

## موانع نهادی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران: مطالعه‌ای برای واکاوی انگیزه‌های سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های کوچک فناور

محمود متوسلی<sup>1</sup>، سعید شجاعی<sup>2\*</sup>، هستی چیت‌سازان<sup>3</sup>، قنبر محمدی الیاسی<sup>4</sup>

1. استاد دانشکده اقتصاد، دانشگاه تهران

2. دانشجوی دکتری دانشکده کارآفرینی، دانشگاه تهران

3. استادیار دانشکده کارآفرینی، دانشگاه تهران

4. دانشیار دانشکده کارآفرینی، دانشگاه تهران

تاریخ دریافت: 1396/04/24

تاریخ پذیرش: 1396/06/29

### چکیده

سرمایه‌گذاری خطرپذیر، ابزار مهمی در تأمین مالی شرکت‌های کوچک فناور است، اما عدم انگیزه برای سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها، مانع توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران شده است. از آنجا که نهادها، چارچوب‌هایی را ایجاد می‌کنند که انگیزه و رفتار بازیگران اقتصادی را تعیین می‌کنند، در این مطالعه تلاش شد به این سؤال پاسخ داده شود که «چگونه نهادها در ایران انگیزه سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کوچک فناور را کاهش می‌دهند». این پژوهش از نظر هدف، کاربردی است و برای پاسخ به سؤال فوق، از روش کیفی نظریه برخاسته از داده‌ها (رویکرد گلنیزی) بهره می‌برد. جامعه آماری شامل مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، مدیران بنگاه‌های کوچک فناور، سیاست‌گذاران و خبرگان دانشگاهی است که 29 نفر به شیوه هدفدار نظری انتخاب شدند و داده‌ها از طریق مصاحبه نیمه ساختاریافته جمع‌آوری و تحلیل شد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد، پنج جریان سرمایه‌گذاری مانع هدایت سرمایه‌ها به سمت فعالیت‌های فناورانه می‌شود و در شکل‌گیری این جریان‌ها، نهادهایی مانند نهادهای افشای اطلاعات، مالیات، مالی (با محوریت بانک‌ها)، تورم، مقررات کار، تجاری و گمرکی، حقوقی قضایی، سیاسی و برخی نهادهای فرهنگی اجتماعی اهمیت دارند. بر این اساس، به سیاست‌گذاران توصیه می‌شود به‌جای اعمال سیاست‌های مداخله‌گرانه مستقیم، موانع نهادی را اصلاح کنند.

**واژه‌های کلیدی:** بنگاه‌های کوچک فناور، سرمایه‌گذاری خطرپذیر، نظریه برخاسته از داده‌ها، نظریه نهادی.

## مقدمه

شرکت‌های کوچک و متوسط کارآفرین نقش اساسی در ایجاد اشتغال و ثروت، ارتقای نوآوری و افزایش رقابت و توان صادراتی کشورها دارند (Storey and Tether, 1998). این شرکت‌ها ویژگی‌هایی دارند که دسترسی‌شان به منابع مالی (مانند وام‌های بانکی) را محدود می‌کند. از جمله اینکه موفقیت این شرکت‌ها، وابسته به توسعه دانش فنی است، از عدم اطمینان بالایی برخوردار است. آن‌ها دارایی‌های مشهودی برای وثیقه‌گذاری ندارند. در چنین شرایطی، سرمایه‌گذاران خطرپذیر مناسب‌ترین نهادهای تأمین مالی هستند (Hall, 2010; Metrick and Yasuda, 2010).

امروزه کشور آمریکا با حجم 72/3 میلیارد دلار سرمایه‌گذاری خطرپذیر (فقط در سال 2015)، بزرگ‌ترین صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در جهان را داراست. پس از آن، چین و کل اروپا به ترتیب با 49/2 و 14/4 میلیارد دلار در جایگاه دوم و سوم قرار دارند (Ernst and Young, 2016). کشور ایران در مقایسه، وضعیت مناسبی ندارد؛ به طوری که حجم سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر در ایران در دهه منتهی به سال 2015 فقط 340 میلیون دلار بوده است (UNCTAD, 2016). همچنین ایران در سال 2016 در میان 140 کشور جهان، رتبه 125 را در شاخص دسترسی به سرمایه‌های خطرپذیر داشته است (WEF, 2016). بر این اساس، به نظر می‌رسد توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران با موانعی روبه‌رو است.

پندر (2008) موانع سرمایه‌گذاری در نوآوری را به دو دسته کلی تقسیم می‌کند: 1. دلایلی که به کاهش انگیزه سرمایه‌گذاری (هم برای کارآفرینان و هم برای سرمایه‌گذاران) منجر می‌شود؛ 2. دلایلی که ارتباط بین سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر را چالش‌برانگیز می‌کند. دسته دوم حالتی است که طرح سرمایه‌گذاری جذابیت و سودآوری دارد، اما دو طرف سرمایه‌گذاری در همکاری با هم مشکلاتی دارند. این دسته موانع پیش‌تر مطالعه شده‌اند (ایمانی‌پور و عزیزی، 1390؛ حیدری و محمدی، 1395؛ متوسلی و همکاران، 1396)؛ بنابراین، این مطالعه با تمرکز بر دسته اول، به این پرسش پاسخ می‌دهد: چرا در ایران انگیزه‌ای برای سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های کوچک فناور وجود ندارد؟

برای پاسخ به پرسش فوق در این مقاله، از رویکرد نهادی استفاده می‌شود؛ چراکه نهادها

چارچوب‌هایی را ایجاد می‌کند که انگیزه‌ها و رفتارهای بازیگران اقتصادی، از جمله سرمایه‌گذاران خطرپذیر و کارآفرینان را تعیین می‌کند (North, 1990). برخی تحقیقات دیگر، به‌خصوص در کشورهای در حال توسعه (مانند چین (Milana and Bruton and Ahlstrom, 2003; Wu, 2012)، هند (Dossani and Kenney, 2002)، تایلند (Scheela and Jittrapanun, 2012)) نیز در مطالعه این موضوع از رویکرد نهادی استفاده کرده‌اند. این در حالی است که چنین مطالعه‌ای تاکنون برای ایران با سطح پایین توسعه نهادی (WEF, 2016) انجام نشده است. بر این اساس، در این پژوهش به این سؤال پاسخ داده می‌شود که چه نهادهایی انگیزه برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر را کاهش می‌دهد؟ بدین منظور، ابتدا پیشینه پژوهشی مرور می‌شود، سپس روش تحقیق و پس از آن، نتایج پژوهش ارائه شده و در بخش آخر نیز نتایج پژوهش بحث و جمع‌بندی می‌شود.

### مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش سرمایه‌گذاری خطرپذیر

سرمایه‌گذاران خطرپذیر، واسطه‌های مالی هستند که به جذب سرمایه و سرمایه‌گذاری در سبدهای از کسب و کارهای فناورانه و نوآورانه که دارای مخاطرات بالای اقتصادی است، اقدام می‌کنند. سرمایه‌گذاری به شیوه مشارکت در سهام است؛ بنابراین، برخلاف وام، متقاضی الزامی به ارائه وثیقه و بازپرداخت سرمایه طی زمان معین و کوتاهی ندارد (Metrick and Yasuda, 2010). سرمایه‌گذاران خطرپذیر تنها یک نهاد مالی نیستند. بلکه نقش فعالی در نظارت بر شرکت و کمک برای رشدشان دارند. آن‌ها نمایندگان را در هیئت‌مدیره شرکت‌ها منتصب می‌کنند (Vanacker et al., 2014) تا در برنامه‌ریزی‌ها مشارکت داشته و دسترسی به منابع و بازارها را برایشان فراهم کنند (Scheela and Jittrapanun, 2012). این اقدامات، مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعات<sup>1</sup> را کاهش می‌دهد (Vanacker et al., 2014). سرمایه‌گذاران خطرپذیر پس از رشد ارزش سهام شرکت‌ها، برای بازپرداخت سپرده‌های دریافتی خود و همچنین تأمین سرمایه برای طرح‌های جدید، به فروش سهام و خروج از شرکت اقدام کنند (Metrick and Yasuda,

2010). بر این اساس، عملیات سرمایه‌گذاری خطرپذیر را می‌توان به چهار مرحله تقسیم‌بندی کرد: 1. شناسایی و ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری؛ 2. انعقاد قرارداد و تأمین مالی؛ 3. نظارت و تأمین کمک‌های مدیریتی؛ 4. خروج.

### سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران

تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر (با عنوان صندوق‌های پژوهش و فناوری)، اولین بار در سال 1381 براساس ماده 100 قانون برنامه سوم، مصوب شد. پس از آن، در سال 1395 سازمان بورس، دستورالعمل صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه را مصوب کرد. عمده این صندوق‌ها به همراه برخی دیگر فعالان این حوزه، 44 عضو انجمن صندوق‌ها و نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایران را تشکیل می‌دهند. این شرکت‌ها براساس موضوع اساس‌نامه‌ای می‌توانند نسبت به پرداخت وام، سرمایه‌گذاری خطرپذیر و صدور ضمانت‌نامه برای شرکت‌های فناور اقدام کنند. براساس گزارش انجمن، حجم خدمات ارائه‌شده از سوی این شرکت‌ها در سال 1395 حدود 5000 میلیارد ریال برآورد شده که تنها 18% آن مربوط به سرمایه‌گذاری خطرپذیر است. همچنین، در سال 1389 قانون «حمایت از شرکت‌ها و مؤسسات دانش‌بنیان» تصویب شد. در این قانون، تأسیس «صندوق نوآوری و شکوفایی» با 30,000 میلیارد ریال سرمایه‌پیش‌بینی شد که یکی از وظایف وی، سرمایه‌گذاری خطرپذیر است، اما این صندوق تاکنون هیچ سرمایه‌گذاری از نوع خطرپذیر (مستقیم یا غیرمستقیم) انجام نداده است. آمارها نشان می‌دهد، اندک تأمین مالی انجام‌شده توسط نهادهای مالی حوزه فناوری در ایران بدهی‌محور بوده است.

### نظریه نهادی<sup>1</sup>

نظام مالی ایران، بانک‌محور با تأکید بر ابزارهای مبتنی بر بدهی است. به‌طور کلی، نظام‌های مالی در جهان به دو نوع بانک‌محور (رابطه‌مدار) و بازار محور (ضابطه‌مدار) قابل تقسیم است. در یک نظام بانک‌محور، ارتباط بین تأمین مالی و بنگاه‌ها، ارتباطی بلندمدت است و این روابط توسط قواعد نانوشته و غیررسمی تقویت می‌شود. نگرانی درمورد شهرت یکی از این قواعد است؛

بنابراین، نظام مالی رابطه‌مدار به زیرساخت‌های قانونی و نهادی کمتری نیاز دارد. همچنین، شرکت‌های کوچک و پروژه‌های نو با سابقه کم در این فرایند شانس کمتری برای تأمین مالی دارند. به عبارتی دیگر، می‌توان تفاوت اصلی دو نظام مالی را میزان اتکای آن بر نهادهای رسمی در نظر گرفت. سرمایه‌گذاری خطرپذیر نیز یک سازوکار تأمین مالی مبتنی بر مشارکت است که به‌طور عمده در کشورهایی با نظام مالی ضابطه‌محور توسعه یافته است (Rajan and Zingales, 2001). از این دیدگاه، پرداختن به موانع و خلأهای نهادی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران (با نظام مالی رابطه‌محور) اهمیت دارد، اما قبل از پرداختن به این موضوع باید به ماهیت و کارکرد نهاد پرداخته شود.

از دیدگاه کامونز (1934)، نهادها کنش‌های جمعی هستند که کنش‌های فردی را کنترل، هدایت، تسهیل و حمایت می‌کنند؛ بنابراین، ادراک صحیح و عمیق پدیده‌ها و روابط علی حاکم بر آنها، تنها از طریق شناخت نهادها (شامل ارزش‌ها، سنن، هنجارها، مذهب، قوانین، مقررات و سازوکارهای اجرایی) امکان‌پذیر است (North, 1990). مطالعات نشان می‌دهد که چگونگی شکل‌گیری سرمایه‌گذاری خطرپذیر در هر کشوری نیز از نهادهای آن کشور تأثیر می‌پذیرد و این نهادها، اهداف و فرایندهای کاری سرمایه‌گذاران خطرپذیر را شکل می‌دهند (Bruton and Ahlstrom, 2003). از جمله نهادهای کلان ایران که سرمایه‌گذاری خطرپذیر نیز از آن تأثیر می‌پذیرند، می‌توان به وابستگی اقتصاد به نفت، دولتی‌بودن اقتصاد، تورم، سهم بالای اقتصاد غیررسمی، بانک‌محور بودن نظام مالی و بی‌ثباتی سیاسی اقتصادی اشاره کرد.

