

تحلیل اجزای تشکیل دهنده فرایند سرمایه گذاری خطرپذیر در ایران

نرگس ایمانی پور*^۱ - حسن عزیزی^۲

۱. استادیار دانشکده کارآفرینی، دانشگاه تهران

۲. کارشناس ارشد مدیریت کارآفرینی، دانشگاه تهران

(تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۰/۲/۳، تاریخ تصویب: ۱۳۹۰/۳/۳۰)

چکیده

فرایند سرمایه گذاری خطرپذیر به سلسله اقدام‌هایی گفته می‌شود که صندوق‌ها یا سرمایه‌گذاران خطرپذیر، برای انجام یک طرح سرمایه‌گذاری از آغاز تا پایان انجام می‌دهند. کشورهای پیشرفته به دلیل داشتن مزایای نسبی متعدد و اقتصاد بازار محور، فرایندهای دقیقی را در این حوزه تجربه کرده‌اند. با توجه به آن‌که صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در ایران بسیار نوپا است، پژوهش‌های داخلی اندکی در این زمینه انجام شده است. شناسایی اجزای فرایند سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر می‌تواند گام آغازینی برای پژوهش‌های بعدی و پیشرفت این صنعت در کشور باشد. هدف از این تحقیق تبیین فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر با شناسایی اجزای این فرایند است. این تحقیق از نظر هدف کاربردی و از نظر روش تحقیق، کیفی می‌باشد. در این مقاله با مبنا قرار دادن الگوی کلونوفسکی (۲۰۰۷) و با مصاحبه‌ی باز و عمیق با ۹ نفر از خبرگان صنعت، میزان تشابه و تمایز فرایند سرمایه‌گذاری در ایران با الگوی یادشده تعیین و دلایل این تمایز شناسایی شده است. هم‌چنین یافته‌های تحقیق در سه طبقه‌ی شرایط جاری، شرایط مطلوب و عوامل ایجاد تفاوت، ارائه می‌شود. براساس یافته‌ها، این فرایند در ایران شامل ۶ سطح بوده که ۳ سطح کم‌تر از الگوی پایه است. در انتها نیز پیشنهادهایی برای بهبود فرایند و انجام تحقیق‌های بعدی ارائه می‌شود.

واژه‌های کلیدی: فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر، مرحله‌بندی، الگوی کلونوفسکی، تأمین مالی کارآفرینی

مقدمه

سرمایه‌ی خطرپذیر، سرمایه‌ای است که به همراه کمک‌های مدیریتی، در اختیار شرکت‌های جوان، نوپا و به‌سرعت در حال رشد قرار می‌گیرد. از دیدگاه نهادی، سرمایه‌گذار خطرپذیر که می‌تواند یک فرد یا یک نهاد (صندوق یا شرکت) باشد، نوعی واسطه‌ی مالی است که با استفاده از تخصص خود، به تأمین مالی و پشتیبانی از بنگاه‌ها و شرکت‌هایی می‌پردازد که در حالت عادی، نمی‌توانند تمام یا بخشی از سرمایه‌ی موردنیاز خود را از طریق بازار پول و سرمایه تأمین کنند (OECD¹, 1996:5).

فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر (VC)² از اقدام‌های زنجیره‌واری تشکیل شده که با ورود طرح‌های متقاضی سرمایه به صندوق VC شروع، و با خروج از سرمایه‌گذاری تمام می‌شود. این فرایند شامل ۶ مرحله‌ی ایجاد معامله³، ارزیابی و غربال⁴، ارزیابی جامع⁵، سازمان‌دهی معامله⁶، فعالیت‌های پس از سرمایه‌گذاری⁷ و خروج⁸ می‌شود (OECD, 1996:7,8).

صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر دارای سابقه‌ای چند دهه‌ای در کشورهای پیشرفته است. اما ورود بحث فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ادبیات تحقیق به سال ۱۹۸۴ باز می‌گردد، زمانی که تایجی و برونو⁹ (۱۹۸۴) در مقاله‌ی خود برای نخستین بار به تشریح فرایند سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در امریکا پرداختند. بعدها این مطالعه مبنای سایر تحقیق‌ها در زمینه‌ی تشریح فرایند VC و تبیین شاخص‌ها و معیارهای ارزیابی و تصمیم‌گیری در مراحل مختلف فرایند VC توسط افراد مختلف مانند مک میلان¹⁰

1 The Organization for Economic Co-operation and Development

2 Venture Capital

3 Deal origination

4 Screening

5 Due diligence

6 Deal structuring

7 Post-investment activities

8 Exit

9 Tyzono Tyebjee and Albert Bruno

10 Ian C. Macmillan

(۱۹۸۵)، سلمان^۱ (۱۹۹۰)، فرید و هیسریچ^۲ (۱۹۹۴)، بلیس^۳ (۱۹۹۹)، شد. از سال ۲۰۰۰ تمایل محققان برای فرایندسازی VC در کشورهای با اقتصاد در حال گذار و در حال توسعه‌ی اروپای شرقی و آسیای جنوب شرقی افزایش یافت. برای نمونه می‌توان به مطالعه‌های کارسای و رایت^۴ (۱۹۹۸)، چو و هیسریچ^۵ (۲۰۰۱)، پیرس و بارنز^۶ (۲۰۰۶)، و کلونوفسکی^۷ (۲۰۰۶ و ۲۰۰۷) اشاره کرد.

