



## چالشهای سرمایه گذاری مخاطره پذیر در ایران

### تاریخچه سرمایه گذاری مخاطره پذیر در ایران

با وجود آنکه پارکهای علمی و فناوری و شهرکها و مراکز رشد از قبل از سالهای ۱۳۸۰ شمسی (۲۰۰۲ میلادی) در کشور پا گرفت و روز به روز بر تعداد آنها افزوده می شد با اینحال طی این سالها بجز سمیناری که در سال ۷۹ در بانک سپه توسط جناب آقای عبده تبریزی دبیر کل سابق سازمان بورس اوراق بهادار تهران ارائه گردید مقاله یا فعالیتی هرچند اسمی و اولیه در حوزه سرمایه گذاری مخاطره پذیر در کشور به ثبت نرسیده بود. بتدریج این موضوع که سرمایه گذاری مخاطره پذیر مکانیسمی جدید برای تأمین مالی اهالی کارآفرینان و در اصل طرحهای ایشان است در داخل کشور مطرح شد و لایحه ای نیز از سوی سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور به هیأت وزراء برده شد و براساس آن سالانه ردیف بودجه معینی بصورت کلی تعریف می شود. صنعت سرمایه گذاری مخاطره پذیر طی سالهای بعد به تدریج در چندین سازمان و مرکز علمی کشور بطور جدی مورد توجه قرار گرفت. موسسه توسعه فناوری نخبگان به نمایندگی از دفتر همکاریهای فناوری ریاست جمهوری، سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور، سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران، مرکز صنایع نوین ایران، سازمان همیاری اشتغال جوانان، بانک کشاورزی، شرکت سرمایه گذاری تدبیر، شرکت سرمایه گذاری ملی ایران، بنیاد توسعه فردا، دانشگاههای امام صادق(ع)، تهران و صنعتی شریف و سایر سازمانها و نهادهای مالی از جمله مراکزی بودند که در اولین همایش سرمایه گذاری مخاطره پذیر که به همت جهاد دانشگاهی دانشگاه تهران برگزار گردید به ارائه دستاوردهای تحقیقاتی خویش و تبادل اطلاعات پرداختند. شرکت ثنارای نیز که کنسرسیومی از شرکتهای فعال ایران در زمینه تکنولوژی اطلاعات می باشد از تقریباً ۲ سال پیش از این در توافقی با بانک توسعه اسلامی اقدام به معرفی چند نمونه از طرحها و

ایده های کسب و کار موفق در ایران به صندوق انجازات نمود. براساس برنامه های ارائه شده، این صندوق مأموریت داشت تا ۵۰ میلیون دلار در منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا سرمایه گذاری نماید. در حال حاضر جناب آقای مهندس صفاری عضو ایرانی این شرکت در سمت مشاور این صندوق مشغول فعالیت می باشد.

### **ضرورت توجه جدی به سرمایه گذاری مخاطره پذیر**

باتوجه به تغییراتی که در سطوح مختلف فناوریهای نوین کشور ایجاد گردیده است و ایران را حداقل در منطقه خاورمیانه از نظر استعدادهای برتر، ممتاز و شایسته ساخته است؛ ضرورت بازبینی مجدد در سیستمهای متنوع تأمین مالی کارآفرینی و حمایت از طرحهای مفید و پربازده کاملاً محسوس است. دلایل زیادی مبنی بر ضرورت تعریف ساختاری سازمان یافته و نظام مند برای الگوسازی در حیطه سرمایه گذاری و رشد ایده های نوین و طرحهای برجسته وجود دارد.

می دانیم که در ساختارهای تأمین مالی اینگونه طرحها نکته اصلی وجود سرمایه ابتدایی و راه اندازی کسب و کار است؛ از اینرو اگر صاحب طرح یا ایده پرداز اصلی نتواند منابع مالی مورد نیاز اولیه و حتی ضمانتهای لازم برای سرمایه گذار را فراهم آورد در واقع با اولین و جدی ترین مسئله درگیر خواهد شد. در این حالت دغدغه اصلی وی اگر فرض شود که بتواند از عهده مسایل مدیریتی و بازار و تحلیل شرائط بریاید مسئله نحوه تأمین این منابع و صرف وقت و انرژی فراوان است که مستلزم طی فرآیندهای پیچیده در بانکها و سایر شرکتهای دولتی است. دلایل مختلف و مهم دیگری نیز وجود دارد که ایجاب می کند به مقوله سرمایه گذاری با نگاه متعارف آن در جهان (سرمایه گذاری مخاطره پذیر) توجه ویژه ای داشته باشیم که به بیان برخی از آنها می پردازیم:

