

# تأمین مالی کسب و کارهای جدید در نظام‌های مالی

## رابطه‌مدار و قانون‌مدار

روح‌اله ابوجعفری\*

تاریخ پذیرش ۹۰/۳/۳۰

تاریخ دریافت ۸۹/۱/۲۹

یکی از تقسیم‌بندی‌های اساسی در اقتصاد تقسیم بخش حقیقی و مالی است. از اصول اساسی در این تقسیم‌بندی در خدمت بودن بخش مالی نسبت به بخش حقیقی اقتصاد است. به‌طور معمول نظام‌های مالی را با بازارها، نهادها و ابزارهای مالی می‌شناسیم که همه آنها براساس قانون‌های مالی فعالیت می‌کنند. تحولات چه در بخش حقیقی اقتصاد و چه در بخش مالی طی دهه‌های پایانی قرن بیستم و اوایل قرن بیست و یکم به‌گونه‌ای است که هماهنگ کردن این دو بخش یکی از دغدغه‌های اصلی سیاستگذاران اقتصادی به‌شمار می‌آید. مسیر رشد اقتصادها از اقتصاد مبتنی بر کشاورزی به سوی صنعت و هم‌اکنون به سمت اقتصاد دانش‌بنیان، اقتضا می‌کند تا نهادهای مالی نیز به نحو مناسبی به ارائه خدمات مالی برای تسهیل این‌گونه فعالیت‌ها بپردازند. اقتصاد ایران - به اذعان سیاستگذاران - در برنامه‌های چهارم و پنجم توسعه قدم در راه توسعه اقتصاد دانش‌بنیان نهاده است.

نظام‌های مالی به دو بخش نظام‌های رابطه‌مدار (بانک‌محور) و قانون‌مدار (بورس‌محور) تقسیم می‌شود. با توجه به زیرساخت‌های اقتصادی، حقوقی و فرهنگی، ترکیب بهینه‌ای از این دو نظام لازم است تا نظام‌های مالی وظیفه خود را هرچه بهتر، نسبت به بخش حقیقی اقتصاد انجام دهند. در این مقاله با تبیین رابطه بخش حقیقی و مالی در اقتصاد وظایف بخش مالی را برمی‌شماریم و نشان می‌دهیم که نظام‌های مالی رابطه‌مدار و قانون‌مدار به‌طور جداگانه‌ای به مسئله تأمین مالی کسب و کارهای جدید پاسخ داده‌اند. نهاد اصلی در نظام‌های قانون‌مدار صندوق‌های سرمایه‌گذاری

---

\* دانشجوی دکتری سیاستگذاری علم و فناوری، دانشگاه تربیت مدرس، مدیر بودجه و تشکیلات مرکز همکاری‌های فناوری و نوآوری ریاست جمهوری؛

E-mail: aboojafari@gmail.com

ریسک پذیر است، در صورتی که در نظام های مالی رابطه مدار، بانک های توسعه ای ایفای نقش می کنند.

کلیدواژه ها: نظام مالی؛ بانک محور؛ بورس محور؛ بانک توسعه ای؛ صندوق سرمایه گذاری  
ریسک پذیر

## مقدمه

در محیط اقتصادی پویای امروز دوران الگوهای سنتی کسب و کار<sup>۱</sup> سرآمده و شرکت‌های بزرگ، عامل رشد اقتصادی به‌شمار نمی‌آیند. امروزه اقتصاد کشورهای توسعه‌یافته بر محور بنگاه‌های کوچک و متوسط استوار است. به‌عنوان مثال نیمی از صادرات آمریکا، حاصل فعالیت شرکت‌هایی با کمتر از بیست کارمند است حال آنکه فعالیت‌های شرکت‌هایی با بیش از پانصد کارمند، تنها ۷ درصد از صادرات این کشور را دربرمی‌گیرد (باقری و محبوبی، ۱۳۸۳). عامل اساسی توسعه شرکت‌های نوپا، نوآوری و توان فناوری این شرکت‌هاست. انقلاب صنعتی دوم، با روندی رو به پیشرفت، بر پایه ماشین‌هایی استوار است که توان ذهنی انسان‌ها را گسترش داده و تقویت می‌کند. یکی از ویژگی‌های فناوری جدید این است که تقریباً از منابع طبیعی هیچ بهره‌ای نمی‌برد. مثلاً برای ساخت تراشه‌های سیلیکونی رایانه‌ها از مقادیر بسیار ناچیز شن و مواد تقریباً بی‌ارزش دیگر استفاده می‌شود. روند چشمگیر حرکت به سمت دانش به‌عنوان ستون اصلی تولید ثروت، همه کالاهای تحت الشعاع خود قرار می‌دهد. به‌زودی خواهیم توانست بدون نیاز به خاک و زمین محصولات کشاورزی را در حجم انبوه تولید کنیم (Peters, 2006).

در حالی که عامل موفقیت شرکت‌های بزرگ، مبتنی بر سرمایه‌های فیزیکی و صرفه‌جویی‌های مقیاس است که امروزه کمتر به‌عنوان مزیت رقابتی مورد توجه قرار می‌گیرد، در محیط اقتصادی جدید جریان کارآمد سرمایه عامل اصلی توسعه محسوب می‌شود. اما دشواری‌های فراوانی در راه تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط وجود دارد که از آن میان می‌توان اندازه کوچک، امنیت پایین و ریسک اولیه بالا را نام برد. در ایران بیش از ۹۸ درصد از شرکت‌ها در بخش کوچک و متوسط تقسیم‌بندی می‌شود، چنین حجمی برای توسعه به‌زیرساخت‌هایی نیاز دارد که باید در ایران مورد توجه قرار گیرد (مرکز آمار ایران، سال‌های مختلف).

این ویژگی‌ها، تأمین مالی از طریق بانک‌ها، بازارهای بورس و دیگر مجراهای سنتی تأمین مالی را برای طرح‌های پرخطر و مبتنی بر فناوری پیشرفته که در قالب کسب و کارهای کوچک و متوسط تجسم می‌یابد، بسیار دشوار کرده است. به همین دلیل نظام‌های مختلف چه نظام‌های رابطه‌مدار و چه نظام‌های قانون‌مدار راهکارهای مختلفی برای مواجهه با این مسئله در پیش گرفته‌اند. در ادامه به تبیین ویژگی‌های خاص اقتصاد دانش‌بنیان و امروزی اشاره می‌کنیم. رابطه بین بخش مالی و حقیقی اقتصاد با توجه به نظام‌های مختلف مالی در قسمت نظام‌های مالی در سیستم اقتصادی بررسی می‌شود. در نهایت سازوکار تأمین مالی کسب و کارهای جدید در هر قسمت با معرفی دو نهاد سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر و بانک توسعه‌ای توضیح داده خواهد شد.

### ۱ تغییر شرایط اقتصادی جهان و نقش شرکت‌های نوپا

از زمانی که آدام اسمیت در کتاب ثروت ملل در سال ۱۷۷۶ از مثال تولید سنجاق به شکل انبوه استفاده کرد، عملاً اندیشه بزرگ‌تر شدن واحدهای صنعتی برای استفاده هر چه بهتر از تقسیم کار و صرفه‌های اقتصادی مورد توجه قرار گرفت. از ابتدای انقلاب صنعتی تا اوایل قرن بیستم چنین رویکردی بر فعالیت‌های اقتصادی حاکم بود. اندیشمندانی چون کینز و مدیرانی چون هنری فورد به ترتیب در نظر و عمل، جنبه‌های مثبت عملکرد اقتصادی شرکت‌های بزرگ و تولید انبوه را در مقایسه با شرکت‌های کوچک و متوسط مورد تأیید و تأکید قرار داده‌اند. اما از دهه ۷۰ به این سو نظام جدید مالی بین‌المللی که در برتون وودز به وجود آمده بود و همچنین شوک‌های نفتی، قابلیت پاسخ‌گویی چنین سازمان‌هایی را زیر سؤال برد. اگر بحران دهه ۳۰ میلادی، بحران در اقتصاد کلان به‌شمار می‌رفت، بحران دهه ۷۰ میلادی، بحران در اقتصاد خرد، ناشی از انتخاب نادرست فناوری‌ها، سازمان‌دهی کارخانه‌ها، شرکت‌ها و بازارهاست. از طرف دیگر امروزه رشد بخش خدمات را نسبت به بخش‌های صنعت و کشاورزی در کشورهای پیشرفته شاهدیم که این نیز ماهیت

کسب و کارها را دچار دگرگونی کرده است (McKinsey Global Institute (MGI), 2010). بنابراین در این بخش به پدیده‌هایی چون تغییر سازوکار مبادله نهاده‌های تولید، افزایش رقابت، نااطمینانی و تغییر سلیقه عمومی و فناوری‌های نو در دوران جدید می‌پردازیم که در نهایت نگاه‌ها را از شرکت‌های بزرگ به شرکت‌های کوچک سوق داد و اهمیت شرکت‌های نوپا را هرچه بیشتر نمایان کرد.