در سال‌های اخیر اهمیت روزافزون سرمایه‌گذاری در بخش خصوصی و تاکید دولت بر گسترش فرهنگ کارآفرینی، باعث ایجاد صندوق‌ها و طرح‌های توسعه‌ی فناوری و VC‌های سازمانی در کشور شده است. هم‌اکنون شبکه‌ی ملی سرمایه‌گذاری خطرپذیر، متشکل از صندوق‌ها و شرکت‌های فعال این حوزه، در کشور تأسیس شده است. به‌طور حتم شناخت دقیق فرایند سرمایه‌گذاری برای این صندوق‌ها اهمیت ویژه‌ای دارد. اما تا کنون به‌جز دو تحقیق درباره‌ی مراحل خروج (ایمانی پور و کنعانی، ۱۳۸۸)، و ارزیابی طرح‌های متقاضی سرمایه (احمدی اول، ۱۳۸۸)، هیچ تحقیقی درباره‌ی کلیت فرایند VC در ایران انجام نشده است. شناسایی ابعاد و حلقه‌های مفقوده‌ی این فرایند، با توجه به نداشتن تجربه‌ی کافی صندوق‌های موجود، می‌تواند گام آغازینی در شناسایی نقاط ضعف، ترسیم شرایط مطلوب، برنامه‌ریزی و سیاست‌گذاری برای رفع یا بهبود کاستی‌ها و در نتیجه اعتلای این صنعت در کشور باشد. هدف از این تحقیق شناسایی اجزای فرایند VC در ایران و تفاوت‌های احتمالی آن با فرایند VC در کشورهای مشابه است. نوآوری این تحقیق نسبت به معدود تحقیق‌های قبلی، تمرکز بر کل فرایند VC به‌جای واکاوی تک‌تک حلقه‌های آن می‌باشد.

سؤال اصلی تحقیق این است که آیا چرخه‌ی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران قابل

1 William Sahlman

2 Fried and Hisrich

3 Richard Bliss

4 Judith Karsai and Mike Wright

5 Priscilla Chu and Robert D. Hisrich

6 Pearce and Barnes

7 Darek Klonowski

تجزیه به مراحل و فعالیت‌های مجزا می‌باشد؟ سؤال دیگر تحقیق این است که با توجه به شرایط کشور، اقدام‌های لازم برای مطلوب و بهینه شدن فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر چیست؟ سؤال سوم نیز علل اصلی بروز تفاوت در فرایند کنونی ایران از فرایند منتخب تحقیق را مطرح می‌کند؟

مروری بر ادبیات و پیشینه تحقیق

افراد گوناگونی در زمینه‌ی تشریح فرایند سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر فعالیت کرده‌اند. ماحصل این تلاش‌ها به نتایج تقریباً مشابهی رسیده که در ادامه به آن‌ها اشاره می‌شود. تایجی و برونو (۱۹۸۴: ۴) به‌عنوان پیش‌گامان تشریح فرایند VC در بررسی دو مرحله‌ای خود با استفاده از ۴۶ مصاحبه‌ی باز و ۴۱ پرسش‌نامه، فرایندی ۵ مرحله‌ای را برای سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر ارائه کرده‌اند. این مرحله‌ها عبارتند از ایجاد معامله، غربال معامله، ارزیابی معامله، ساختاردهی به معامله و فعالیت‌های پس از سرمایه‌گذاری.

فرید و هیسریچ (۱۹۹۴: ۵) اعتقاد دارند فرایند تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر به دلیل کاهش خطر انتخاب نامطلوب طراحی شده است. آن‌ها طی دو مرحله مطالعه‌ی موردی چندگانه برای پایه‌ریزی یک الگو، و استفاده از یک **پانل صنعتی** (مصاحبه با ۱۸ کارآفرین در امریکا) برای تایید الگو، فرایندی شش مرحله‌ای را طرح کرده‌اند که عبارت است از: ۱- پدید آوردن، ۲- غربال ویژه‌ی طرح‌ها، ۳- غربال عمومی، ۴- مرحله‌ی اول ارزیابی، ۵- مرحله‌ی دوم ارزیابی، ۶- خاتمه. ملاحظه می‌شود این فرایند نسبت به فرایند تایجی و برونو تأکید بیشتری بر ارزیابی دارد. آن‌ها ارزیابی را تنها در یک مرحله خلاصه کرده‌اند. هم‌چنین در الگوی فرید و هیسریچ قیمت‌گذاری بسیار قبل‌تر از ارزیابی انجام می‌شود. هم‌چنین بر نیاز مبرم به جمع‌آوری اطلاعات در این الگو تأکید می‌شود (Fried and Hisrich, 1994: 6).

در کشورهای با اقتصاد در حال گذار، خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی در مرحله‌ی ایجاد معامله و نحوه‌ی نگرش VC‌ها، اهمیت فراوانی دارد. از سوی دیگر بین معیارهای انتخاب VC‌ها در اقتصادهای در حال گذار و اقتصادهای بازارمحور تفاوت‌هایی وجود دارد

(Bliss, 1999: 13). بلیس تلاش کرد تا الگوی فرید و هیسریچ را برای اقتصادهای در حال گذار تعدیل کند. وی طی تحقیقی از شش VC در مجارستان نتیجه گرفت که افزون بر تفاوت در مرحله‌ی ایجاد معامله، غربال ویژه‌ی VCها نیز در مجارستان تقریباً نادیده گرفته شده است.

پیرس و بارنز (۲۰۰۶: ۷۲) اعتقاد دارند هر فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر قابل تقسیم به سه فاز گسترده است: درگیر شدن اولیه‌ی بنگاه VC، ارزیابی جامع VC که منجر به طرح سند شرایط قرارداد شده و هم‌چنین ارزیابی جامع نهایی که منجر به یک توافق سرمایه‌گذاری ثمربخش می‌شود. درون هر یک از این مرحله‌ها فرایندهای بسیار جزئی درونی و بیرونی (بین VC و کارآفرین، و قسمت‌های مختلف بازار) وجود دارد.

کلونوفسکی (۲۰۰۷) به تبیین فرایند سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در بازارهای در حال پیشرفت اروپای شرقی پرداخته و با استفاده از دو مرحله مصاحبه (توصیفی و تاییدی) با ۱۴ و ۲۴ سرمایه‌گذار در کشورهای مجارستان، لهستان، جمهوری چک، اسلواکی، رومانی، و روسیه، فرایندی ۹ مرحله‌ای (شکل شماره ۱) را استخراج کرده است.