۱. شروع یک کسب و کار جدید، کاری نیست که از حیث تفنن و ارضاء نیازهای خودشکوفایی و بروز استعدادها در بلندمدت و حتی کوتاه مدت ثمری داشته باشد بلکه لازم است تا طرحها و پروژه های موردنظر در چارچوب واحدی تشکیلاتی و با تعیین ساختار سازمانی و تعریف مدلهای اقتضایی کسب و کار توسط مدیران انتخابی و گزینش شده شرکت طراحی شود و به صورت جدی خود را برای فعالیت و رقابت در شرایط حساس بازار و رقبا و فضای متغیرفناوریهای روز دنیا آماده سازند. در الگوی سرمایه گذاری مخاطره پذیر به این پارامترها توجه جدی شده

وتعیین هیأت مدیره توانمند و آشنا به صنعت مربوطه برای نظارت و کنترل و مدیریت به شکلی کاملاً پویا طراحی گردیده است.

۲. بسیاری از کارآفرینان و حتی شرکتهای تجاری و بنگاههای اقتصادی در راه اندازی واحدهای تولیدی و یا خدماتی جدید آنطور که باید با ادبیات سرمایه گذاری و عملیاتی رایج در شرکتهای آشنا نیستند. تهیه برنامه های اجرایی و استفاده از موافقت نامه های اصولی و مجوزها، بکارگیری از مشاورین برجسته، برآوردهای مالی و ارزیابیهای فناوری و بازار و ... در تخصص و حوصله این افراد نیست. از اینرو باید با ایجاد مشارکت با گروهها، شرکتهای و افراد و شبکه های نام آشنای صنعت خویش، شرایط را برای گام نهادن در عرصه تجربی جدیدی که در پیش رو دارند فراهم آورند؛ این آرمانها هم زمانی محقق میشود که با مقدمات لازم در محیط مدیریت و عرصه سرمایه گذاری در کشور طراحی شده باشد و از نیروهای توانمند علمی و اجرایی در کسب و کار خود بهره بگیرند.

۳. در سیستمهای قدیمی و گذشته، فرآیندهای تأمین مالی به شکلی غیرفعال و صرفاً با بررسیهای اولیه بر روی طرحها و با اعطای وام از سوی نهادهای مالی ادامه می یافت؛ اما در حال حاضر در دنیای کنونی سرمایه اصلی شرکت از سوی عده ای از سهامداران و سرمایه گذاران مخاطره پذیر تأمین میگردد که کسب بازدهی و دریافت سود عملیاتی بیشتر برای ایشان مهمتر و جذابتر از تنها بازگشت سرمایه و پرداخت اقساط وام است. اگر به سیستمهای گذشته تأمین منابع مالی نظری بیاندازیم مشاهده می کنیم که بسیاری و شاید به جرأت بتوان گفت بالای ۹۰٪ این شرکتهای و مدیرانشان در فضایی رقابتی که ایمان و اعتقاد به فعالیت بیشتر برای رشد مجموعه شرکت داشته باشند حضور ندارند. به این معنی که چون با سیستمی غیر فعال (وام) شرکت را طراحی نموده اند لذا خود نیز میل و علاقه فعال و چشمگیری برای مبارزه با مشکلات و تغییر شرایط به نفع خود ندارند. آنچه عموماً مشاهده شده است اینست که فضایی سنگین و مدعیانی غیر واقعی بر اراده مدیران اینگونه شرکتهای سایه می اندازند که حرکت و روحیه لازم و کافی را از آنها سلب میکند. پرداخت وامهای شرکت و چاره جویی برای خروج از زیر بار تعهدات و وثیقه های کارگذاشته شده در کنار واهمه و اضطرابی که وجود این افراد را از اولین لحظه شروع کسب و کار میگیرد غیر قابل چشم پوشی و انکار است. در روش تأمین ساختار مالی شرکت از طریق وامهای بلند مدت علاوه برآنکه مدیریت صحیح هزینه ها و اختصاص پول به مصارف جاری شرکت به صورت بهینه صورت نمی گیرد؛ این تصور نیز بوجود می آید که شرکت در کسب پول و سرمایه شرکت موفق عمل نموده فلذا برای آینده نباید نگرانی خاصی داشت چون