### ۱-۱ سازوکار مبادله نهاده‌های تولید

چنانچه سال‌های بسیار توسعه شبکه آبراه‌ها و راه‌آهن و یا وسایل حمل و نقل همچون کامیون و بعدها تأسیس خطوط هوایی انتقال مواد خام و کالاهای ساخته شده را تسهیل می‌کرد و در نهایت موجب کاهش هزینه تولید و گسترش کسب و کارها در این زمینه می‌شد، از دهه ۷۰ میلادی به این سو تحولی اساسی با بهره‌برداری از سازوکار انتقال سریع و کم‌هزینه دانش به وقوع پیوست. پس از اینکه زیرساخت‌های فیزیکی برای مبادله نهاده‌های تولیدی در این زمینه حاضر شد از این پس نقل و انتقال دانش که به مرور زمان نقش بیشتری در تولید ایفا می‌کرد مطرح گردید، به گونه‌ای که امروزه از اقتصاد مبتنی بر دانش سخن به میان می‌آید. به‌عنوان مثال سرمایه‌گذاری ۲۱ میلیارد دلاری در صنعت اطلاع‌رسانی ایالات متحده آمریکا در دهه ۸۰ میلادی تغییر شگرفی در زیرساخت‌های اطلاعاتی این کشور ایجاد کرد که نتیجه آن سال‌های بعد در قالب شرکت‌های کوچک و متوسط پدیدار شد (کی‌مرام و همکاران، ۱۳۸۴). مبادله اطلاعات با کمترین هزینه در کوتاه‌ترین زمان ممکن کوره رقابت جهانی را به گونه‌ای گرم کرده است که حرکت از شرکت‌های بزرگ به سمت شرکت‌های کوچک آغاز شد.

### ۱-۲ افزایش رقابت

افزایش رقابت برای بقا در بازارهای داخلی، بسیاری از شرکت‌ها را بر آن داشت تا بر

توانمندی‌های محوری خود تمرکز کنند و فعالیت‌های جانبی خویش را کنار گذارند یا به طرق مختلف از بیرون بنگاه تأمین کنند. تخصص‌گرایی ایجاد شده که بیشتر به علت کاهش هزینه برای بقا در بازار به وجود آمد و موج ادغام‌های صنعتی در فاصله سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹ موجب شد تا شرکت‌هایی که از تنوع بالایی برخوردار بودند و در بیش از بیست صنعت مختلف فعالیت می‌کردند ۳۷ درصد کاهش و در مقابل بنگاه‌های تک محصولی رشد ۵۴ درصدی را تجربه کنند (Lichtenberg, 1992). چنین فرایندی موجب شد بنگاه‌های کوچک و متوسط رشد کنند و آمار فعالیت‌های کوچک در اقتصادها افزایش یابد.

هم‌اکنون افزایش فرایندهای جهانی شدن به خصوص در بخش اقتصاد به افزایش رقابت بیشتر در سطح بین‌المللی منجر می‌شود که در این صورت در سطح اقتصادهای ملی نیز شاهد کوچک شدن بنگاه‌ها در راستای افزایش بهره‌وری و کیفیت خواهیم بود. به طور خلاصه شدت یافتن رقابت در چند دهه اخیر، شرکت‌ها را به راه‌هایی سوق داده تا هرچه بیشتر فعالیت‌های خود را تخصصی کنند. این امر از طریق سازمان‌دهی مجدد داخلی، تمرکززدایی و انجام ترتیباتی مانند پیمانکاری، تأمین نیاز از بیرون، بازگشت به تخصص‌های اولیه و جدا کردن و فروش بخش‌های غیرمحوری و ... صورت پذیرفت که سرانجام به کاهش تنوع و کوچک‌تر شدن بنگاه‌ها از یک سو و فراهم ساختن زمینه برای نضج‌گیری بنگاه‌های کوچک جدید از سوی دیگر منجر شد.

### ۳-۱ ناطمینانی

افزایش ناطمینانی در این سال‌ها را باید در کنار افزایش رقابت، عاملی مؤثر در تغییر فناوری تولید و گرایش به سمت شرکت‌های کوچک و متوسط دانست. چرا که شرکت‌های کوچک، به دلیل انعطاف پذیری بیشتر، بیش از شرکت‌های بزرگ با کوچک‌تر کردن ابعاد و یا تمرکز بر فعالیت‌های محوری خود می‌توانند پیامدهای ناخوشایند ناطمینانی را تحمل یا دفع کنند. یکی دیگر از راه‌های مقابله با ناطمینانی، فعالیت‌های شبکه‌ای است که این اتفاق

در شرکت‌های کوچک رخ می‌دهد. تجربه خوشه‌های صنعتی که برای اولین بار در بخش صنایع کوچک و متوسط کشور ایتالیا رخ داد، از این دست می‌باشد. بنگاه‌ها با تقسیم دانش فنی و آزادسازی اطلاعات بین یکدیگر به انعطاف‌پذیری دست پیدا می‌کنند. این ویژگی توانایی برخورد با نااطمینانی در فضای جدید اقتصاد جهانی را فراهم می‌آورد. تمام عوامل فوق سبب شده است تا کسب و کارهای کوچک و متوسط چه در زمینه فعالیت‌های عادی و چه در زمینه ایده‌های خلاقانه و نو، گوی سبقت را از کسب و کارهای بزرگ بریابند. در نهایت با اهمیت کسب و کارهای کوچک لزوم تعاملی مناسب و همه‌جانبه بین آنها و کسب و کارهای بزرگ در فرایند تولید ارزش هر چه بیشتر ضروری به نظر می‌رسد.

با توجه به اهمیت شرکت‌های کوچک و متوسط که در قالب بنگاه‌های نوپا در عرصه اقتصاد به ایفای نقش می‌پردازند سایر بخش‌های اقتصادی نیز باید بتوانند هر چه بهتر برای ظهور این نوع بنگاه‌ها کمک کنند. نظام مالی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین زیرسیستم‌های نظام اقتصادی باید بتواند هر چه بهتر در این فضای جدید نقش ایفا کند.

## ۲ نظام‌های مالی در سیستم اقتصادی

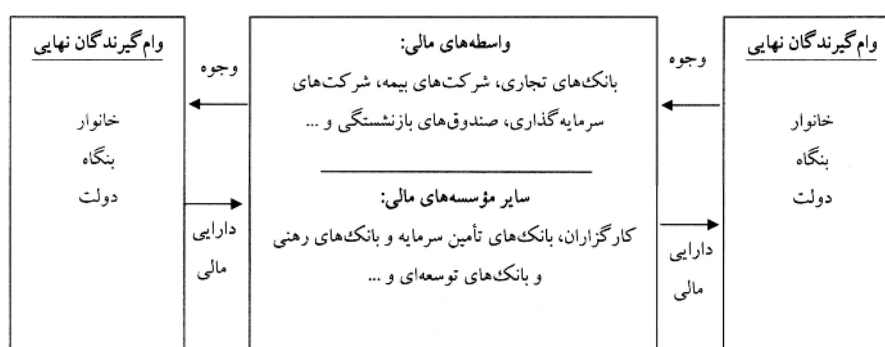
عملکرد بهینه هر نظام اقتصادی، مستلزم وجود دو بخش حقیقی<sup>۱</sup> و مالی<sup>۲</sup> کارا، مکمل، قدرتمند و تحت نظارت است. این دو بخش همانند دو چرخ یک دوچرخه باید با یکدیگر همگام و همسو باشند تا حاصل عملکرد آنها رشد و توسعه اقتصادی را به ارمغان آورد. فعالیت پویا و مبتنی بر برنامه این دو بخش در کنار یکدیگر شرط لازم و کافی برای حرکت مطلوب اقتصادی به‌شمار می‌رود. تعادل باثبات و بلندمدت هر نظام اقتصادی هنگامی به دست می‌آید که این دو بخش با ارتباطات درونی خود در شرایط تعادلی عمل کنند (بورس، ۱۳۸۰: ۲۱).

---

1. Real Sector

2. Financial Sector

بخش مالی اقتصاد را می‌توان مجموعه‌ای از پس‌اندازکنندگان، وام‌گیرندگان و مؤسسه‌های مالی دانست که با یکدیگر ارتباط متقابل دارند. این بخش وظیفه انتقال پس‌اندازها و تخصیص آنها به عنوان منابع سرمایه‌گذاری را به عهده دارد. بخش مالی مجموعه‌ای از نهادهای مالی است که برای تسهیل جریان پول و اعتبار بین بازرگانان، خانوار و دولت تأسیس شده و در بازارهای مالی به فعالیت می‌پردازند.



مأخذ: مرتضی‌والی‌نژاد (۱۳۸۳). «نقش و وظایف نظام و نهادهای مالی - بانک‌ها - در اقتصاد»، بانک و اقتصاد، ش ۴۶، ص ۳۳-۳۰.

