه‌گذاری خطرپذیر را می‌توان به عنوان یکی از کارآمدترین راهکارهای تامین سرمایه شرکت‌های نوپا و تکنولوژی محور، نام برد. برای این منظور ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر جهت بوجود آوردن مکانیزم‌های تامین مالی فعالیت‌های فناورانه ضروری به نظر می‌رسد.

در میان مکاتب معاصر، و از میان تمامی روش‌های تامین مالی، تامین مالی خطرپذیر نزدیک‌ترین شیوه تامین مالی به تامین مالی اسلامی کلاسیک می‌باشد. در بخش نخست این مقاله، سعی خواهیم کرد تعریف مختصری از سرمایه‌گذاری خطرپذیر و تاریخچه آن و وضعیت این نوع سرمایه‌گذاری در کشورهای منتخب و وضعیت آن در ایران ارائه دهیم. در بخش دوم تطابق سرمایه‌گذاری خطرپذیر با نظام مالی اسلامی مورد کنکاو قرار خواهد گرفت. در بخش سوم به ارائه یک الگوی صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی پرداخته می‌شود و بخش آخر این پژوهش به نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهاداتی در زمینه موضوع مورد بررسی اختصاص خواهد داشت.

کلیدواژه‌ها: سرمایه‌گذاری خطرپذیر، صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر، تامین مالی اسلامی

۱. مدیرعامل بانک کشاورزی و مدیر گروه مدیریت مالی دانشگاه امام صادق(ع)

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق(ع)

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق(ع)

مقدمه

در دنیای امروز فرایند توسعه تکنولوژی به عنوان یک ضرورت ملی در بسیاری از کشورها به صورت سیستماتیک و ساختاریافته دنبال می‌گردد. به جرات می‌توان گفت که مهمترین عامل در دستیابی به اهداف توسعه تکنولوژی، ایجاد مکانیسم‌های تامین مالی فعالیت‌های نوآورانه است. تنها راه حفظ و بقای این طرح‌های نوآورانه، حضور موثر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر می‌باشند. همچنین تامین مالی سرمایه‌های خطرپذیر و صنایع مبتنی بر فناوری‌های پیشرفته دو رکن اقتصاد در عصر حاضر می‌باشد.

در نظام مالی اقتصادی اسلامی، ضرورت حذف ربا از ساختارهای اقتصادی به عنوان مبنای سازنده شاکله این نظام مطرح است. برای نیل به این مقصود معرفی شیوه‌های نوین تامین مالی که بتواند علاوه بر منطبق بودن با نظام مالی اسلامی دارای کارکرد مناسب باشد، و همچنین تعیین الگویی اسلامی در رابطه با صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر با استفاده از شیوه‌های نوین تامین مالی اسلامی ضروری به نظر می‌رسد. پژوهش حاضر کوششی است ناچیز که برای نیل به این مقصود ابتدا به تعریف مختصر و بیان ضرورت این نمونه سرمایه‌گذاری می‌پردازد، سپس وضعیت صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در دنیا و کشورهای آسیایی و بخصوص کشورهای اسلامی را مورد مقایسه و بررسی قرار می‌دهد و در پایان با طرح یک الگوی صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی به ارائه پیشنهاداتی در این زمینه می‌پردازد.

معرفی سرمایه‌گذاری خطرپذیر

نوآوری در شرکت‌های نوپا و کوچک

شرکت‌ها و بنگاه‌های بزرگ اقتصادی، به دلایل متعددی که مجموعاً در چارچوب اقتصاد خرد آنان قابل توضیح است، مایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها و طرح‌های پرخطر (با ریسک بالا) نیستند. این بنگاه‌ها، تداوم و حفظ موقعیت خود را در ثبات نرخ تولید و انباشت سرمایه می‌دانند. تجربه نشان داده‌است که پروژه‌های جدید و پرخطر، در صورتی که در بنگاه‌های کوچک فناوری-محور دنبال شوند، می‌توانند موفقیت‌های بسیار بزرگ‌تری بدست آورند.

از طرف دیگر، بنگاه‌های کوچک، منابع مالی لازم جهت اجرای این‌گونه پروژه‌های پرخطر را در اختیار ندارند. آن‌ها علاوه بر کمبود منابع، با مشکلات دیگری نیز دست‌وپنجه نرم می‌کنند. از جمله این مشکلات، ریسک بالای اجرای پروژه‌های جدید در یک شرکت کوچک است. نسبت هزینه‌های پروژه جدید به کل سرمایه اولیه یک بنگاه کوچک، و احتمال عدم توانایی آن در پاسخگویی به نیاز بازار در آینده، موقعیت آن را بسیار متزلزل‌تر از یک شرکت بزرگ نشان می‌دهد.

سرمایه‌گذاری خطرپذیر چیست؟

سرمایه خطرپذیر، سرمایه‌ای است که به همراه کمک‌های مدیریتی، در اختیار شرکت‌های جوان، نوپا و به‌سرعت در حال‌رشد قرار می‌گیرد. از دیدگاه نهادی، سرمایه‌گذار خطرپذیر که می‌تواند یک فرد یا یک نهاد (صندوق یا شرکت) باشد، نوعی واسطه مالی است که با استفاده از تخصص خود، به تأمین مالی و پشتیبانی آن دسته از بنگاه‌ها و شرکت‌هایی مبادرت می‌ورزد که در حالت عادی، قادر به تأمین تمام یا بخشی از سرمایه موردنیاز خود از طریق بازار پول و سرمایه (وام بانکی، وام شرکتی، سهام، اوراق قرضه و ...) نیستند. علت این امر نیز چیزی جز نوپا بودن آن‌ها و عدم قطعیت در آینده پروژه‌های آنان نیست.^۱

سرمایه‌گذاری خطرپذیر حاوی نکات زیر می‌باشد:

- فناوری جدید، مفاهیم بازاریابی جدید و احتمالاً محصولات کاربردی جدید.
- سرمایه‌گذاری در موقعیت‌های ریسکی به طوری که آن موقعیت‌ها دارای قابلیت و شایستگی باشند.
- محصولات یا فرایندهایی که مرحله آزمایشگاهی خود را با موفقیت گذرانده‌اند و دارای حق امتیاز یا دارای حق ثبت اختراع می‌باشند.
- موقعیت‌هایی که با توجه به استراتژی ارزش افزوده توسط سرمایه‌گذاران انتخاب می‌شود.

1. OECD, Wikipedia, Investorwords, NVCA

تأمین سرمایه از این نوع (خطرپذیر)، عمدتاً به صورت سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های کوچک و متوسطی انجام می‌شود که پتانسیل بالایی برای رشد و بازاریابی دارند.^۱ حوزه‌های صنعتی این‌گونه شرکت‌ها، معمولاً آن دسته از صنایعی است که با عدم قطعیت بالا مواجهند. مثال‌های مشهور این صنایع، صنعت میکروالکترونیک، نانو تکنولوژی، دارویی، مخابرات و سرگرمی است. بنگاه‌های تازه‌تأسیس در این صنایع، منبع اصلی تأمین مالی خود را بازار سرمایه پرمخاطره می‌دانند و وجه تسمیه این سرمایه‌گذاران نیز همین ریسک بالای سرمایه‌گذاری در صنایع و حوزه‌های جدید و نامطمئن است.

