

اولین همایش سالانه بازار سرمایه

حمایت از سرمایه‌گذاری و مشارکت مردمی در اقتصاد

۱۹ مهر ۱۴۰۲



مطالعه تطبیقی سیاست‌های توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر پذیر
در ایران در مقایسه با چند کشور منتخب و ارائه راهکارهای سیاستی

مهسا قربانی



مقدمه

- با وجود اینکه سرمایه‌گذاری خطرپذیر سهم نسبتاً کوچکی از کل سرمایه‌گذاری را به خود اختصاص داده، اما معمولاً بر نوآوران‌ترین حوزه‌های اقتصادی متمرکز است. تحقیقات تجربی در آمریکا نشان می‌دهد که میزان قابل توجهی از نوآوری‌های صنعتی، به استفاده از سرمایه‌گذاری - خطرپذیر برمی‌گردد.
- هر یک دلار سرمایه‌گذاری در سرمایه‌گذاری خطرپذیر حدوداً سه برابر هر یک دلار سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه سنتی، در خلق پتنت تأثیرگذار است. توسعه کسب‌وکارهای خطرپذیر کارآفرینانه نقشی کلیدی در شکل‌دهی به اقتصاد ملی ایفا می‌کند، شرکت‌های کارآفرین در صنعت برای مالکان منبع رشد و نوآوری هستند و برای جمعیت محلی فراهم‌کننده اشتغال. همچنین اعتقاد بر این است که این بنگاه‌ها رکوردهای اقتصادی را جبران کرده و به تجدید ساختار صنعت موجود کمک می‌رسانند.



به اعتقاد کلینگر ویدرا (۲۰۱۴) اهمیت صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر از منظر اقتصاد کلان را می‌توان از سه صنعت مورد مذاقه قرار داده و دسته‌بندی کرد. نخست به تمایل سیاست‌گذاران به پر کردن شکاف سرمایه‌ای که شرکت‌های نوپا و با تکنولوژیکی بالا در مرحله مقدم با آن مواجه هستند، می‌توان اشاره نمود. اصطلاح شکاف سرمایه دلالت بر ناتوانی شرکت‌های نوپای مرحله مقدم در تأمین مالی دارد. دسته دوم شامل پیامدهای مثبت سرمایه‌گذاری خطرپذیر روی نوآوری، هزینه‌های بخش خصوصی در تحقیق و توسعه و ایجاد شغل می‌شود. سرمایه‌گذاری خطرپذیر به دلیل مشارکت در سرمایه‌گذاری در کسب‌وکارهای کوچک و متوسط در صنایع با تکنولوژی بالا با نوآوری و رشد اقتصادی ارتباط دارد. سومین تأثیر اقتصادی سرمایه‌گذاری خطرپذیر منافع غیرمالی است که برای شرکت‌های سرمایه‌پذیر به همراه دارد همچون تخصص در یک صنعت خاص، شبکه حرفه‌ای از شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران خارجی.



مقدمه

- با وجود اینکه سرمایه‌گذاری خطرپذیر سهم نسبتاً کوچکی از کل سرمایه‌گذاری را به خود اختصاص داده، اما معمولاً بر نوآوران‌ترین حوزه‌های اقتصادی متمرکز است. تحقیقات تجربی در آمریکا نشان می‌دهد که میزان قابل توجهی از نوآوری‌های صنعتی، به استفاده از سرمایه‌گذاری - خطرپذیر برمی‌گردد.
- هر یک دلار سرمایه‌گذاری در سرمایه‌گذاری خطرپذیر حدوداً سه برابر هر یک دلار سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه سنتی، در خلق پتنت تأثیرگذار است. توسعه کسب‌وکارهای خطرپذیر کارآفرینانه نقشی کلیدی در شکل‌دهی به اقتصاد ملی ایفا می‌کند، شرکت‌های کارآفرین در صنعت برای مالکان منبع رشد و نوآوری هستند و برای جمعیت محلی فراهم‌کننده اشتغال. همچنین اعتقاد بر این است که این بنگاه‌ها رکوردهای اقتصادی را جبران کرده و به تجدید ساختار صنعت موجود کمک می‌رسانند.



