

الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط
۳. توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران

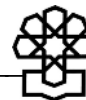
معاونت پژوهش‌های اقتصادی
دفتر: مطالعات اقتصادی

کد موضوعی: ۲۲۰
شماره مسلسل: ۱۴۴۴۴
شهریورماه ۱۳۹۴

به نام خدا

فهرست مطالب

چکیده.....	۱
مقدمه.....	۳
۱. سرمایه‌گذاری خطرپذیر در جهان.....	۵
۱-۱. معرفی صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر.....	۵
۱-۲. روند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در دنیا.....	۸
۱-۳. نقش دولت در حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان.....	۱۵
۲. سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران.....	۱۸
۲-۱. روند رشد صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور تاکنون.....	۱۸
۲-۲. انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور.....	۱۹
۲-۳. دسته‌بندی نهادها.....	۲۱
۳. چالش‌ها و راهکارهای توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران.....	۲۳
منابع و مأخذ.....	۲۵



الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط ۳. توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران

چکیده

اغلب کارآفرینان شرکت‌های دانش‌بنیان، فارغ‌التحصیلان جوان و خوش‌فکری هستند که فاقد تجربه مدیریتی کافی، منابع مالی مناسب و بازار و مشتری مستعد هستند. بسیاری از تلاش‌ها برای راه‌اندازی کسب‌وکار جدید، به دلیل ضعف در این سه عامل، با شکست مواجه می‌شود. سرمایه‌گذارانی که با تقبل مخاطرات قابل محاسبه و یا غیرقابل محاسبه، فعالانه با کارآفرینان همراه شده و با هدف کسب سود، نقاط ضعف آنان (تجربه مدیریتی، منابع مالی کافی و بازار) را پوشش می‌دهند؛ سرمایه‌گذاران خطرپذیر نام گرفته‌اند. یکی از روش‌های مطلوب حمایت از کارآفرینان و صاحبان ایده، مشارکت در تجاری‌سازی طرح با صاحبان طرح بوده که ضمن حفظ مالکیت فکری طرح، صاحب طرح نیز در موفقیت یا شکست آن شریک می‌گردد. این سرمایه‌گذاران به‌طور فعالانه در امور شرکت دخیل می‌شوند و عمدتاً یک کرسی هیئت‌مدیره را در اختیار دارند. این‌گونه، موفقیت دو طرف به هم گره می‌خورد.

هم‌اکنون بیشترین تعداد سرمایه‌گذار خطرپذیر در آمریکا، کانادا و چین وجود دارد. سرمایه‌گذاری خطرپذیر آمریکا، معادل ۶۸/۲ درصد کل سرمایه‌گذاری خطرپذیر انجام شده در دنیاست. پس از آمریکا، اتحادیه اروپا تنها با ۱۵/۳ درصد در جایگاه دوم قرار دارد. چین به‌عنوان سومین عرصه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در رتبه‌بندی‌ها، در سال ۲۰۱۳ نزدیک به ۱/۵ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری خطرپذیر داشته که معادل ۷ درصد کل سرمایه‌گذاری خطرپذیر جهان در این سال است. کشور هند به‌عنوان چهارمین بستر سرمایه‌گذاری خطرپذیر جهان، ۱۳ درصد رشد در سال ۲۰۱۳ در حجم سرمایه‌گذاری داشته است که عمده آنها در بخش خدماتی بوده است. رژیم اشغالگر قدس نیز ۵۵ درصد در حجم سرمایه‌گذاری و ۱۸ درصد در تعداد قراردادهای سال ۲۰۱۳ افزایش داشته است. اما به هر صورت هند و رژیم اشغالگر قدس جمعاً تنها ۷ درصد حجم این صنعت را تشکیل می‌دهند و این افزایش سرمایه‌گذاری، در افزایش آمار جهانی تأثیر زیادی نداشته است.

آمارها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران خطرپذیر علاقمند به سرمایه‌گذاری‌های بزرگ‌تر در مراحل دوم و سوم توسعه شرکت‌ها هستند که در آن ریسک سرمایه‌گذاری تا حدی کمتر است. این موضوع در بازارهای رشد سریع بیشتر دیده می‌شود، به‌طوری که چین بیشترین میزان سرمایه‌گذاری را در مراحل دوم و سوم توسعه داشته که به خروج نزدیک‌تر است. سودآوری سرمایه‌گذاران خطرپذیر، در «خروج» آنها حادث می‌شود. استراتژی‌های گوناگونی با توجه به شرایط و وضعیت شرکت و بازار وجود دارد و منظور از استراتژی خروج، این است که شرکتی که صندوق خطرپذیر، سرمایه‌گذار عمده در آن است، به

طریقی سهام خود را واگذار کند. متداول‌ترین و سودآورترین روش‌های خروج برای سرمایه‌گذار خطرپذیر و کارآفرین، دو روش عرضه عمومی اولیه سهام^۱ (IPO) در بازارهای بورس متناسب و ادغام و اکتساب^۲ (M&A) است.

افزایش میزان عرضه عمومی سهام و ادغام و اکتساب در هر کشور، نشانگر پویایی اقتصاد دانش‌بنیان آن کشور است. زیرا میزان رشد و عملکرد شرکت‌های نوآور و دانش‌بنیان را نشان می‌دهد و سرمایه‌های سرگردان مردم را وارد چرخه اقتصادی نموده یا به شرکت‌های بزرگ کمک می‌کند از توان بالای نوآرانه شرکت‌های کوچک‌تر بهره‌مند شده و باعث توسعه و رشد شرکت‌های نوآور شوند.

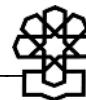
باید به نقش مهم دولت‌ها در توسعه این فرآیندها توجه داشت. نقش‌های عمده آنها در ترویج سرمایه‌گذاری خطرپذیر را می‌توان در سه قالب سرمایه‌گذاری، وضع مشوق‌ها و معافیت‌های مالیاتی و همچنین تسهیل‌گری زیرساختی و نهادی دانست. از مثال‌های جالب توجه حمایتی می‌توان به پوشش ریسک سرمایه‌گذاران خطرپذیر اشاره کرد. در برخی کشورها، دولت اولین ضرری که زیر ۵ درصد بازده مورد انتظار باشد را پوشش می‌دهد. همچنین در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر ۴۰ درصد مبلغی که توسط سرمایه‌گذار خصوصی سرمایه‌گذاری شده را دولت به‌عهده می‌گیرد. بنابراین هم سرمایه‌گذار خصوصی و هم مدیر سهامشان را از ریسک نامطلوب تحمل می‌کنند.

در ایران توجه جدی به صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر از اواسط دهه ۸۰ آغاز شده و نهادهای دولتی و خصوصی به مقوله سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دانش‌بنیان توجه ویژه‌ای داشته‌اند. در آیین‌نامه اجرایی ماده (۱۰۰) قانون برنامه سوم توسعه (سال ۱۳۷۹) که در سال ۱۳۸۱ به تصویب مجلس رسید، ایجاد صندوق‌های پژوهش و فناوری که هدف اصلی آنها سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دانش‌بنیان هستند مورد تأکید قرار گرفته و سازوکار آن تعیین شد. در برنامه چهارم نیز در بند «ه» ماده (۴۵) چنین رویکردی تداوم داشت. اما در برنامه پنجم، پیشنهاد ایجاد صندوق عمومی و غیردولتی به‌جای تنفیذ صندوق‌های قبلی مطرح شد و «قانون حمایت از شرکت‌ها و مؤسسات دانش‌بنیان و تجاری‌سازی نوآوری‌ها و اختراعات» به تصویب رسید.

هم‌اکنون اغلب صندوق‌ها و مؤسسات سرمایه‌گذاری خطرپذیر یادشده عضو «انجمن صنفی کارفرمایی صندوق‌ها و نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور» هستند که در دی‌ماه ۱۳۹۱ تشکیل و ثبت شد. فعالیت بعضی صندوق‌ها به یک حوزه مشخص محدود می‌شود و بعضی دیگر خود را به یک یا چند صنعت مشخص محدود نمی‌کنند. بعضی از نهادها مشارکت‌محور عمل می‌کنند، بعضی دیگر تسهیلات‌محور و گروه آخر ضمانت‌محور. اما غالب فعالیت‌ها به تسهیلات‌محوری گرایش دارد.

۱. Initial Public Offering

۲. Merger and Acquisition



بنا به آرای خبرگان، در ایران چالش‌های مختلفی برای توسعه و موفقیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر وجود دارد؛ که مهمترین اقدامات اصلاحی پیشنهادی در این راستا، از این قرارند:

الف) تقویت بسترهای قانونی

- طراحی ساختار و اساسنامه و تعیین نهاد ناظر بر شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در قانون
- اعمال تخفیف مالیاتی عملکردی به‌منظور تشویق ورود سرمایه‌گذاران
- فراهم آوردن زمینه مشارکت مالی و تضمینی مؤثرتر صندوق نوآوری و شکوفایی در طرح‌های دانش‌بنیان
- افزایش انعطاف قانون محاسبات عمومی بخش دولتی در زمینه سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر
- تأمین حقوق اقلیت در سهام شرکت‌های دانش‌بنیان
- تسهیل ورود نهادهای دولتی و خصوصی و جذب شرکای با مسئولیت محدود به عرصه سرمایه‌گذاران خطرپذیر

- اصلاح قانون تجارت و یا تدوین متمم قانونی جهت تسهیل انتقال مالکیت سهام شرکت‌های نوپا

ب) تقویت صندوق‌های پژوهش و فناوری موجود

- اصلاح قانون مالیات بر درآمد
- ایجاد امکان دریافت وجوه اداره شده دستگاه‌های دولتی، کمک‌های فنی - اعتباری و منابع قابل واگذاری
- تسهیل در اعطای منابع دانشگاه‌ها و پارک‌های علم و فناوری به صندوق‌ها
- تسهیل صدور ضمانتنامه‌های صادره از طرف صندوق‌های پژوهش و فناوری

مقدمه

در جهان امروز، پیشرفت علمی و فناورانه پشتوانه رقابت‌های اقتصادی، سیاسی، فرهنگی و نظامی است. پژوهشکده‌ها، اندیشکده‌های راهبردی، دانشگاه‌ها، واحدهای پژوهش و گسترش صنعتی و هر کانون تفکر و تولید علم دیگر، موتور حرکت صنایع و خدمات هستند که رفاه و امنیت سازمان‌ها و کشورها را تأمین می‌کنند.