فعلاً نقداً پرداختیها به تصویب رسیده و موافقتها حاصل گردیده و اگر احیاناً شرکت توانست به بازپرداختهای تعهدی خویش عمل نماید که چه بهتر در غیر اینصورت از همین الان می بایست مراقب بود تا وضع وخیم و بدتر نشود. ملاحظه می فرمایید که در چنین شرایطی مدیران و مالکان شرکت خود را برای آزمایشی آماده می سازند که حیات و سرمایه اصلی آنها در خطر نباشد و قدرت تحمل ریسک و حرکت جدی را از ایشان می گیرد. پیشنهاد نویسنده اینست که لازم است صاحبان پروژه بیشتر از آنچه تاکنون وجود داشته خود را در برابر آینده و وضعیت اقتصادی شرکت مسوول و متعهد بدانند؛ البته حضور سهامداران، مدیران کارآمد و شرکای راهبردی میتواند به عنوان راه حلی جهت مرتفع ساختن این مشکلات به حساب آید که در ادبیات سرمایه گذاری مخاطره پذیر طراحی این تشکیلات کاملاً مشهود است.

۴. در سرمایه گذاری مخاطره پذیر تصمیم گیری و هدایت برنامه های شرکت متکی به تصمیمات و سلاقی شخصی خاص نخواهد بود بلکه الگوها، روشها، جوانب امور و صلاح آن توسط هیأتهای کارشناسی بررسی و تحلیل میشود و منافع سهامداران در قالب شرکت به صورت هوشمند پردازش میشود. بدین ترتیب در این سیستم، اقتصاد، فناوری و سایر پارامترهای خرد و کلانی که در رسالت و اهداف بلندمدت شرکت گنجانیده شده است هستند که دوام و ادامه حیات شرکت را ممکن یا ناممکن میسازد.

### سرمایه گذاری مخاطره پذیر در کشور ما چگونه است؟

سرمایه گذاری مخاطره پذیر به تازگی در محافل علمی و پژوهشی در کشور ما مطرح گردیده است. این نوع سرمایه گذاری، به تأمین منابع مالی شرکتهای نوپا و تازه تأسیس (Start-ups) که به هزینه های ابتدایی توسعه و گسترش کسب و کار خویش نیاز دارند می پردازد.

فضای عدم اطمینانی که حاکم بر اینگونه طرحها می باشد موجب گردیده است تا سرمایه گذاران از بخشهای مختلف خصوصی و دولتی با پارامترهای مختلف ریسک اعم از ریسک مدیریت، محصول، فناوری، بازار، مالی، عملیاتی و اجرایی، سازمانی، راهبردی، محیطی روبرو باشند.

ایجاد ساختار و مدل مناسب کسب و کار (Business Modeling) و مدیریت بر این گونه طرحها با توجه به ریسک های ذکر شده همواره سرمایه گذاران از یک سو و کار آفرینان را از سوی دیگر بامخاطراتی روبرو ساخته است. ایجاد ارزش افزوده در شرکتهای سرمایه پذیر و بهره مندی از مزایای مالی و حقوقی اینگونه شرکتهای در سالهای اولیه شروع کسب و کار، موجب گردیده است تا به تدریج سرمایه گذاران مخاطره پذیر بیشتری بوجود آیند. بر اساس قاعده کلی که در حوزه مالی و سرمایه گذاری مرسوم است با افزایش ریسک، به طور منطقی باز دهی افزایش می یابد .

همانطور که اشاره گردید ریسک بالا و بازدهی بالایی که از اینگونه طرحهای نوپا بوجود می آید تنها عاملی است که می تواند نقطه تمایزی میان بسیاری از مراکز سرمایه گذاری و افراد و اشخاص سرمایه گذار باشد. افراد و اشخاص بر اساس شخصیت و توانایی مالی خویش، عموماً به دو دسته ریسک پذیر و ریسک گریز طبقه بندی می شوند که البته باید توجه داشت که این دو دسته دو سر یک طیف هستند و افراد ریسک های مختلف را با بازدهی های قابل انتظار خویش مدیریت می کنند . در کشور ما هنوز شرکت یا صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیری که به صورت حرفه ای وارد این عرصه گردیده باشد بوجود نیامده است و پیش بینی می گردد با توجه به نیاز احساس شده در این حوزه، در سال های بعد به تدریج شاهد حضور این صندوق ها باشیم .