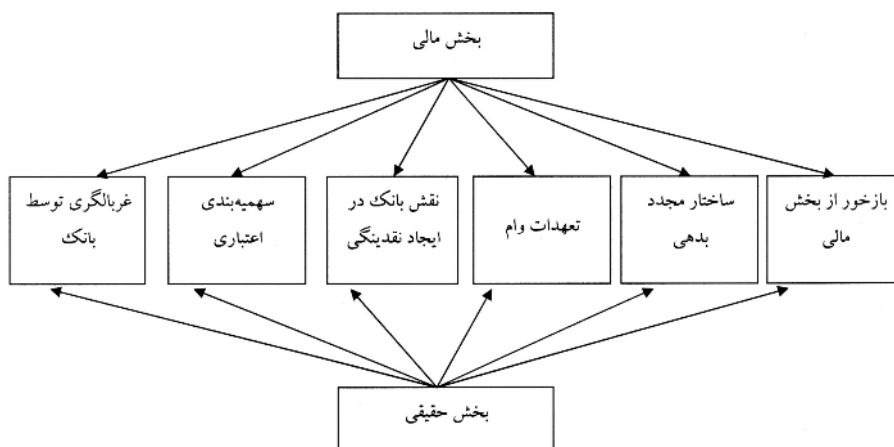
### شکل ۱ شبکه تشکیل‌دهنده نظام مالی

هدف نظام مالی را می‌توان تخصیص بهینه منابع مالی در راستای کمک به رشد اقتصادی و در نهایت افزایش رفاه عمومی دانست. این نظام وظایف متعددی را برعهده دارد:

- جذب و توزیع پس‌اندازها (تجهیز و تخصیص منابع)،
- توزیع ریسک و مدیریت آن،
- تعیین قیمت وجوه و سرمایه،
- انتشار اطلاعات و تحلیل آن،
- تسهیل دادوستدها (ایجاد نقدشوندگی) (شیوا، ۱۳۷۸).



نظام مالی از مسیرهای مختلفی بر بخش حقیقی اقتصاد تأثیر می‌گذارد. تا کور در مقاله خود در قالب شکل زیر مسیرهای تأثیرگذاری بخش مالی بر بخش حقیقی اقتصاد را نشان می‌دهد.



Source: A. V. Thakor (1996). "The Design of Financial System: An Overview", *Journal of Banking and Finance*, PP: 917-948.

شکل ۲ مسیرهای تأثیرگذاری بخش حقیقی بر بخش مالی

شناسایی طرح‌های مناسب برای تأمین مالی، ارائه خدمات مالی مناسب برای ایجاد نقدشوندگی و اولویت‌بندی فعالیت‌های اقتصادی توسط نظام مالی جزو مجاری تأثیرگذاری بخش مالی بر بخش حقیقی اقتصاد به‌شمار می‌رود. از این رو و در راستای بهبود بازارهای مالی بانک جهانی در گزارش سالیانه خود که با عنوان «نظام‌های مالی و رشد اقتصادی» در سال ۱۳۶۸ (۱۹۸۹ میلادی) منتشر کرد، ایجاد یک بخش مالی کارآمد و تابع بازار آزاد را عاملی ضروری برای رشد مستمر اقتصادی اعلام داشت (Gelb, 1989).

## ۲-۱ انواع نظام‌های مالی

در بخش قبل جایگاه نظام مالی در یک سیستم اقتصادی را مورد بررسی قرار دادیم در این

قسمت دو نوع نظام مالی رابطه‌مدار و قانون‌مدار را همراه مزایا و معایب آنها براساس برخی از پژوهش‌هایی که اخیراً انجام شده است، مورد بررسی قرار می‌دهیم.

### ۱-۱-۲ نظام مالی رابطه‌مدار (بانک‌محور)<sup>۱</sup>

نظام مالی از هر نوعی که باشد باید سازوکارهایی را در اختیار داشته باشد که در آن استفاده‌کنندگان از سرمایه‌های مالی تحت نظارت قرار گیرند تا در صورت نیاز به منظور هزینه‌های واسطه‌گری مربوط به نقل و انتقال‌های مالی امکان مداخله و اصلاحات لازم در آن وجود داشته باشد. نظام مالی رابطه‌مدار از طریق کنترل‌هایی که بر بنگاه تأمین مالی شونده اعمال می‌کند، بازدهی خاصی را به وی اطمینان می‌دهد. نظام بانکداری پایه‌ای ژاپن و نظام بانکداری آلمان نمونه‌های بارزی در این زمینه به‌شمار می‌آیند. وظایف نظارتی در این نظام مالی را می‌توان در یک بانک واحد به‌عنوان نماینده ناظر چنان یکپارچه کرد که شامل هر سه مرحله نظارت باشد:

۱. انتخاب آینده‌نگر مشتریان و پروژه‌های سرمایه‌گذاری،

۲. نظارت بر پروژه‌ها بر مبنای پیشرفت جاری آنها،

۳. مداخله در مورد عملکرد ضعیف مدیریتی در آنها.

در یک نظام رابطه‌مدار ارتباط بین تأمین مالی کنندگان و بنگاه‌ها ارتباطی بلندمدت است که توسط قراردادهای ضمنی خوداجرا و یا نگرانی در مورد شهرت توسط طرفین تقویت می‌شود. اگر طرفین در طول زمان شهرت خوبی داشته باشند، رابطه بین بنگاه‌ها و بانک‌ها تنها رابطه‌ای اعتباری است. یک رابطه بلندمدت و مداوم می‌تواند عدم تقارن مربوط به اطلاعات و در نتیجه هزینه‌های واسطه‌گری را کاهش دهد، ولی پروژه‌های جدید با سابقه کم در این فرایند شانس کمتری برای تأمین مالی دارند.

البته این نوع رابطه مستلزم وجود شبه‌رانت‌هایی است که می‌تواند توسط طرفین تقسیم

---

1. Bank-base

شده و فرصت‌های بیرونی را برای آنها محدود کند. علاوه بر این نظام رابطه‌مدار مقتضیات مربوط به افشاگری اطلاعات را کمتر رعایت می‌کند؛ چرا که صرفاً یک تأمین‌کننده، نیازمند وصول اطلاعات بنگاه است، از این رو اطلاعات برای عموم کمتر اهمیت دارد. مزیت اطلاعاتی و رانت‌های مربوط به آن (رانت‌های اطلاعاتی) انگیزه خوبی را برای یکپارچه کردن وظایف نظارت و حفظ رابطه‌ای بلندمدت ایجاد می‌کند. البته نظام مالی رابطه‌مدار به زیرساخت‌های قانونی و نهادی کمتری نیاز دارد چون بسیاری از مسائل تأمین اطلاعات مورد نیاز بر مبنای ارتباط بین افراد و بانک‌ها قابل حل است. این رابطه به خصوص برای بنگاه‌هایی که مشکلات نقدینگی را تجربه می‌کنند حائز اهمیت است (نادری، ۱۳۸۲).

در این نظام با توجه به ارتباط گسترده‌ای که بین بنگاه و بانک شکل می‌گیرد شرکت‌های نوپا به راحتی تأمین مالی نمی‌شوند. از طرف دیگر منابع بانک‌های تجاری نیز که از سپرده‌های آحاد مردم تشکیل می‌گردد پتانسیل این ریسک‌پذیری را ندارد به همین دلیل این نوع نظام‌ها به خوبی بنگاه‌های نوپا را تأمین مالی نمی‌کنند.

## ۲-۱-۲ نظام مالی قانون‌مدار (بورس‌محور)<sup>۱</sup>

در این نظام تعداد زیادی از بازارهای مالی شفاف و چندلایه (مانند بورس‌ها و بازارهای اوراق قرضه شرکتی) دامنه گسترده‌ای از ابزارهای مورد نیاز آحاد مختلف اقتصادی را فراهم می‌آورند. وظایف نظارت نیز توسط نهادهای تخصصی مثل مؤسسات سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، بانک‌های تجاری، بانک‌های سرمایه‌گذاری و مؤسسات تعیین‌کننده درجه اعتبار اعمال می‌شود. این نهادها خدمات نظارتی متنوعی را برای ابزارهای مالی مختلف در مراحل مختلف توسعه بنگاه ارائه می‌دهند. نمونه بارز آن نظام مالی کشور آمریکاست.