سرمایه‌گذاری خطرپذیر را باید شراکت بین سرمایه‌یک طرف و ایده، برنامه یا پروژه طرف دیگر دانست. سرمایه‌گذار با هدف کسب عایدی بالا و مدیر پروژه با هدف تأمین منابع مالی موردنیاز وارد این شراکت می‌شود. از دیدگاه عموم، این‌گونه مشارکت‌ها معمولاً ۳ خصوصیت زیر را دارا هستند:

- افق دید بلندمدت (۳ تا ۷ سال) دارند.
 - مشارکت، فعالانه است، بدین معنی که سرمایه‌گذار علاوه بر تأمین منابع، تجربه حرفه‌ای، ارتباطات و اعتبار خود را نیز در اختیار مدیر پروژه می‌گذارد.
 - منافع سرمایه‌گذار، از اضافه ارزش سرمایه^۲ حاصل از فروش طرح یا محصول در انتهای دوره توسعه محصول بدست می‌آید، نه از پرداخت پیوسته سود سهام.
- سرمایه‌گذاران خطرپذیر، بسته به ماهیت و استراتژی خود، معمولاً ۳ تا ۷ سال پس از سرمایه‌گذاری، در صدد خروج از آن برمی‌آیند. رایج‌ترین و جذاب‌ترین شیوه البته عرضه سهام در بازار بورس (IPO) است. طی بیست سال اخیر، سهام حدود ۳۰۰۰ شرکت متکی به سرمایه خطرپذیر، در بورس‌های آمریکا عرضه شده است. یکی از موفق‌ترین نمونه‌ها در این زمینه، Amazon.com است که در سال ۱۹۹۷ عرضه عمومی شد و از آن زمان تاکنون، سهامداران آن هیچگاه مغموم و زیانکار نبوده‌اند. نمونه دیگر آن مجموعه سایت‌های حراج اینترنتی eBay

۱. البته سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، جنبه اطلاق ندارد، مثلاً بانک توسعه اسلامی، برای کمک به رشد فناوری در کشورهای عضو، از طریق یکی از شرکت‌های زیرمجموعه خود، وسایل و ماشین‌آلات را خریداری و به متقاضیان اجاره می‌دهد.

2. Capital gain

است که در ابتدا تحت عنوان Auctionweb توسط یک ایرانی‌الاصیل بنام پیر امیدیار^۱ در سال ۱۹۹۵ پایه‌گذاری شد، در سال ۱۹۹۸ به بورس راه یافت و اینک از پررونق‌ترین سهام بورس نیویورک (NYSE) است.

شیوه IPO همیشه موفق نیست و بسیاری از VC‌های موفق، در پایان دوره موردبحث، بجای بازار بورس سهام خود را در بازار خصوصی^۳ به فروش رسانده‌اند. خریدار این سهام می‌تواند یک شرکت بزرگ دیگر یا بنیان‌گذاران اولیه همان شرکت سرمایه‌پذیر باشد. تخصص شرکت در فروش سهام خود به قیمت مناسب، پس از چند سال انتظار و زحمت، اصلی‌ترین عامل موفقیت در این صنعت پریسک است.

شرکت‌هایی که به دنبال جذب سرمایه خطرپذیر هستند، باید یک طرح تجاری تهیه کنند. در این طرح شرحی از ماهیت محصول، وسعت و ویژگی‌های بازار آن، تفکیک بازار^۴ و موقعیت‌یابی^۵ در درون آن، برآورد میزان فروش و رشد سالانه، تخمین هزینه‌های اولیه و در نهایت پیش‌بینی ترازنامه شرکت در طول چند سال ارائه می‌شود. در کنار این طرح، باید خلاصه‌ای از سوابق مدیران و کارآفرینان متقاضی سرمایه نیز ارائه شود تا سرمایه‌گذار بتواند با شناخت نسبی از این افراد تصمیم‌گیری کند.

انواع سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری خطرپذیر، همواره در شرکت‌های نوپا صورت نمی‌گیرد. گاهی نیز شرکت‌هایی که در دیگر مراحل چرخه حیات خود هستند، متقاضی جذب سرمایه پرمخاطره می‌شوند. انواع سرمایه‌گذاری خطرپذیر از نظر هدف سرمایه‌گذاری و مرحله رشد بنگاه سرمایه‌پذیر، شامل موارد زیر است:

- سرمایه‌گذاری آغازین^۶: تأمین مالی تحقیق، ارزیابی و توسعه یک ایده یا مفهوم، پیش از آن که کسب‌وکاری شکل بگیرد.

1. Pierre Omidyar

۲. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر - Venture Capital

3. Private Equity Market
4. Segmentation
5. Positioning
6. Seed Capital

- سرمایه‌گذاری در تأسیس: تأمین مالی شرکت‌هایی که به تازگی تأسیس شده‌اند یا در حال تأسیس هستند، شامل توسعه محصول و بازاریابی اولیه.
 - مراحل اولیه^۱: در برخی منابع، به عنوان مجموع دو مرحله seed و start-up و در برخی دیگر، به عنوان مرحله‌ای پس از آن و شامل ارائه محصول به بازار و یافتن کانال‌های توزیع تعریف شده است.
 - گسترش و توسعه: تأمین مالی برای رشد و توسعه دامنه فعالیت‌های یک شرکت، چه در سبک محصولات و چه در مناطق جغرافیایی جدید.
 - MBO^۲: تأمین مالی خرید سهام، توسط مدیران و کارکنان فعلی یک بنگاه، برای تملک آن. در صورتی که این خرید از طرف افرادی خارج از بنگاه صورت گیرد، به آن MBI^۳ گفته می‌شود.
 - بازسازی: تأمین مالی برای شرکت‌هایی که می‌خواهند با اعمال تغییراتی، دوره فترت را پشت سر گذاشته و به سطوح بالا و درخشان بازگردند.
 - جابجایی سهام: تأمین مالی خرید برخی از سهام یک شرکت توسط برخی از سهامداران از سهامداران دیگر.
 - Mezzanine^۴: زمانی که یک شرکت می‌خواهد وارد بورس شود یا فروخته شود، منابعی نسبتاً هنگفت را صرف باقی‌ماندن در سطوح عالی و حفظ نرخ رشد می‌کند که اصطلاحاً بدان mezzanine یا bridge financing می‌گویند.
- اگرچه ماهیت و شهرت اصلی سرمایه‌گذاران خطرپذیر، مدیون حضور در صنایع جدید و پرخطر است، اما مواردی از سرمایه‌گذاری VCها در صنایع معمولی نظیر ساختمان‌سازی، محصولات صنعتی low-tech و واردات و صادرات نیز به چشم می‌خورد که نشان می‌دهد یک شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر، محدود به فعالیت در حوزه صنایع نوین و نامطمئن نیست.

1. First-stage financing

۲. Management Buy-out: خرید سهام توسط افراد داخلی یک سازمان، بطوری‌که مدیریت سازمان را در اختیار بگیرند.
۳. Management Buy-in: خرید سهام توسط افراد خارج از سازمان، بطوری‌که مدیریت سازمان را در اختیار بگیرند.
۴. یا bridge financing: تأمین مالی کوتاه‌مدت، در شرایطی که سازمان در انتظار دریافت یک جریان نقدی در آینده نزدیک می‌باشد، مثلاً وامی که یک شرکت در چند ماه مانده به پذیرفته‌شدن در بورس یا سهامی عام شدن دریافت کند.

انواع سرمایه‌گذاران خطرپذیر

برای دسته‌بندی VCها، می‌توان از جنبه‌های گوناگون به آنها نگریست. یک دسته‌بندی کلی، VCها به دو دسته نهادی و فردی تقسیم می‌کند. سرمایه‌گذار نهادی شامل شرکت‌ها و مؤسسات است و سرمایه‌گذار فردی، شخصی است که اصطلاحاً وی را *angel investor*، *business angel* یا فرشته تجارت می‌نامند. این دسته شامل افرادی ثروتمند است که مایل به تأمین مالی پروژه‌های پرخطر و موردعلاقه خود هستند. صنعت VC آمریکا، تا دهه‌های متمادی تحت سیطره این افراد بود تا این‌که در ۲۰ سال گذشته، با گرایشی که سرمایه‌گذاران نهادی به ورود به این صنعت نشان دادند، در حال حاضر سهم عمده به آنان اختصاص یافته است.