در ایران، تولید علم و گسترش فعالیت‌های علمی مورد توجه بسیاری بوده است. افزایش شمار دانشجویان تحصیلات تکمیلی و اعضای هیئت علمی دانشگاه‌ها، شتاب تولید مقالات معتبر ISI و حمایت ضمنی از کسب‌وکار دانش‌بنیان، نشان از تبیین اهمیت علم و فناوری در پیشرفت همه‌جانبه کشور دارد. اما این فعالیت‌های علمی باید به ابتکارها و نوآوری‌هایی تبدیل شود که هسته کارآفرینی باشند و دستاوردهای نظری را تا مرحله تجاری‌سازی پیش ببرند. در این صورت می‌توان به هم‌افزایی علم و ثروت امیدوار بود.

تقویت چرخه علم و فناوری در کشور، مورد تأکید مسئولان ارشد و به‌ویژه مقام معظم رهبری بوده است: «آنچه که ما می‌خواهیم انشاءالله بر این جلسه مترتب شود، به‌طور کلی دو چیز است: یکی تشویق نخبگان و زبدگان و اهل علم و اهل تحقیق به این که به سمت تشکیل این شرکت‌ها [دانش‌بنیان] بروند و همچنین رساندن محصول این شرکت‌ها و این تحقیقات به بازار و در دسترس مردم قرار دادن و وارد کردن آن در چرخه تجارت است. این، غرض اول ماست. البته هم‌افزایی علم و ثروت و دارایی، تعریف ابتدایی این شرکت‌هاست. بنابراین اهل دانش و کسانی که اهل سرمایه‌گذاری‌های مالی هستند، همت کنند و این شرکت‌ها افزایش پیدا کند».^۳

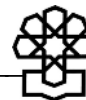
امروز مهمترین گلوگاه توسعه کمی و کیفی کسب‌وکار دانش‌بنیان در کشور، سازوکار تأمین مالی موثر و کارآمد است. بر پایه تحلیل کارشناسان و خبرگان این عرصه، حمایت‌های کنونی هم ناکافی و هم ناکارآمد هستند، به این معنا که پوشش مالی کافی برای بهره‌گیری از استعدادهای تجاری دانش‌بنیان در سطح کشور وجود ندارد و حمایت‌های موجود هم به‌دلیل استفاده از سازوکارهای ناکارآمد به نتیجه مطلوب نمی‌رسند.

بسترسازی قانونی برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور، نخستین بار در ماده (۱۰۰) برنامه سوم توسعه مطرح شد. در این ماده آیین‌نامه‌ای برای تنفیذ صندوق‌های پژوهش و فناوری تدوین شده بود که مبنای تأسیس صندوق‌ها قرار گرفت. در برنامه چهارم نیز در بند «ه» ماده (۴۵) چنین رویکردی تداوم داشت. اما در برنامه پنجم، پیشنهاد ایجاد صندوق عمومی و غیردولتی به‌جای تنفیذ صندوق‌های قبلی مطرح شد. این رویکرد متفاوت در «قانون حمایت از شرکت‌ها و مؤسسات دانش‌بنیان و تجاری‌سازی نوآوری‌ها و اختراعات» متبلور شد. اما تاکنون این قوانین نتوانستند با مفهوم ریسک و دیگر وجوه سرمایه‌گذاری خطرپذیر ارتباط درستی برقرار کنند.

هم‌اکنون صندوق‌های حمایتی به‌طور محدود وجود دارد، اما نحوه فعالیت آنها بیشتر به بانک‌ها شبیه است تا صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر. این صندوق‌ها بیشتر به ارائه تسهیلات می‌پردازند و از فعالیت محوری که همان حمایت مشارکتی است دوری می‌گزینند.

هدف اصلی این گزارش این است که تصویری کلی از سرمایه‌گذاری خطرپذیر در سطح جهانی ارائه شود و وضعیت کنونی کشور در این حوزه به اختصار مطالعه شود. پس از ارائه برخی آمارها و داده‌های کمی و تحلیل‌های کیفی درباره این حوزه در مورد بعضی کشورهای پیشرو، مشکلات و چالش‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران مرور می‌شود. اگرچه راهکارهای پیشنهادی برای عبور از چالش‌ها

۳. بیانات در دیدار جمعی از پژوهشگران و مسئولان شرکت‌های دانش‌بنیان، ۱۳۹۱/۵/۸.



به صورت موردی بیان می‌شوند؛ برای دستیابی به طرح‌های قانونی و لوایح مربوطه، مطالعات مفصل‌تر و جلسات کارشناسی بیشتری نیاز است که به گزارش‌های آتی واگذار می‌شود.

در این گزارش، نگاه بومی از اولویت بالایی برخوردار است. به همین منظور، برای شناخت بهتر مسئله و ورود خبره‌محور به موضوع، از پنل خبرگان استفاده شده است. در این پنل‌ها برجسته‌ترین صاحب‌نظران سرمایه‌گذاری خطرپذیر به همکاری فراخوانده شده‌اند و دانش ضمنی پژوهشگران انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایران نیز برای پخته‌تر شدن موضوع مورد توجه قرار گرفته است. از مشارکت نمایندگان بعضی نهادهای دولتی مانند معاونت علمی و فناوری ریاست جمهوری، شرکت فرابورس ایران و صندوق ملی نوآوری و شکوفایی نیز استفاده شده است.

۱. سرمایه‌گذاری خطرپذیر در جهان

۱-۱. معرفی صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر

موتور محرک پیشرفت‌های فناورانه، ایده‌های کاربردی خلاقانه‌ای است که در ذهن کارآفرینان، مخترعان و مبتکران شکل می‌گیرد و با پیگیری جدی آنان در قالب کسب‌وکاری جدید به بار می‌نشیند و مفهوم کارآفرینی آغاز می‌شود. اما اغلب این کارآفرینان، فارغ‌التحصیلان جوان و خوش‌فکری هستند که فاقد تجربه در سه عامل اصلی برای موفقیت در بازار رقابتی هستند. این عوامل عبارتند از:

۱. دانش و تجربه مدیریتی،

۲. منابع مالی کافی،

۳. بازار و مشتری که محصول حاصل از این کارآفرینی را به مصرف برساند

بسیاری از این تلاش‌ها برای راه‌اندازی کسب‌وکار جدید، به دلیل نبود این سه عامل، با شکست مواجه می‌شود. امروزه کلید حل مشکل در دست سرمایه‌گذارانی است که با تکیه بر شم فوق‌العاده خود و با تقبل مخاطرات قابل محاسبه و یا غیرقابل محاسبه، فعالانه با کارآفرینان همراه شده و با هدف کسب سود، نقاط ضعف آنان (تجربه مدیریتی، منابع مالی کافی و بازار) را پوشش می‌دهند. به این سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاران خطرپذیر^۴ می‌گویند؛ که در کشورهای توسعه‌یافته به یکی از حلقه‌های اصلی نظام ملی نوآوری تبدیل شده است.

بنابراین یکی از روش‌های مطلوب حمایت از کارآفرینان، مخترعان، مبتکران و صاحبان ایده، مشارکت در تجاری‌سازی طرح با صاحبان طرح بوده که ضمن حفظ مالکیت فکری طرح، صاحب طرح نیز در موفقیت یا شکست آن شریک می‌گردد. در این روش در نهایت سرمایه‌گذار خطرپذیر پس از به

نتیجه رسیدن طرح، سهم‌الشرکه خود را از طریق مکانیسمی (استراتژی خروج) به صاحب ایده واگذار می‌نماید.

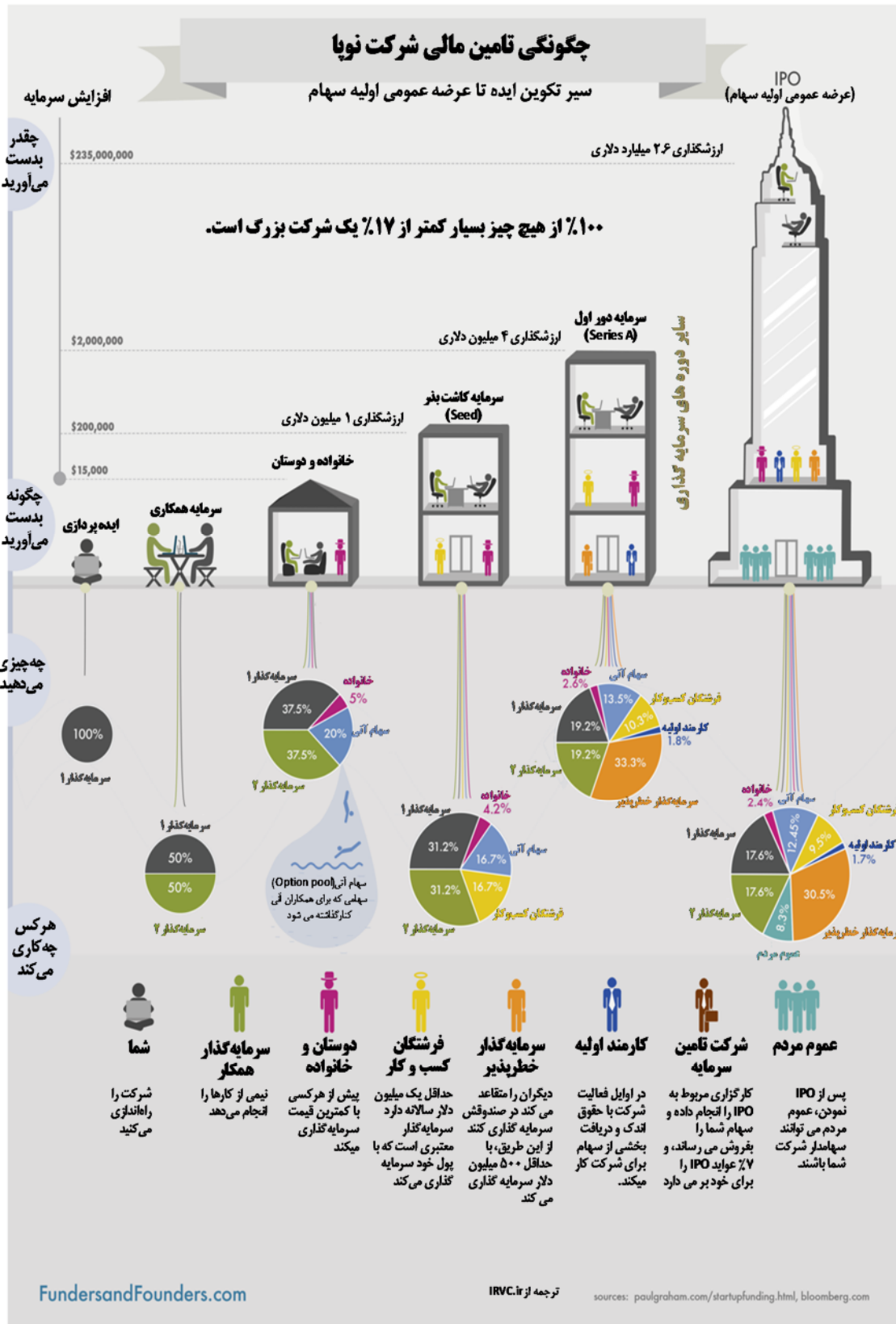
سرمایه‌گذاران خطرپذیر با تأمین مالی و کمک‌های مدیریتی از مهارت و اشتیاق کارآفرینان حمایت می‌کنند و ایده‌ها و علوم پایه‌ای را به محصولات و خدماتی تبدیل می‌کنند که در دنیا جذابیت دارند. طبق آمار انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر آمریکا^۵ به ازای هر ۱۰۰ طرح کسب‌وکاری که به یک سرمایه‌گذار خطرپذیر می‌رسد، تنها ۱۰ طرح مورد بررسی جدی‌تر قرار می‌گیرد و تنها یک مورد به سرمایه‌گذاری منجر می‌شود (NVCA, 2014).