خلاصه سیاستی کشور آمریکا

- در کشور آمریکا تقویت روحیه کارآفرینی و سیاست‌گذاری استفاده از شرکت‌های نوآور در سیستم تحقیق و توسعه دولت، سیاست جذب سرمایه‌های خصوصی ملی و بین‌المللی، تدوین برنامه تأمین مالی استراتژیک توسعه شرکت‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه، سیاست‌گذاری مشارکت بخش دولتی و خصوصی، همکاری SME ها با مراکز تحقیقاتی دولتی، سیاست‌گذاری نهاد سازی منطبق بر نیازهای شرکت‌های کوچک و متوسط برای مثال شکل دهی شرکت‌های سرمایه‌گذاری کسب و کارهای کوچک، سیاست‌گذاری عرضه اولیه شرکت‌های تحقیق و توسعه در بازار سرمایه (برای مثال شرکت تحقیق و توسعه آمریکا، در سال ۱۹۶۸ در بازار بورس عرضه شد) و ایجاد بازار سرمایه فعال جهت سرمایه‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در بازار سرمایه، سیاست‌های تشویقی افزایش عرضه سرمایه‌گذاری خطرپذیر (کاهش نرخ مالیات عایدی سرمایه‌گذاری (کاهش از ۴۹٪ در سال ۱۹۷۷ به ۲۰٪ در سال ۱۹۸۱)) جزو مهمترین سیاست‌های توسعه‌ای کشور آمریکا بوده است. سیاست‌گذاری‌های رفتاری نیز جزو عوامل تشویقی در این زمینه بوده است. اجازه به صندوق‌های بازنشستگی برای سرمایه‌گذاری در VC در زمانی که این صنعت به بلوغ لازم رسیده بود و بازنشستگان می‌توانستند با امنیت بیشتر از طریق سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی کسب سود کنند.



خلاصه سیاستی کشور آمریکا

- ایجاد و سیاستگذاری قوانین حمایتی از اختراعات که از نظر زیرساختی تحولات بسیاری در تجاری سازی فناوری در مراکز تحقیقاتی و بخش صنعت ایجاد کرد (برای مثال ایجاد و توسعه قانون بایدال در سال ۱۹۸۰)
- سیاستگذاری در شفافیت، فعالیت تحت نظارت کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا و اعمال برخی از محدودیت ها برای فعالیت نهادهای سرمایه گذاری خطرپذیر از طریق قانون ثبت مشاوران صندوق سرمایه گذاری خصوصی در ایالات متحده: این قانون توسط وزارت خزانه داری تنظیم شد، شرکت های سرمایه گذاری خطرپذیر و خصوصی که مدیریت دارایی های بیشتر از ۳۰ میلیون دلار را بر عهده دارند، را به ثبت در کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا تحت شرایط قانون مشاوران سرمایه گذاری ملزم می نماید
- سیاستگذاری تمرکز و سرمایه گذاری بر فناوری های خاص، استراتژیک و مراکز تحقیقات کاربردی در زمینه های فناورانه (انرژی، دفاعی، هواشناسی، هوافضا،...) در این کشور با بروزرسانی قانون نوآوری و رقابت پذیری آمریکا.



خلاصه سیاستی اتحادیه اروپا

• **اتحادیه اروپا** نیز سیاست هایی جهت توسعه این صنعت ارائه نموده است، تدوین دستورالعمل سرمایه گذاری جایگزین و توصیه به اجرای حاکمیت شرکتی، شفافیت و گزارش دهی در میان شرکت های سرمایه گذاری خطرپذیر و صندوق های سرمایه گذاری خصوصی، درجه بندی ریسک فعالیت آن ها، محدودیت هایی در استفاده از اهرم، کاهش حق الزحمه مدیریت، اصلاح ساختار سیستم جبران خدمات، حفظ ذخایر سرمایه، استفاده از روش های ارزشیابی جدید (تعیین یک ارزیاب مستقل)، مناسبات تصدی گری و سپرده پذیری و تصویب اسناد بازاریابی سرمایه گذاران، ارائه صورت های مالی حسابرسی شده سالانه، افشا اطلاعات از نظر پیچیدگی و دقت مشابه با الزامات شرکت های سهامی عام (بورسی) است.