- استقلال عمل: VCهای نهادی، خود می‌توانند بر دو نوع وابسته و مستقل تقسیم شوند. نوع وابسته آن، شامل صندوق‌هایی است که متعلق به شرکت‌ها و مؤسسات مالی بزرگ بوده و حوزه فعالیت‌شان منحصر به سرمایه‌گذاری پرخطر است. این‌گونه صندوق‌ها را در اروپا *Captive* می‌نامند. نوع مستقل آن شامل شرکت‌هایی است که خود برای تأمین منابعی که باید در اختیار بنگاه سرمایه‌پذیر بگذارند، به بازار پول رجوع کرده و از دیگران قرض می‌کنند.^۱ نقش سرمایه‌گذار خطرپذیر در اینجا این است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری را رصد کند، معامله را سازمان دهد، منابع را تهیه کرده و در اختیار مدیر پروژه گذاشته و در نهایت، اصل پول و سود خود را از طریق استراتژی‌های مختلف خروج، برگرداند.
- حوزه صنعتی: یک معیار دیگر برای تقسیم‌بندی VCها، حوزه فعالیت آنهاست. برخی صندوق‌ها تخصصی هستند، بدین معنی که فقط در حوزه مثلاً نیمه‌هادی، مخابرات یا دارویی سرمایه‌گذاری می‌کنند. برخی دیگر نیز غیرتخصصی یا عمومی بوده و کلیه حوزه‌های صنعتی را در صورت تطابق با معیارهای خود، مورد پذیرش قرار می‌دهند.

1. Joseph a. McCahery & Luc Renneboog, "Venture Capital Contracting and the Valuation of High-technology Firms", Oxford University Press, 2003

- تمرکز جغرافیایی: فعالیت برخی از صندوق‌های VC تنها در یک شهر، استان یا کشور است مانند صندوق‌های ایالتی در آمریکا.^۱ در حالی که برخی از صندوق‌ها فعالیت فرامرزی و فرامنطقه‌ای دارند مانند BioPeak Co. و Kiva Inc.
- VCهای نهادی را در آمریکا به ۴ دسته اصلی تقسیم می‌کنند:
۱. شرکت‌های سرمایه‌گذاری در کسب‌وکارهای کوچک
 ۲. صندوق‌های مالی سرمایه‌گذاری خطرپذیر
 ۳. صندوق‌های شرکتی سرمایه‌گذاری خطرپذیر
 ۴. سرمایه‌پرمخاطره با مشارکت محدود

نوع چهارم یعنی مشارکت‌های محدود، رایج‌ترین نوع تأمین‌کنندگان سرمایه‌پرمخاطره در آمریکا محسوب می‌شوند. علت این امر (که در برخی کشورهای اروپایی از جمله انگلستان نیز مشهود است)، مزیت‌های مالیاتی، ساختار منعطف‌تر و طول عمر معین این دسته از شرکت‌هاست. در این شیوه، سرمایه‌گذاران فردی و نهادی، به اتفاق یک بنگاه VC بزرگ و متخصص در سرمایه‌گذاری خطرپذیر، اقدام به تأسیس یک شرکت با مسئولیت محدود می‌کنند. سرمایه‌گذاران معمولی در امور اجرایی دخالت نکرده و کنترل منابع را در اختیار شریک متخصص خود می‌گذارند. این شریک متخصص، معمولاً شریک ضامن^۲ نیز بوده و سهام اکثریت را در اختیار دارد.

در این گونه مشارکت‌ها، برای تأمین منافع هر یک از شرکا باید نظام تقسیم سود ویژه‌ای متناسب با ریسکی که متحمل می‌شوند، برپا شود. مثلاً در بسیاری از نمونه‌های آمریکایی، ۲۰٪ سود حاصل از سرمایه‌گذاری متعلق به شریک ضامن و مابقی متعلق به سرمایه‌گذاران دیگر است که با وی مشارکت محدود برقرار کرده‌اند و همچنین ۲/۵ درصد کل دارایی‌ها نیز متعلق به شریک ضامن خواهد بود.

۱. نام و مشخصات بسیاری از آن‌ها در پایگاه اینترنتی www.nasvf.org قابل دسترسی است.

2. general partner

سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (CVC)^۱

یک منبع دیگر سرمایه پرمخاطره، شرکت‌های بزرگ غیرمالی است. این نوع سرمایه‌گذاری معمولاً بدین صورت اتفاق می‌افتد که یک شرکت بزرگ، بخش کوچکی از سهام یک شرکت کوچک رو به رشد را خریداری می‌کند. انگیزه خریدار، می‌تواند کنترل رقبا یا گسترش دامنه فعالیت خود باشد. این امر، منافی را برای طرفین به همراه دارد. از جمله این‌که دریچه‌ای به روی فناوری‌های نو و بازارهای آینده برای شرکت بزرگ می‌گشاید و باعث می‌شود که از توان و کارایی بالاتر شرکت کوچک در انجام R&D بهره‌برد. شرکت کوچک نیز به منابع مالی و ارتباطات کسب‌وکار شرکت بزرگ دست پیدا می‌کند.

روندهای جهانی صنعت VC

در اکثر کشورهای عضو OECD، پدیده VC متعلق به دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ است. در آمریکا اما قدمت این پدیده به پیش از دهه ۱۹۷۰ میلادی نیز می‌رسد، جایی که خانواده‌های ثروتمند زیادی، بطور سنتی حامی مالی شرکت‌های پیشرو بوده‌اند. در اواخر دهه ۱۹۷۰، در آمریکا قانونی به تصویب رسید که اجازه می‌داد، صندوق‌های بازنشستگی، تا ۵٪ دارایی‌های خود را در موارد پرخطر سرمایه‌گذاری کنند. این حرکت، موجی از رویکرد صندوق‌های بازنشستگی را به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پرمخاطره به راه انداخت و منابع وسیعی را در اختیار آنان گذاشت.

البته رشد این صنعت در آمریکا را نمی‌توان بطور کامل به این تغییر قانونی نسبت داد، زیرا در طرف تقاضا نیز حرکت‌ها و تغییرات قابل توجهی به وقوع پیوست که قدرت جذب این حجم عظیم از منابع را به بنگاه‌های کوچک اعطا کرد. نمونه آن، انقلاب صنعت میکروالکترونیک و پدیده‌ای چون دره سیلیکون است که به پیدایش تعداد زیادی از شرکت‌های فناوری-محور کوچک و پیشرو انجامید. بخش قابل توجهی از منابع سرمایه‌گذاران پرمخاطره را این دسته از شرکت‌ها به مصرف رسانده‌اند.