۱. ایجاد معامله (پذیرش): VCها موظف به ثبت پیشنهادها به صورت رسمی در یک بایگانی و انجام تخمین‌های اولیه در رابطه با جذابیت طرح و تناسب آن با حیطه‌ی فعالیت‌های بنگاه خود هستند. نتیجه‌ی بررسی‌های اولیه و در برخی موارد بازدیدهای گروه‌های VC از شرکت مورد نظر و گفت‌وگو با کارآفرین، مبنای اولیه برای مرحله‌های ارزیابی جامع طرح را تشکیل می‌دهد.
۲. غربال اولیه: در این مرحله ابتدا تلاش می‌شود تا جذابیت تجاری شرکت متقاضی سرمایه و طرح ارائه شده توسط وی مشخص شود. یک تحلیل پایه‌ای در اسرع وقت و در تمامی ابعاد کسب‌وکار (مدیریت، محصول، بازار، رقابت، تأمین مالی، نرخ بازگشت داخلی) انجام می‌شود. هم‌چنین VC سعی می‌کند تخمینی از احتمال عقد قرارداد به دست آورد. VC در این مرحله هم‌چنین اسناد اولیه‌ی داخلی را تهیه می‌کند.
۳. بازخورد از کمیته‌ی ارزیابی: اسناد اولیه‌ی معامله برای بازخورد اولیه به کمیته‌ی سرمایه‌گذاری و یا هیأت نظارتی شرکت عرضه می‌شود. کمیته‌ی سرمایه‌گذاری بدنه‌ی

- تصمیم‌گیری داخلی VC است که به صورت رسمی عقد قرارداد را تصویب می‌کند. هیأت نظارت نیز از نمایندگان شرکای محدود در شرکت VC تشکیل می‌شود. آن‌ها به طور معمول در این مرحله در جزئیات دقیق نمی‌شوند بلکه نظراتشان را درباره‌ی مفهوم کلی کسب‌وکار و صنعت مورد نظر بیان می‌کنند. به محض قانع شدن اعضای کمیته، مرحله‌ی اول ارزیابی جامع آغاز می‌شود.
۴. مرحله‌ی اول ارزیابی جامع: این مرحله شامل بازرسی و ارزیابی مدیریت، صنعت، محصولات و خدمات‌های بنگاه، اطلاعات مالی گذشته و پیش‌بینی‌ها برای آینده، راهبردها و مکان‌یابی رقابتی بنگاه است. اگرچه هدف کلی این مرحله ایجاد شناختی کلی از تمام جنبه‌های کسب‌وکار مدنظر می‌باشد، اما تمرکز بازرسی می‌تواند از طرحی به طرح دیگر متفاوت باشد. VC در این مرحله به تکمیل فهرست موارد کلیدی تجاری و طرح می‌پردازد. این فهرست مبنای مرحله‌ی دوم ارزیابی جامع است.
۵. تکمیل فرایند پیش از تصویب: خلاصه‌ی نتایج ارزیابی جامع در یک یادداشت به نام پیش‌نویس سرمایه‌گذاری یا یادداشت معامله خلاصه می‌شود. گفت‌وگوها بر سر موارد اصلی معامله باید تکمیل شده و سند اصول مورد توافق، امضا شود. این سند به VC اجازه می‌دهد تا به کمیته‌ی سرمایه‌گذاری نشان دهد که قرارداد معامله در اصل امضا شده و موارد مهم بازرسی‌های تجاری انجام شده‌اند. هم‌چنین در این مرحله برنامه‌ریزی برای مرحله‌ی دوم ارزیابی جامع (شامل اصول و موازین حسابداری، قانونی، و شرایط محیطی) انجام می‌شود.
۶. تایید رسمی و مرحله‌ی دوم ارزیابی جامع: این مرحله به طور معمول جامع و هزینه‌بر است. به طور متوسط VCها یک هفتم ارزش سرمایه‌گذاری را در مرحله‌ی ارزیابی جامع خارجی صرف می‌کنند (Klonowski, 2007: 14). در گزارش گروه تحقیق از این مرحله به کمیته‌ی سرمایه‌گذاری مطرح می‌شود که آیا تخمین‌های اولیه توسط گروه‌های سرمایه‌گذاری با یافته‌های این مرحله مطابقت دارند یا خیر. سپس کمیته‌ی سرمایه‌گذاری و هیأت نظارت تصمیم می‌گیرد که آیا به پیش بروند، از طرح خارج شوند، و یا گفت‌وگوهای بیش‌تر مورد نیاز است.

۷. تکمیل معامله: این مرحله شامل به سرانجام رسیدن کلیه‌ی گفت‌وگوها راجع به اسناد بسیار جزئی با کارآفرینان و سرمایه‌گذاران است. تمامی موارد به‌صورت اسناد قانونی بسیار دقیق تدوین شده و در مرحله‌ی پایانی تکمیل می‌شوند. پس از امضای طرفین قرارداد، VC سندی به‌نام دستورالعمل امانت‌دار^۱ تنظیم می‌کند که مبنایی برای پایان معامله به‌صورت نقدی می‌باشد و حاوی دستورالعمل‌های دقیق برای بانک امانت‌دار VC و مدیران آن است.

۸. نظارت: هدف از این مرحله، نظارت بر هدف‌های خاص از پیش تعیین شده‌ی مالی و عملیاتی و نحوه‌ی تحقق آن‌هاست. درگیر شدن فعالانه‌ی VC‌ها در امور شرکت سرمایه‌پذیر بستگی به نبود تقارن اطلاعاتی و طول دوره‌ی غیرنقدی کسب‌وکار دارد. سؤال کلیدی VC در این مرحله این است که آیا شرکت سرمایه‌پذیر براساس برنامه‌ریزی عمل می‌کند یا خیر. در صورت مثبت بودن پاسخ، فرض بر پیشرفت معامله به سوی خروج مناسب می‌باشد. در غیر این صورت بودجه‌ی بازبینی شده توسط شرکت سرمایه‌پذیر تنظیم می‌شود.