خلاصه سیاستی در کشور انگلستان

• در کشور انگلستان نیز ایجاد شرکت های سرمایه گذاری صنعتی و تجاری برای شرکت های کوچک و متوسط و نهاد سازی مرتبط، تشکیل انجمن سرمایه گذاری خطرپذیر در بدنه صنعت و مدافع سیاست های توسعه ای، سیاستگذاری تشویقی اعمال معافیت مالیات شخصی را برای جذاب تر کردن سرمایه گذاری در استارت آپ ها، طرح سرمایه گذاری موسسات با اعمال معافیت مالیاتی جهت سرمایه گذاری در شرکت های کوچک و متوسط، سیاستگذاری سرمایه گذاری صندوق های سرمایه گذاری جمعی بر روی شرکت های رشدی که در بورس پذیرش نشده اند. اعمال سیاست های تشویقی جهت یارانه سود دولت به صندوق های مشترک سرمایه گذاری، توسعه شبکه سرمایه گذاران خطرپذیر جهت تشویق سرمایه گذاری بر روی شرکت های کوچک و متوسط، افزایش منابع سرمایه گذاران خطرپذیر و اعطای گرنٹ و یارانه دولتی، ارائه خدمات مالی شخصی به شرکت های کوچک و متوسط جوان، تسهیل تضامین و اعتبار برای استفاده کنندگان از خدمات سرمایه گذاران خطرپذیر نیز جزو سیاست های توسعه ای این کشور بود.



خلاصه سیاستی در کشور ژاپن

- در کشور ژاپن سیاستگذاری ایجادى مثل ساخت نهادهای سرمایه گذاری دولتی در حد کوچک و متوسط جهت سرمایه گذاری خطرپذیر در شرکت های ژاپنی جزو اصلی ترین موارد توسعه ای در این کشور بود. همچنین این شرکت به سرمایه گذاری و همزمان مشاوره می پردازد تا زمان عرضه عمومی سهام شرکت های را دنبال می کرد. در کشور ژاپن شرکت های سرمایه گذاری خطرپذیر توسط بانک های این کشور بوجود آمدند. تاسیس برخی از نهادهای سرمایه گذاری خطرپذیر در این کشور ناموفق بود و بر این اساس این کشور سیاستهای اصلاحی مثل قانون فرشتگان در قوانین را دنبال کرد. سیاستگذاری نهادسازی دولتی در کشور ژاپن در این زمینه بیشتر موفق بوده است.



خلاصه سیاستی در کشور مالزی

- در کشور مالزی سیاستگذاری توسعه ای با سرمایه گذاری دولتی کار خود را آغاز کرد. تاسیس شرکت سرمایه گذاری دولتی جهت سرمایه گذاری بر روی استارت اپ های جدید و کوچک ، تاسیس انجمن صندوق های خطرپذیر و سرمایه گذاری خصوصی، سیاست سرمایه گذاری بر روی شرکت ها و استارتاپ های حوزه فناوری اطلاعات، تاسیس انجمن مشاوره ای صنعت صندوق های خطرپذیر، سیاست سازی برای این صنعت توسط متخصصان جزو اصلی ترین درسنامه سیاستی برای کشور است.



خلاصه سیاستی در کشور تایوان

- در کشور تایوان سیاستگذاری مدیریت توسط متخصصانی است که در شرکت‌های آمریکایی دره سیلیکون ولی پست‌های مدیریتی داشتند، تمرکز بر فناوری‌های خاص (صنعت الکترونیک- نیمه رساناها)، سیاستگذاری سرمایه گذاری مشترک بین المللی با کشور ژاپن، سیاست های تشویقی در قانونگذاری (برای مثال تخفیف و اعتبار مالیاتی و معافیت درآمد از مالیات)، سیاست های اصلاح قوانین و مقررات، تشکیل بازار سهام متشکل برای شرکت های تکنولوژی محور ، سیاست های رفتاری تشویق به معامله سهام شرکت های تکنولوژی محور، اغلب اعضای هیات مدیره نهادهای سرمایه گذاری خطرپذیر در زمینه فناوری های پیشرفته دارای تجربه بودند.