1. corporate venture capital

رونق صنعت VC در دنیا، چه به لحاظ حجم سرمایه‌گذاری و چه به لحاظ رجوع بنگاه‌ها به این نوع تأمین مالی، خصلتی دوره‌ای (چرخه‌ای) داشته است. در ایالات متحده، تحقیقات حاکی از وجود رابطه‌ای مثبت مابین این صنعت و بورس اوراق بهادار است. رشدهای چشمگیر در این صنعت معمولاً همراه با رونق بازار سرمایه و دوره‌های رؤیایی بازار سهام بوده و دلیل آن نیز نمی‌تواند عاملی جز وابستگی این صنعت به رونق IPOها باشد. بازگشت سرمایه پرمخاطره بستگی به موفقیت IPO یا عرضه اولیه سهام دارد که آن نیز با رونق بازار سرمایه رابطه نزدیکی خواهد داشت. به همین ترتیب، رونق استراتژی جایگزین IPO یعنی فروش خصوصی سهام نیز رابطه‌ای معکوس با رونق بازار سرمایه داشته و این استراتژی معمولاً با قیمت‌های پایین‌تری نیز نسبت به IPO انجام می‌پذیرد.^۱

صنعت VC در اروپا، از دو جنبه اصلی با متناظرش در ایالات متحده تفاوت دارد. اولاً VCهای اروپایی عمدتاً در بخش‌های صنعتی عمده و بزرگ سرمایه‌گذاری می‌کنند، اما VCهای آمریکایی، بخش‌های فناوری-محور را مورد توجه قرار می‌دهند. ثانیاً در اروپا، بانک‌ها بزرگ‌ترین سرمایه‌گذاران هستند، لیکن در آمریکا، این نقش به صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های وقفی^۲، افراد و مؤسسات بیمه منتقل شده است. از آنجایی که بانک‌ها معمولاً در سرمایه‌گذاری‌های خود، رویکرد کوتاه‌مدت‌تری نسبت به صندوق‌های بازنشستگی و مؤسسات بیمه دارند، این نگرانی در اروپا وجود دارد که در نتیجه سلطه بانک‌ها بر صنعت VC، آینده این صنعت خوشایند نبوده و قدرت رقابت با سایر قطب‌های اقتصادی جهان را نداشته باشد.^۳

برای این‌که سرمایه‌گذار خطرپذیر، رغبت به سرمایه‌گذاری داشته باشد، باید ریسک ناشی از ماهیت پروژه و همچنین دوره بالای خواب سرمایه را با نرخ بازگشت بالای سرمایه جبران نمود. این نرخ باید بیش از نرخ تورم بوده و همچنین نسبت به سایر دارایی‌ها نظیر اوراق قرضه دولتی و سهام موجود در بورس اوراق بهادار نیز فاصله مطلوبی داشته باشد. در آمریکا، نرخ بازگشت سرمایه پرمخاطره، همیشه بالاتر از نرخ بازگشت سبد S&P500 بوده است.

1. OECD, "Venture capital and innovation", OECD, Paris, 1996

2. Endowment

3. Ibid

سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های تازه‌تأسیس نرخ بالاتر و ریسک بالاتری نسبت به سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های بالغ‌تر دارد. نرخ‌های بازگشت، همچنین صنعت به صنعت متفاوت بوده و به عامل زمان نیز بستگی نشان می‌دهد.

VC در کشورهای اسلامی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرمخاطره (VC) در تنوع بخشیدن به اقتصادهای GCC و تشویق ایجاد شرکت‌های خصوصی و در حال رشد سریع، خارج از صنایع نفت و گاز و همچنین نوآوری اینگونه شرکت‌ها نقش مهمی ایفاء می‌نمایند. طبیعتاً شرکت‌هایی که از حمایت اینگونه صندوق‌ها برخوردار نیستند رشد کمتری نسبت به شرکت‌های تحت پشتیبانی این صندوق‌ها داشته‌اند.

کشورهای اسلامی برای رفع تناقضات موجود میان ساختار سرمایه‌گذاری‌های غربی و قوانین شریعت، به اعمال تغییراتی در اساس ساختارهای مذکور پرداخته‌اند. در ممالک اسلامی و طبق قوانین شریعت، سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که محصولات آن‌ها از نظر شرعی حلال محسوب نمی‌شود، مقدور نمی‌باشد. به این ترتیب بیشتر سرمایه‌گذاری‌های موجود در شرکت‌هایی هستند که محصولات آن‌ها را فناوری‌های جدید تشکیل می‌دهد. نمونه‌هایی از سرمایه‌گذاری‌هایی که مورد مطالعه قرار گرفته‌اند مانند Injazat Technology Fund و Abraaj Capital Fund (Dubai) نشان‌دهنده این حقیقت است که سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که محصولات و خدمات آن‌ها برای موسسات دولتی که بازار رایج این محصولات محسوب می‌شوند، بیشتر مورد پسند می‌باشد. در ضمن بیش از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوپا، این VCها سرمایه‌گذاری در شرکت‌های در حال توسعه را ترجیح می‌دهند. لازم به تذکر است که امکان IPO (تبدیل شرکت‌های خصوصی به شرکت‌های عضو بازار بورس برای اولین بار) در ممالک عربی رایج نیست، با این حال تعدادی از VCهای موجود برای تسهیل خروج سرمایه‌گذاری‌های خود اقداماتی را شروع نموده‌اند که پایان دادن به صندوق‌های سرمایه‌گذاری و تسویه حساب با سرمایه‌گذاران مربوطه را امکان‌پذیر نمایند، تا از این رو صندوق‌های تازه‌ای را پایه‌ریزی کرده و باعث گسترش هر چه بیشتر عملیات گردند.

بررسی نمونه‌هایی از کشورهای آسیایی و VCهای فعال در آنها

برای آشنایی بیشتر با فعالیتهای دولتی که در برخی ممالک آسیایی در رابطه با تشویق و ترویج سرمایه‌گذاری‌های VC انجام گشته می‌توان از موارد زیر نام برد:

الف) دوبی - صندوق‌های فناوری Injazat:

صندوق فناوری اینجازت (Injazat Technology Fund) دوبی صندوق سرمایه‌گذاری پر مخاطره‌ای با اعتبار حدود ۵۰ میلیون دلار است که با مطابقت کامل با اصول شریعت و با هدف تامین منابع مالی و با تجربه جهت حمایت و در نتیجه ارتقاء شرکتهای فناوری در منطقه MENA (خاورمیانه - شمال آفریقا) ایجاد شده‌است. لازم به ذکر است که تعداد معاملات در نظر گرفته شده برای صندوق اینجازت حدوداً ۱۰ عدد می‌باشد و حداقل میزان سرمایه‌گذاری در این صندوق معادل ۳ الی ۵ میلیون دلار است که در مقایسه با صندوق‌های مشابه آمریکایی حداقل در نظر گرفته شده بسیار بالا می‌باشد.

دیدگاه کلی اینجازت برای ارتقاء شرکتهای کوچک به شرکتهای معتبر بر پایه منابع مغزی قابل استفاده، همکاری تیمی، مدیریت با تجربه، و برنامه ریزی صحیح می‌باشد و نقش فعالی به‌عنوان سرمایه‌گذار اصلی در ارائه این مدیریت و منابع مورد لزوم ایفاء می‌کند که در واقع از ضروریات حیاتی جهت رشد و باروری این‌گونه شرکتهای است.

اینجازت به منظور تقلیل خطرپذیر و خطرات احتمالی سرمایه‌گذاری و در جهت افزایش هرچه بیشتر سوددهی در موسسات متنوع سرمایه‌گذاری کرده و بدین طریق به رشد شرکتهای فناوری اطلاعات در منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا کمک می‌نماید. وجود پیش زمینه‌های قبلی محصولات شرکت در بازار نقش مهمی را در انتخاب معاملات این صندوق ایفاء می‌کند. بنابراین اینجا تمایلی به سرمایه‌گذاری بر روی محصولات یا خدمات جدید نظیر Nanotechnology ندارد.

ب) چین

توسعه بازار و بخش VC در چین بعد از پیوستن این کشور به سازمان تجارت جهانی (WTO)، مباحث زیادی را بدنبال داشته‌است. در زیر بخشی از ارزیابی وضعیت و مقررات جدید و چگونگی تاثیر آنها در کشور چین آورده شده‌است.