شکل زیر نشان می‌دهد نهادهای مختلف تأمین مالی در مراحل مختلف توسعه ایده تا عرضه عمومی سهام شرکت، چه نقشی دارند و از چه عوایدی بهره‌مند می‌شوند. سهام فرد صاحب ایده، از میزان ۱۰۰ درصد اولیه، به مرور زمان و با تأمین سرمایه (و ارزش‌افزایی) در دوره‌های مختلف توسط نهادهای مختلفی از قبیل دوستان، خانواده، فرشتگان کسب‌وکار، سرمایه‌گذاران خطرپذیر و نهایتاً عموم مردم، به ۱۷/۶ درصد کاهش می‌یابد؛ اما ارزش شرکت از مقدار اولیه صفر، به ۲/۶ میلیارد دلار رسیده است. بنابراین نکته جالب توجه برای شرکت‌های دانش‌بنیان، که عمدتاً به آن توجه نمی‌کنند، این است که داشتن ۱۷ درصد شرکت بزرگ، بسیار بیشتر از داشتن ۱۰۰ درصد از هیچ چیز است! به عبارت دیگر، داشتن قطعه کوچک از کیکی بزرگ، بیشتر از داشتن کل یک کیک کوچک است.

۵. National Venture Capital Association, NVCA 2014.



شکل ۱. مراحل تأمین مالی و توسعه شرکت‌های نوپا



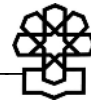
صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر از شرکت‌ها در ساده‌ترین حالت - کارآفرین با ایده‌ای که به‌صورت برنامه کسب‌وکار مطرح شده - تا شرکت‌های مستقل بلوغ یافته را حمایت می‌نمایند. حمایت سرمایه‌گذاری خطرپذیر فراتر از سرمایه صرف است؛ زیرا این سرمایه‌گذاران به‌طور فعالانه در امور شرکت دخیل می‌شوند و عمدتاً یک کرسی هیئت‌مدیره را در اختیار دارند. موفقیت این شرکت‌ها نیز در گرو همکاری فعالانه سرمایه‌گذار خطرپذیر است. در مورد شرکت‌های نوپا برگزاری جلسات روزانه با مدیران شرکت نیز متداول است و به این جهت تعداد سرمایه‌گذاری‌های هر صندوق محدود است.

سرمایه‌گذار خطرپذیر تیم مدیریتی، موضوع کسب‌وکار، بازار طرح، همخوانی با اهداف صندوق و سرمایه مورد نیاز را بررسی می‌کند. از آنجا که مهمترین سرمایه صندوق‌های خطرپذیر خبره «زمان» است، امروزه تنها طرح‌هایی مورد بررسی قرار می‌گیرند که بازار جهانی داشته باشند، امکان رشد خوبی در مدت زمان منطقی داشته باشند و واقعاً نوآورانه باشند. موضوعی که تنها ۱۰ تا ۲۰ درصد موجب توسعه محصول یا خدمت موجود باشد، عمدتاً برای بررسی دقیق‌تر جذاب نخواهد بود.

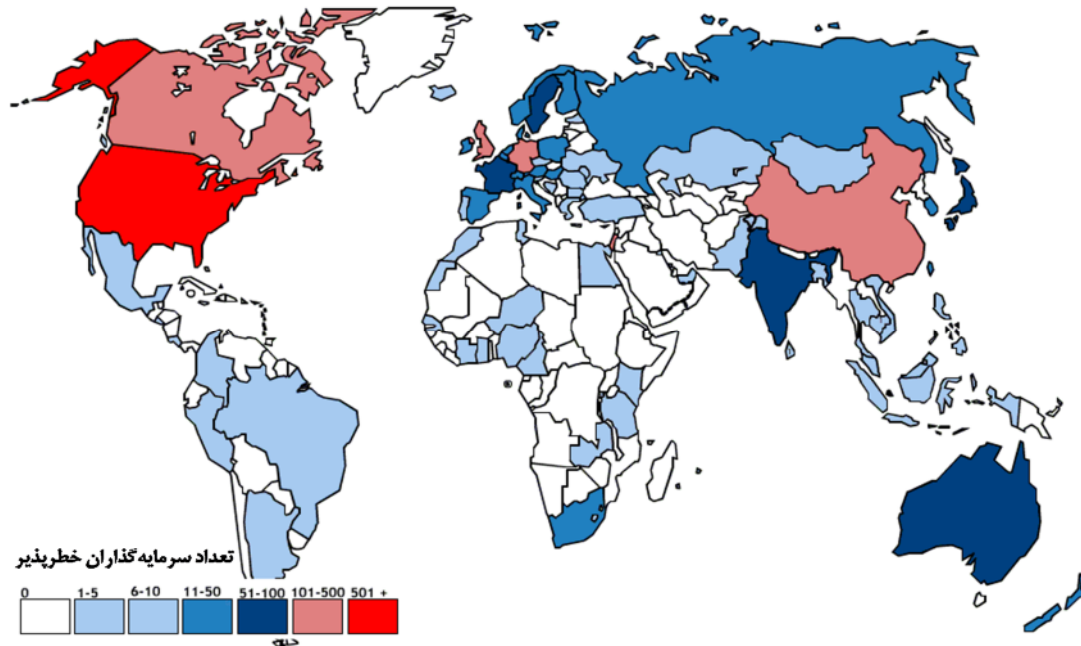
۲-۱. روند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در دنیا

پراکندگی تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در دنیا متفاوت است و در نقشه جهانی زیر مشاهده می‌شود که بیشترین تعداد سرمایه‌گذار خطرپذیر در آمریکا، کانادا و چین وجود دارد (VC gate, 2015).^۶

۶. متأسفانه در این نقشه، آمار سرمایه‌گذاران خطرپذیر ایران، صفر گزارش شده است.



شکل ۲. پراکندگی سرمایه‌گذاران خطرپذیر در سطح جهان



سال ۲۰۱۳ سال باثباتی برای صنعت سرمایه‌گذار خطرپذیر در دنیا بوده است. با توجه به کاهشی که در سال ۲۰۱۲ اتفاق افتاده بود، سرمایه‌گذاری‌ها به میزان ۲ درصد افزایش یافته و به مبلغ ۴۸/۵ میلیارد دلار رسیده است (Ernest & Young, 2015).

۱-۲-۱. تعداد و حجم سرمایه‌گذاری خطرپذیر

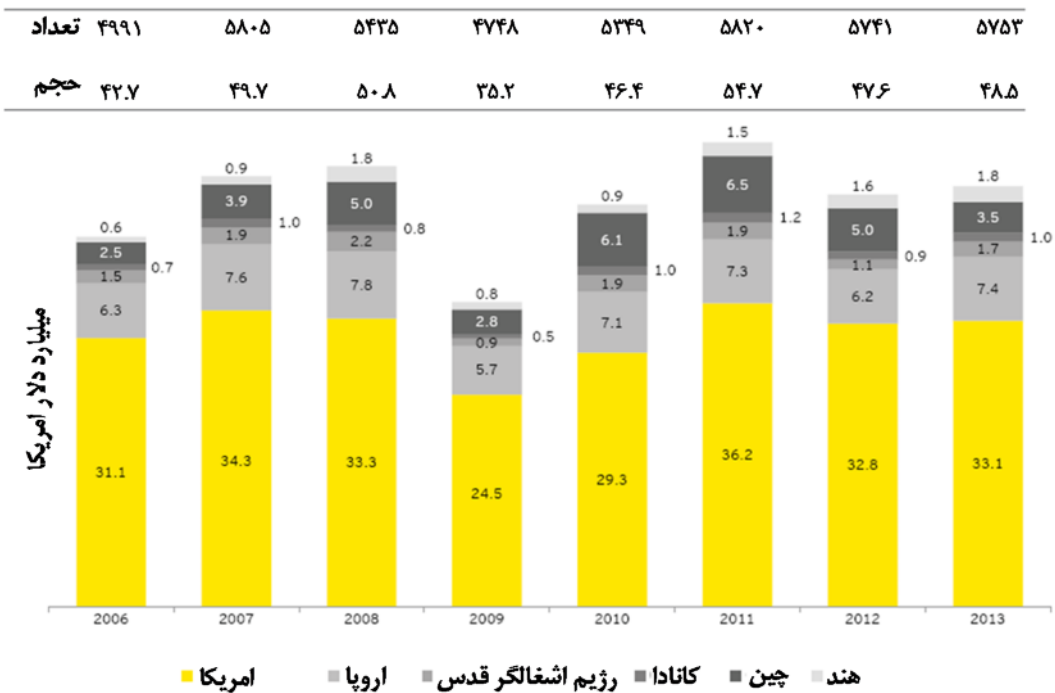
شکل ۳ کل مبلغ سرمایه‌گذاری خطرپذیر دنیا را نمایش می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود آمریکا کشور پیشرو در این زمینه است و درصد سرمایه‌گذاری خطرپذیر آمریکا، معادل ۶۸/۲ درصد کل سرمایه‌گذاری خطرپذیر انجام‌شده در دنیاست. پس از آمریکا، اتحادیه اروپا تنها با ۱۵/۳ درصد در جایگاه دوم قرار دارد و ۱۹ درصد در میزان سرمایه‌گذاری و ۶ درصد در تعداد قراردادهای منعقد شده نسبت به سال ۲۰۱۲ افزایش داشته است.