رابطه قانون‌مدار شبیه معاملات نقدی است، یعنی هم کوتاه‌مدت‌تر و هم به میزان کمتری کنترل‌گر است. تأمین مالی‌کنندگان صرفاً از طریق قراردادهایی آشکار کنترل

می‌شوند (قابل مقایسه با کنترل‌های ضمنی که در نظام رابطه‌مدار اعمال می‌شود). از این رو این نظام بیشتر به اعمال قانون متکی است. این امر به آن مفهوم است که تأمین مالی کنندگان صرفاً در مرحله انحلال یا تسویه، انگیزه‌هایی بسیار قوی برای مداخله دارند. برای تسهیل این رابطه قانونی، لازم است که بازارهای مالی رقابتی، شفاف و چندلایه باشند. به علاوه اطلاعات عمومی و مقتضیات افشاگری برای اطمینان از اعمال قانون و دستیابی به تخصیص کارا اهمیت بیشتری دارد. به همین علت این نظام بیشتر در کشورهایی وجود دارد که کیفیت اعمال قانون در آن بسیار بالا بوده و حقوق مالکیت در آن خوب تعریف شده است.

در ارتباط با تنوع ایده‌ها بازارهای سهام خیلی خوب عمل می‌کنند؛ چرا که قیمت‌های سهام، اطلاعات مربوط به ایده‌های متنوع به دست آمده از سرمایه‌گذاران را یکپارچه می‌کنند. این امر باعث می‌شود قیمت‌های سهام ارزش واقعی بنگاه را با وجود سیاست‌های مدیریتی فعلی نشان دهد و از این رو، علائمی کارا برای تخصیص منابع ارائه کند. بنابراین از ویژگی‌های یک نظام مالی قانون‌مدار وجود بازارهای سهامی است که در توسعه صنایع با فناوری‌های جدید هنگامی که ماهیت این صنایع زیاد مشخص نیست خوب عمل می‌کنند (همان).

در این نظام‌ها با توجه به اینکه طیف متنوعی از خدمات مالی در قالب صندوق‌ها، بانک‌های سرمایه‌گذاری و سایر نهادهای ذی‌ربط امکان تأمین مالی از طریق بازارهای بورس را فراهم می‌کنند به همین دلیل منابع بلندمدت و ریسک‌پذیر از طریق سرمایه‌گذاران نهادی به این حوزه تخصیص می‌یابد.

لویس و دمیرگوک کونت در تحقیقی با بررسی ۱۵۰ کشور با این نگاه به نکات جالبی درباره ساختار مالی کشورها دست پیدا کردند. نتایج این تحقیق بدین شرح است:

- در کشورهای ثروتمند بانک‌ها، مؤسسات غیربانکی و بورس بزرگ‌تر، فعال‌تر و کاراترند. به‌طور میانگین در کشورهای ثروتمندتر نظام مالی توسعه‌یافته‌تری وجود دارد.
- در کشورهای با درآمد بالاتر بازار بورس نسبت به بانک فعال‌تر و کاراتر عمل می‌کند. در کشورهای ثروتمندتر تمایل بیشتری به نظام مالی بازارمحور وجود دارد.

● در کشورهای با نظام حقوقی موضوعه، صیانت مناسب از حقوق مالکیت، مقررات حسابداری خوب، سطح پایین فساد و بیمه‌های ضمنی سپرده‌داری نظام مالی بیشتر بازار محور است.

● در کشورهای با نظام حقوقی مدنی، حمایت ضعیف از حقوق مالکیت، تنفیذ ضعیف قراردادها، سطح بالای ریسک، استانداردهای پایین حسابداری، قوانین محدودکننده بانکی و تورم بالا تمایل بیشتری به نظام عقب‌افتاده وجود دارد (Levine and Demirguc-Kunt, 1999).

کشورهای مختلف براساس ساختارهای فرهنگی، حقوقی و اقتصادی خود در جایگاهی از طیف نظام‌های مالی رابطه‌مدار و قانون‌مدار قرار گرفته‌اند. جدول ۱ نشان می‌دهد که آمریکا در یک سر طیف و آلمان در سر دیگر قرار دارد که البته هر دو تجربه‌های موفق در توسعه اقتصادی دارند.

جدول ۱ تمایز کشورها با استفاده از شاخص‌های نظام مالی

موضوع	آمریکا	انگلیس	ژاپن	فرانسه	آلمان
اهمیت بازار مالی	بسیار بالا	بسیار بالا	نسبتاً بالا	کم	کم
رقابت بانک‌ها	بالا	←			
تمرکز بانک‌ها	پایین	←			

Source: Gail Liberman and Alan Lavine (2002). *Comparing Financial System*, Beijing, China Remin University Press.

نظام مالی در ایران همانند دیگر کشورها متشکل از بازار پول و سرمایه است. بخش پولی این بازار، مرکب از نظام بانکی، مؤسسات اعتباری غیربانکی، بخش گسترده و شبه پولی سنتی است. بخش سرمایه‌ای آن نیز عمدتاً از طریق بورس اوراق بهادار فعالیت می‌کند که در چند سال اخیر بورس‌های کالایی و بازار فرابورس نیز به آن اضافه شده است. اما متأسفانه بازارهای مالی جایگاه مطلوب خود را در اقتصاد ما نیافته‌اند، یعنی این

بازارها قادر نیستند برای رفع نیازهای بخش واقعی، منابع مالی را به شکل بهینه‌ای گردآوری و تجهیز کنند و آن را به بخش‌های مختلف اقتصادی تخصیص دهند. مهم‌ترین شاهد این مدعا ضعف بازارهای بلندمدت سرمایه‌ای در مقایسه با بازارهای کوتاه‌مدت پولی است. تسلط بازار پول و محوریت بانک‌ها در نظام مالی کشور از منظر آمار رسمی به سهولت قابل درک است. براساس گزارش بانک مرکزی در سال ۱۳۸۸ ارزش بازار بورس ۶۵۱۴۲۸ میلیارد ریال بوده است در صورتی که تنها بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها معادل ۲۱۳۷۳۶۳/۸ میلیارد ریال می‌باشد که نشان‌دهنده تأمین مالی بیش از سه‌برابر از طریق بانک‌هاست. این شاخص‌ها نشان‌دهنده تمرکز نظام تأمین مالی ایران بر نهاد بانک است (بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۸۸).

از منظر نهادی نیز فضای اقتصادی برای بازار پول و فعالیت بانک‌ها بیشتر مهیا شده است تا فعالیت‌های مرتبط با بازار سرمایه. به‌عنوان مثال سپرده‌های بانکی درجه ایمنی بسیار بالایی دارند، قدرت نقدشوندگی این سپرده‌ها بسیار زیاد است و از این نظر در جایگاه برتری نسبت به سهام قرار می‌گیرند. به‌علاوه تاکنون به نگهداری سپرده‌های بانکی مالیاتی تعلق نگرفته است، حال آنکه سهام‌داران از معافیت‌های مالیاتی ویژه‌ای برخوردار نیستند. به این ترتیب سرمایه‌گذاری در سپرده‌های بانکی جذابیت‌ها و مصونیت‌های ویژه‌ای در برابر خطر دارد (میرمطهری، ۱۳۸۶).

تحلیل فوق نشان می‌دهد نظام مالی ایران ترکیب بهینه‌ای از نظام مالی رابطه‌مدار و قانون‌مدار نیست. بانک‌ها در ایران نقش بسیار مهمی در تأمین مالی فعالیت‌ها ایفا می‌کنند. در چنین حالتی تمام ریسک و خطر اجرای طرح‌های اقتصادی بر دوش کارآفرینان و سرمایه‌گذاران خواهد بود. در این شرایط از جذابیت سرمایه‌گذاری کاسته می‌شود. این امر وقتی بیشتر اهمیت می‌یابد که با توجه به تغییر شرایط اقتصادی جهان شرکت‌های نوپا که کمتر از طریق نظام بانکی تأمین مالی می‌شود نقش بیشتری در اقتصادهای امروز و آینده بازی می‌کنند.

### ۳ نظام‌های مالی و تأمین مالی کسب و کارهای جدید

بسیاری از متخصصان به شکاف تأمین مالی<sup>۱</sup> برای بنگاه‌های کوچک و متوسط اشاره می‌کنند. به این معنا که اگر منابع مالی در دسترس باشند، تعداد زیاد و معناداری از بنگاه‌های کوچک و متوسط می‌توانند از منابع مالی به طور بهینه و اثربخش استفاده کنند و به بهره‌وری دست یابند، اما این بنگاه‌ها نمی‌توانند منابع مالی مورد نیاز خود را از سیستم مالی رسمی تأمین کنند.