در ژانویه ۲۰۰۳، مقررات جدیدی جهت ساماندهی و مدیریت شرکت VC با سرمایه خارجی (FIVCES) تدوین شد. وزارتخانه‌های تجارت خارجی و همکاری‌های اقتصادی، علوم و فناوری، همچنین دفاتر دولتی صنعت و بازرگانی، مالیات، مبادلات خارجی، قوانین و مقررات جدید را تحت عنوان "مقررات اداری مربوط به شرکت‌های VC با سرمایه خارجی" تدوین کردند. این سلسله مقررات از ماه مارچ همان سال قابل اجرا گردید و به سرعت جایگزین مقررات پیشین شد که با توجه به تحولات سریع چین فاقد کارایی به نظر می‌آمدند. از آن جمله تسهیلات قوانین جدید که در ابتدا تصور ایجاد صندوق VC در کشور چین را بسیار غیرقابل باور می‌کرد، می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- قوانین مربوط به حداقل سرمایه مورد نیاز
- پیش‌نیازهای مربوط به اخذ صلاحیت سرمایه‌گذاری
- انعطاف در مقررات مربوط به برداشت سود
- مقررات خروج از سرمایه‌گذاری
- باز پس گرفتن سرمایه با حداقل موانع

قوانین جدید حاوی مواردی از مقررات پیشین است اما در زمینه‌هایی مانند مفهوم شراکت، انعطاف بیشتر و محدودیت کمتری دارد. مقررات جدید و همچنین تاثیر آنها بر روی سرمایه‌گذاران بالقوه در زیر ذکر شده است:

- به اشخاص حقیقی و شرکت‌های شامل ۲ الی ۵۰ سرمایه دار اجازه داده می‌شود که در صندوق‌های فناوری برتر که ممنوعیت قانونی ندارند، سرمایه‌گذاری کنند.
- حداقل میزان سرمایه اصلی برای اشخاص حقیقی ۵ میلیون دلار و برای اشخاص حقوقی ۱۰ میلیون دلار می‌باشد. بعلاوه، بجز سرمایه‌داران اصلی، دیگر شرکا باید حداقل مبلغ ۱ میلیون دلار سرمایه‌گذاری کنند.
- میزان درخواست سرمایه از اشخاص حقیقی می‌تواند بر اساس نیاز معاملات و مطابق قوانین تطبیق داده شود، ولی دوره این درخواست‌ها نباید از ۵ سال اول عمر سرمایه‌گذاری تجاوز کند مگر این که قبلاً بین شرکاء توافق به عمل آمده باشد.

- میزان و طریقه پرداخت سود به شرکا قبلاً به وسیله خود سرمایه‌داران و با رعایت اصول و قوانین جدید تعیین می‌گردد.
- مالیات سود سرمایه‌گذاری با رعایت قوانین مالیاتی PRC مقرر می‌گردد.

د) مالزی

در سال ۱۹۹۵ پروژه سوپر کریدور مولتی مدیای مالزی Multimedia Super Corridor Project (MSC) در زمینی به مساحت ۱۵ x ۵۰ کیلومتر مربع، در جنوب کوالالامپور تاسیس شد و تاکنون توانسته‌است سرمایه‌گذاری در تعداد ۳۶۲ شرکت فناوری را ممکن سازد. به عقیده متخصصین، پروژه مذکور بعد از گذشت حدود ۱۰ سال و با وجود روند رو به رشد ارتباطات در سطح جهان با مشکلات زیر مواجه است:

- فقدان نیروی ماهر
- سوء استفاده‌های نرم افزاری
- کمبود سرمایه‌گذاران علاقمند به VC
- انتخاب و اولویت بندی فناوری‌ها
- میزان تعهد کارآفرینان فناوری و روش آنان در کمک به رشد اقتصادی

اصول تأمین مالی اسلامی

در تأمین مالی اسلامی ارتباط بین تأمین مالی کننده و متقاضی مانند ارتباط بین خریدار و فروشنده، عامل و مدیر، یا سرمایه‌گذار و کارآفرین است. این ارتباط مانند ارتباط بین وام‌دهنده و وام‌گیرنده همان‌طوریکه در بانکداری غربی وجود دارد، نیست. اصولی که بر اساس احکام شریعت باید در معاملات و کسب و کار رعایت شود به شرح زیر است:

۱. ممنوعیت سود حاصل از قرارداد وام (بهره / ربا): ربا (بهره)، هرگونه بازدهی از قبل تعیین شده و قطعی است که برای وام یا تغییر ساختار زمان‌بندی بدهی‌ها در نظر گرفته شود. در اسلام دریافت و پرداخت ربا ممنوع است. در اسلام، سودآوری واقعی مورد تشویق قرار گرفته ولی با بهره از قبل تعیین شده و قطعی، به شدت مخالف می‌شود. چرا که سودآوری واقعی نشان دهنده موفقیت کسب و کار و ایجاد ثروت است، در حالی که بهره از قبل تعیین شده، هزینه‌ای است که بدون توجه به

نتیجه فعالیت‌های کسب و کار شخص قرض‌گیرنده، به او تحمیل می‌شود. واقعیت آن است که براساس عدالت اجتماعی، قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده باید در سود و زیان فعالیت سهام باشند تا فرایند تجمیع و توزیع ثروت در جامعه عادلانه باشد. در نتیجه، این اصل بر پایه حمایت از عدالت اجتماعی، برابری و حقوق مالکیتی بنا نهاده شده است.

۲. مشارکت در ریسک: از آنجا که تعیین بهره از قبل ممنوع است، تأمین‌کنندگان منابع مالی نیز مانند سرمایه‌گذاران بوده و در سود و زیان و ریسک مرتبط با آن شریک هستند.

۳. قمار و بازی‌های مبتنی بر شانس: سیستم تأمین مالی اسلامی، هرگونه معاملات که بر مبنای قمار و شانس انجام شود را ممنوع می‌داند.

۴. عدم اطمینان بسیار زیاد در معاملات و قراردادها (غرر): در قراردادهای تأمین مالی اسلامی، عدم اطمینان بیش از اندازه که تعیین احتمال نتیجه کار را غیرممکن سازد، ممنوع بوده و ورود به این دسته از قراردادها جایز نیست.

۵. معامله قراردادهای بدهی به کسر

۶. تعهد نسبت به مفاد قرارداد: اسلام بر اجرای تعهدات توسط طرفین آن تأکید بسیاری دارد و همچنین افشای اطلاعات محرمانه موجود در قرارداد را ممنوع می‌داند. این امر از عدم تقارن اطلاعاتی و تضییع اخلاقیات جلوگیری می‌نماید.

ابزارهای مالی اسلامی

با توجه به حرمت ربا در نظام اقتصادی اسلام و ممنوعیت بکارگیری ابزارهای مبتنی بر نرخ بهره، مسلمانان برای برآوردن نیاز خود و ایجاد سود به روشی منطبق بر شریعت، می‌توانند از قراردادهای گوناگون که مورد تأیید شرع قرار دارد استفاده کنند. این قراردادها به دو دسته کلی عقود مبادله‌ای و مشارکتی تقسیم می‌شوند. عقود مبادله‌ای که سود مشخص و ثابتی دارند، مثل اوراق مرابحه، اجاره، سلم و استصناع و گروه دوم عقود مشارکتی که سود آن قطعی نیست، شامل اوراق مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات است.

از این میان عقود مشارکتی دارای این خصوصیت هستند که در آنها انتقال مالکیت صورت نمی‌گیرد (برخلاف قرض^۱) و مالکیت سرمایه‌گذار نسبت به سرمایه ادامه می‌یابد و علاوه بر این، عامل یا فرد سرمایه‌پذیر، ضمانت اصل سرمایه مربوط به سرمایه‌گذار را بر عهده ندارد و به این ترتیب سرمایه‌گذار در سود و زیان فعالیت اقتصادی سهام‌گشته و در ریسک مربوط به فعالیت اقتصادی مشارکت می‌نماید.