چین به‌عنوان سومین بستر سرمایه‌گذاری خطرپذیر در رتبه‌بندی‌ها، در سال ۲۰۱۳ عملکرد نسبتاً ضعیف‌تری داشته است و تنها ۱/۵ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری کرده است که معادل ۷ درصد کل سرمایه‌گذاری خطرپذیر جهان در سال ۲۰۱۳ است (این عدد، ۱۱ درصد برای سال ۲۰۱۲ بوده است) که ضعیف‌ترین عملکرد آن از سال ۲۰۰۹ بوده است. درحالی که در سال‌های اخیر، چین در عملکرد سرمایه‌گذاری خطرپذیر، رقیبی برای اتحادیه اروپا به‌شمار می‌رفت.

کشور هند به‌عنوان چهارمین بستر سرمایه‌گذاری خطرپذیر جهان، ۱۳ درصد رشد در سال ۲۰۱۳ در حجم سرمایه‌گذاری داشته است که عمده آنها در بخش خدماتی بوده است. اما تعداد این سرمایه‌گذاری‌ها کاهش داشته است. رژیم اشغالگر قدس نیز ۵۵ درصد در حجم سرمایه‌گذاری و ۱۸

درصد در تعداد قراردادهای افزایش داشته است. اما به هر صورت هند و رژیم اشغالگر قدس جمعاً تنها ۷ درصد حجم این صنعت را تشکیل می‌دهند و این افزایش سرمایه‌گذاری، در افزایش آمار جهانی تأثیر زیادی نداشته است. همچنین کشور کانادا با وجود حجم اندکی که در مجموع صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در جهان دارد، سال پرباری داشته و رشد چشمگیری نشان داده است.

شکل ۳. حجم سرمایه‌گذاری خطرپذیر در دنیا به تفکیک کشورها (Ernest & Young, 2015)



۲-۱- میزان سرمایه‌گذاری در مراحل مختلف رشد

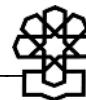
آمارها نشان می‌دهند میانگین سرمایه‌گذاری خطرپذیر در سال ۲۰۱۳ در مراحل مختلف سرمایه‌گذاری (مرحله بذریاشی،^۷ دور اول،^۸ دور دوم^۹ و توسعه)^{۱۰} در مرحله بذریاشی و دور اول نسبت به سال ۲۰۱۲ تغییر محسوسی نکرده است و نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران خطرپذیر علاقمند به سرمایه‌گذاری‌های بزرگ‌تر در مراحل دوم و توسعه شرکت‌ها هستند که در آن ریسک سرمایه‌گذاری تا حدی کمتر است. این موضوع در بازارهای رشد سریع بیشتر دیده می‌شود به طوری که چین بیشترین میزان سرمایه‌گذاری را در مراحل دوم و توسعه داشته است. تنها در بازارهای آمریکا و اروپا، سرمایه‌گذاری‌های چشمگیری در

۷. Seed

۸. First Round

۹. Second Round

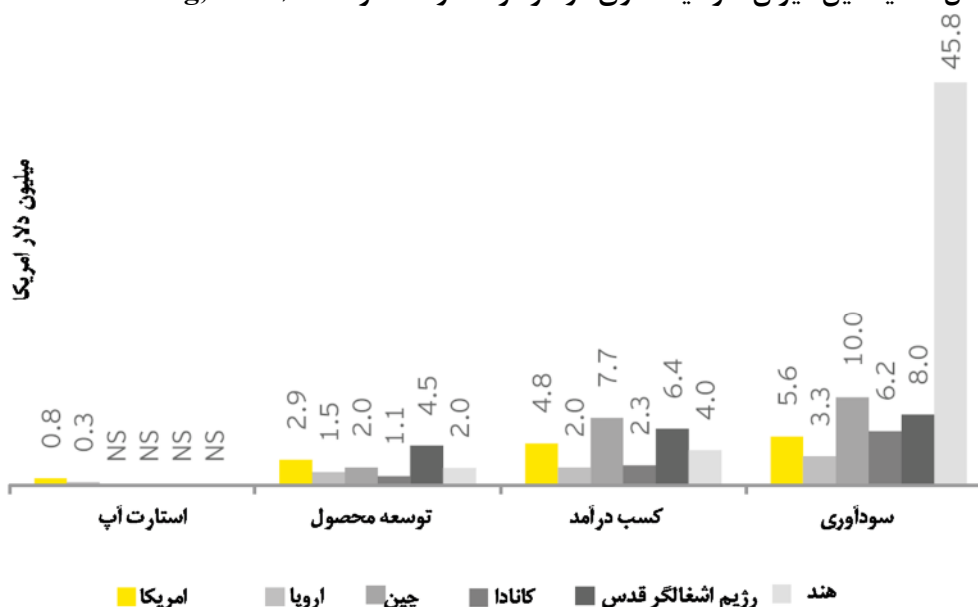
۱۰. Later Stage



مرحله بذریاشی انجام شده است و رژیم اشغالگر قدس و اروپا افزایش اندکی در میانگین میزان سرمایه‌گذاری در دور اول محصول داشته‌اند.

میانگین سرمایه‌گذاری خطرپذیر در سال ۲۰۱۳ در مراحل چهارگانه رشد شرکت‌ها^۱ نشان می‌دهد هند و چین بیشترین میزان سرمایه‌گذاری را در مراحل سودآوری و کسب درآمد نسبت به سایر کشورها داشته‌اند. هند در شرکت‌های سودده پرننگ‌تر از چین فعالیت کرده است. البته شرکت‌های چینی عمدتاً موفق‌تر و توسعه‌یافته‌تر هستند و مدت زمان خروج از آنها بین ۳ تا ۴ سال است. لذا ارزشگذاری آنها بیشتر است و میانگین سرمایه‌گذاری را در مورد چین افزایش می‌دهد. هند نیز ۳ مورد سرمایه‌گذاری با ارزش بیش از ۲۰۰ میلیون دلار انجام داده است که موجب افزایش سریع میانگین سرمایه‌گذاری این کشور شده است.

شکل ۴. میانگین میزان سرمایه‌گذاری در هر مرحله رشد شرکت‌ها (Ernest & Young, 2015)



۱-۲-۳. وضعیت خروج از سرمایه‌گذاری

سودآوری سرمایه‌گذاران خطرپذیر، در خروج آنها حادث می‌شود. استراتژی‌های گوناگونی با توجه به شرایط و وضعیت شرکت و بازار وجود دارد و منظور از استراتژی خروج، این است که شرکتی که صندوق خطرپذیر، سرمایه‌گذار عمده در آن است، به طریقی سهام خود را واگذار نماید. به‌عنوان مثال، سرمایه‌گذار خطرپذیر می‌تواند سهام خود را به شخص کارآفرین بفروشد. اما متداول‌ترین و سودآورترین روش‌ها برای سرمایه‌گذار خطرپذیر و کارآفرین، دو روش عرضه عمومی اولیه سهام^۲ (IPO) در بازارهای بورس متناسب

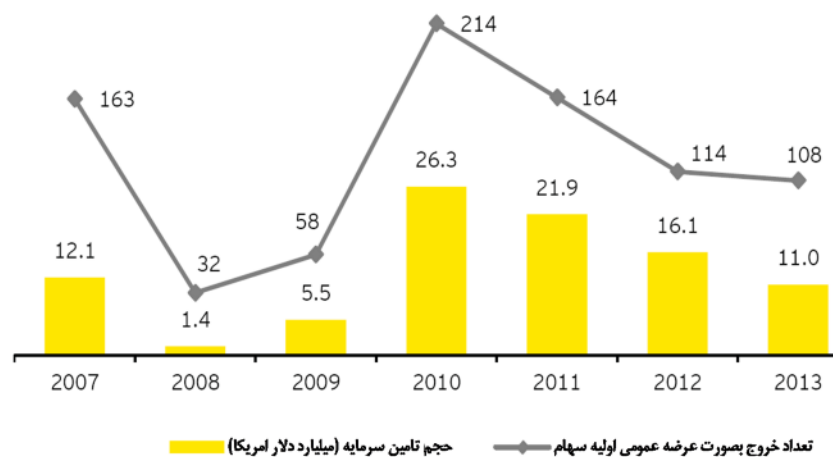
۱. استارت-آپ، توسعه محصول، درآمدزایی و سودآوری.

۲. Initial Public Offering

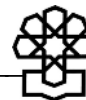
متناسب و ادغام و اکتساب^۱ (M&A) است. در شیوه اول، شرکت به منظور تأمین سرمایه از عموم مردم، با سازوکارهای از قبل تعیین شده، نسبت به عرضه سهام خود در تالارهای بورس، متناسب با ارزش گذاری و میزان افزایش سرمایه، اقدام می‌نماید. در شیوه ادغام و اکتساب نیز، شرکت‌های بزرگ‌تر در همان صنعت، نسبت به خرید شرکت کوچک‌تر نوآور اقدام می‌نمایند و بدین ترتیب از پتانسیل نوآورانه آن شرکت، در زنجیره خلق ارزش شرکت خود بهره می‌برند.