شناسایی زیر ساخت های لازم برای ایجاد و دوام و حیات یک صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر در یک منطقه یا کشور از اهمیت کافی برخوردار است. به نظر می رسد برای دستیابی به وضعیت مطلوب برای تحقق سرمایه گذاری مخاطره پذیر در کشور بستر سازی و ایجاد زیر ساخت در سه محور زیر قابل توجه باشد که هر یک از آنها دارای شاخه های متعدد و گسترده ای می باشند و باید آنها را شناسایی و مورد بررسی و پیگیری قرار داد.

۱. تأمین مالی

۲. دانش مالی و سرمایه گذاری

۳. مسائل حقوقی و قانونی



در بخش اول - تأمین مالی - پیشنهاد می گردد تا الگویی بکار گرفته شود که بر اساس آن سرمایه گذاری مخاطره پذیر با تشکیل "صندوق مشترک سرمایه گذاری مخاطره پذیر صنایع ایران" با مشارکت بنگاههای مختلف اقتصادی نمونه و علاقمند به سرمایه گذاری مخاطره پذیر ایجاد گردد.

به نظر می رسد با تشکیل این صندوق اولین حرکت جدی توسط بخش خصوصی رقم زده شود نه بخش دولتی. چرا که باید به توان علمی و روحیه جسورانه مدیران و کارشناسان میهنمان اعتقاد داشت و از تمام توان و انرژی که می تواند در این حوزه بکار گرفته شود نهایت بهره را برد.

عملی شدن این ایده می تواند موتور حرکت سایر فعالیتهای سرمایه گذاری مخاطره پذیر در کشور شود. تشکیل انجمن سرمایه گذاری مخاطره پذیر ایران نیز همانگونه که در اکثر کشورهای اروپا و امریکا و آسیای وجود دارد میتواند به شبکه ای قدرتمند برای ارائه خدمات مختلف مالی و سرمایه گذاری و رشد کارآفرینی تبدیل شود.

در بخش دوم - دانش مالی و سرمایه گذاری - اگرچه فارغ التحصیلان مستعد و زحمت کشی در رشته های مالی و فنی مهندسی در اختیار داریم با اینحال درک فرآیندهای سرمایه گذاری توسط سرمایه گذاران و مدیران اجرایی نیازمند کسب تجربه و به روزرسانی اطلاعات تخصصی است. ارزیابی تکنولوژی، ارزشگذاری تکنولوژی، برآورد ریسک و مطالعه امکان سنجی پروژه ها، تدوین استراتژیهای مناسب کسب و کار و طرح ریزی مدل های مناسب آن از مهمترین فاکتورهای مورد نیاز در سرمایه گذاری مخاطره پذیر است که صندوق یا شرکت سرمایه گذار مخاطره پذیر را قادر میسازد تا پرتفولیوی بهینه ای را سامان دهد.

در بخش سوم - مسائل حقوقی و قانونی - متأسفانه کماکان در کشور ما حقوق مالکیت معنوی از حداقل قوانین و مقررات لازم بی بهره است. این ضعف اساسی سنگ بزرگی بر سر راه کارآفرینی در بیشتر حوزه های سرمایه گذاری است. اگرچه کارشناسان و مشاوران حقوقی بسیاری در کشور وجود دارند لیکن اگر حمایت های قانونی و حقوقی دولتی در این موضوع نتواند بستر امن و مناسبی برای کارآفرینان ایجاد نماید متأسفانه باید گفت تحقق دو مسئله اول که به بیان آنها پرداختیم کمکی به ما نخواهد نمود.