مضاربه یکی از عقود مشارکتی است که ماهیت واقعی آن، شرکت سرمایه (وجه نقد) و کار است. در بیان حقیقت مضاربه هیچ اختلافی بین فقها وجود ندارد و همگی آن را با اختلاف کمی به شرح زیر تعریف کرده‌اند:

«... و هی ان یدفع الانسان مالاً الی غیره لیعمل فیه بحصه معینه من ربحه»^۲ یعنی شخصی (صاحب مال) مقداری پول در اختیار فرد دیگری (عامل، مقارض، مضارب) قرار می‌دهد تا شخص دوم با این مال تجارت کرده و سود حاصل را به نسبت معینی، مطابق قراردادی که بین خود منعقد ساخته‌اند بین خود تقسیم کنند.

فرق مضاربه با عقد شرکت در این است که اولاً مضاربه برخلاف شرکت‌های تجاری از شخصیت حقوقی بی بهره‌است و ثانیاً در شرکت‌های تجاری همه شرکاء در سود و زیان شرکت سهام هستند در حالی که در مضاربه همه داد و ستدها به نام عامل و بوسیله او انجام می‌شود ولی نتیجه معامله به صاحب سرمایه می‌رسد.

ماده ۵۴۶ قانون مدنی نیز در تعریف مضاربه چنین اشعار می‌دارد:

« مضاربه عقدی است که به موجب آن احد متعاملین سرمایه می‌دهد با قید اینکه طرف دیگر با آن تجارت کرده و در سود آن شریک باشند. صاحب سرمایه، مالک و عامل، مضارب نامیده می‌شود.»

براساس نظر فقها «عقد مضاربه فقط مختص بکارگیری سرمایه در تجارت از طریق خرید و فروش است و استفاده از آن بعنوان مضاربه در زمینه‌های تولید و توزیع و خدمات و مانند آن، صحیح نیست.» بنابر این علی‌رغم خصوصیات مثبتی که در این عقد از لحاظ شریک بودن

۱. قرض عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین، مقدار معینی از مال خود را تا مدت مشخص به طرف مقابل تملیک می‌کند و طرف مقابل ضامن مثل یا قیمت مال قرض گرفته‌شده در پایان مدت می‌باشد.

۲. رک. الروضه البهیة فی شرح المعه الدمشقیة؛ کتاب المضاربه

صاحب سرمایه در سود و زیان وجود دارد، با توجه به فتوای مذکور امکان تامین مالی از این طریق میسر نیست. لذا می‌توان گفت صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر تنها از طریق مشارکت می‌تواند تامین مالی نماید. سرمایه‌گذاری‌های صندوق نیز بر مبنای مشارکت صورت می‌پذیرد. بر مبنای این عقد کلیه شرکاء در تامین مالی طرح پرمخاطره سهم می‌باشند. سهم سود و زیان شرکاء بر مبنای نسبت آورده سرمایه تقسیم می‌گردد. در اباحه عقد شرکت در نظام اقتصاد اسلامی شکی وجود ندارد. ماده ۵۷۱ قانون مدنی شرکت را این‌گونه تعریف کرده است: «شرکت عبارت است از اجتماع حقوق مالکین متعدد در شیء واحد به نحو اشاعه» با توجه به این تعریف می‌توان تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر را مصداقی از مشارکت مدنی دانست که با توجه به منبع اسلامی، جواز آن مسلم است. از سوی دیگر با توجه به مشارکت مستقیم سرمایه‌گذار خطرپذیر در سود و زیان این صندوق، نظر اسلام مبنی بر اجتناب از ربا تامین می‌شود.

الگوی صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی

با توجه به اهمیت و نقش صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در رشد اقتصاد ملی و با توجه به مبانی فقهی اسلامی، ارکان الگوی صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در سه بخش گردآوری وجوه، سرمایه‌گذاری و استراتژی خروج به شرح زیر ارائه می‌گردد:

۱- گردآوری وجوه صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر:

تامین مالی صندوق دارای دو موضوع اصلی می‌باشد که عبارت اند از:

الف) گردآورندگان وجوه صندوق: نهادهای مختلفی صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را هدایت و پشتیبانی می‌نمایند. با توجه به اهمیت نهادهای مالی در ایران، تامین‌کنندگان مالی زیر می‌توانند به عنوان گردآورندگان وجوه صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر مورد توجه قرار گیرند:

دولت، بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، خیرین در قالب صندوق‌های وقفی و سایر موسسات.

میزان ریسک‌پذیری گردآورندگان وجوه، شاخص سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌باشد. به طوری که هر چه قدر سرمایه گردآوری شده از نهادهایی باشد که تمایل

کمتری به پذیرش ریسک دارند (مانند: دولت و بانک‌ها)، سرمایه‌گذاری نیز باید در مرحله پایانی - حیات شرکت‌های کارآفرین تکنولوژیکی که ریسک (سرمایه‌گذاری، تکنولوژی و نقدینگی) به کمترین میزان خود می‌رسد صورت پذیرد. در مقابل اگر گردآوری وجوه از نهادهای ریسک‌پذیر (مانند: شرکت‌های سرمایه‌گذاری) صورت گرفته باشد، می‌توان در مرحله اولیه و میانی نیز استفاده نمود. بنابراین باید توجه داشت سبد سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر با توجه به میزان ریسک‌پذیری وجوه گردآوری شده به صورت زیر تشکیل می‌گردد:

- تنوع شرکت‌ها: در حدود ۱۵ تا ۲۰ شرکت کارآفرین تکنولوژیکی
 - مراحل مختلف حیات شرکت کارآفرین تکنولوژیکی: اولیه (بذر، نوپایی)، میانی (توسعه و رشد سریع) و پایانی (تأمین مالی مجدد و سرمایه‌گذاری خرید مدیران و...)
 - نوع فناوری: فناوری اطلاعات، زیست فناوری، نانو فناوری و...
 - سطح نوآوری: تدریجی، ماجولار، ساختاری و رادیکال (انقلابی)
 - تنوع جغرافیایی: شهری، استانی، کشوری، منطقه‌ای، قاره‌ای و جهانی.
- این روابط در نمودار صفحه بعد به نمایش درآمده است.

(ب) عقد مناسب جهت گردآوری وجوه:

جهت گردآوری وجوه از عقود اسلامی جعاله و وکالت می‌توان استفاده نمود اما به دلایل زیر عقد جعاله مناسب‌تر به نظر می‌رسد:

- (۱) سطح نوآوری و نوع فناوری، تنوع جغرافیایی و چرخه عمر و هریک از سرمایه‌پذیران متفاوت است. (۲) نظارت بر هر یک از شرکت‌های کارآفرین انرژی و زمان متفاوتی می‌طلبد.