به‌طور کلی در سال ۲۰۱۳، تعداد و حجم عرضه اولیه سهام (IPO) در میان استراتژی‌های خروج از سرمایه‌گذاری کاهش یافته است. همچنین تعداد ادغام و اکتساب انجام شده نیز کاهش کلی داشته است. اما ارزش معاملات ادغام و اکتساب افزایش داشته است. در سه ماهه آخر سال ۲۰۱۳ تعداد IPOها افزایش داشته است و در سال ۲۰۱۴ نیز به‌نظر می‌آید رشد مناسبی در تعداد IPOها داشته باشیم.

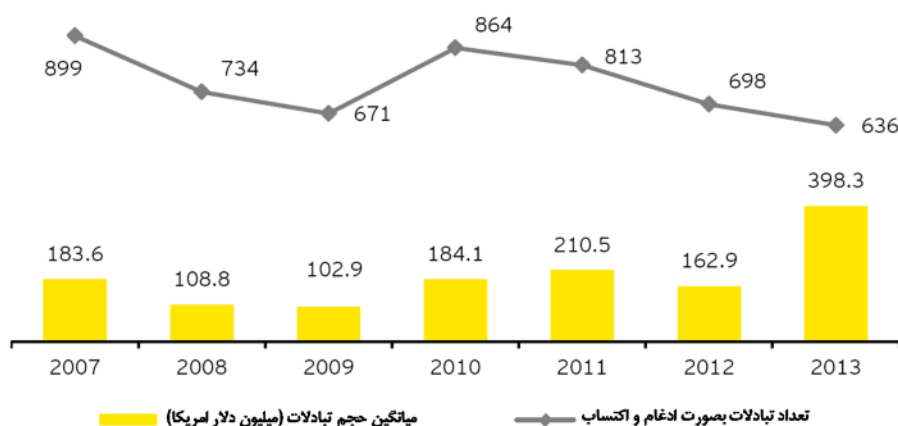
شکل ۵. تعداد و حجم تأمین سرمایه در IPOها (Ernest & Young, 2015)



۱. Merger and Acquisition



شکل ۶. تعداد و حجم تبادلات در ادغام و اکتساب (Ernest & Young, 2015)



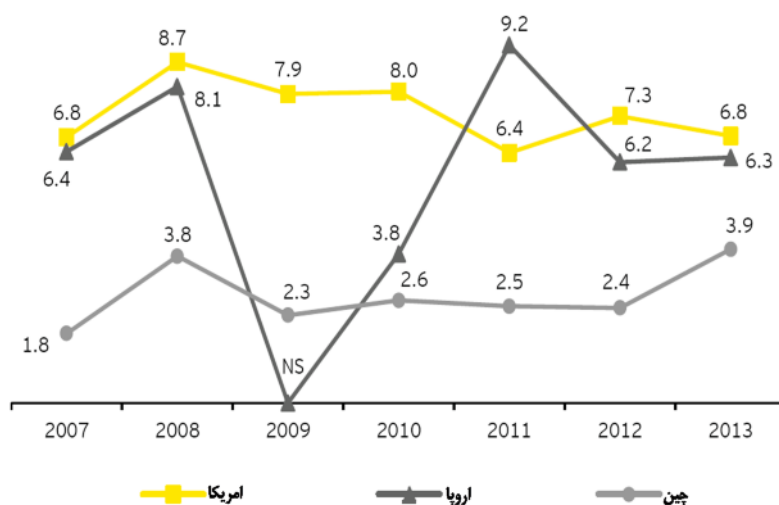
افزایش میزان عرضه عمومی سهام و ادغام و اکتساب در هر کشور، نشانگر پویایی اقتصاد دانش بنیان آن کشور است. زیرا میزان رشد و عملکرد شرکت‌های نوآور و دانش بنیان را نشان می‌دهد و سرمایه‌های سرگردان مردم را وارد چرخه اقتصادی نموده یا به شرکت‌های بزرگ کمک می‌کند از توان بالای نوآرانه شرکت‌های کوچک‌تر بهره‌مند شده و باعث توسعه و رشد شرکت‌های نوآور شوند.

۴-۲-۱. مدت زمان خروج از سرمایه‌گذاری

بازار کشور آمریکا به‌عنوان فعال‌ترین بازار در IPO در سال ۲۰۱۳، با افزایش ۵۰ درصد در تعداد معامله همراه بوده است. در بخش‌های مختلف صنعت نیز داروهای بیولوژیک بیشترین حجم و تعداد IPO را در این کشور داشته است. مدت زمان خروج به‌صورت IPO نیز در آمریکا تسریع شده و به ۶/۸ سال رسیده است. سرمایه‌گذاران خطرپذیر چین به جهت سرمایه‌گذاری در طرح‌هایی که در مرحله سوددهی قرار دارند، سریع‌تر به IPO می‌رسند.

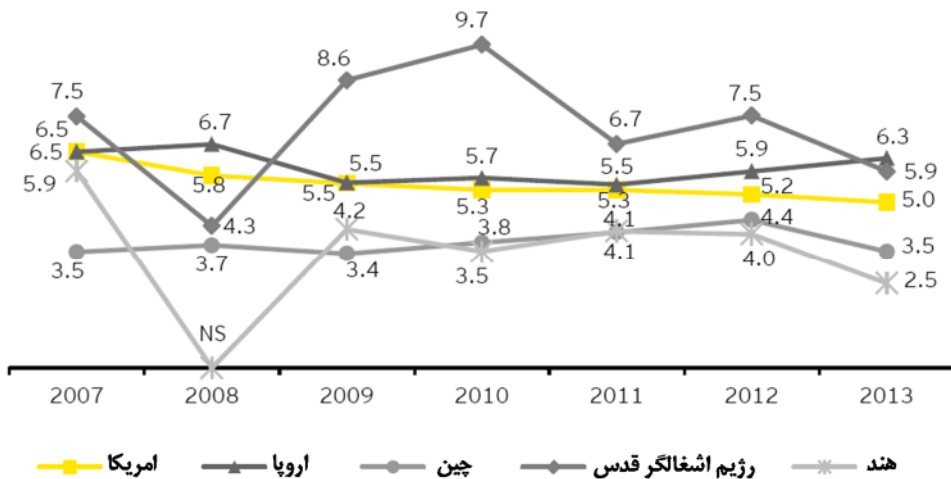
شکل ۷. میانگین مدت زمان لازم برای خروج به‌صورت IPO از زمان سرمایه‌گذاری

(Ernest & Young, 2015)



میانگین مدت زمان خروج به صورت ادغام و اکتساب (M&A) از زمان سرمایه‌گذاری نیز به صورت شکل زیر است.

شکل ۸. میانگین مدت زمان خروج به صورت M&A از زمان سرمایه‌گذاری
(Ernest & Young, 2015)

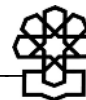


۵-۲-۱. وضعیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در آمریکا و اروپا

مطابق گزارش سالیانه انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر آمریکا، بیش از ۸۷۰ سرمایه‌گذار خطرپذیر در کشور آمریکا فعالیت می‌کنند و در سال ۲۰۱۳، تعداد ۵۳ صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر جدید تأسیس شده است. همچنین حدود ۵۵ درصد کل سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توسط این نهادها، در مرحله بذریاشی و اولیه بوده است. هرچند این صنعت در سال ۲۰۱۳ نسبت به سال قبل رشد داشته است اما همچنان بزرگی این صنعت، نیمی از عملکرد آن در سال ۲۰۰۰ را دارد. جذاب‌ترین حوزه‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در آمریکا نیز مطابق جدول زیر بوده است:

جدول ۱. جذاب‌ترین حوزه‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در آمریکا

سهم (درصد)	حوزه
۳۷/۳	نرم افزار
۱۵/۴	بیوتکنولوژی
۹/۹	مدیا و سرگرمی (شامل شبکه‌های اجتماعی)
۷/۲	ابزار و تجهیزات پزشکی
۳۰/۲	سایر



از میان شرکت‌های دانش‌بنیان که سرمایه‌گذار خطرپذیر به صورت IPO از آنها خارج شده، بیشترین تعداد مربوط به صنعت بیوتکنولوژی بوده است (NVCA, 2014).

می‌توان گفت صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر اتحادیه اروپا، به بلوغ رسیده است. هرچند اخبار از ادامه داشتن بحران اقتصادی در اتحادیه اروپا خبر می‌دهند اما در واقع شرکت‌های نوپای اروپایی و زیرساخت‌های توسعه آنها، بهتر از پیش فعالیت می‌نمایند. دو علت این موفقیت، به وجود آمدن فرشتگان کسب‌وکار بزرگ^۱ است که سرمایه‌گذاری اولیه در مرحله بذریاشی را توسعه داده است. همچنین برنامه‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی^۲ (CVC) که سرمایه هوشمند جدیدی تأمین نموده است.

در اتحادیه اروپا نیز نظیر آمریکا، بسیاری کارآفرینان موفق، با استفاده از سرمایه و تجربه و ارتباطات خود، فرشتگان کسب‌وکار بزرگ و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر را ایجاد کرده‌اند و با تأمین سرمایه دوره بذریاشی و حمایت و مربی‌گری توسعه عملکرد^۳ توانسته‌اند کیفیت و کمیت فعالیت کارآفرینان را بهبود بخشند. به عنوان مثال، شرکت SeedCamp که در ۲۰۰۷ تأسیس شده است، توسط مؤسسان شرکت مخابراتی Vodafone راه‌اندازی شده است و عملاً از توان مدیریتی و مشورتی ۲۷ صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر و فرشتگان کسب‌وکار بهره می‌برد. شرکت ATOMIC نیز توسط مؤسس شرکت ارتباطاتی Skype راه‌اندازی شده و تاکنون در ۴۰ شرکت نوپا سرمایه‌گذاری کرده است.