مشکلاتی که این بنگاه‌های کوچک و متوسط در ارتباط با تأمین سرمایه مورد نیاز تجربه کرده‌اند، می‌تواند از چند منبع ناشی شود. بازار مالی داخلی ممکن است محصولات و خدمات مالی را به اندازه کافی ارائه نکنند یا به طور کامل فراهم نیاورند. کمبود سازوکارهای مناسب برای تأمین مالی می‌تواند از منابع متنوعی از قبیل عدم انعطاف‌پذیری قانونی یا شکاف‌هایی که در چارچوب‌های قانونی جود دارد، ناشی شود. به علاوه، اقتصاددانان پیشرو در جهان به طور فزاینده‌ای مشکلات مدیران - کارگزاران (در ارتباط با مسائل ارتباطات مدیر - سهام‌دار یا به قولی مشکل نمایندگی) و اطلاعات نامتقارن را پذیرفته‌اند. سهمیه‌بندی (جیره‌بندی) اعتباری زمانی اتفاق می‌افتد که: ۱. میان متقاضیان وام که شرایط یکسانی دارند، برخی از آنها اعتبار دریافت می‌کنند در صورتی که برخی دیگر اعتبار دریافت نمی‌کنند و ۲. گروه‌های مشابهی وجود دارد که نمی‌توانند اعتبار و وام را در هر قیمتی دریافت کنند (OECD, 2006) به نقل از موسوی و دیگران، ۱۳۸۹). هر کدام از نظام‌های مالی رابطه‌مدار و قانون‌مدار برای حل مسئله شکاف تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط و نوآر اقدام به ایجاد نهادهای متناسب با ساختارهای خود می‌کنند. در ادامه به بانک‌های توسعه‌ای به عنوان نهاد تأمین مالی در نظام‌های رابطه‌مدار و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به عنوان نهاد تأمین مالی‌کننده نظام‌های قانون‌مدار اشاره می‌کنیم.

### ۳-۱ بانکداری توسعه‌ای و تأمین مالی کسب‌وکارهای جدید در نظام مالی رابطه‌مدار

ضرورت نیل به توسعه اقتصادی در کشورهای پیشرفته و در حال توسعه موجب شد تا نهادهایی برای هدایت سرمایه‌گذاری‌ها در امر توسعه اقتصادی کشورها در قالب بانک‌ها و سازمان‌های توسعه‌ای به وجود آید. بانک‌های توسعه‌ای، مؤسساتی مالی‌اند که سرمایه را با شرایط مناسب تجهیز می‌کنند تا در فعالیت‌های تولیدی، توسط خود یا دیگران و یا شرکا در راستای اهداف برنامه‌های توسعه اقتصادی کشور، به نحو مطلوبی سرمایه‌گذاری نمایند. به عبارت دیگر بانک‌های توسعه‌ای بانک‌هایی هستند که در بازار سرمایه فعالیت دارند و معمولاً به تجهیز و تخصیص منابع بلندمدت در زمینه‌های خاص اقتصادی می‌پردازند و اهداف آن همسو با اهداف برنامه‌های توسعه یا سیاست‌های ملی کشور است. وظایف، نقش و فعالیت‌های بانک‌های توسعه‌ای را اساساً در ارتباط با فرایند توسعه اقتصادی می‌توان تبیین کرد (ایرانمنش، ۱۳۸۳).

با توجه به اینکه در نظام مالی رابطه‌مدار بانک‌ها اصلی‌ترین وظیفه تأمین مالی را برعهده دارند شاهد طیفی از بانک‌های توسعه‌ای، تخصصی، تجاری و حتی سرمایه‌گذاری هستیم. بانک‌های توسعه‌ای در دستیابی به توسعه صنعتی و پیامد آن، توسعه اقتصادی در کشورهایی که عقب‌مانده یا کمتر توسعه یافته بودند، نقش مؤثر، مثبت و سازنده‌ای ایفا کردند و به همین دلیل در سطح جهان به ایجاد و گسترش آنان کمک شده است تا به عنوان ابزاری در اختیار برنامه‌های توسعه اقتصادی ملل جهان قرار گیرند. یکی از مهم‌ترین برنامه‌هایی که در بانک‌های توسعه‌ای نقش ایفا می‌کند، تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و نوآور و کمک به توسعه آنهاست.

### ۳-۲ وظایف بانکداری توسعه‌ای

آنچه اکثر نظریه‌پردازان بانکداری توسعه‌ای تقریباً بر آن اتفاق نظر دارند و تجارب موفق برخی کشورها نیز بر آن صحنه می‌گذارد بدین قرار است که بانک توسعه‌ای همان وظایف



بانک تجاری، یعنی تجهیز و تخصیص منابع را انجام می‌دهد، ولی راهبردهایش متفاوت است. در راستای هدف تسهیل و تسریع روند توسعه اقتصادی و هدایت سرمایه‌گذاری‌ها، می‌توان دو وظیفه زیر را که معطوف به دو راهبرد است، برای مؤسسات مالی توسعه‌ای برشمرد:

• راهبرد معطوف به نگاه بنگاه (وظایف مالی)،

• راهبرد معطوف به نهاد بازار (وظایف غیرمالی).

در راهبرد اول بانک توسعه‌ای منابع مالی بلندمدت را با شرایط به نسبت مناسب از داخل و خارج از کشور تجهیز می‌کند و آنها را با شرایط نسبتاً مناسب همراه با مشاوره‌های تخصصی به کارآفرینان بخش خصوصی تخصیص می‌دهد. به عنوان مثال انواع روش‌هایی که یک بانک توسعه‌ای در تجهیز و تخصیص استفاده می‌کند، به این شرح است:

#### ۱-۲-۳ تجهیز منابع

• روش‌های اداره دارایی و بدهی‌ها و اجرای برنامه‌های کاهش خطرپذیری،

• استفاده از ابزارهای نوین مهندسی مالی در تجهیز منابع،

• اتکای هرچه بیشتر به اعتبارات فراهم‌شده در بازارهای مالی،

• مدیریت بانکداری و سپرده‌پذیری،

• انتشار اوراق قرضه خارجی،

• اخذ وام‌های کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت از مؤسسات خارجی،

• تأمین مجدد منابع مالی وام‌های اعطاشده،

• استقراض از بازار بین‌بانکی،

• انتشار اوراق قرضه داخلی (اوراق مشارکت).

به عنوان مثال بانک توسعه صنعتی هندوستان که یکی از مؤسسات توسعه‌ای فعال در آن کشور است، منابع مالی خود را از روش‌های مذکور، به خصوص از طریق انتشار اوراق قرضه داخلی بلندمدت (بیش از ۴۵ درصد از کل منابع مالی) تأمین کرده است.

## ۲-۳-۲ تخصیص منابع

- کمک به بازسازی شرکت‌ها،
- برنامه‌ریزی برای گسترش کارآفرینی،
- مشارکت مؤثر در بازارهای سرمایه،
- کمک به روند خصوصی‌سازی مؤسسات دولتی،
- تأکید هرچه بیشتر توسعه زیست‌محیطی.

در راهبرد دوم که معمولاً همگام با راهبرد اول است، بانک توسعه‌ای با انجام اقدامات زیر می‌کوشد ویژگی‌های کارآفرینی و فعالیت بخش خصوصی را تقویت کند و هزینه‌های معاملاتی را کاهش دهد.

- مشارکت در برنامه‌ریزی و سیاست‌گذاری‌های توسعه ملی و منطقه‌ای،

- هدایت سرمایه‌گذاری‌ها به سمت اولویت‌های راهبرد توسعه صنعتی یا سیاست‌های

توسعه صنعتی،

- حمایت از ایجاد یا تقویت نهادهای مورد نیاز برای توسعه بخش خصوصی مانند

بورس و سایر نهادهای بازار سرمایه، مؤسسات بیمه، شرکت‌های حسابرسی، ضمانت سرمایه‌گذاری، شرکت‌های خدمات مدیریت و مهندسان مشاور و ...،

- ارائه خدمات مشاوره مدیریتی، اقتصادی، فنی، مالی و حقوقی به مجریان طرح‌ها،

- کمک به شکل‌گیری کانون‌های تحقیق و توسعه در بنگاه‌ها از جمله واحدهای

تحقیقات بازاریابی.

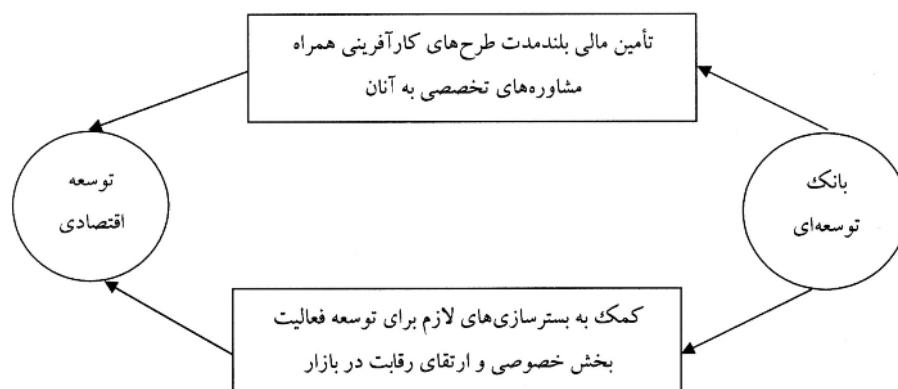
بانک توسعه‌ای به سبب ارتباطات گسترده با بنگاه‌های اقتصادی (در سطح خرد

اقتصادی)، تجربه و اطلاعات ارزنده‌ای از فعالیت و مشکلات آنها را به دست می‌آورد،

از این رو در سیاست‌گذاری‌ها و برنامه‌ریزی‌های کلان، وضع قوانین کار و تجارت و مالیات

(سطح کلان اقتصادی) مشارکت مجدانه دارد و از این طریق به تنظیم روابط اقتصادی و

کاهش هزینه‌های معاملاتی و در مجموع به ارتقای فضای رقابتی در بازار کمک می‌کند.