رابطه گردآوردندگان وجوه و سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری



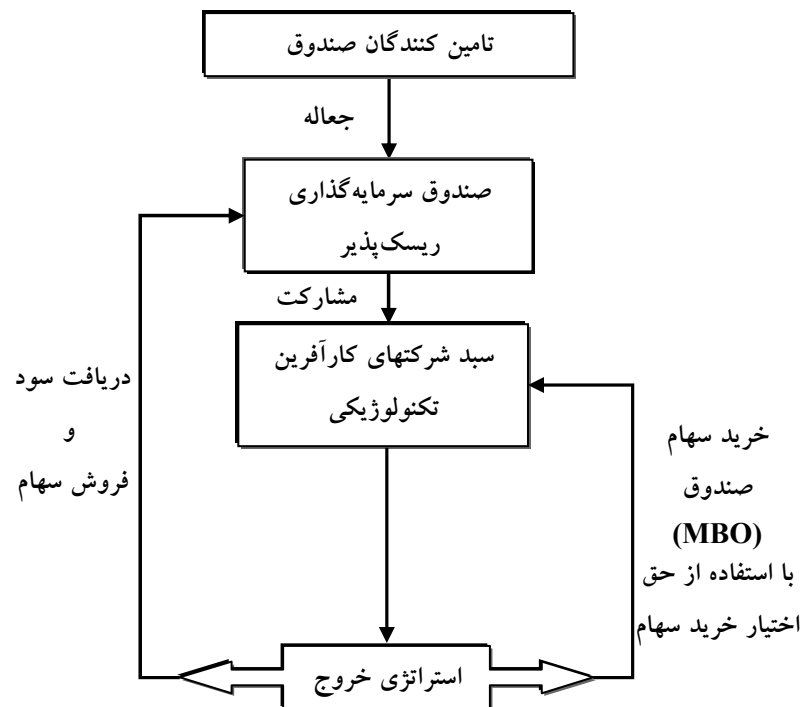
۳) نیازهای سرمایه‌پذیران مختلف است، بدین ترتیب که برخی فقط نیازهای مالی دارند و برخی دیگر نیازمند خدمات حسابداری، مدیریتی، بازاریابی، حقوقی و... می‌باشند. بنابراین درسه مورد ذکر شده بالا حجم کار صندوق در زمان عقد بستن مجهول می‌باشد. (د) معلوم نیست کدام پروژه شکست خورده و کدام موفق می‌شود، همچنین از پروژه‌های موفق نیز مشخص نیست از هر کدام چه میزان سود به دست می‌آید. بدین ترتیب اجرت صندوق که درصدی از سود به دست آمده خواهد بود نیز مجهول می‌ماند.

۲- سرمایه‌گذاری

پس از گردآوری وجوه در صندوق، نوبت به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری تکنولوژیکی و همکاری دوجانبه با آنها می‌رسد. با توجه به شاخص‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، مناسب‌ترین عقد جهت سرمایه‌گذاری صندوق مشارکت به نظر می‌رسد.

۳- استراتژی خروج

یکی از مسائل مهم برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر، زمان و چگونگی خروج است. وجود سازوکار مناسب برای خروج، کارکرد منطقی بازار سرمایه خطرپذیر را تضمین می‌کند. بنابراین ملاحظه می‌شود که سرمایه‌گذاری خطرپذیر، نه کوتاه‌مدت است و نه به سادگی سرمایه‌های معمول و دارایی‌های بدون‌ریسک، نقد می‌شود. بنابراین در تصمیم‌گیری برای این نوع سرمایه‌گذاری، باید متخصص، جدی و دقیق بود. نمودار زیر الگویی پیشنهادی برای یک صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر اسلامی می‌باشد:



پیشنهادها

در ادامه و به منظور تبیین نقش صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر از جنبه‌ایی ویژه، فرهنگ‌سازی مناسب و راهنمایی جهت تحقیقات بعدی پیشنهادهایی مطرح می‌شود:

الگوی پیشنهادی توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر

با توجه به اهمیت و نقش سرمایه‌گذاری خطرپذیر در رشد اقتصاد ملی الگوی پیشنهادی توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر به شرح زیر پیشنهاد می‌گردد:

الف- تأمین مالی صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر

همانگونه که در کشورهای مورد بررسی بیان گردید نهادهای مالی مختلفی صنعت VC را هدایت و پشتیبانی می‌نمایند. با توجه به اهمیت نهادهای مالی در ایران، نهادهای مالی زیر می‌توانند به عنوان نهاد تأمین‌کننده منابع مالی VC مورد توجه قرار گیرند:

بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، اشخاص سرمایه‌گذار، دولت، سایر نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری

ب- ساختار صندوق سرمایه‌گذاری پرمخاطره

صندوق VC به شکل سرمایه‌گذاری مدیریتی هلدینگ (Holding) پیشنهاد می‌گردد. این صندوق‌ها، طرح‌های سرمایه‌گذاری VC متعددی را مورد مطالعه قرار داده و در حوزه‌های مختلف سرمایه‌گذاری می‌کنند. این صندوق‌ها نقش سیاست‌گذاری و نظارت بر طرح‌های VC را به عهده دارند. تأمین مالی طرح‌های VC در مراحل مختلف سرمایه‌گذاری از وظایف این صندوق‌ها می‌باشد. رابطه بین تأمین‌کنندگان اصلی منابع مالی و صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر به شکل مشارکتی می‌باشد. مشارکت از طریق سهامی خاص و یا با مسئولیت محدود صورت می‌گیرد.

ج- با توجه به اهمیت شناسایی طرح‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر نهادهای مختلفی همچون شهرک‌های علمی تحقیقاتی، مراکز رشد و نوآوری، پارک‌های فن آوری، مراکز پژوهشی، دولت و غیره می‌توانند طرح‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر را معرفی نمایند.

د- به منظور بسترسازی مناسب اجرای طرح‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و ایجاد انگیزه در نهادهای مالی باید بتوان به نحو مناسبی بازار ثانویه‌ای برای چنین طرح‌هایی ایجاد نمود. بنابراین تشکیل بازار ثانویه سازمان یافته، تحت مقررات ویژه جهت خرید و فروش منصفانه مالکیت این سرمایه‌گذاری‌ها پیشنهاد می‌گردد. بدین منظور لازم است بازار بورس اوراق بهادار سازوکار مشخصی را در این زمینه تدارک ببیند. با ایجاد بازار ثانویه ضمن شفافیت اجرای

طرح‌های VC، گسترش چنین سرمایه‌گذاری‌هایی را نیز به دنبال دارد و امکان انتقال این طرح‌ها در مراحل مختلف سرمایه‌گذاری به سایر سرمایه‌گذاران امکان‌پذیر می‌گردد.

نقش صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در بازگشت مغزها:

نگرش سیستمی به رشد فناوری باعث می‌شود که اگر ما به دنبال رشد فناوری در کشور می‌باشیم، لزومی ندارد تا کلیه مراحل آن از قبیل تولید، انتقال و توسعه فناوری در داخل کشور انجام گیرد؛ بلکه می‌توان بخشی از آن را در خارج از مرزها و بخشی دیگر را در داخل کشور پیگیری نمود.



به نظر می‌رسد بسترسازی مناسب برای بازگشت مغزها، می‌تواند جایگزین مناسب‌تری برای جلوگیری از فرار آن‌ها باشد. دلایل طرح این پیشنهاد عبارت‌اند از:

(۱) تولید فناوری نیازمند امکانات دانشگاهی، پژوهش، مراکز نوآوری و رشد و آزمایشگاهی قوی می‌باشد. به دلیل کمبودهای موجود کشورمان در این بخش‌ها، می‌توان با خروج مغزها از امکانات کشورهای پیشرو استفاده نموده و دو مرحله از مراحل رشد شرکت یعنی ایده‌پردازی و تولید محصول آزمایشگاهی انجام شود.

(۲) به جای آنکه هزینه‌هایی صرف تحصیلات تکمیلی مغزهای کشور انجام شود و پس از کسب مدرک، هنگام به بار نشستن آنان شاهد مهاجرتشان باشیم؛ می‌توانیم با فراهم کردن شرایط مناسب برای بازگشت پس از پایان تحصیلات در خارج از کشور، از وجودشان در داخل بهره‌مند گردیم.