۹. خروج: دستیابی به شیوه‌ی خروج مناسب مهم‌ترین فعالیت پس از سرمایه‌گذاری است. هنگامی که VC برای ایجاد سود احساس نیاز می‌کند به خروج روی می‌آورد. این فرایند به‌طور معمول از دو روش عرضه‌ی عمومی سهام، و یا فروش کل کسب‌وکار به سرمایه‌گذاران استراتژیک انجام می‌شود. هنگامی که موقعیت خروج مناسب ایجاد شود VC به کمیته‌ی سرمایه‌گذاری گزارش می‌دهد. این گزارش نهایی داخلی شامل نوع خروج مورد نظر از دید کارشناسان، خریدار/خریداران، ارزش کسب‌وکار، نرخ بازگشت داخلی و محاسبه‌های آن و هر شرایط خاص دیگر مربوط به خروج است. اگر گزارش و پیشنهاد کارشناسان توسط کمیته ارزیابی تایید نشود آنان وظیفه دارند گفت‌وگوها را از سر گرفته و متعاقباً گزارش خود را تحویل دهند.

1 Custodian Instruction Letter

پینتادو^۱ و دیگران در جدیدترین تحقیق درباره‌ی ۵۱ سرمایه‌گذار خطرپذیر اسپانیایی (۲۰۰۸) بیان می‌کنند که فرایند سرمایه‌گذاری در واقع انتخاب طرحی است که هم در بالاترین سطح نیاز بازار باشد و هم در حوزه‌ی تخصص صندوق سرمایه‌گذاری. در این تحقیق به اهمیت اطلاعات و بهره‌گیری از نبود تقارن اطلاعاتی^۲ تاکید فراوانی شده است. آن‌ها فرایندی ۵ سطحی را در تحقیق خود معرفی می‌کنند. مرحله‌ی یک درخواست کارآفرینان برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر و توجه به مزیت‌های رقابتی صندوق است. مرحله‌ی دوم انتخاب حوزه‌ای می‌باشد که بهترین بازده را برای صندوق به دنبال دارد. مرحله‌ی سوم انتخاب منابع اطلاعاتی و ارزیابی طرح‌های ارائه شده در حوزه یا حوزه‌های منتخب صندوق است. مرحله‌ی بعدی تحلیل طرح‌های جایگزین و مشابه، و در نهایت مرحله‌ی آخر، اتخاذ تصمیم سرمایه‌گذاری می‌باشد (Pintado et al, 2008: 6).

مطالعه‌ی پیشینه‌ی تحقیق‌های داخلی نشان می‌دهد که تحقیق‌های معدودی درباره‌ی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران انجام شده است. کنعانی، ۱۳۸۸ در مطالعه‌ی خود عوامل اثرگذار بر خروج از سرمایه‌گذاری را بررسی می‌کند. مطالعه‌ی احمدی اول، ۱۳۸۸ نیز درباره‌ی مرحله‌ی ارزیابی طرح‌های متقاضی سرمایه است. با توجه به بررسی‌های انجام شده می‌توان ادعا کرد که این تحقیق نخستین تحقیق انجام شده با رویکرد کل‌گرایانه درباره‌ی فرایند VC و اجزای آن در ایران است. هدف از این تحقیق تبیین فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران می‌باشد. در این تحقیق الگوی کلونوفسکی (۲۰۰۷) به دلیل جامع بودن و شباهت‌های ساختار اقتصادی، به عنوان الگوی پایه انتخاب شده و سپس با استفاده از یک رویکرد کیفی، میزان تشابه و تمایز اجزای فرایند سرمایه‌گذاری در ایران با الگوی یادشده تعیین و دلایل این تمایز شناسایی شده است.

الگوی مفهومی تحقیق

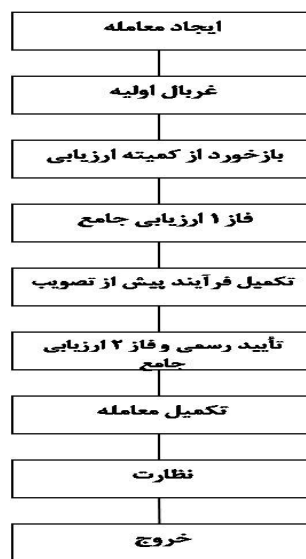
بانک جهانی و بانک بین‌المللی ترمیم و توسعه^۳ همه ساله، شاخص‌های کمی مقررات

1 Pintado, De Lema, and Van Auken

2 Information Asymmetry

3 International Bank of Reconstruction and Development

بازرگانی و فضای کسب و کار ۱۷۸ کشور جهان که موجب تقویت و یا محدودیت فعالیت‌های کسب و کار هستند را منتشر و مقایسه می‌کند. این شاخص‌ها در ۱۰ حوزه‌ی آغاز کسب و کار، پروانه‌ها و گواهی‌نامه‌ها، استخدام کارکنان، دریافت اعتبارات، حفاظت از سرمایه‌گذاران، مالیات‌ها، تجارت بین‌المللی، اجرای قراردادهای و پایان کسب و کار منتشر می‌شوند. مقایسه‌ی شاخص‌های بیان شده و شاخص‌های کلان اقتصادی (مانند تورم، تولید ناخالص داخلی و سرانه، نرخ ارز) ایران با کشورهای که فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر کلونوفسکی (۲۰۰۷) در آن‌ها اجرا شده است، شباهت‌های زیادی را نشان می‌دهد. از این رو و با توجه به جامع بودن و شباهت‌های ساختاری، الگوی ۹ مرحله‌ای کلونوفسکی (نمودار شماره ۱) به‌عنوان فرایند پایه‌ای تحقیق، و مبنای طراحی ابزار پژوهش به کار گرفته شد.