مأخذ: محمد ایرانمنش (۱۳۸۳). «تأسیس بانکداری توسعه سرمایه‌گذاری به منظور تخصیص بهتر منابع یارانه‌ای دولتی»، مجلس و پژوهش، سال ۱۱، ش ۴۶.

### شکل ۳ اهداف و وظایف بانک‌های توسعه‌ای

به‌عنوان مثال بانک توسعه کسب و کارهای کوچک هند مدل زیر را برای فعالیت‌های توسعه‌ای خویش به کار گرفته است.



### شکل ۴ مدل فعالیت بانک‌های توسعه‌ای

مشاهده می‌شود طیف وسیعی از فعالیت‌ها علاوه بر تأمین مالی که وظیفه ذاتی هر بانکی است برعهده بانک‌های توسعه‌ای قرار داده شده است. به‌نظر می‌رسد در کشور ما با توجه به اینکه ماهیت اصلی نظام مالی بیشتر مبتنی بر بانک‌هاست، اما با این تعریف بانک توسعه‌ای وجود ندارد و اکثر بانک‌ها در حوزه‌های تخصصی و تجاری به فعالیت مشغول‌اند. با توجه به خصوصی‌سازی بانک‌ها و کاهش بار تصدیگری دولت در این حوزه

توجه جدی به بانک‌های توسعه‌ای به‌خصوص در حوزه تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و نوآور بسیار ضروری است.

#### ۴ صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر<sup>۱</sup> و تأمین مالی کسب‌وکارهای جدید در نظام مالی قانون‌مدار

در نظام‌های مالی قانون‌مدار با توجه به اینکه طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران نهادی از یک‌طرف امکان تأمین مالی ریسکی صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را فراهم می‌کنند و از طرف دیگر امکان فروش و یا واگذاری شرکت‌هایی که در این صندوق‌ها تأمین مالی شده‌اند در بورس وجود دارد، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر نهاد مناسبی در نظام مالی قانون‌مدار است.

تأمین منابع مالی فعالیت‌های نوآورانه مرتبط با توسعه تکنولوژی، از طریق سازوکارهای مختلفی قابل انجام است که در این میان، نقش صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر از اهمیت فوق‌العاده‌ای برخوردار است. زیرا به‌علت ریسک ذاتی نهفته در طرح‌های نوآورانه و ماهیت بلندمدت سرمایه‌گذاری در این نوع فعالیت‌ها، سازوکارهای مالی و اعتباری سنتی برای تأمین مالی آنها مناسب نیستند.

تعاریف متعددی از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ارائه شده است که در اینجا به چند تعریف اشاره می‌کنیم: پولی که در شرکت‌های نوپا به‌خصوص با ریسک بالا سرمایه‌گذاری می‌شود (Cambridge Dictionary). فرهنگ لغت حاکمیت شرکتی تعریف دقیق‌تری از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ارائه می‌کند: وجوهی که به شرکت‌های نوپا و کوچک با رشد مورد انتظار بالا در قبال مالکیت و کنترل شرکت واگذار می‌شود (Corporate Governance Glossary).

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در اقتصادهای مختلف بسته به نوع و ساختار آنها تعاریف

متفاوتی دارد و در نتیجه نقش‌های متفاوتی در این اقتصادها بازی می‌کند. ولی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر که در آمریکا برای اولین بار شکل گرفت و منشأ رشد فراوان اقتصادی در دره سیلیکون شد و بعدها الگوی بسیاری از کشورها قرار گرفت چند ویژگی خاص را به دنبال داشت:

- منابع مالی شرکت‌های نوین و کوچک و به سرعت در حال رشد را تأمین می‌کند؛
- در مالکیت این شرکت‌ها سهام می‌شود؛
- در توسعه محصولات، خدمات و فرایندهای نوین کمک می‌کند؛
- با مشارکت فعالانه خود، برای شرکت مورد نظر ارزش‌افزایی می‌کند؛
- با انتظار کسب سود فراوان خطر بیشتری را می‌پذیرد؛
- جهت‌گیری بلندمدت دارد.

بنابراین مشارکت شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر فقط به تأمین منابع مالی محدود نیست، بلکه شامل ارائه حمایت‌ها و مشاوره‌های مداوم نیز می‌شود و همچنین این شرکت‌ها نقش‌های عملی و اجرایی دارند و از آنجا که مانند دیگر مالکان در خطر شرکت‌ها شریک‌اند، هماهنگی نزدیکی با اهداف آنها دارند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به دنبال کسب درآمد جاری و مستمر از سرمایه‌های خود نیستند و در صورتی که شرکت مورد نظر سودآور باشد، سود سرمایه‌گذاری آنها با فروش سهم مالکیتشان به دست می‌آید (باقری، ۱۳۸۳).

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر همواره در شرکت‌های نوپا صورت نمی‌گیرد هرچند این سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر در شرکت‌های نوپاست، اما گاهی نیز در شرکت‌هایی انجام می‌شود که در دیگر مراحل چرخه عمر خود هستند. سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر ممکن است در مرحله‌ای سرمایه‌گذاری کنند که در آن مرحله هنوز هیچ محصول واقعی یا بنگاه سازمان‌یافته‌ای وجود نداشته باشد (سرمایه ابتدایی)<sup>۱</sup> یا امکان دارد در شرکت‌های نوپا (در مراحل ابتدایی توسعه)

سرمایه گذاری کنند. آنها حتی ممکن است سرمایه لازم برای کمک به موفقیت هرچه بیشتر شرکت‌های با سابقه فعلی را نیز تأمین کنند (تأمین مالی مرحله گسترش فعالیت‌ها).<sup>۱</sup>

#### ۴-۱ فرایند تأمین مالی توسط سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر

فرایند سرمایه گذاری ریسک‌پذیر باعث منحصربه‌فرد بودن آن شده است. در بخش‌های مختلف این نوع سازوکار تأمین مالی از ویژگی‌های خاصی برخوردار است که باعث تمایز آن با بقیه سازوکارها شده است. فرایند این نوع سرمایه‌گذاری یکی از ویژگی‌های منحصربه‌فرد سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌باشد که در این بخش به توضیح آن می‌پردازیم.

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در هر نقطه از دنیا یک مسیر خاص را طی کرده است. با توجه به ضرورت وجود سرمایه‌گذاری‌های ریسک‌پذیر در هر اقتصاد نهادهای مالی خاصی متولی تأمین منابع این صندوق‌ها شده است. در نظام‌های مالی پایه بانکی که بانک نقش زیادی در تأمین مالی طرح‌ها ایفا می‌کند، معمولاً بانک‌ها تأمین منابع صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را برعهده دارند. از طرف دیگر در نظام‌های مالی پایه بازار که نهادهای تأمین مالی از شفافیت بیشتری برخوردارند واسطه‌های مالی که سپرده‌های بلندمدت تری دارند همچون صندوق‌های بازنشستگی، سپرده این صندوق‌ها را تأمین می‌کنند. سرمایه‌گذار خطرپذیر منابع تجهیز شده از نهادهای مالی را به بهترین پروژه‌ها با بالاترین بازده تخصیص می‌دهد. یکی از مزیت‌های اصلی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ارزیابی خاصی است که در مرحله ورود و تصمیم به سرمایه‌گذاری انجام می‌دهد و در واقع همین مزیت است که سبب انتخاب بهترین پروژه‌ها و در نتیجه کسب سود بالا می‌شود. بنابراین فرایند تأمین مالی پروژه از سوی سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر را در ادامه توضیح می‌دهیم (همان).

#### ۴-۱-۱ تأمین منابع مالی

سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر به‌عنوان یک واسطه مالی عمل می‌کند که از طرفی به تجهیز منابع می‌پردازد و با تخصصی که در ساختار خود ایجاد می‌کند به تخصیص آن مبادرت می‌ورزد (Hellman, 1997).

جدول ۲ نشان‌دهنده منابع تأمین مالی صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کشورهای مختلف می‌باشد. همان‌گونه که مشخص است تفاوت‌های آشکاری بین کشورها وجود دارد. در آلمان بانک‌ها مهم‌ترین منبع تأمین مالی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌باشند. اتکای انحصاری بانک‌ها در آلمان به‌عنوان منبع تأمین مالی متداول است، به‌طوری‌که صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به‌طور انحصاری منابع خود را از طریق بانک‌ها جمع‌آوری می‌کنند. درست در نقطه مقابل صندوق‌های بازنشستگی انگلیس نقش اساسی در تأمین مالی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر دارند. صندوق‌های ژاپنی به‌صورت شرکت‌های سهامی سازمان‌دهی شده‌اند که دارای مالکانی هستند که منابع را نیز فراهم می‌نمایند. مؤسسات مالی غیربانکی مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری مهم‌ترین تأمین‌کنندگان صندوق‌های ژاپنی هستند که با بانک و شرکت‌های بیمه رقابت می‌کنند. در ژاپن تأمین‌کنندگان و مالکان صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر عمدتاً وابسته به گروه شرکتی بانک‌محور می‌باشند.