اتحادیه اروپا همچنین برنامه‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر مشترک برای جذب سرمایه‌گذاران و ایجاد روابط با ارزش و تجربه دارد. البته در مقایسه با شرکت‌های آمریکایی کوچک‌تر هستند. اتحادیه اروپا از نظر توان بالقوه نوآوری، در سطح بالایی قرار دارد و شرکت‌های برتر فناوری محور نظیر Siemens، Vodafone، Royal Dutch Shell و ... نمونه‌ای از این شرکت‌ها هستند. همچنین ۷ کشور اروپایی در میان ۱۰ کشور برتر در رتبه‌بندی اقتصادهای فناوری محور قرار دارند^۴ (EVCA, 2013).

۳-۱. نقش دولت در حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان

دولت‌ها نقش‌های گوناگونی را در حمایت مالی و غیرمالی از شرکت‌های دانش‌بنیان ایفا می‌کنند. در برخی از این برنامه‌های حمایتی، دولت مستقیماً به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دانش‌بنیان می‌پردازد. این کار از طریق ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری یا اعطای تسهیلات و وام‌های کم‌بهره و گاهی اوقات بلاعوض به شرکت‌های دانش‌بنیان است. نقش مهم دیگر دولت، نقش تسهیل‌گری است، به این ترتیب که زیرساخت‌های اقتصادی، قانونی و نهادی مناسب را ایجاد نموده یا به ایجاد شبکه سرمایه‌گذاران کمک

۱. Super Angels

۲. Corporate Venture Capital (CVC)

۳. Mentoring

۴. سوئیس، سوئد، فنلاند، انگلیس، هلند، دانمارک و ایرلند.

می‌نماید. از جمله این زیرساخت‌ها، حمایت از ایجاد نهادهای تأمین مالی نوآوری نظیر فرشتگان کسب‌وکار و سرمایه‌گذاران خطرپذیر است. شیوه مهم دیگر حمایت دولت‌ها، معافیت‌های مالیاتی و مشوق‌های مالی دیگر است که به شرکت‌های دانش‌بنیان و سرمایه‌گذاران این حوزه‌ها تعلق می‌گیرد که در ادامه به نمونه‌ای از این سیاست‌ها اشاره می‌شود.

۱-۳-۱. مشوق‌های مالیاتی

در این مورد، عملکرد دولت کانادا قابل توجه است. دولت کانادا، به‌منظور تشویق سرمایه‌گذاری در کسب‌وکارها و نوآوری، اعتبار و معافیت مالیاتی در نظر گرفته است. در کانادا مشوق‌های مالیاتی قانونی شده و برای تمام کسب‌وکارهای واجد شرایط یکسان است و لازم نیست با هر نهاد مالیات‌پرداز، درباره میزان معافیت چانه‌زنی شود. حوزه‌های اصلی معافیت شامل صنعت تصویری (فیلم و تلویزیون، رسانه)، معدن‌کاری، گاز طبیعی، علوم زیستی و فناوری‌های پاک هستند. همچنین این معافیت‌ها شامل کسب‌وکارهای بین‌المللی، ساخت و تولید و تحقیق و توسعه نیز می‌شود (British Columbia, 2015). برنامه ایالتی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در بریتیش کلمبیا کانادا،^۵ مشوق‌های مالیاتی را برای سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه رشد^۶ شرکت‌های دانش‌بنیان در نظر گرفته است. مؤسساتی که در صندوق‌های سرمایه‌گذاری به ثبت رسیده‌اند یا در شرکت‌های واجد شرایط سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ تا ۳۰ درصد سرمایه‌گذاری‌ها، از مالیات معاف هستند. فعالیت‌های کسب‌وکار بین‌المللی نیز پس از ثبت در وزارت امور مالی مشمول معافیت‌ها هستند.^۷

یکی از ابزارهای دولت انگلیس برای توسعه سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوپا، تشویق سرمایه‌گذاران بخش خصوصی به توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر فعال است. از راهکارهای این برنامه تشویقی، کاهش میزان مالیات سرمایه‌گذاری برای افزایش سرمایه خطرپذیرها یا خرید سهام آنان در بازار سرمایه است. این معافیت‌ها شامل مالیات بر درآمد به میزان ۳۰ درصد ارزش سهام خریداری شده است، در صورتی که سهام به مدت ۵ سال فروخته نشود (UK Government, 1995).^۸ همچنین سرمایه‌گذاری در مرحله اولیه رشد^۹ شرکت‌های نوپا نیز مشمول معافیت‌های مالیاتی است؛ به این صورت که شرکت‌های نوپا با کارکنان کمتر از ۲۵ نفر، با سرمایه‌گذاری حداکثر ۱۰۰ هزار پوند (حدود ۱۵۰

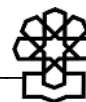
۵. British Columbia's Venture Capital Program

۶. Early Stage

۷. http://www.britishcolumbia.ca/invest/why-british-columbia-canada/attractive-business-incentives/tax-incentives.aspx#.VTeHI_CHOvc

۸. VC trust: HM Revenue and customs, UK government, available at: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/264618/3_Venture_capital_trusts.pdf

۹. Seed Funding



هزار یورو)، تا سقف ۵۰ درصد از مالیات بر درآمد معاف خواهند شد. همچنین اگر سرمایه‌گذاری از طریق سود حاصل از سایر فعالیت‌ها انجام شده باشد، از مالیات بر سود سرمایه ۱۰ نیز معاف خواهند شد (Financial Times, 2015).^{۱۱}

نمونه دیگر، اقدامات دولت فدرال آلمان است. دولت فدرال آلمان برای بهبود فضای کسب‌وکار شرکت‌های نوپا و اکوسیستم سرمایه‌گذاری خطرپذیر، یارانه‌ای برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر^{۱۲} در نظر گرفته است که شامل ۴۰ درصد معافیت از پرداخت مالیات بر درآمد می‌شود. همچنین امتیازهای دیگر در حوزه مالیات بر ارزش‌افزوده سرمایه‌گذار نیز در حال بررسی توسط دولت و پارلمان این کشور است (EVCA, 2013).^{۱۳}

سرمایه‌گذاری خطرپذیر در آمریکا نیز با کاهش نرخ مالیات بر سود سرمایه و هم با مشوق‌های هدف مالیاتی تحریک شده است. این کاهش در نرخ مالیات بر سود سرمایه از ۴۹ درصد در سال ۱۹۷۸ به ۲۰ درصد بین سال‌های ۱۹۸۱ تا ۱۹۸۶ تأثیر زیادی بر توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در آمریکا داشته است (OECD, 2003).^{۱۴}

۲-۳-۱. پوشش ریسک

نقش دیگر دولت در توسعه نهادهای تأمین مالی شرکت‌های دانش‌بنیان، پوشش ریسک سرمایه‌گذاران خطرپذیر است. به‌عنوان مثال در برخی کشورها، دولت اولین ضرری که زیر ۵ درصد بازده مورد انتظار باشد را پوشش می‌دهد. همچنین در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر ۴۰ درصد مبلغی که توسط سرمایه‌گذار خصوصی سرمایه‌گذاری شده را دولت به‌عهده می‌گیرد. بنابراین هم سرمایه‌گذار خصوصی و هم مدیر سهامشان را از ریسک نامطلوب تحمل می‌کنند (Gilson, 2003).^{۱۵}

دولت کانادا در طرح‌های سرمایه‌گذاری مشترک با بخش خصوصی، بازده ترجیحی برای دولت در نظر می‌گیرد، به این شکل که چنانچه صندوق نسبت به بازده ترجیحی بدتر عمل کند، ضرر بیشتری برای بخش خصوصی در نظر می‌گیرد و چنانچه صندوق بهتر از بازده ترجیحی عمل کند، افزایش در میزان سود.

۱۰. Capital Gain Tax

۱۱. <http://www.ft.com/cms/s/0/abedd1e2-1c2b-11e1-af09-00144feabdc0.html>

۱۲. INVEST- Subsidy for VCs

۱۳. Defining the tax environments for the private equity and venture capital industry, EVCA, 2013

۱۴. OECD, 2003. Venture Capital Policy Review: United State

۱۵. Gilson, R.J., 2003. Engineering a venture capital market: lessons from the American experience. *Stanford Law Review* 55, 1067– 1103

همچنین در طرح‌های مشترک، در شرایطی که بازده صندوق منفی و یا زیر بازده ترجیحی باشد، اولین ضرر را دولت متحمل می‌شود. در این حال انتخابی برای بخش خصوصی وجود دارد تا سهم دولت را در یک دوره معین پنج‌ساله با نرخ بازده ترجیحی بخرد (CVCA, 2010).^{۱۶}

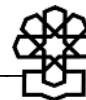
۲. سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران

۲-۱. روند رشد صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور تاکنون

هر چند در سال‌های ابتدایی پس از دوران دفاع مقدس، موضوع نوآوری در کشور مطرح شد؛ توجه جدی به صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران از اواسط دهه ۸۰ آغاز شده و نهادهای دولتی و خصوصی به مقوله سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دانش‌بنیان توجه ویژه‌ای داشته‌اند. در آن زمان دفتر همکاری‌های فناوری و نوآوری ریاست‌جمهوری وقت در زمینه تأسیس شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر اقداماتی انجام داد. در سال‌های ۱۳۸۳ و ۱۳۸۴ نیز دو همایش تخصصی سرمایه‌گذاری خطرپذیر نیز در کشور برگزار شد و به متداول شدن عبارت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در میان سرمایه‌گذاران و متخصصین علمی و دانشگاهی کمک کرد و مراکزی از جمله مؤسسه توسعه فناوری نخبگان به نمایندگی از دفتر همکاری‌های فناوری ریاست‌جمهوری، سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور، سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران، مرکز صنایع نوین ایران، سازمان همیاری اشتغال جوانان، بانک کشاورزی، شرکت سرمایه‌گذاری تدبیر، شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران، بنیاد توسعه فردا، دانشگاه‌های صنعتی شریف، تهران و امام صادق (ع) و سایر سازمان‌ها و نهادهای مالی، به ارائه دستاوردهای تحقیقاتی خویش و تبادل اطلاعات پرداختند. پس از آن برخی از سازمان‌ها و نهادهایی که وظیفه حمایت از طرح‌های تحقیقاتی و کارآفرینی را داشتند، سرمایه‌گذاری خطرپذیر را در دستور کار خود قرار دادند.