ویلیامسون (2000) مدل چهار سطحی از اقتصاد نهادگرا را ارائه می‌دهد. در این مدل، تحلیل پدیده‌های اقتصادی از دیدگاه نهادی می‌تواند در چهار سطح انجام گیرد: 1. ریشه‌های اجتماعی، 2. محیط نهادی کلان، 3. هزینه‌های مبادلاتی، 4. اقتصاد بازار. سطح ریشه‌های اجتماعی بالاترین سطح است که به هنجارهای اجتماعی اشاره دارد. سطح محیط کلان نهادی شامل نهادهایی (مانند قوانین مالیاتی، قوانین کار و...) است که از نهادهای سطح ریشه‌های اجتماعی تأثیر می‌پذیرد. نهادها در این سطح، تبادلات و انگیزه‌عاملان اقتصادی را در سطوح پایین‌تر (سطح هزینه مبادله و سطح اقتصاد بازار) هدایت می‌کند. در واقع، انتقال از سطوح بالا به پایین، انتقال از روابط شخصی و غیررسمی‌تر به روابط غیرشخصی و رسمی‌تر است.

### نهادها و انگیزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر

در مطالعه‌ای روی مشخصه‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در 21 کشور توسعه‌یافته از جمله آمریکا، انگلستان، نروژ و...، مشخص شد که توسعه نهادی مانند نهاد مالیاتی، نقش مهمی در توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در آن کشورها داشته است (Jeng and Wells, 2000). در مقابل، نبود توسعه نهادها به شکست کارآفرینی منجر شده و این موضوع سبب عدم توسعه‌یافتگی سرمایه‌گذاری خطرپذیر نیز می‌شود (Gompers and Lerner, 2001). به عبارتی دیگر، مشکلات عمومی کشورهای در حال توسعه مانند نبود ثبات نهادها، ضعف ضمانت اجرایی قوانین، ضعف حقوق مالکیت و... به افزایش مخاطرات سرمایه‌گذاران خطرپذیر منجر می‌شود (Milana and Wu, 2012). آراستی و غلامی (1389) در مطالعه‌ای نشان دادند که «جو اقتصادی نامناسب»، «قوانین و مقررات ناسازگار با کارآفرینی» و «تأمین مالی نامناسب» سه عامل خارجی اثرگذار در کاهش انگیزه کارآفرینان و سرمایه‌گذاران برای فعالیت‌های کارآفرینانه است. همچنین، محمدی الیاسی و نوتاش (1390) محیط نامساعد کسب و کار شامل بی‌ثباتی سیاسی، قوانین نامناسب، نامناسب بودن بازار و نامناسب بودن شرایط بانک‌ها را به‌عنوان مهم‌ترین دلایل شکست کارآفرینان معرفی کردند. بر این اساس، اگرچه پژوهشگران موافقاند که توسعه نهادی بر توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر مؤثر است، اما چگونگی این ارتباط کمتر بررسی شده است (Vanacker et al., 2014).

در یکی از مطالعات که به این موضوع پرداخته، پندر (2008) ضعف حقوق مالکیت فکری را مهم‌ترین دلیل کاهش انگیزه‌های سرمایه‌گذاری در فناوری معرفی می‌کند؛ چراکه سرمایه‌گذاری در فناوری به کسب دانشی منجر می‌شود که ممانعت دیگران از سوءاستفاده‌های احتمالی از آن هزینه‌بر است. این مطالعه بدون جامعیت لازم است. لرنر و تگ (2013) نیز با مرور ادبیات پیشین، نهادهای مؤثر بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر را در 5 دسته محیط قانونی، بازارهای مالی، نظام مالیاتی، مقررات بازار کار و درنهایت، هزینه‌های عمومی در تحقیق، توسعه و میزان حمایت از حقوق مالکیت تقسیم‌بندی کردند و نشان دادند که چگونه نهادها می‌توانند بر انگیزه سرمایه‌گذاری مؤثر باشند. این مطالعه نیز اگرچه از جامعیت بیشتری برخوردار است، اما متناسب با ویژگی‌های زمینه‌ای کشورهای توسعه‌یافته انجام شده است. در مقاله حاضر، موانع نهادی به‌طور جامع و متناسب با شرایط کشور ایران بررسی می‌شود.

## روش‌شناسی

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر شیوه جمع‌آوری داده‌ها، کیفی است. گلیر و استراوس (1967) عقیده داشتند، زمانی که هدف کشف تصویری کلی از یک پدیده براساس داده‌های میدانی است، نظریه برخاسته از داده‌ها<sup>1</sup> مناسب است. آن‌ها بنیان‌گذاران این روش بودند، اما در توسعه آن دو رویکرد مختلف اتخاذ کردند. در رویکرد گلیر، مدل برخاسته از داده‌ها باید خود پدیدار شود و نباید از قبل برای آن ساختاری در نظر گرفت، اما در رویکرد استراوسی، نظریه در ساختاری از پیش تعیین شده، تدوین می‌شود (Heath and Cowley, 2004). از آنجا که نتایج تحلیل داده‌ها در این پژوهش، به‌سختی می‌تواند در ساختار از پیش تعیین شده استراوسی واکاوی و نظریه‌پردازی شود، از رویکرد گلیر استفاده شده است.

ابزار گردآوری داده‌ها، مصاحبه نیمه ساختاریافته است؛ بنابراین، سؤالات مصاحبه کلی است تا مصاحبه‌شوندگان را به موضوع مورد بررسی هدایت کند و اجازه دهد مفاهیم جدید مدنظر مصاحبه‌شوندگان در مورد مسئله تحقیق آشکار شود. داده‌های حاصل از مصاحبه، متناسب با رویکرد گلیر کدگذاری شد. براساس رویکرد گلیر، کدگذاری شامل دو مرحله حقیقی و نظری است. کدگذاری حقیقی نیز به دو دسته کدگذاری باز و انتخابی قابل تقسیم است (Glaser, 1978). در کدگذاری باز، مصاحبه‌ها جمله به جمله مرور و گزاره‌های مفهومی مرتبط شناسایی و با استفاده از نرم‌افزار اطلس-تی<sup>2</sup> مستندسازی شد. در گام دوم، گزاره‌های مفهومی مقوله‌بندی (کدگذاری انتخابی) شد. در نهایت، مقولات به دست آمده و ارتباطاتشان در سطح انتزاعی تشریح شد تا مدل نهایی حاصل شود (Glaser, 1978, 1992). پیشینه پژوهش در این مرحله بیشتر استفاده شد تا ضمن مقایسه، ارتباط پژوهش با پیشینه برقرار شود (Glaser and Strauss, 1967).