نمودار ۱. فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر Klouonowski, 2007

روش‌شناسی

این تحقیق از نظر هدف، کاربردی بوده و روش تحقیق آن از نوع کیفی است. جامعه‌ی

آماری شامل دو گروه مدیران ارشد شرکت‌های فعال در حوزه‌ی سرمایه‌گذاری خطرپذیر (اعضای شبکه‌ی ملی سرمایه‌گذاری خطرپذیر) و محققان دانشگاهی این حوزه، با سابقه‌ی بیش از ۶ سال می‌باشد. روش نمونه‌گیری به شکل گلوله برفی بوده و جمع‌آوری داده‌ها تا رسیدن به اشباع نظری ادامه یافته است. پژوهش‌گر با استفاده از مصاحبه‌ی باز و عمیق با ۹ نفر از خبرگان VC و مراجعه به متن مصاحبه‌ها و کدگذاری آن‌ها (طی سه گام کدگذاری اولیه، کدگذاری باز و کدگذاری محوری) داده‌های لازم را درباره‌ی فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر و اجزای تشکیل‌دهنده‌ی آن در صندوق‌های مطالعه شده به‌دست آورده است. پرسش‌نامه‌ی اولیه براساس الگوی پایه تنظیم شده و پس از آزمون اولیه، در دوبخش سؤال‌های جمعیت‌شناختی و ۱۰ سؤال محوری تنظیم نهایی شد.

روایی ابزار با طراحی نظام‌مند ابزار گردآوری اطلاعات و استفاده از نظرات خبرگان در اصلاح و تکمیل آن و هم‌چنین آزمودن آن در مصاحبه‌ی اولیه، مورد توجه قرار گرفته است.

این تحقیق از نظر قلمرو زمانی داده‌های تحقیق از سال ۱۳۸۰ تا آذر ۱۳۸۹ را پوشش داده و قلمرو مکانی، شامل شرکت‌های سرمایه‌گذار خطرپذیر شهر تهران می‌باشد.

یافته‌ها

همان‌طور که گفته شد تحلیل داده‌های کیفی در ۳ مرحله انجام شده است. حجم نمونه در این مرحله ۹ نفر بوده و این افراد که همگی از خبرگان VC بوده‌اند از A_۱ تا A_۹ کدگذاری شده‌اند. گزاره‌های کلامی مشابه، کدهای باز را تشکیل داده‌اند و کدهای باز مشابه نیز کدهای محوری را به‌وجود آورده‌اند. کدهای محوری نیز در واقع عناصر اصلی تشکیل‌دهنده‌ی نتایج تحقیق به‌شمار می‌آیند. برای نمونه، جدول شماره ۱ و ۲ به ترتیب گزاره‌های کلامی و کدگذاری باز مربوط به ۲ کد محوری "کیفیت نامطلوب و اجرای ناقص ارزیابی جامع در ایران" و "نبود مرحله‌ی تکمیل فرایند پیش از تصویب در کشور" را نشان می‌دهد.

در مجموع ۹ کد محوری شناسایی شد. این کدها نظرات خبرگان را در ۳ حوزه‌ی

شرایط موجود، شرایط مطلوب، و علل بروز تفاوت‌های فرایند کنونی کشور با فرایند منتخب تحقیق (نمودار شماره ۱) دسته‌بندی می‌کند. در مجموع نتایج تحقیق در سه محور قابل دسته‌بندی است:

جدول ۱. فرایند استخراج مقوله محوری: کیفیت نامطلوب و اجرای ناقص ارزیابی جامع در ایران

کدگذاری محوری	کدگذاری باز	کد: گزاره‌های کلّامی استخراج شده از تحقیق
کیفیت نامطلوب و اجرای ناقص ارزیابی جامع در ایران	در شرایط کنونی کشور یک مرحله‌ی ارزیابی جامع ^۱ آن هم پس از پذیرش طرح‌ها وجود دارد.	A1: یکی از راه‌های کم کردن فاصله با دنیای مدرن، استفاده از صنایع هایتک ^۲ است؛ که این بحث ضرورت ترویج VC را اثبات می‌کند. در VC نیز بحث ارزیابی اهمیت ویژه‌ای دارد که در کشور شاهد آن نیستیم.
		A9: اگر طرحی ناقص ارزیابی شود در مراحل بعدی متورم شده و به‌سوی شکست می‌رود.
	کمبود شدید دانش ارزیابی طرح‌ها در صندوقهای VC و در کشور	A4: در کشور متولی کنونی VC دولت است. بخش خصوصی مشارکت ندارد. بنابراین دل‌سوزی لازم وجود نداشته و کیفیت بخش‌های مختلف به‌خطر می‌افتد.
		A2, A5: نبود شرکت‌های متخصص انجام ارزیابی جامع (ضعف ساختاری) سبب نبود جدیت در اجرای مراحل ارزیابی در برخی طرح‌ها می‌شود.
	به‌خطر افتادن کیفیت اجرا و درنهایت خروجی پروژه سرمایه‌گذاری	A1, A8: نبود جدیت کارآفرینان برای ارائه‌ی طرح‌های کسب‌وکار جامع و درخور ارزیابی، ورودی مرحله‌های ارزیابی را ضعیف می‌کند.
		A2: در شرایط کنونی تمامی فعالیت‌های ارزیابی در یک مرحله جمع شده‌اند که با توجه به تعاریف مراحل، به مرحله‌ی اول ارزیابی جامع نزدیک‌تر است. (در ایران بیش‌تر به‌عنوان امکان‌سنجی ^۳ شناخته می‌شود)
	نبود شرکت‌های مشاوره‌ای قوی و مناسب	A7: در کل کشور به مقوله‌ی ارزیابی‌ها بسیار کم اعتنا می‌شود. اگر بخواهیم سرمایه‌گذاران را تشویق کنیم، باید ارزیابی را جدی بگیریم.
		A6: به‌دلیل کمبود اطلاعات، نبود شرکت‌های مشاوره‌ای قوی، و از سویی حجم سرمایه‌گذاری بسیار اندک در VC، صرف هزینه‌های سنگین برای مرحله‌ی دوم ارزیابی جامع صرفه‌ی اقتصادی ندارد.