دولت نیز به پیشنهاد سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور، قوانین خاصی را در زمینه سرمایه‌گذاری خطرپذیر تبیین کرد. همچنین در آیین‌نامه اجرایی ماده (۱۰۰) قانون برنامه سوم توسعه (سال ۱۳۷۹) که در سال ۱۳۸۱ به تصویب مجلس رسید، ایجاد صندوق‌های پژوهش و فناوری که هدف اصلی آنها سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دانش‌بنیان هستند مورد تأکید قرار گرفته و سازوکار آن تعیین شد. سایر قوانینی که مرتبط با سرمایه‌گذاری خطرپذیر هستند عبارتند از: «قانون بودجه سال ۱۳۸۳ تبصره «۱۹» - بند «ت» (مربوط به صنعت، معدن و بازرگانی)»، «قانون بودجه سال ۱۳۸۴ تبصره «۴»، بند «الف» و «قانون برنامه چهارم توسعه بخش اول، فصل سوم، ماده (۴۰) بند «ب»، «ماده (۱۸) قانون برنامه پنج‌ساله

۱۶. Canada' Venture Capital and Private Equity Association, 2010, Government involvement in the venture capital industry International comparisons.



پنجم توسعه»، «ماده (۱۵۱) و ماده (۱۷) فصل ۲ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه». در سند چشم‌انداز جمهوری اسلامی ایران نیز در راهبرد کلان ۳ و ۱ به توسعه شرکت‌های دانش‌بنیان از طریق سرمایه‌گذاران خطرپذیر تأکید شده و اخیراً نیز در ابلاغیه رهبر معظم انقلاب در سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی بند «۲» نیز به نقش اقتصاد دانش‌بنیان در اقتصاد مقاومتی کشور تأکید مستقیم شده است.

با شکل‌گیری صندوق‌های پژوهش و فناوری و در پی آن، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر خصوصی، زیست‌بوم (اکوسیستم) جدیدی در صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایجاد شد. در این بین به رسمیت شناختن شرکت‌های دانش‌بنیان از مراجع قانونی همچون مجلس و معاونت علمی ریاست جمهوری، و برگزاری جشنواره‌ها و مسابقات متعدد علم و فناوری و همچنین تأسیس و راه‌اندازی صندوق نوآوری و شکوفایی، موجب رونق این صنعت و تمایل دوجانبه سرمایه‌گذاران و صاحبان طرح‌های دانش‌بنیان به مشارکت و سرمایه‌گذاری خطرپذیر در طرح‌های دانش‌بنیان شد.

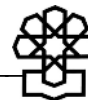
۲-۲. انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور

فعالان عرصه سرمایه‌گذاری خطرپذیر و نهادهای پشتیبان این صنعت طی انعقاد تفاهمنامه‌ای در سال ۱۳۸۸ تصمیم به ایجاد قانونی برای گردهمایی فعالان این صنعت در ایران گرفتند که به تشکیل و ثبت «انجمن صنفی کارفرمایی صندوق‌ها و نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور» در دی‌ماه ۱۳۹۱ انجامید. از اهداف کلیدی و اصلی این انجمن می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- توسعه و ترویج ادبیات سرمایه‌گذاری خطرپذیر
 - استانداردسازی رویه‌ها و فعالیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر
 - انتقال تجربیات موفق سرمایه‌گذاری خطرپذیر
 - ارتقای تعاملات فعالان صنعت با نهادها و سازمان‌های دولتی حامی تأمین مالی نوآوری و وظایف انجمن طبق مفاد ماده (۳) اساسنامه به شرح ذیل است:
 - شبکه‌سازی و کمک به فعالیت‌های تجاری‌سازی یافته‌های پژوهشی، فناوری و نوآوری
 - انجام کلیه مراودات و مذاکرات با فعالان بازار پول و سرمایه و سایر اشخاص حقیقی و حقوقی ذیصلاح در جهت رسالت انجمن
 - انجام تعاملات با نهادها و سازمان‌های دولتی و غیردولتی حامی فناوری و نوآوری و ارائه خدمات و مشاوره به آنها
 - کمک به ایجاد و توسعه کسب‌وکارهای مبتنی بر فناوری و نوآوری
- شایان ذکر است اغلب قریب به اتفاق صندوق‌ها و مؤسسات سرمایه‌گذاری خطرپذیر یاد شده عضو انجمن بوده یا در شرف عضویت هستند.

جدول ۲. نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور

ردیف	مؤسسه/صندوق	ردیف	مؤسسه/صندوق	ردیف
۱	صندوق مالی توسعه تکنولوژی ایران	۸	صندوق سلامت تهران	
۲	صندوق توسعه صادرات شریف	۹	صندوق توسعه فناوری نانو	
۳	صندوق توسعه فناوری‌های نوین	۱۰	صندوق استان فارس	
۴	صندوق استان اصفهان	۱۱	صندوق استان سمنان	
۵	صندوق سلامت ثامن	۱۲	صندوق تجهیزات پزشکی	
۶	شرکت پیشگامان امین سرمایه پاسارگاد (شناسا)	۱۳	صندوق استان یزد	
۷	صندوق استان خراسان	۱۴	صندوق توسعه صنایع و معادن	
۱۵	مؤسسه توسعه فناوری نخبگان	۲۰	صندوق زاگرس (استان کرمانشاه)	



ردیف	مؤسسه/صندوق	ردیف	مؤسسه/صندوق	ردیف
۱۶	صندوق توسعه فناوری ایرانیاں	۲۱	صندوق دانشگاه تهران	
۱۷	شرکت کارآفرینی و سرمایه‌گذاری سیمرغ آریا	۲۲	گروه توسعه کارآفرینی ملت	
۱۸	مؤسسه سرمایه‌گذاری سامان سرمایه نانو	۲۳	صندوق کریمه قم (در حال تأسیس)	
۱۹	صندوق پرشین داروی البرز			

۲-۳. دسته‌بندی نهادها

نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران چند دسته فعالیت اصلی را در دستور کار خود قرار داده‌اند: مشارکت (به صورت مشارکت پروژه‌ای و خرید سهام شرکت‌های دانش‌بنیان)، اعطای تسهیلات و صدور ضمانتنامه‌های مختلف. همچنین برخی از این نهادها در زمینه تخصصی خاصی سرمایه‌گذاری می‌نمایند. می‌توان سرمایه‌گذاران خطرپذیر را با توجه به «زمینه فعالیت» و «گرایش خدمات ارائه شده» دسته‌بندی کرد.

۱-۳-۲. دسته‌بندی صندوق‌ها براساس زمینه‌های فعالیت

براساس زمینه‌های فعالیت فعالان حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر می‌توان آنها را به دو دسته اساسی ذیل تقسیم کرد:

الف) صندوق‌های محدود به یک حوزه مشخص

این صندوق‌ها تنها در یک صنعت مشخص سرمایه‌گذاری می‌کنند و از ورود به دیگر صنایع پرهیز دارند. در میان صندوق‌هایی که در زمینه حمایت از طرح‌های نوآورانه و شرکت‌های دانش‌بنیان فعالیت می‌کنند صندوق‌های ذیل دارای این ویژگی هستند:

- صندوق حمایت از صنایع الکترونیک (الکترونیک)

- صندوق توسعه فناوری نانو (نانو)

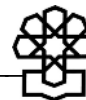
- شرکت سامان سرمایه نانو (نانو)
 - صندوق پژوهش و فناوری تجهیزات پزشکی (تجهیزات پزشکی)
 - صندوق پرشین داروی البرز (دارو و بیوتکنولوژی)
 - صندوق پژوهش و فناوری سلامت تهران (حوزه سلامت)
 - صندوق پژوهش و فناوری سلامت ثامن (حوزه سلامت)
- این صندوق‌ها به‌واسطه محدود بودن در یک صنعت خاص دارای ویژگی‌های متمایزکننده زیر هستند:
- در زمینه حوزه فعالیت خود دارای تخصص و آشنایی بیشتری می‌باشند.
 - کارآفرینان حوزه مربوطه این صندوق‌ها را می‌شناسند و در بسیاری از موارد ابتدا به آنها رجوع می‌کنند.

- مسئولین و متولیان این صنایع با این صندوق‌ها در حوزه صنعت مربوطه ارتباط عمیق‌تری دارند.
- به‌علت فعالیت تخصصی در یک صنعت فرآیندها و سازوکارهای اجرایی این صندوق‌ها برای صنعت مربوطه طراحی شده است و لذا شرایط خاص صنعت مربوطه در فرآیندهای این صندوق‌ها بهتر پوشش داده شده است.

ب) صندوق‌هایی که به یک یا چند صنعت مشخص محدود نمی‌شوند

این صندوق‌ها به واسطه ماهیت مراکزی که به آنها طرح معرفی می‌کنند و همچنین شبکه ارتباطی گسترده‌تر خود، محدود به یک صنعت خاص نمی‌شوند و فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود را در صنایع گوناگون دنبال می‌کنند. صندوق‌هایی که در این دسته قرار می‌گیرند شامل موارد ذیل می‌شوند:

- مؤسسه توسعه فناوری نخبگان
- صندوق مالی توسعه تکنولوژی
- صندوق توسعه فناوری‌های نوین
- صندوق شریف
- صندوق استان اصفهان
- صندوق استان یزد
- صندوق استان خراسان
- صندوق دانشگاه تهران
- صندوق توسعه فناوری ایرانیان
- صندوق تحقیق و توسعه صنایع و معادن



- شرکت پیشگامان امین سرمایه پاسارگاد (شناسا)

- شرکت سیمرغ

- شرکت توسعه کارآفرینی ملت

۲-۳-۲. دسته‌بندی براساس گرایش خدمات ارائه شده

اغلب نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر در هر سه زمینه مشارکت، تسهیلات و صدور ضمانتنامه فعال هستند، اما عمده فعالیت برخی از آنها در یک زمینه پررنگ‌تر است. صندوق‌ها را می‌توان براساس نوع خدمات به سه دسته تقسیم کرد:

الف) نهادهای مشارکت‌محور

این صندوق‌ها دارای سوابق مشارکتی و سرمایه‌گذاری خطرپذیر بیشتری نسبت به سایر صندوق‌ها هستند و دارای تمرکز فعالیت‌های مناسبی در این زمینه می‌باشند. از جمله نهادهایی که در این دسته تقسیم‌بندی می‌شوند می‌توان به مؤسسه توسعه فناوری نخبگان اشاره کرد. همچنین صندوق مالی توسعه تکنولوژی، شرکت شناسا و شرکت سیمرغ نیز در این زمینه دارای سوابق و فعالیت‌هایی می‌باشند.