از آنجا که مطالعات با رویکرد نهادی، جامع و کل‌نگر است (Myrdal, 1978)، مسئله مورد پژوهش باید در هر دو سطح بنگاه و کلان و از دو منظر عرضه (سرمایه‌گذاران) و تقاضا (شرکت‌های فناور) بررسی شود. جامعه آماری در سطح کلان، شامل سیاست‌گذاران تأمین مالی نوآوری و خبرگان دانشگاهی و در سطح بنگاه، شامل مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری

1. Grounded Theory

2. ATLAS.ti v6.0.15

خطرپذیر و بنگاه‌های کوچک فناور می‌شود که تجربه مناسبی در ارتباط با موضوع پژوهشی دارند. از میان آن‌ها 29 نفر به شیوه هدفدار-نظری برای نمونه انتخاب شدند.

گلیزر (1978) معیارهای مطابق بودن، عملیاتی بودن، مرتبط بودن و تغییرپذیر بودن<sup>1</sup> را برای ارزیابی کیفیت نظریه پیشنهاد می‌کند، اما تمرکز وی بر معیار مطابق بودن است. این معیار، تطابق مقولات و نظریه با واقعیت را می‌سنجد و از این جهت، شبیه معیار اعتبار است. برای بهبود این معیار در اینجا از چهار راهبرد استفاده شد: 1. برداشت‌های پژوهشگر در هر مصاحبه به مصاحبه‌شونده ارائه می‌شود تا میزان انطباق تفاسیر پژوهشگر با نظر مصاحبه‌شونده بررسی شود؛ 2. یافته‌های اصلی هر مصاحبه به مصاحبه‌شونده/شوندگان بعدی ارائه می‌شد تا نسبت به آن نظر دهند. این روش، منطقی تکرار<sup>2</sup> (Eisenhardt, 1989) در گردآوری و تحلیل داده‌ها نام دارد که با راهبرد نظریه برخاسته از داده‌ها سازگاری بالایی دارد (Glaser et al., 1967)؛ 3. در تحلیل داده‌ها از رویکرد مقایسه پیوسته<sup>3</sup> استفاده شد. در این رویکرد، داده‌ها با مقولات و یادنوشته‌ها<sup>4</sup> و با نظریه پیشنهادی مقایسه و تطبیق آن بررسی می‌شود. برای اطمینان از پایایی (یا اتکاپذیری) نیز از راهبردهایی مانند چندبعدی‌سازی پژوهشگر، توصیف عمیق و مستندسازی دقیق یافته‌ها استفاده شد (فلیک، 1391).

## یافته‌ها

### توصیف جمعیت‌شناختی

مصاحبه‌شوندگان شامل 28 مرد و 1 زن با میانگین سنی 41 سال، حداقل 3 سال تجربه مرتبط و با ویژگی‌های شغلی و تحصیلی مندرج در جدول 1 هستند.

برای پاسخ به سؤال پژوهش، مصاحبه‌ها تا به دست آمدن اشباع نظری ادامه یافت. به‌طور موازی مصاحبه‌ها بازخوانی شد تا در مجموع 557 نقل قول<sup>5</sup> شناسایی و با 176 گزاره مفهومی<sup>6</sup>

1. Fit, Work, Relevance and Modifiability

2. Replication Logic

3. Constant Comparison

4. Memos

5. Quotation

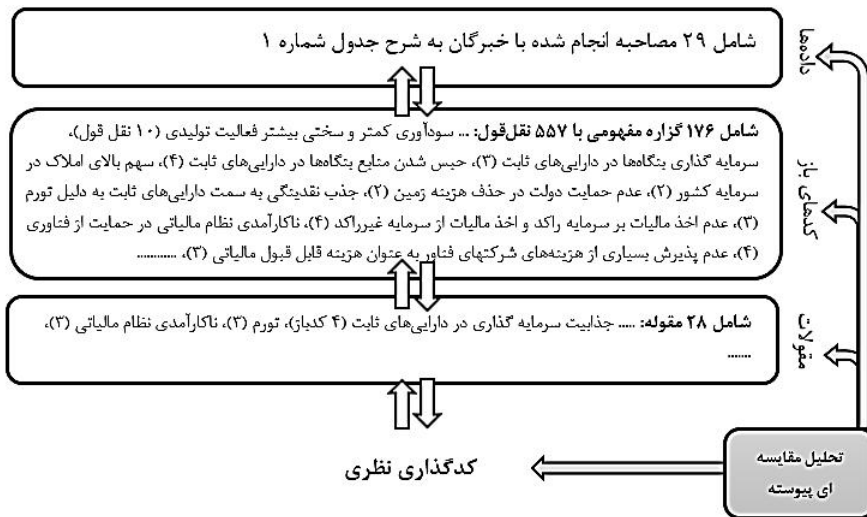
6. Conceptual Proposition



کدگذاری باز شود. کدها سپس در قالب 28 مقوله<sup>1</sup> کدگذاری انتخابی شد. برای نمونه نیز شکل 1، مراحل کدگذاری و تحلیل مربوط به اولین مقوله مورد بحث «ناکارآمدی نظام مالیاتی» را نشان داده است.

جدول 1. موقعیت مصاحبه‌شوندگان در نمونه آماری

ردیف	موقعیت شغلی مصاحبه‌شونده	تحصیلات	لیسانس	فوق لیسانس	دکترای	جمع
1	مدیران سرمایه‌گذاران خطرپذیر	1	3	3	7	
2	مدیران شرکت‌های کوچک و متوسط فناور	6	1	2	9	
3	سیاست‌گذاران در حوزه شرکت‌های فناور	0	2	4	6	
4	خبرگان و پژوهشگران حوزه تأمین مالی شرکتی	1	1	5	7	
	جمع	8	7	14	29	



شکل 1. چگونگی کدگذاری و تحلیل داده‌ها

درنهایت، با مرور پیشینه تحقیق، قضایای تعمیم‌یافته تعیین شد که نشان‌دهنده 5 دسته موانع

نهادی سرمایه‌گذاری به شرح زیر است. این موارد با در نظر گرفتن سطوح نهادی ویلیامسون (2000)، تجزیه و تحلیل شد و در انتهای بخش در جدول 2 به طور خلاصه ارائه شد.