۳) با توجه به پایین بودن نرخ سرمایه‌گذاری در کشور و عدم تمایل سرمایه‌گذاران به پروژه‌های بلند مدت به نظر می‌رسد نمی‌توان انتظار جذب سرمایه مورد نیاز برای رشد شرکت در دو مرحله ایده‌پردازی و تولید محصول آزمایشگاهی را داشت. زیرا ریسک فنی، مالی و بازاریابی در این دو مرحله بسیار زیاد می‌باشد. اما پس از طی این دو مرحله و شفاف‌تر شدن نوع محصول آماده عرضه به بازار، انتظار جذب سرمایه‌های مورد نیاز دور از واقعیت نمی‌باشد. ۴) امکانات آموزشی و پژوهشی ما برای پرورش ایده و روحیه کارآفرینی مناسب نمی‌باشد ولی در مقابل، بازار پر کشتی در کشور وجود دارد. چنانکه شرکت‌های خارجی نیز اهمیت این بازار را درک کرده و محصولات خود را روانه آن ساخته‌اند.

بنابراین صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر که رسالتش تامین مالی شرکت‌های با رشد سریع می‌باشد، می‌تواند نقش مهمی در تامین مالی شرکت‌های نوپا به خصوص بازگشت مغزها به کشور ایفا نمایند.

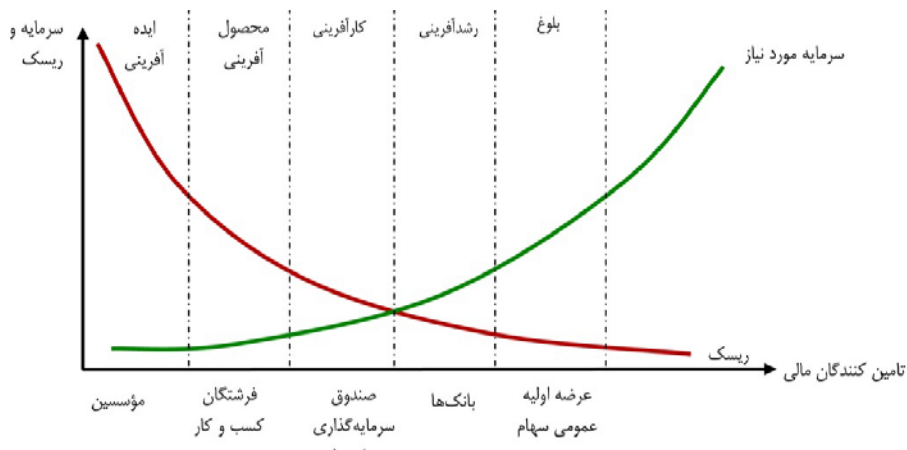
مزیت‌های این پیشنهاد:

- ۱) تمرکز بر تجاری سازی دانش
 - ۲) توسعه فناوری از طریق انتقال آن
 - ۳) جلوگیری از صرف هزینه‌ها برای تولید فناوری که غالباً بی اثر می‌باشد.
 - ۴) تخصیص بهینه سرمایه‌های کشور برای ورود محصولات فناوری محور به بازار از طریق شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک پذیر
 - ۵) بازگشت سرمایه‌های انسانی ارزشمند و علاقه مند به کشور
 - ۶) در آمدزایی ایده‌های نخبه‌گان در داخل کشور
- اشکالی که ممکن است به این پیشنهاد وارد گردد آن است که: تولید فناوری توسط نخبگان کشور ما در یک کشور میزبان صورت می‌گیرد، بنابر این موجب رشد شاخص تولید فناوری در کشور میزبور می‌گردد و خدمتی بزرگ به کشور میزبان قلمداد می‌شود؛ باید توجه داشت که این پیشنهاد در زمان حرکت به سمت توسعه پیشنهاد شده‌است و هنگامی که شرایط و بستر مناسب در داخل کشور فراهم باشد، از مرحله ابتدائی تا انتهای رشد فناوری می‌بایست در داخل کشور دنبال شود.

نکته حائز اهمیت آن است که کارکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، قبل و بعد از فراهم نمودن شرایط مطلوب تغییری نکرده و همواره مورد نیاز می‌باشد.

پیشنهاد واژه مناسب

واژه سرمایه‌گذاری پرخطر، ترجمه مناسبی به نظر می‌رسد. اما اگر خواسته باشیم واژه‌ای به کار بریم که به مفهوم اصطلاح مورد نظر نزدیک باشد، «سرمایه‌گذاری کارآفرین» پیشنهاد می‌گردد. در چرخه حیات سازمان، مرحله ایجاد و شکل‌گیری در بر گیرنده کار آفرینی می‌باشد؛ از طرفی دیگر از جمله مراحل که صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در آن سرمایه‌گذاری می‌کند، مرحله اولیه می‌باشد؛ بنابراین سرمایه‌گذاری کارآفرین مطابقت با نوع سرمایه‌گذاری صندوق دارد. بنابراین اگر واژه سرمایه‌گذاری پرخطر ممکن موجب فراری دادن برخی از سرمایه‌گذاران گردد، شاید بتوان از واژه سرمایه‌گذاری کارآفرین به عنوان یک عامل انگیزشی برای ترغیب آنان به سرمایه‌گذاری استفاده نمود.



نتیجه‌گیری

تبدیل ایده به محصول، نیازمند زنجیره‌ای از تأمین‌کنندگان مالی می‌باشد. نوآوری‌ها معمولاً در شرکت‌های نوپا و کوچک به وجود می‌آید و این در حالی است که این شرکت‌ها به دلیل ویژگی‌هایی نمی‌توانند نیاز سرمایه‌ای خود را از طریق نهادها و بازارهای مالی تأمین کنند. به منظور تکمیل این زنجیره، حلقه‌ی مهمی به نام صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر شکل گرفته است که نقش به‌سزایی در تأمین مالی شرکت‌های کارآفرین تکنولوژیکی ایفا می‌نماید. در وضعیت موجود کشورمان شناخت این صندوق‌ها سبب خواهد شد که جایگاه آنان به خوبی تبیین گردد. همچنین طراحی این صندوق بر مبنای فقه اسلامی نیز از طرفی در راستای اهداف نظام جمهوری اسلامی ایران و دارای قابلیت پیاده‌سازی می‌باشد. و از طرفی دیگر به دلیل توجه اسلام به مسایل مالی، موجب سلامت نظام گردآوری وجوه و سرمایه‌گذاری صندوق می‌گردد.

منابع

۱. باقری سیدکامران، محبوبی جواد؛ "سرمایه‌گذاری خطرپذیر" بنیاد توسعه فردا؛ ۱۳۸۲.
۲. باباقادری، آزاده؛ فیروزی، اعظم؛ صکوک رایج‌ترین ابزار تأمین مالی اسلامی؛ مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی، ۱۳۸۶.
۳. کاتوزیان ناصر، "قانون مدنی"، نشر دادگستر، چاپ پنجم، ۱۳۸۰.
۴. موسویان سید عباس، "صکوک مرابحه ابزار مالی کوتاه‌مدت" مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی، ۱۳۸۶.
۵. عاملی زین‌الدین بن علی، "الروضه البهیه فی شرح المعه دمشقیه" انتشارات بوستان کتاب، قم، چاپ ۱۳، ۱۳۸۵.
6. Mccahery Joseph A., Renneboog Luc, "Venture Capital Contracting and the Valuation of High-technology Firms", Oxford University Press, 2003
7. OECD, "Venture capital and innovation", OECD, Paris, 1996
8. Joseph A. Mccahery & Luc Renneboog, "Venture Capital Contracting and the Valuation of High-technology Firms", Oxford University Press, 2006
9. OECD, "Venture capital and innovation", OECD, Paris, 1996
10. national venture capitals association, the entrepreneurs forum of the great northwest, "ABCs of venture capital", www.efgn.org, 2005
11. Peter Abell, Tahir M. Nisar, Performance effects of venture capital firm, Management Decision, Vol 45, Issue:5, Page: 923 – 936, 2007
12. Amama Shabbir, Handbook of Research on Venture Capital, International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research, Vol 14, Issue: 5, 2008
13. www.nasvf.