ب) نهادهای تسهیلات‌محور

این صندوق‌ها دارای سوابق گسترده در زمینه ارائه تسهیلات هستند و اکثراً از محل عاملیت‌های گوناگونی که کسب کرده‌اند، به ارائه تسهیلات به متقاضیان گوناگون اقدام می‌کنند. بیشتر تسهیلات اعطایی این صندوق‌ها با توجه به آنکه منابع آن از محلی خارج از خود صندوق‌ها تأمین شده است دارای نرخ بهره‌های ترجیحی و همچنین وثائق آسان‌تر نسبت به نظام بانکی است. همچنین این صندوق‌ها اکثراً در حوزه جغرافیایی خود دارای شناخت مناسب نسبت به متقاضیان تسهیلات هستند و می‌توانند نسبت به اعتبار گیرندگان تسهیلات تحقیقات بهتری انجام دهند. از جمله نهادهایی که تمرکز بیشتری بر تسهیلات دارند می‌توان به صندوق توسعه فناوری‌های نوین، صندوق توسعه فناوری نانو، صندوق شریف و صندوق مالی توسعه تکنولوژی اشاره کرد.

ج) نهادهای ضمانت‌محور

صندوق‌های این دسته سوابق و تجربیات بیشتری در زمینه صدور ضمانتنامه دارند و توانسته‌اند فرآیندها و رویه‌های صدور ضمانتنامه را در مجموعه خود نهادینه سازند. از جمله فعال‌ترین این صندوق‌ها در زمینه صدور ضمانتنامه می‌توان به صندوق توسعه فناوری ایرانیان، صندوق توسعه فناوری‌های نوین، صندوق دانشگاه تهران و صندوق شریف اشاره کرد.

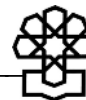
۳. چالش‌ها و راهکارهای توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران

از جمله مهمترین نهادهای تأمین مالی شرکت‌های دانش‌بنیان که همزمان با ارائه خدمات مالی، به خدمات بازاریابی، شرکت‌داری، مدیریتی و مشورتی می‌پردازند، سرمایه‌گذاران خطرپذیر هستند. علیرغم

توسعه این نهادها در کشورهای پیشرفته و نیز در حال توسعه و به وجود آمدن سازوکارهای حمایتی دولت از این نهادها در قالب قوانین جامع و تدوین آیین‌نامه‌ها و تبصره‌های خاص در سایر قوانین مرتبط، این صنعت در ایران چنانچه مورد انتظار بوده است، مورد توجه قرار نگرفته و توسعه نیافته است. یکی از زیرساخت‌های اساسی که می‌تواند به توسعه این روش تأمین مالی و به تبع آن، توسعه شرکت‌های دانش‌بنیان بیانجامد، زیرساخت قانونی مناسب است. در تمام اسناد بالادستی کشور، حمایت و تأمین مالی طرح‌های کارآفرینی و دانش‌بنیان مورد تأکید قرار گرفته است. در حالی که قوانین پایین‌دستی رویکرد سخت‌گیرانه‌ای در قبال سرمایه‌گذاری در حوزه نوآوری و فناوری اتخاذ کرده است. از طرفی ریسک بالای شکست این سرمایه‌گذاری‌ها علاقه بخش خصوصی را به این حوزه کاهش داده است. در این شرایط، برای تبیین مسائل و چالش‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و ارائه راهکارهای واقع‌بینانه و کاربردی، مجموعه نشست‌هایی در قالب پنل خبرگان برگزار شده است. در این نشست‌ها، خبرگان دانشگاهی، صنعتی، دولتی و مدیران باتجربه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر مشارکت داشته‌اند. حاصل گفتگوها، پیشنهادهایی در دو بخش اصلی تقویت بسترهای قانونی و تقویت صندوق‌های پژوهش و فناوری موجود است، که در ادامه ارائه می‌شود.

الف) تقویت بسترهای قانونی

- طراحی ساختار و اساسنامه و تعیین نهاد ناظر بر شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در قانون.
- اعمال تخفیف مالیاتی عملکرد (سود حاصل از سرمایه‌گذاری خطرپذیر) به منظور تشویق ورود سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی به این صنعت (اصلاح قانون مالیات بر درآمد).
- فراهم آوردن زمینه مشارکت مالی و تضمینی صندوق نوآوری و شکوفایی در طرح‌های دانش‌بنیان سرمایه‌گذاری شده توسط سرمایه‌گذاران این صنعت (اصلاح قانون حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان و اساسنامه صندوق نوآوری و شکوفایی).
- افزایش انعطاف قانون محاسبات عمومی بخش دولتی در زمینه سرمایه‌گذاری‌های مشارکتی بلندمدت به منظور ایجاد امکان سرمایه‌گذاری نهادهای دولتی بدون نگرانی از رویکرد یک‌ساله و صرفاً هزینه‌ای نسبت به سرمایه‌گذاری.
- تأمین حقوق اقلیت در سهام شرکت‌های دانش‌بنیان.
- تسهیل ورود نهادهای دولتی و خصوصی و جذب شرکای با مسئولیت محدود به عرصه سرمایه‌گذاران خطرپذیر از طریق:
 - اعطای مشوق‌های سرمایه‌گذاری از جمله تخفیف یا قسط‌بندی مالیات تکلیفی و عملکردی.
 - ایجاد بازار بورس ویژه IPO شرکت‌های دانش‌بنیان به منظور تسهیل در عرضه سهام و خرید و فروش این شرکت‌ها به صورت عرضه عمومی.



- ایجاد جذابیت مالی و مالیاتی برای ایجاد CVC توسط هلدینگ‌ها با توان مالی بالا.
- اصلاح قانون تجارت و یا تدوین متمم قانونی جهت تسهیل انتقال مالکیت سهام شرکت‌های نوپا.
- قانونی شدن فعالیت شرکت‌های زمان-محدود از طریق اصلاح قانون تجارت: به‌منظور پذیرش شرکت‌هایی که توسط سرمایه‌گذاران خطرپذیر سرمایه‌گذاری می‌شوند.
- پذیرش ادغام و اکتساب و تسهیل اجرای آن در راستای ساده‌سازی خرید و فروش سهام شرکت‌های دانش‌بنیان.

ب) تقویت صندوق‌های پژوهش و فناوری موجود

- اصلاح قانون مالیات بر درآمد: ارائه تخفیف مالیاتی به سود حاصل از سرمایه‌گذاری خطرپذیر.
- ایجاد امکان دریافت وجوه اداره شده دستگاه‌های دولتی، کمک‌های فنی-اعتباری و منابع قابل واگذاری؛ با قید شدن صریح نام صندوق‌های پژوهش و فناوری در آیین‌نامه‌های مرتبط مطابق الحاقیه ماده (۷) قانون رفع موانع تولید.
- تسهیل در اعطای منابع دانشگاه‌ها و پارک‌های علم و فناوری به صندوق‌ها از طریق اصلاح مقررات موجود و رفع موانع و بوروکراسی‌های موجود به‌علت قوانین دیوان محاسبات.
- درج عنوان صندوق‌های پژوهش و فناوری در آیین‌نامه معاملات دولتی در خصوص تأیید ضمانت‌نامه‌های صادره از طرف صندوق‌های پژوهش و فناوری برای رفع برخورد سلیقه‌ای برخی کارفرمایان و رفع ایراد آیین‌نامه مالی معاملات بعضی کارفرمایان دولتی.

منابع و مأخذ

1. British Columbia's Venture Capital Program, Available at http://www.britishcolumbia.ca/invest/why-british-columbia-canada/attractive-business-incentives/tax-incentives.aspx#.VTeHI_CHOVC, Accessed April 2015.
2. Canada' Venture Capital and Private Equity Association(CVCA), "Government involvement in the venture capital industry International comparisons", 2010.
3. Ernest & Young Global Limited, "Adapting and Evolving- Global Venture Capital Insights and Trends 2014", 2015.
4. European Venture Capital Association(EVCA), "Defining the tax environments for the private equity and venture capital industry", 2013.
5. European Venture Capital Association(EVCA), "Smart Choice: The case of investing in European venture capital", 2013.
6. Financial Times, "Astonishing Tax Relief in Venture Capital". Available at: <http://www.ft.com/cms/s/0/abedd1e2-1c2b-11e1-af09-00144feabdc0.html>, Accessed April 2015.

7. Gilson, R.J. “Engineering a venture capital market: lessons from the American experience”. *Stanford Law Review* 55, 1067– 1103, 2003.
8. Graham, Paul, “How Funding Works – Splitting The Equity Pie With Investors” available at: <http://fundersandfounders.com/how-funding-works-splitting-equity/>, Accessed: January, 2015.
9. National Venture Capital Association(NVCA), “Year Book 2014”, USA, 2015.
10. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), ” Venture Capital Policy Review: United State”, 2003.
11. UK government , “Venture Capital Trust scheme: HM Revenue and customs”, available at: <http://www.hmrc.gov.uk /manuals/vcmmanual /VCM50010.htm> , accessed” April 2015.
12. VC gate, “International Investors”, available at: http://www.vcgate.com /International_investors.htm, January, 2015.



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شناسنامه گزارش

شماره مسلسل: ۱۴۴۴۴

عنوان گزارش: الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط ۳. توسعه صنعت سرمایه‌گذاری
خطرپذیر در ایران

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه مطالعات محیط کسب‌وکار)
تهیه و تدوین کنندگان: انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور
ناظر علمی: سیدامیر سیاح
متقاضی: معاونت پژوهش‌های اقتصادی
ویراستار تخصصی: مریم احمدیان

واژه‌های کلیدی:

۱. سرمایه‌گذاری خطرپذیر
۲. کارآفرینی
۳. تأمین مالی
۴. دانش‌بنیان



تاریخ انتشار: ۱۳۹۴/۶/۲۴