جدول ۲ میزان استفاده از منابع مختلف

(درصد)

کشور	صندوق‌ها	بانک‌ها	شرکت‌های بیمه	صندوق‌های بازنشستگی	شرکت‌های سرمایه‌گذاری	اشخاص سرمایه‌گذار	دولت	سایر مؤسسات
آلمان	۱۸۷	۵۹	۲۲	۰	۱۶	۳۶	۹	۲۱
ژاپن	۶۲	۵۶	۴۳	۰	۲۷	۲۱	۳	۸۰
انگلیس	۱۴۰	۴۴	۳۶	۴۹	۲۶	۴۵	۲۴	۵۵

Source: Colin Mayer, Koen J. L. Schoors and Yishay Yafeh (2002). "Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=308279>.

## ۴-۱-۲ ارزیابی اولیه

در اولین گام، ماهیت و مراحل برنامه کسب و کار تشریح می‌شود. در حقیقت این برنامه تصویری است که شرکت از آینده خود ترسیم می‌کند و هدف اصلی از تهیه آن، تعیین اهداف کمی و عملیاتی قابل اندازه‌گیری، برای مدیریت و سرمایه‌گذاران بالقوه و ایجاد ابزاری برای کنترل و اندازه‌گیری میزان موفقیت شرکت در تحقق اهداف تعیین شده است. برنامه کسب و کار حاوی اطلاعات خلاصه شرکت، کالاها و خدمات، تجزیه و تحلیل بازار، برنامه بازاریابی، شیوه رقابت شرکت با دیگران برای توسعه بازار، تیم مدیریت و مالکیت، نحوه عملکرد شرکت، محل استقرار تولید و بخش مالی است.

۴-۱-۳ ارزیابی و مطالعه موشکافانه اجزای شرکت<sup>۱</sup>

در این فرایند صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به بررسی اطلاعات ارائه شده توسط شرکت سرمایه‌پذیر می‌پردازند. ریز موارد مطرح شده در برنامه کسب و کار توسط کارشناسان و مشاوران شرکت سرمایه‌گذار مورد بررسی و تحلیل قرار می‌گیرد. مدت این فرایند با توجه به طرح و پیشنهاد می‌تواند بسیار طولانی باشد. ارزیابی و مطالعه موشکافانه اجزای شرکت در قالب چهار موضوع طبقه‌بندی شده است: ۱. شرکت و مدیریت، ۲. محصول، ۳. مدل کسب و کار و ۴. شیوه خروج از سرمایه‌گذاری.

## ۴-۱-۴ ارزشگذاری سرمایه‌گذاری

ارزشگذاری هر سرمایه‌گذاری به عوامل فراوانی بستگی دارد. این عوامل را می‌توان به عوامل درونی و بیرونی تقسیم کرد. عوامل درونی به تیم مدیریتی، تعهدات، شهرت و قدرت پروژه در ماندن کیفیت بالا اشاره دارد. در این زمینه شرکت باید به سرمایه‌گذار نشان دهد که محصول و یا خدمت بالقوه آن می‌تواند در بازار با بقیه رقبا مقابله کند و

---

1. Due Diligence



بخش قابل قبولی از بازار<sup>۱</sup> را تصاحب کند. عوامل بیرونی هم به مشخصات صنعت و هم به عوامل کلان اشاره دارد. مشخصات صنعت به فضای انحصار و رقابت، رشد صنعت و تحلیل بازیگران کلیدی، ارزش آفرینی فرصت‌های مشابه، نرخ بازگشت سرمایه و میزان سرمایه‌گذاری مورد نیاز آن اشاره دارد. عوامل اقتصاد کلان نیز شامل سلامت سیستم اقتصادی، روند بازار بورس و محیط قانونی و ... است. یکی از موانع اصلی در راه گسترش ایده‌های جدید و نوآورانه در مرحله تأمین مالی ارزش‌گذاری ایده‌ها می‌باشد. اختلاف بین سرمایه‌گذار و کارآفرین اغلب اوقات در میزان ارزش ایده است. سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر با مشارکت در سود و زیان پروژه‌ها بستر مناسبی را برای همکاری فراهم می‌آورد.

#### ۴-۱-۵ انعقاد قرارداد

صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر مثال مناسبی است از نهاد مالی که علاوه بر تأمین مالی شرکت‌های سرمایه‌پذیر خویش به حمایت از آنها در راستای ارزش آفرینی بیشتر می‌پردازد. سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر با فراهم آوردن طیف متنوعی از خدمات به شرکت‌ها (مشاوره‌های فنی و تجاری و جذب افراد متخصص) کمک می‌کنند که استراتژی‌های شرکت تعیین شود. در بسیاری از این فعالیت‌ها سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر (کارآفرین) در ارزش آفرینی و ایجاد سود بیشتر برای شرکت هم‌راستا هستند. اما نگاه عملی‌تر به کسب و کار سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر نشان می‌دهد که منافع واگرا در این تعامل اختلافات زیادی را نیز بین کارآفرین و سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر ایجاد می‌کند. به همین دلیل هنگام ایجاد یک رابطه بین سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر و کارآفرین قرارداد شفاف و معینی که تمام موارد پیش رو را دربرگیرد تنظیم می‌شود و سپس شرکت فعالیتش را آغاز می‌کند.

سرمایه‌گذار برای شکل دادن به این تعامل مایل است از ابزارهای مختلف بهره‌گیرد.

این ابزار می تواند شامل سطوح متفاوتی از سهام ممتاز،<sup>۱</sup> قرض، ضمانت‌ها<sup>۲</sup> و در بعضی موارد سهام عادی باشد. در این زمینه از ترکیب بین دو و یا چند ابزار مالی و حتی از ابزارهای مرکب<sup>۳</sup> نیز بهره گرفته می شود.

#### ۶-۱-۴ استراتژی خروج<sup>۴</sup>

همان گونه که به سرمایه گذاری در مراحل اولیه رشد شرکت به اصطلاح بذریاشی<sup>۵</sup> گفته می شود، به نتیجه دادن و ثمر رسیدن آن نیز درو کردن<sup>۶</sup> اطلاق می گردد. در میان سرمایه گذاری های متفاوت، سرمایه گذاری ریسک پذیر با ویژگی خروج از سرمایه گذاری شناخته می شود. استراتژی خروج به امید کسب سود بیشتر، وارد شدن در پروژه های دیگر، استفاده از منابع دیگران و ... به اجرا در می آید. خروج از سرمایه گذاری از اصول ابتدایی هر سرمایه گذاری ریسک پذیر است. شرکت های سرمایه گذاری ریسک پذیر به رشد شرکت ها کمک می کنند، ولی حداکثر سعی می کنند بین سه تا هفت سال از سرمایه گذاری خود خارج شوند.

هلمن و دیگران طی تحقیقی در بازه زمانی ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۴ خروج سرمایه گذاران ریسک پذیر از تعداد ۳۰۴۷ شرکت در آمریکا را که از حمایت های سرمایه گذاری ریسک پذیر بهره می بردند، بررسی کردند. ۳۸۱ میلیارد دلار درآمد حاصل از خروج این شرکت ها نصیب سرمایه گذاران ریسک پذیر شده است. به طور متوسط درآمد خروج از هر شرکت ۱۹۲ میلیون دلار می باشد. به طور میانگین سرمایه گذاران ریسک پذیر در آمریکا پس از ۸۵ ماه از شرکت خارج می شوند. سهام شرکت از این مسیر ارزشی چندبرابر پیدا می کند و سرمایه گذار ریسک پذیر پس از رشد مناسب با روش های مختلف از طرح خارج

1. Preferred Stock
2. Warrant
3. Hybrid Instrument
4. Exit Strategy
5. Seed
6. Harvest

می‌شود. به‌طور کلی سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر به پنج طریق از پروژه‌های خویش خارج می‌شود. این پنج طریق به همراه تعاریف آن در جدول ۳ آمده است.