### 1. جذابیت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مشهود

«گر سرمایه‌ای که برای راه‌اندازی کسب و کار خود هزینه کردم را تبدیل به دارایی‌های غیرمنتقل می‌کردم، سود مناسبی کسب می‌کردم و سختی‌ها و مخاطرات تولید را نیز تحمل نمی‌کردم». به نقل از بسیاری از مصاحبه‌شوندگان، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت نسبت به فناوری جذابیت بیشتری دارد. ایران در سال‌های اخیر همواره در بین ده کشور دارای بیشترین نرخ تورم در جهان بوده است (IMF, 2016). این مسئله سبب می‌شود، سرمایه‌گذاران در دارایی‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که ارزش آن با تورم کاهش نیابد. به گفته بسیاری از مصاحبه‌شوندگان، سود اغلب بنگاه‌های تولیدی در درازمدت ناشی از افزایش قیمت دارایی‌های ملموس (نظیر زمین و ابنیه) است و سود ناشی از تولید یا دارایی‌های نامشهود را شامل نمی‌شود.

**ناکارآمدی نظام مالیاتی**، این موضوع را تشدید کرده است. در ایران درآمد سرمایه<sup>1</sup> (درآمد افزایش قیمت دارایی‌ها)، معاف از مالیات است. این درحالی است که درآمد بنگاه‌های کوچک فناوری، مشمول 25% مالیات است. این وضعیت حتی وخیم‌تر است؛ چراکه به اذعان بسیاری مصاحبه‌شوندگان، برخی هزینه‌های انجام‌شده در فناوری مشمول هزینه‌های قابل قبول مالیاتی نیست (که مالیات را از 25% نیز فراتر می‌برد) و برخی هزینه‌ها مانند هزینه‌های نیروی انسانی بابت توسعه دانش فنی نیز جداگانه مشمول مالیات‌های بسیار بالا (بیش از 30% با در نظر گرفتن هزینه خدمات اجتماعی) است.

**ناکارآمدی نهادهای تأمین مالی** نیز سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت را از دو دیدگاه تشویق می‌کند: 1. بخش زیادی از منابع بانک‌ها (به دلیل ضعف نظارت) تبدیل به دارایی‌هایی نظیر زمین و ساختمان شده است. ورود منابع بانکی به بازار دارایی‌ها خود به افزایش قیمت بیشتر و بازدهی بیشتر آن منجر شده است؛ 2. وثیقه‌محوری بانک‌ها موجب شده، بنگاه‌ها نیز ترجیح دهند سرمایه‌های خود را تبدیل به دارایی‌هایی کنند که علاوه بر بهره‌مندی از درآمد ناشی از

1. Capital gain tax

افزایش قیمت، قابلیت وثیقه‌گذاری نیز داشته باشد. این مسئله نیز در یک چرخه معیوب به افزایش تقاضا برای دارایی‌های ثابت و ایجاد تورم منجر شده است.

### ناکارآمدی نهادهای حقوقی و قضایی نیز از دو دیدگاه مسئله را تشدید کرده است: 1.

سرمایه‌گذاری در طرح‌های فناورانه به کسب دارایی‌های نامشهود منجر می‌شود. ماهیت این نوع دارایی‌ها، موضوع سواری مجانی را در پی داشته و مانعی انگیزشی برای سرمایه‌گذاری در فناوری است (Peneder, 2008)؛ چراکه به گفته مصاحبه‌شوندگان، نظام ثبت و اجرای حقوق مالکیت فکری در ایران بسیار ضعیف است؛ 2. ضعف نهادهای حقوقی و قضایی در اجرای دعاوی مالی، بانک‌ها را وثیقه‌محور کرده است (مورد اشاره در بخش قبل).

### ناکارآمدی مقررات کار نیز در عدم جذابیت سرمایه‌گذاری در فناوری مؤثر است. عمده

دارایی شرکت‌های فناور کارکنان ماهر است (Gompers and Lerner, 2001) که محافظت از آن بسیار دشوار است؛ چراکه قوانین کار در ایران تطابق اندکی با الزامات شرکت‌های فناور و نوآور دارد. برخی از مدیران بنگاه‌های کوچک فناور می‌گویند:

«تیرویی که مدت‌ها در شرکت، آموزش‌های لازم را می‌بیند با اندکی مزایای بهتر جذب شرکت‌های دیگر می‌شود و قانون کار هیچ حمایتی در این موارد از ما نمی‌کند».

### 2. جذابیت فعالیتهای غیرشفاف، غیررسمی و رانتی

نقل از برخی مصاحبه‌شوندگان:

«در کشورهایی که از رانت کسب درآمد می‌کنند، هیچ لزومی ندارد که این سرمایه‌ها به سمت فعالیتهای مولد اختصاص یابد»، «... بخش زیادی از اقتصاد در ایران غیررسمی / غیرمولد است».

### ناکارآمدی زیرساخت‌های اطلاعاتی و نهادهای افشای اطلاعات از طرفی فرصت‌های رانتی

را فراهم می‌آورد و از سوی دیگر، به افزایش عدم اطمینان و مخاطرات سرمایه‌گذاری در طرح‌های فناورانه منجر می‌شود (Scheela and Jitrapanun, 2012). سرمایه‌گذاران به‌منظور تعیین میزان مخاطرات سرمایه‌گذاری، اقدام به ارزیابی موشکافانه<sup>1</sup> طرح می‌کنند (Bruton and

(Ahlstrom, 2003) و نبود شفافیت، ارزیابی سرمایه‌گذار را سخت (ایمانی‌پور و عزیزی، 1390) و ارزیابی کارآفرین را غیرواقعی می‌کند (آراستی و غلامی، 1389). همچنین، سرمایه‌گذاران خطرپذیر تمایل دارند با خروج از شرکت، درآمد کسب کنند (Metrick and Yasuda, 2010). عملیات خروج، مستلزم ارزش‌گذاری سهام است و ارزش سهام در محیط‌های غیرشفاف کمتر است. این مسئله، انگیزه سرمایه‌گذار و کارآفرین را کاهش می‌دهد (چیت‌سازان و همکاران، 1394؛ Cumming and Walz, 2010).

**ناکارآمدی نهاد مالیاتی** یکی از مهم‌ترین دلایل جذب سرمایه به سمت فعالیت‌های غیررسمی و رانتهی است. نظام مالیاتی کشور، در اخذ مالیات از بخش غیررسمی ناکارآمد است؛ بنابراین، بار مالیاتی کشور برعهده بخش رسمی اقتصاد است، اما بخش عمده کسب‌وکارهای فناورانه کسب‌وکارهای فناورانه نمی‌توانند غیررسمی و غیرشفاف باشند زیرا: 1. بخش بزرگی از مشتریان محصولات فناورانه در ایران دولت است؛ 2. عدم شفافیت ارزش سهام را کاهش و خروج از طرح سرمایه‌گذاری را دشوار می‌کند (چیت‌سازان و همکاران، 1394؛ Cumming and Walz, 2010)؛ 3. بخش بزرگی از فعالیت‌های تولیدی فناورانه، مشمول اخذ مجوزهای حاکمیتی است؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران انگیزه‌ای برای سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های فناورانه که ناگزیر از شفافیت و پرداخت مالیات‌های سنگین است، ندارند.