خلاصه سیاستی کشور کره جنوبی

- در کشور کره جنوبی تمرکز بر شرکت های تکنولوژی محور، اقتصاد مبتنی بر تولید و شرکت های بزرگ، شکل گیری صندوق های سرمایه گذاری خطرپذیر با کمک دولت به این صورت که دولت سرمایه عمومی را به عنوان شریک محدود در نظر میگیرد. با تغییر ساختار مالی بازار شرکت های کوچک و متوسط در بورس این کشور شکل می گیرد. سیاست توسعه صنعت فناوری اطلاعات و سودآوری سرمایه گذاری خطر پذیر با رشد بازار شرکت های کوچک و متوسط، در نظر گرفتن شاخص سرمایه گذاری خطرپذیر پذیر در این کشور، سیاست توسعه نیروی انسانی متخصص و مشاوران کسبوکار و بازاریابی توسط شرکت ها و صندوق های سرمایه گذاری خطرپذیر، سرمایه گذاری خطرپذیر مختلط (خارجی و داخلی)، توسعه سیاست های خروج از سرمایه گذاری خطرپذیر منطبق بر شرایط اقتصادی آن کشور جزو سیاست های توسعه ای این کشور است



خلاصه سیاستی در کشور استرالیا

- در کشور استرالیا سرمایه گذاری خطرپذیر دولتی باعث رشد و توسعه این صنعت شده است. همچنین نهادسازی موفق توسط دولت و سیاست های حمایتی از شرکت های با تکنولوژی بالا جزو سیاست های توسعه ای در این صنعت در این کشور بوده است.



پیشنهادات معطوف به بازار سرمایه

- تأسیس شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر (جسورانه) در سازمان بورس و اوراق بهادار و ادغام شرکت‌های سرمایه‌گذاری شرکتی تحت نظارت کارگروه ماده ۴۴ صندوق نوآوری و شکوفایی به جهت شفافیت، اعتمادزایی بیشتر، اعتماد اداره مالیات و در نظر گرفتن سیاست‌های تشویقی منظم و شفاف برای مثال معافیت‌های مالیاتی.
- شفاف کردن دستمزدهای مدیران و متخصصان نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر توسط سازمان بورس و اوراق بهادار.
- بکارگیری مدیران و اعضای هیئت مدیره صندوق‌های جسورانه بر اساس دستورالعمل انتخاب حرفه‌ای مدیران با شیوه اصلاحی و منطبق بر عملکرد و نیازهای حرفه‌ای این صنعت.
- آموزش حرفه‌ای متخصصان و فعالان این صنعت توسط سازمان بورس و اوراق بهادار و اعمال نظارت حرفه‌ای.
- شکل دهی شاخص سرمایه‌گذاری خطرپذیر توسط سازمان بورس و اوراق بهادار و گزارش دهی منظم آن.
- تعامل نزدیک سازمان بورس و اوراق بهادار با انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر و ارسال گزارش‌های دوره‌ای شفاف، علمی و شبکه‌سازی بیشتر میان فعالان این حوزه.



پیشنهادات معطوف به بازار سرمایه

- شکل دهی شرکت های سرمایه گذاری کسب و کارهای کوچک به منظور مشاوره و خدمت رسانی بهتر به سرمایه گذاران خطرپذیر و استارت اپ ها.
- توسعه بیشتر صندوق های سرمایه گذاری حقوق مالکانه همگام با توسعه این صنعت.
- اعمال محدودیت های علمی برای مثال در سرمایه گذاری در این صنعت، ایجاد بخش فعالیت حرفه ای ها.
- توسعه و راه اندازی بازار شرکت های کوچک و متوسط با تمرکز بر شرکت های تکنولوژی محور.
- طراحی ابزارهای مالی اسلامی جهت توسعه این صنعت و همزمان بکارگیری عقود اسلامی جهت بهبود قراردادهای نهادهای فعال.



پیشنهادات برای تحقیقات آتی

- آسیب‌شناسی فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه بورسی در ایران.
- مدل‌سازی مکانیزیم‌های خروج سرمایه‌گذاران خطرپذیر در ایران.
- مطالعه رفتارشناسی سرمایه‌گذاران خطرپذیر در ایران.
- مدل‌سازی نحوه همکاری سرمایه‌گذاران خطرپذیر با دانشگاه‌ها در ایران.
- طراحی مدل بیمه شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران.
- طراحی مدل بهینه شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر بورسی در ایران.
- مطالعه تطبیقی فعالیت صندوق‌های پژوهش و فناوری در مقایسه با صندوق‌های جسورانه بورسی در ایران.