## راه حل‌های کارآمد

در بسیاری از کشورها، سهم سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در تولید ناخالص ملی قابل توجه می‌باشد و باید در نظر داشت که صندوقهای سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر لزوماً به دنبال سود نبوده‌اند. برخی با اهداف آموزش و حمایت از نوآوریها و طرحهای کاربردی فارغ التحصیلان شکل گرفته‌اند، برخی دیگر در محیط‌های انوکوباتوری و پارک‌های علمی و تحقیقاتی از سوی دولت به ایفای نقش پرداخته‌اند و در مجموع باید گفت صندوقهای مختلف با اهداف کسب منفعت و یا به صورت غیر انتفاعی در حال حاضر در دنیا به فعالیت می‌پردازند. دستیابی به موارد زیر می‌تواند به کاهش مخاطرات سرمایه‌گذاری کمک کند.

- (۱) شکل‌گیری بازارهای ثانوی برای تسهیل نقدینگی سرمایه‌گذاران و خروج از شرکتهای
- (۲) ایجاد فرهنگ ریسک‌پذیری در میان سرمایه‌گذاران
- (۳) گسترش شبکه‌ها (اینترنتی و ...) که در آن طرحها و شرکتهای سرمایه‌پذیر معرفی می‌گردند
- (۴) اعطای تسهیلات و تقبل مخاطره از سوی دولت و بانک‌ها در تأمین مالی مستقیم و غیر مستقیم صندوقها و شرکتهای سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر
- (۵) فراهم ساختن مقدمات حقوقی و قانونی حمایت از طرحهای نوآور و حمایت از مالکیت معنوی
- (۶) کاهش نرخ مالیات و یا حذف آن در موارد ویژه و قابل توجه برای سرمایه‌گذاران
- (۷) برگزاری دوره‌ها و کارگاههای آموزشی
- (۸) استفاده از مدیران ارشد مالی و سرمایه‌گذاری، حقوقدانان، مهندسان و کارشناسان

## ابزار لازم جهت طراحی ساختارهای صندوق سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر

ما در جهت دست یافتن به ارزش نامشهود که اغلب شرکتهای تازه تأسیس (Start-Up) زمینه ساز آن هستند باید مدل‌هایی کاربردی طراحی برای مشارکت در اینگونه شرکتهای تهیه کنیم .

ارزیابی دقیق و موشکافانه (Milestone & Due Diligence) و امکان سنجی طرحهای تجاری تنها زمانی به سهولت اتفاق خواهد افتاد که خود صندوق VC در برنامه خویش برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر دید کاملاً روشنی داشته باشد و استراتژی خود را در تعیین اولویتهای زیر مشخص سازد :

- تعیین حوزه سرمایه‌گذاری (Industry Focus)

- منطقه سرمایه‌گذاری (local Investment)

- نوع ساختار یک صندوق

اینکه در چه مرحله‌ای از طرحها قصد سرمایه‌گذاری دارد ، (Early Stage-secondary Stage-expansion Stage ...) در گرو اینست که ساختار انتفاعی یا غیر انتفاعی صندوق مشخص گردد و دوره سرمایه‌گذاری مطلوب برای طرحها و مقدار سرمایه‌تعهد شده (Investment Commitment) و بسیاری از موارد دیگر تعیین گردد.

- تعیین مدل‌های تأمین مالی و نحوه ایجاد قراردادها و استفاده از محاسبات و تکنیکهای استاندارد مالی در زمینه ارزیابی فنی و اقتصادی طرحها .

- استفاده از تئوریهای مدرن مالی در حوزه محاسبه ریسک و بازده و تشکیل پرتفولیوی مناسب از این طرحها
- رویکردها و شگردهای ارزشگذاری مالکیت معنوی

- تعیین ضرایب در تدوین الگوریتم‌های تصمیم‌گیری

- مدلها باید بر اساس استراتژی خروج و نقدینگی آخر دوره و بازگشت سرمایه طراحی شوند

- تعیین تیم پویا و کارآمدی که شاخصهای مالی و فنی هر طرح را به صورت مجرد و حتی در تعامل با بازار مربوط به هر حوزه مورد مطالعه و بررسی قرار دهد.

- ایجاد ارزش افزوده (Added Value) در این شرکتهای بر اساس پارامترهای : مدیریتی ، فناوری، بازار و محصولات و ... به بهترین نحو انجام گیرد.

به طور خلاصه باید گفت روش شناسی دراستفاده هریک از پارامترهای فوق باید مفصلاً مورد مطالعه و هماهنگی تمام اعضاء قرار گیرد.