1. due diligence
2. high tech
3. feasibility study

جدول ۲. فرایند استخراج مقوله محوری: نبود مرحله تکمیل فرایند پیش از تصویب در کشور

کدگذاری محوری	کدگذاری باز	کد: گزاره‌های کلامی استخراج شده از تحقیق
نبود مرحله تکمیل فرایند پیش از تصویب در کشور	در شرایط فعلی در عمل هر طرحی که از مرحله ارزیابی جامع بیرون بیاید تصویب شده تلقی می‌شود. بسترهای قانونی نامتناسب و ناکافی در حوزه VC کشور ضعف جدی در طرح‌های ورودی به مراحل قانونی وجود رانت و نظام سفارشی در این بخش فرایند	A9, A1: نبودن روال‌های محکم، مستقیم، قانونی در VCها در کشور ملموس است. بعضی وقت‌ها یک عضو هیأت مدیره یا کمیته‌ی ارزیابی قدرت نفوذ فراوان دارند.
		A7: در شرایط فعلی رابطه‌ی اثرگذار و مستمر و زبان مشترک بین کارآفرین و VC وجود ندارد.
		A2, A6: اندک بودن طرح‌های متقاضی سرمایه‌ی ارزشمند، در شرایط کنونی در عمل باعث کم‌رنگ شدن این مرحله شده است.
		A6: روال‌ها و بسترهای قانونی مورد نیاز تا حدی پیش‌بینی شده اما مشکل اساسی، طرح‌های ورودی به این مراحل است.
		A3: در موارد قابل توجهی پذیرش یا رد طرح‌ها به صورت سفارشی و بر مبنای آشنایی‌ها و توصیه‌های فردی انجام می‌شود.
A9: در عمل پس از اظهار نظر کمیته‌ی ارزیابی بقیه‌ی مرحله‌ها در کشور فرمالیته هستند.		

۱. شرایط موجود

- در شرایط موجود کشور ارزیابی‌های جامع، بسیار کم‌رنگ هستند که این ضعف به‌طور عمده از دو دلیل ضعف دانش ارزیابی در کشور، و کمبود طرح‌های مناسب و قابل ارزیابی که ناشی از اشراف نداشتن کارآفرینان به چگونگی تهیه‌ی طرح‌های کسب و کار مناسب است.
- در شرایط موجود مرحله‌ی "تکمیل فرایند پیش از تصویب" تقریباً اجرا نمی‌شود و این نقص زائیده‌ی ناکارآمدی زیرساخت‌های قانونی کشور، نبود ارتباطات نظام‌مند میان ارکان فضای کسب و کار، و کمبود شدید طرح‌های مناسب متقاضی سرمایه است. این یافته مختص این تحقیق می‌باشد زیرا در کشورهای پیشرفته (به دلیل نظم جا افتاده) اصولاً چنین مرحله‌ای وجود ندارد.
- در حال حاضر نظارت و خروج، کاملاً در حاشیه هستند؛ به نظر خبرگان شرکت‌کننده در تحقیق، این دو مرحله در شرایط کنونی تنها ۱۳ درصد از وزن فرایند را به خود اختصاص داده‌اند. از سوی دیگر مرحله‌های بازخورد از کمیته‌ی ارزیابی، غربال اولیه،

و تأیید رسمی پررنگ‌ترین مرحله‌ها در شرایط کنونی‌اند. وجود بوروکراسی و فرایندهای وقت‌گیر و زائد اداری در ایران و جبران ضعف شدید در توان ارزیابی جامع دلایل این رتبه‌بندی از سوی جامعه‌ی نمونه بوده و این یافته مختص این تحقیق است.

- به دلیل توسعه نیافتگی فرهنگ کارآفرینی و VC در جامعه، میزان طرح‌های ارزنده‌ی متقاضی سرمایه بسیار اندک است. این امر باعث شده مرحله‌هایی که جنبه‌ی اداری و تأییدی دارند (و نیازمند مهارت چندانی نیز از سوی VCها نیستند) کم‌کم جای مرحله‌های ارزیابی را گرفته و عملاً در فرایند کنونی کشور کاملاً حکم فرما شده‌اند.

۲. شرایط مطلوب

تمامی یافته‌های ارائه شده در این بخش خاص این پژوهش‌اند. دلیل آن نیز می‌تواند نوپایی و دست به گریبان بودن این صنعت با مشکلات فراوان باشد.

به نظر خبرگان بهتر است مرحله‌های ارزیابی جامع به دلیل ضعف علمی / اجرایی در کشور در هر دو سوی عرضه و تقاضا در یک مرحله ادغام شود.

با توجه به شرایط حاکم بر فضای کسب و کار کشور پیشنهاد شد مرحله‌های جداگانه‌ای به عنوان ایجاد بانک طرح‌های کارآفرینانه و متقاضی سرمایه، ثبت مالکیت معنوی، و تأمین مالی (مستقل و از بخش خصوصی) توسط VCها منظور شود.

افزایش مرحله / مرحله‌هایی پس از مرحله‌ی ۶ (نظارت) به منظور تبیین نحوه‌ی دستیابی به دانش فنی طرح، تشریح و تصویب راهبرد خروج مورد نظر، و بیان این دو مقوله در قالب اعداد و ارقام و برنامه‌های از پیش تعیین شده.

مرحله‌ی نظارت به زعم حدود ۹۰ درصد از خبرگان مهم‌ترین مرحله‌ی فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر است؛ که VCها در ایران از آن غافل هستند. دلیل این وضع هر چه باشد برای بهبود شرایط بایستی فعالیت‌های این مرحله را در چند مرحله‌ی مجزا تقسیم کرد تا تمرکز بیش‌تری بر آنان انجام شود. البته به نظر می‌رسد که فرایند انتخابی تحقیق نیز خود از این ضعف (نبود پردازش درست مراحل پس از سرمایه‌گذاری) رنج می‌برد. دو دسته از فعالیت‌ها (در قالب یک یا دو مرحله) باید بین مرحله‌های نظارت و خروج گنجانده شوند:

۱. وسیع و عمیق تر کردن نظارت و کنترل با تنظیم و به روز رسانی برنامه‌های راهبردی در حوزه‌های گوناگون مدیریتی، تعیین ابعاد و چشم‌انداز کلان کسب‌وکار ایجاد شده، اصلاح مسیر سرمایه‌گذاری، مباحث توسعه‌ی محصول و بازاریابی آن.
۲. ارائه خدمات‌های مشاوره‌ای تخصصی مالی - مدیریتی. این خدمات‌ها، هم با تشکیل گروه‌های تخصصی در داخل VC قابل ارائه است و هم با تشکیل شرکت‌های مدیریت موقت (کارگزار) که بسته مدیریت، یا تأمین مالی شرکت تأسیس شده را بر عهده می‌گیرند.