جدول ۳ استراتژی‌های خروج شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

ردیف	نوع خروج	تعریف
۱	عرضه ابتدایی سهام به همگان <sup>۱</sup>	فروش سهام شرکت به سرمایه‌گذاران عمومی
۲	اکتساب شرکت <sup>۲</sup>	خرید کل شرکت توسط شخص ثالث
۳	فروش ثانویه <sup>۳</sup>	فروش سهام سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر شخص ثالث
۴	بازخرید <sup>۴</sup>	خرید سهام سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر توسط کارآفرین
۵	انصراف <sup>۵</sup>	خارج کردن طرح از پرتفوی سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر

Source: Douglas J. Cumming and Jeffrey G. MacIntosh (2003). "Venture Capital Exits in Canada and the United States", University of Toronto, *Law Journal*, Vol. LIII, No 2.

مدیران و مالکان شرکت با توجه به موارد بالا و وضعیت شرکت، راهبرد خروج خود را تدوین می‌کنند. این راهبرد به خروج کلی از شرکت و یا خروج جزئی از آن و نگه داشتن بخشی از سهام منجر می‌شود. انتخاب راهبرد خروج با توجه به شرایط و ملاحظات بلندمدت صورت می‌گیرد. اگر صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را مانند یک انسان در نظر بگیریم وی برای انجام وظایف خویش به بدن و سر احتیاج دارد. سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر روی دو پای ساختار بازار مالی و دسترسی به منابع انسانی می‌ایستد. فرصت‌های فناورانه و خدمات و پشتیبانی دو دست وی برای عمل هستند و سیاست‌های دولت به‌عنوان سر عمل می‌کنند. پاها بنیان‌های صنعت به‌شمار می‌آیند و دست‌ها فعالیت‌ها را انجام می‌دهند، که یکی از آنها دست گیرنده برای پیگیری فرصت‌ها و دیگری دست

1. Initial Public Offering (IPO)
2. Acquisition
3. Secondary Sale
4. Buyback
5. Write-off

یاری دهنده - به عنوان نمادی از خدمات مکمل است - که تأثیر صنعت سرمایه گذار ریسک پذیر را بهبود می بخشد و سر فعالیت های بدن را هماهنگ می کند (Hellman, 2000). به نظر می رسد در کشور ما زیرساخت های لازم برای حضور صنعت سرمایه گذاری ریسک پذیر به طور مناسب وجود ندارد و نهادهای لازم باید طی برنامه های توسعه ایجاد شوند.

## ۵ جمع بندی و نتیجه گیری

بر اساس نظریات اقتصادی، بخش مالی اقتصاد باید در خدمت بخش حقیقی اقتصاد قرار گیرد. کارکرد اصلی بخش مالی تسهیل فعالیت های بخش حقیقی است. نظام های مالی از طریق نهادها و بازارها و ابزارهای مختلف این نقش را ایفا می کند. بر مبنای ترتیبات نهادی مختلفی که متأثر از دیگر نظام های اجتماعی، اقتصادی، فرهنگی و حقوقی است، نظام های مالی به دو بخش رابطه مدار با محوریت نهاد بانک و قانون مدار با محوریت نهاد بورس تقسیم می شوند.

با توجه به تغییر شرایط اقتصادی جهان که به اهمیت بیشتر شرکت های نوپا در بخش حقیقی اقتصاد منجر شده است نظام های مالی به شیوه سنتی قادر به تأمین مالی این فعالیت ها نبوده اند. بنابراین هر دسته از نظام های مالی به گونه ای متفاوت پاسخ گوی این نیاز بخش حقیقی اقتصادها بوده اند. نظام های مالی رابطه مدار بیشتر سعی کرده اند که از طریق بانک های توسعه ای این هدف را محقق سازند و نظام های مالی قانون مدار از طریق صندوق های سرمایه گذاری ریسک پذیر به این امر مبادرت کرده اند.

با توجه به اینکه عزم سیاستگذاران و برنامه ریزان نظام جمهوری اسلامی بر توسعه علم و فناوری و تبدیل آن به قدرت و ثروت در اسناد بالادستی مانند سند چشم انداز و برنامه های چهارم و پنجم توسعه مشهود است، نیازمند نهادسازی و بسترسازی برای هرچه بهتر محقق شدن این اهداف هستیم. حضور جدی بانک های توسعه ای در کشور و کمک به ایجاد صنعت سرمایه گذاری ریسک پذیر از مهم ترین گام ها برای تجاری سازی دستاوردهای پژوهشی است. این امر سبب خواهد شد تا پتانسیل عظیم توسعه دانش در کشور بالفعل شود و اقتصاد و سایر نظام های اجتماعی از نتایج آن بهره مند گردند.

## منابع و مأخذ

- ابوجعفری، روح‌اله (۱۳۸۵). «مدل‌سازی نقش بانک‌ها در تأمین مالی صنایع کوچک و متوسط و ارائه الگوی مبتنی بر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر (VC)»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع).
- \_\_\_\_\_ (۱۳۸۸). «طراحی جامع نظام مالی علم و فناوری مبتنی بر چرخه ایده تا محصول»، گزارش داخلی معاونت پژوهش دفتر همکاری‌های فناوری.
- اقتصاد ایران (۱۳۸۵). «بانک‌های توسعه‌ای: از پیدایش تا تکامل، ضرورت وجود بانک‌های توسعه‌ای»، سال ۹، ش ۹۶.
- ایرانمنش، محمد (۱۳۸۳). «تأسیس بانکداری توسعه سرمایه‌گذاری به منظور تخصیص بهتر منابع یارانه‌ای دولتی». مجلس و پژوهش، سال ۱۱، ش ۴۶.
- باقری، کامران و جواد محبوبی (۱۳۸۳). سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز، تهران، بنیاد توسعه فردا.
- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، خلاصه تحولات اقتصادی کشور سال ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸.
- بورس (۱۳۸۰). «گسترش تولید در سایه اصلاحات ساختاری بخش مالی»، ش ۲۷.
- شیوا، رضا (۱۳۸۷). «نقش مؤسسات مالی و اعتباری غیربانکی در کارایی نظام مالی کشور»، مجموعه سخنرانی‌ها و مقالات دهمین سمینار بانکداری اسلامی، مؤسسه عالی بانکداری.
- فرید، کی‌مرام و همکاران (۱۳۸۴). نقش صنایع کوچک و متوسط در توسعه صنعتی، انتشارات علمی دانشگاه صنعتی شریف.
- مرکز آمار ایران، سالنامه آماری سال‌های مختلف.
- مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه شریف (۱۳۸۶). ملزومات رشد و توسعه بازار سرمایه در ایران، دفتر مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری.
- میرمطهری، سیداحمد (۱۳۸۶). «تأثیرگذاری و تأثیرپذیری بازارهای پول و سرمایه در اقتصاد ایران»، کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی.
- نادری، مرتضی (۱۳۸۲). «توسعه مالی و رشد اقتصادی: رخدادهای بحران مالی و دلالت‌های مربوط به انتخاب نظام مالی مناسب»، مجموعه مقالات سیزدهمین کنفرانس پولی و ارزی بانک مرکزی.

والی نژاد، مرتضی (۱۳۸۳). «نقش و وظایف نظام و نهادهای مالی - بانکها - در اقتصاد»، بانک و اقتصاد، ش ۴۶.

- ADFIAP (2002). "Principles and Practices of Development Bank", Vol. III.  
*Cambridge Dictionary*  
*Corporate Governance Glossary*
- Cumming, Douglas J. and Jeffrey G. MacIntosh (2003). "Venturecapital Exits in Canada and the United States", University of Toronto, *Law Journal*, Vol. LIII, No. 2.
- Gelb, Alan H. (1989). "Financial Policies, Growth and Efficiency", World Bank.
- Hellman, Thomas (1997). "Venture Capital: A Challenge for Commercial Banks", *The Journal of Private Equity*.
- \_\_\_\_\_ (2000). "Developing a Venture Capital Industry", Comments Prepared for the World Development Report Study Conference, Villa Boersig, Berlin.
- Indian Institute of Planning and Management (IIPM) (2006). Case on Successful SME Financing-SIDBI
- Levine, Ross and Asli Demirguc-Kunt (1999). "Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-country Comparisons", World Bank.
- Liberman Gail and Alan Lavine (2002). *Comparing Financial System*, Beijing, China Renmin University Press.
- Lichtenberg, F. (1992). "Corporate Take Over and Productivity", Cambridge, MA: MIT Press.
- Mayer, Colin, Koen J. L.Schoors and Yishay Yafeh (2002). "Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=308279>.
- McKinsey Global Institute (MGI) (2010). "How to Compete and Grow: A Sector Guide to Policy Retrived", from <http://www.mckinsey.com/mgi/publications/competitiveness/index.asp>.
- Organization for Economic Co-operation and Development OECD (2006).
- Peters, S. (2006). *National Systems of Innovation Creating High Technology Industries*, Palgrave Macmillan.
- Shumei, Wang and Ma Jingting (2009). "Comparison of Bank-oriented or Market-Oriented Financial System and Inspiration", *Asian Social Science*, Vol. 5, No. 8.
- Thakor, A. V. (1996). "The Design of Financial System: An Overview", *Journal of Banking & Finance*.