**ناکارآمدی نظام تأمین مالی** نیز در تشدید فعالیت‌های رانت‌جویانه اهمیت دارد. بانک‌ها بخش قابل توجهی از منابع خود را به‌واسطه بنگاه‌های زیرمجموعه خود یا پرداخت تسهیلات به رانت‌جویان، به سمت فعالیت‌های رانتهی و غیرشفاف هدایت کرده و از این مسیر کسب درآمد می‌کنند. تسهیلات دستوری بانک‌ها به بنگاه‌های تولیدی، نیز به‌واسطه ضعف نظارت و ارزیابی و فسادهای اداری، کمکی به توسعه بنگاه‌های کوچک نکرده و خود منشأ دیگری از رانت شده است. برخی مصاحبه‌شوندگان در این مورد می‌گویند:

«هرچقدر متقاضی تسهیلات دارای ارتباطات و رانت بیشتر باشد، بیشتر از رانت تسهیلات

ارزان‌قیمت دستوری استفاده می‌کند».

غیرشفاف و رانتهی بودن اقتصاد ایران، ریشه در برخی نهادهای فرهنگی اجتماعی نیز دارد. سرمایه‌داران تمایلی به شفاف شدن دارایی‌ها ندارند؛ چراکه مردم و حاکمیت، سرمایه‌داری را

سرزنش می‌کنند. همچنین، پنهان‌کاری جزئی از خوی ایرانیان شده است (فراستخواه، 1395).

**نهادهای سیاسی** نیز در ایجاد اقتصاد غیرشفاف و رانتی نقش اساسی دارند. براساس گزارش بانک مرکزی و گزارش بودجه در سال‌های مختلف، بخش بزرگی از اقتصاد ایران، دولتی است و این موضوع منشأ بسیاری از رانت‌های اقتصادی است. از جمله: 1. شرکت‌های دولتی اجازه رقابت به بخش خصوصی نمی‌دهند؛ 2. آن‌ها انگیزه‌ای برای بهبود عملکرد خود از طریق فناوری ندارند؛ 3. خریدهایشان نیز به‌طور عمده مبتنی بر روابط و لابی‌گری بوده و با فسادهای اداری همراه است. این موارد، بازار بنگاه‌های کوچک فناوری را نیز محدود می‌کند.

**ناکارآمدی در سیاست‌های تجاری و گمرکی** نیز در مواردی منشأ رانت‌جویی است و سیاست‌های حاکمیتی برای حمایت از بازار محصولات فناورانه، به دلیل ناکارآمدی و فساد در نظام گمرکی و مسئله قاچاق با شکست مواجه است.

### 3. جذابیت فعالیت‌های کوتاه‌مدت سوداگرانه

در ایران بدترین تصمیم آن است که شما در یک بنگاه کارآفرین فناوری سرمایه‌گذاری کنید؛ چراکه جایگزین‌های دیگری برای آن وجود دارد که دارای مخاطرات کمتر و بازدهی بالاتر است. عاقلانه آن است که شما واردات و بازرگانی را تأمین مالی کنید. این نقل قول یکی از سرمایه‌گذاران است که دیگران نیز آن را تأیید می‌کنند.

سرمایه‌گذاری در فناوری، برخلاف حوزه‌های تجاری و خدماتی، ماهیت بلندمدت دارد. از طرفی **ثبات سیاسی-اقتصادی** (ثبات قیمت‌ها و نرخ ارز، تعرفه‌های گمرکی، قوانین، رویه‌ها) در ایران پایین است (GII, 2016). نوسانات سیاسی-اقتصادی قدرت برنامه‌ریزی و ارزیابی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت را مختل و افق سرمایه‌گذاری را کوتاه می‌کند.

از دیدگاه بسیاری از مدیران بنگاه‌های کوچک، بزرگ‌ترین مخاطره‌ای که انگیزه برای سرمایه‌گذاران را کاهش داده، **نااطمینانی در بازار** است. عمده بنگاه‌های فناوری اذعان دارند، در صورتی که از فروش محصولات خود مطمئن بودند، می‌توانستند سایر مشکلات (حتی مشکل تأمین مالی) را حل کنند. بخش قابل توجهی از مشتریان محصولات فناورانه، بنگاه‌ها و سازمان‌های بزرگ (که به‌طور عمده دولتی‌اند) هستند. از طرفی، دولت مشتری بدی برای کالا و

خدمات داخلی است؛ چراکه: 1. تعهد و ساختار تصمیم‌گیری باثباتی برای عقد قراردادهای بلندمدت ندارد؛ 2. محصولات خارجی را (به دلیل اعتمادناشتن) به داخلی ترجیح می‌دهد؛ 3. در مواردی که اقدام به خرید داخلی می‌کند، قراردادها یک طرفه به نفع دولت است و پرداخت‌ها از سوی آن‌ها نامطمئن است؛ 4. چنانچه به حداقل تعهدات خود نیز پایبند نباشد، فروشنده ابزاری برای محافظت از حقوق خود ندارد. یکی از بنگاه‌های فناور می‌گوید:

«پس از چند سال توانستم قراردادی با دولت منعقد و با سپردن وثایق زیاد، پیش‌پرداخت بگیرم. عمده سرمایه خود را نیز به پیش‌پرداخت اضافه کردم و توانستم محصول مورد نظر قرارداد را طراحی و تأمین کنم، اما اکنون کارفرما به دلیل کمبود بودجه، قرارداد را فسخ کرده. شکایت از کارفرما به جز هزینه‌های زیادی که دارد، موجب می‌شود عمده مشتریان (دولتی) دیگر را از دست بدهم.»

نوسانات سیاسی اقتصادی، در مقابل انگیزه برای سوداگری (که دارای دوره سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت است) را افزایش می‌دهد. استمرار این شرایط در چند دهه اخیر به ریشه‌دار شدن فرهنگ سوداگری در کل فعالان اقتصادی منجر شده است.

**ضعف نهادهای تضمین** نیز در اینجا حائز اهمیت است. به گفته بسیاری از مصاحبه‌شوندگان، سیاست‌ها و ابزارهایی که نوسانات سیاسی و اقتصادی را تعدیل کند (نظیر ضمانت سرمایه‌گذاری، ضمانت خرید) ضعیف است.