۳. عوامل باعث ایجاد تفاوت

- یافته‌ها نشان می‌دهد عوامل کلیدی زیر باعث پیدایش انحراف در شرایط موجود سرمایه‌گذاری خطرپذیر از فرایند ضابطه‌مند و هدف‌مند آن شده‌اند:
- اقتصاد دستوری کشور و متغیرهای کلان آن (تورم، نرخ ارز، بی‌ثباتی، تحریم‌ها)؛
 - نبود بستر قانونی مناسب و پیشرو (به‌ویژه در بخش‌های پس از آغاز سرمایه‌گذاری)؛
 - تمایل نداشتن بخش خصوصی برای ورود به این عرصه به دلیل وجود خطرهای ناشناخته در فضای کسب‌وکار و نبود ابزارهای مالی - تشویقی لازم (بیمه‌های سرمایه‌گذاری، بازارهای مالی ثانویه)؛
 - وابستگی شدید صنعت به بودجه‌های دولتی؛
 - کمبود نیروی انسانی متخصص در بخش‌های اجرایی و سیاست‌گذاری و نداشتن برنامه‌ریزی برای تربیت نیروی انسانی مورد نیاز.

بحث و نتیجه

هدف از این تحقیق "تحلیل اجزای تشکیل‌دهنده‌ی فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر" در ایران است. در این راستا با مطالعه‌ی ادبیات موضوع، الگوی کلونوفسکی (۲۰۰۷) با توجه به شباهت‌های محیطی به عنوان الگوی پایه انتخاب شد. بعد از انجام مصاحبه‌های عمیق با خبرگان و تحلیل آن‌ها با کدگذاری سه مرحله‌ای، یافته‌های تحقیق در سه طبقه شرایط موجود، شرایط مطلوب و عوامل ایجادکننده‌ی تفاوت‌ها بین وضعیت موجود و الگوی پایه ارائه شد.

در شرایط موجود فرایند سرمایه‌گذاری ۶ مرحله را شامل می‌شود که ۳ مرحله کم‌تر از الگوی پایه است. حذف مرحله‌ی دوم ارزیابی جامع در شرایط کنونی نشان‌دهنده ضعف توان ارزیابی طرح‌ها در کشور می‌باشد که این خود باعث ایجاد خطر شکست طرح و یا خارج نشدن از آن خواهد شد. هم‌چنین به‌رغم اهمیت بسیار زیاد مرحله‌های نظارت و خروج، اجرای این مرحله‌ها نیز با ضعف بسیار شدید در کشور مواجه است. نیز کمبود در ورود طرح‌های کارآفرینانه و متقاضی سرمایه و نبود سازوکار نظام‌مند برای شناسایی آن‌ها از دیگر مسائل موجود در وضعیت فعلی می‌باشد. نبود مرحله‌ی ارزیابی جامع از مواردی است که در تحقیق‌های انجام شده در اروپای شرقی به‌صورت محدود به آن اشاره شده است (Klonowski, 2006: 7, 18). هم‌چنین کلونوفسکی (۲۰۰۷: ۱۸) و بلیس (۱۹۹۹: ۱۳) در تحقیق‌های خود به مشکل نبود ورودی مناسب طرح‌ها به صندوق‌های VC اشاره کرده‌اند.

هم‌چنین براساس نظر خبرگان، لازم است که در شرایط مطلوب مرحله‌هایی از فرایند در هم ادغام شده و مرحله‌های دیگری قبل از مرحله‌ی پذیرش، به‌منظور پوشش‌دهی ضعف‌های داخلی، اضافه شود. ادغام مرحله‌های ارزیابی و ایجاد مرحله‌های جداگانه با هدف ایجاد بانک‌های اطلاعاتی طرح‌های کارآفرینانه و متقاضی سرمایه، ثبت حقوق مالکیت معنوی، تامین مالی مستقل توسط VC‌ها و هم‌چنین اضافه شدن مرحله‌های جداگانه‌ی بعد از مرحله‌ی ششم به‌منظور تبیین نحوه‌ی دست‌یابی به دانش فنی و تعیین و تصویب راهبرد خروج، از جمله پیشنهادهای خبرگان برای الگوسازی فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در شرایط مطلوب است. این موارد خاص این پژوهش هستند.

در نهایت فرایند کنونی VC در کشور تفاوت‌هایی با فرایند پایه دارد که یافته‌ها نشان می‌دهد عواملی چون ساختار دستوری اقتصادی کشور و متغیرهای کلان آن (تورم، نرخ ارز، بی‌ثباتی، تحریم‌ها)، نبود بستر قانونی مناسب و پیشرو، تمایل نداشتن بخش خصوصی برای ورود، وابستگی شدید صنعت به بودجه‌های دولتی، کمبود نیروی انسانی متخصص (در حوزه‌های اجرایی - سیاست‌گذاری)، و نبود برنامه‌ریزی برای تربیت نیروی انسانی مورد نیاز از مهم‌ترین علل این تمایز است. به این عوامل در تحقیق‌های انجام شده در

کشورهای در حال توسعه و بازارهای نوظهور به عنوان عوامل اثرگذار در پیچیدگی سرمایه گذاری اشاره شده است. به عنوان مثال ساختارهای دولتی بسیار پیچیده، شرکت های دولتی بسیار بزرگ، شاغلان زیاد در بخش کشاورزی، بخش خدمات ضعیف، تورم های سرسام آور، نرخ بهره ی بی ثبات و بالا، نظام بانکی که از اعطای وام های نادرست ضعیف شده، از عوامل تفاوت محیط کشورهای پیشرفته با اقتصادهای در حال گذار هستند (Bliss, 1999: 14). چو و هیسریچ ادعان می دارند، عوامل متعددی در توسعه ی موفق صنعت سرمایه گذاری مخاطره پذیر در یک کشور اثرگذارند. عواملی مانند نیروی انسانی (خبرگان VC و کارآفرینان)، سرمایه گذاری مخاطره پذیر در دسترس، و بازار سهام موفق (برای ارزیابی و خروج) (Chu & Hisrich, 2001: 5). ساختاردهی به معامله ها در منطقه ی اروپای مرکزی و شرقی ذاتا امری دشوار است؛ بسیاری از VC ها توافق نظر دارند که ساختار قانونی فعلی کشورهای یادشده زمینه ی چندان مناسبی برای ساختاردهی به معامله های بیان شده فراهم نمی کند. این امر باعث می شود VC ها خلاقانه به معامله ها ساختار دهند که در نهایت باعث طولانی شدن بیش از حد فرایند تکمیل معامله ها و ایجاد پدیده ی خستگی (مرگ) معامله می شود و نتیجه ی آن باقی ماندن تعداد زیادی طرح ها و معامله های ناتمام است (Klonowski, 2007: 18). مهم ترین حوزه های مشکل ساز برای VC ها در اقتصاد در حال گذار قواعد مالی و حسابداری در حال توسعه، رژیم های مالیاتی، و زیرساخت های قانونی ضعیف است (Allchorne, 2004: 12; Sormani, 2003: 16; EVCA Yearbook, 2002: 89).

پیشنهادها

- با توجه به نظر خبرگان درباره ی عوامل ایجاد تمایز در فرایند موجود نسبت به فرایند پایه، موارد زیر در حوزه ی سیاست گذاری و اجرایی پیشنهاد می شود.
- بسترسازی مناسب برای رفع موانع محیطی و قانونی شناسایی شده در این تحقیق (مانند قوانین مربوط به تجاری سازی ایده ها و ثبت مالکیت معنوی)؛
- ارائه ی مشوق های سرمایه گذاری (مانند تخفیف ها و معافیت های مالیاتی) و بسترسازی

- به منظور جلب سرمایه‌گذاری خارجی؛
- ترویج دانش سرمایه‌گذاری خطرپذیر (مانند ارائه‌ی سرفصل‌های درسی این حوزه در رشته‌های دانشگاهی مرتبط، و برگزاری دوره‌های آموزشی مناسب برای کارآفرینان و فعالان این صنعت).
 - هم‌چنین نظر به توافق خبرگان در مورد کامل نبودن فرایند موجود، انجام تحقیق در حوزه‌های زیر ضروری است:
 - الگوسازی فرایند VC و اجزای آن در شرایط مطلوب؛
 - مطالعه دربارہ‌ی ابزارها و بازارهای مالی ثانویه و امکان‌سنجی بهره‌برداری از این ابزارها برای توسعه‌ی دانش بومی در حوزه VC؛
 - مطالعه‌ی راهبردهای خروج از سرمایه‌گذاری از دیدگاه کارآفرین و سرمایه‌گذار (باتوجه به حاشیه‌ای بودن نظارت در شرایط فعلی و مشکلات ناشی از آن)؛
 - استخراج چارچوب‌ها و معیارهای ارزیابی جامع متناسب، با توجه به شرایط اقتصادی و فضای کسب‌وکار کشور؛
 - الگوسازی فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر با استفاده از الگوهای کمی مانند نظریه‌ی بازی.

منابع

- احمدی، م. (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر ارزیابی طرح‌های کارآفرینانه در شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر با استفاده از روش ای.ان.پی. دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
- ایمانی پور ن. و کنعانی، م. (۱۳۸۸). شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم به خروج سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر، فصلنامه توسعه کارآفرینی، شماره چهارم، ۶۷-۸۴.
- Allchorne, T. (2004). Assessing CEE private equity post accession *European Venture Capital Journal* (June), 48-53.
- Bliss, R. (1999). A venture capital model for transitioning economies: the case of Poland. *Venture Capital*, 1(3), 241-257.
- Chu, P., & Hisrich, R. (2001). Venture Capital in an economy in transition. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3(2), 169-182.
- EVCA Yearbook. (2002). Annual survey of pan-European private equity and venture capital activity. *European Private Equity and Venture Capital Association*.
- Fried, V., & Hisrich, R. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial management*, 23(3), 28-37.
- Karsai, J., Wright, M., & Filatotchev, I. (1997). Venture Capital in Transition Economies: The Case of Hungary. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 21(4).
- Klonowski, D. (2006). Venture capital as a method of financing enterprise development in Central and Eastern Europe. *International Journal of Emerging Markets*, 1(2), 165-175.
- Klonowski, D. (2007). The venture capital investment process in emerging markets: Evidence from Central and Eastern Europe. *International Journal of Emerging Markets*, 2(4), 361-382.
- MacMillan, I., Siegel, R., & Subba Narasimha, P. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business venturing*, 1(1), 119-128.
- OECD. (1996). *Venture Capital and Innovation*. Paris: OECD.
- Pearce, R., & Barnes, S. (2006). *Raising venture capital*: John Wiley, Chichester, West Sussex, England.
- Pintado, T. R., De Lema, D. G. P., & Van Auken, H. (2008). Venture capital in Spain by stage of development. *Journal of Small Business Management*, 45(1), 68-88.
- Sahlman, W. (1990). The structure and governance of venture-capital



- organizations. *Journal of financial economics*, 27(2), 473-521.
- Sormani, A. (2003). Central and Eastern Europe: the accession yeas. *Europian Venture Capital Journal*(July/August), 63-71.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066.