در این راستا، نظام بانکی (نهاد مالی) نیز بیشتر تمایل به پرداخت وام‌های کوتاه‌مدت دارند. وام‌هایی که با فعالیت‌های فناورانه تناسبی ندارد. برخی مصاحبه‌شوندگان می‌گویند:

«بانک‌ها زمانبندی معینی برای بازپرداخت‌ها دارند که هماهنگ کردن جریان نقدینگی شرکت با آن بسیار دشوار است.»

#### 4. جذابیت سرمایه‌گذاری در طرح‌های بزرگ

«اگر 1 میلیون تومان داشته باشید، فقط می‌توانید در بانک سپرده‌گذاری کنید و سود اسمی 20٪ در سال بگیرید، اما با داشتن 20 میلیارد تومان می‌توانید بازدهی بیش از 30٪ داشته باشید.»

وابستگی میزان سودآوری به اندازه اولیه آن مورد اشاره برخی مصاحبه‌شوندگان بوده است. بر این اساس، می‌توان انتظار داشت که انگیزه برای سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های کوچک کمتر است. علت اینکه سرمایه‌های بزرگتر می‌توانند سودهای بزرگتری ایجاد کنند، می‌تواند ناشی از

منطق مقیاس اقتصادی باشد، اما از دیدگاه مصاحبه‌شوندگان علت آن است که سرمایه‌های بزرگتر از رانت فرصت‌های اقتصادی بیشتر (که رقبا کمی دارند) برخوردار است.

**بانک‌ها و نهادهای مالی** نیز در تشدید مسئله نقش اساسی دارند. بانک‌ها با جمع‌آوری سپرده‌های خرد، از رانت دسترسی به سرمایه‌های بزرگ برخوردارند و به دلیل ضعف نظارت و همچنین رقابت‌های شدید در پرداخت سود به سپرده‌گذاران (که در بخش بعد بیشتر توضیح داده می‌شود)، خود از این رانت (از طریق بنگاه‌داری) بهره می‌برند یا ترجیح می‌دهند به جای پرداخت تسهیلات خرد، وام‌های بزرگ پرداخت کنند تا هزینه‌های سربار کمتری نیز پرداخت کنند (Beck et al., 2006).

اگرچه **نظام مالیاتی** نیز با دریافت مالیات‌های فزاینده، می‌تواند شکاف بازدهی بالای سرمایه‌های بزرگ را ترمیم کند (پیکتی، 1394)، اما در ایران نه تنها مالیات بر سرمایه فزاینده نیست، بلکه همان‌طور که پیش‌تر گفته شد، مالیات بر سرمایه وجود ندارد.

### 5. جذابیت سرمایه‌گذاری در سپرده‌های بانکی

در چهار بخش قبلی تشریح شد که چرا فعالیت‌های فناورانه به دلیل ماهیت نامشهود دارایی، لزوم شفافیت، دوره بلندمدت سرمایه‌گذاری و کوچک‌بودن اندازه سرمایه‌گذاری نمی‌تواند با دیگر فرصت‌های اقتصادی رقابت کند. دلایل فوق به همراه عدم توسعه‌یافتگی نظام مالی در ایران (WEF, 2016) موجب شده است، بانک‌ها نیز به‌طور منطقی منابع را به فرصت‌های سودآور غیرفناورانه هدایت کنند. رقابت بانک‌ها در جذب سپرده نیز به افزایش سود سپرده‌های خرد منجر شده؛ بنابراین، حداقل انگیزه‌های موجود برای سرمایه‌گذاری اشخاص در فناوری را از بین برده است. همان‌طور که یکی از مصاحبه‌شوندگان می‌گوید:

«حتی معدود اشخاصی که به هر دلیل قصد یا توان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت، تجارت و یا فرصت‌های رانتی را ندارند، می‌توانند سرمایه‌های خود را در بانک‌ها سپرده‌گذاری کنند».

**قوانین مالیاتی** نیز این مسئله را تشدید کرده؛ چراکه سود سپرده‌های بانکی (برخلاف سود سپرده نزد سرمایه‌گذاران خطرپذیر) حتی از مالیات معاف است. از طرفی برخلاف بانک‌ها، سود پرداختی سرمایه‌گذاران خطرپذیر به سپرده‌گذاران خود در ایران مشمول هزینه‌های قابل قبول مالیاتی نیست. در مجموع، قوانین مالیاتی در ایران سرمایه‌گذاران خطرپذیر را در زمره

واسطه گران مالی به رسمیت نشناخته و از این دیدگاه برای بانک‌ها انحصار ایجاد کرده است.

جدول 2. جمع‌بندی موانع انگیزشی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کوچک فناور از منظر نهادی

حریان سگانة موانع نهادی	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
سطوح نهادی ویلیامسون	تشریح شده در بخش 1 یافته‌ها	تشریح شده در بخش 2 یافته‌ها	تشریح شده در بخش 3 یافته‌ها	تشریح شده در بخش 4 یافته‌ها	تشریح شده در بخش 5 یافته‌ها
سطح ریشه‌های اجتماعی (نهادهای غیررسمی، عادات، رسوم و سنت‌ها، مذهب)	عادات بد	فرهنگ تقبیح	عدم خودباوری	-	-
سطح محیط نهادی (قواعد بازی رسمی، قوانین و مقررات، بروکراسی‌ها)	تورم	ناکارآمدی زیرساخت‌های اطلاعاتی و نهادهای شفافیت	عدم ثبات سیاسی اقتصادی	ناکارآمدی نظام تأمین مالی	ناکارآمدی نظام تأمین مالی
سطح هزینه مبادله و اقتصاد بازار (انجام بازی، اقتصادی کردن تصمیم‌ها و هدایت انگیزه‌ها)	سود بیشتر و مخاطره کمتر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مشهود	سود بیشتر و مخاطره کمتر سرمایه‌گذاری در فعالیتهای غیرشفاف، غیررسمی و رانتی	سود بیشتر و مخاطره کمتر سرمایه‌گذاری در فعالیتهای کوتاه‌مدت و سوداگرانه	سود بیشتر سرمایه‌گذاری در طرح‌های بزرگ	سود بیشتر و مخاطره کمتر سپرده‌گذاری در بانک‌ها



## بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش، عوامل نهادی که انگیزه برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کوچک فناور را سلب می‌کند، به صورت جامع و یکپارچه واکاوی شد؛ چراکه از نظر نهاد گرایان علل شکل‌گیری پدیده‌های اقتصادی متعدد بوده و در ارتباط با یکدیگر و به صورت یکپارچه آن پدیده را به وجود می‌آورند (Myrdal, 1978). نتایج نشان داد که چگونه سرمایه‌گذاری در 1. دارایی‌های مشهود، 2. طرح‌های غیرشفاف، 3. کوتاه‌مدت، 4. بزرگ یا 5. سپرده‌های بانکی به نسبت سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های کوچک فناور دارای سود بیشتر و مخاطرات کمتر است. در پژوهش‌های پیشین، پندر (2008) تنها بر مورد اول از 5 مورد تأکید کرده بود. پیکتی در کتاب خود با عنوان «سرمایه در قرن بیست‌ویک» به دسته چهارم پرداخت و به طور تفصیلی نشان داد که چگونه سرمایه‌های بزرگتر می‌تواند بازدهی بزرگتری از سرمایه‌های خرد ایجاد کند (پیکتی، 1394). اگر در کشورهای توسعه‌یافته نظیر آمریکا، سرمایه‌های بزرگتر 3 الی 5٪ در سال بازدهی بیشتر از سرمایه‌های خرد ایجاد می‌کند (پیکتی، 1394)، در ایران اختلاف بازدهی بیشتر از 10٪ است. پیکتی (1394) تنها نهادهای مالیاتی را مورد توجه قرار داد، اما به نظر می‌رسد چنین مطالعاتی برای کشورهای در حال توسعه مانند ایران، ابعاد نهادی وسیع‌تری داشته باشد. لرنر و تگ (2013)، بدون آنکه تقسیم‌بندی از دو گانه انگیزه-ابزار ارائه دهند، تأثیر نهادهای مالیاتی، قوانین کار و قوانین مالکیت فکری را بر انگیزه‌های سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار دادند. مطالعه‌ای که به نسبت دیگران جامعیت بیشتری داشته، اما متناسب با شرایط کشورهای توسعه‌یافته بود. پژوهش‌های داخلی نیز به طور عمده متمرکز بر فرایندهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر در سطح بنگاه بوده و کمتر به موضوع انگیزه‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر پرداختند (ایمانی‌پور و عزیزی، 1390؛ حیدری و محمدی، 1395؛ متوسلی و همکاران، 1396). در این مطالعه، ضمن جامعیت در بررسی موانع نهادی در 5 دسته کلی، این عوامل بر اساس سطوح نهادی ویلیامسون (2000) تجزیه و تحلیل و در جدول 2 جمع‌بندی شد.

## پیشنهادها

توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران بسیار پیچیده‌تر از این است که تعدادی صندوق‌های

خطرپذیر (دولتی یا خصوصی) ایجاد شود. این رویکرد، پیش‌تر در کشورهای دیگری مانند آلمان، فرانسه و ایتالیا نیز تجربه و به شکست ختم شده است (Black and Gilson, 1998). توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر نیازمند اصلاحات نهادی است و سیاست‌گذاران نقش اساسی در این زمینه دارند. پیشنهاد می‌شود سیاست‌گذاران به جای دخالت‌های مستقیم در تأسیس صندوق‌ها یا تأمین مالی شرکت‌های فناور، به اصلاح نهادها بپردازند به گونه‌ای که: 1. انگیزه برای سرمایه‌گذاری تقویت شده و 2. مبادلات میان سرمایه‌گذاران و کارآفرینان تسهیل شود. شناخت کاستی‌ها، مقدم بر اعمال سیاست‌های اصلاحی است، موضوعی که در این پژوهش درباره انگیزه‌های سرمایه‌گذاری بدان پرداخته شد. همچنین، جامعیت پرداختن به موضوع، این پژوهش را از انجام مطالعه‌ای عمیق درباره هر یک از 5 دسته موانع بازداشت. هر کدام از این 5 دسته موانع، خود می‌تواند موضوع تحقیقات وسیع باشد؛ برای مثال، تحقیقات صورت گرفته توسط پیکتی (1394) برای یکی از این 5 دسته موانع، به کتابی شاخص منجر می‌شود. پیشنهاد می‌شود مطالعات آتی با تمرکز بر یکی از 5 دسته موانع، بر عمق و وسعت آن بیافزایند.

### منابع

- آراستی، زهرا و منیره غلامی (1389)، «علل شکست کارآفرینان در ایران»، توسعه کارآفرینی، 3(2): 163-184.
- ایمانی‌پور، نرگس و حسن عزیزی (1390)، «تحلیل اجزای تشکیل‌دهنده فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران»، توسعه کارآفرینی، 4(2): 103-85.
- پیکتی، توماس (1394)، سرمایه در قرن بیست و یکم، ترجمه اصلاان قودجانی، تهران: نشر نقد فرهنگ.
- چیت‌سازان، هستی، رضوانی، مهران و رضا بافکر دوست‌آباد (1394)، «شناسایی و سطح‌بندی عوامل مؤثر بر ارزش‌گذاری کسب و کارهای جدید توسط سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز»، توسعه کارآفرینی، 4(8): 591-609.
- حیدری سورشجانی، مهرناز و پرستو محمدی (1395)، «شناسایی مؤلفه‌های مراحل مختلف رشد شرکت‌های نوآور در تعامل با سرمایه‌گذاران خطرپذیر»، توسعه کارآفرینی، 9(1): 78-59.
- فرستخواه، مقصود (1395)، ما ایرانیان: زمینه‌کاوی تاریخی و اجتماعی خفیات ایرانیان، تهران: نشر نی.
- فلیک، اووه (1391)، درآمدی بر تحقیق کیفی، ترجمه هادی جلیلی، تهران: نشر نی.

- متوسلی، محمود و دیگران (1396)، «واکاوی چالش‌های نهادی تبادلات سرمایه‌گذاران خطرپذیر با شرکت‌های فناوری محور»، فصلنامه سیاست علم و فناوری، دوره 9، شماره 14: 1-14.
- محمدی الیاسی، قنبر و هادی نوتاش (1390)، «شناسایی ریشه‌های شکست کارآفرینان کارکشته ایرانی: نگاهی روایتی گفتمانی»، توسعه کارآفرینی، 4 (3): 31-50.
- Beck, T. and Demirgüç-Kunt, A. (2006). "Small and Medium-Size Enterprises. Access to Finance as Growth Constraint, *Journal of Banking and Finance*, 30(11): 2931- 2943.
- Black, B., Gilson, R. (1998). "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets", *Journal of financial economics*, 47(3): 243- 277.
- Bruton, G., Ahlstrom, D. (2003). "An Institutional View of China's Venture Capital Industry, Explaining the Differences Between China and the West", *Journal of Business Venturing*, 18(2): 233- 259.
- Commons, J. (1934). *Institutional Economics: It's Place in Political Economy*. New York: Macmillan.
- Cornell University, INSEAD, and WIPO (2016). Global Innovation Index (GII) 2016: Winning with Global Innovation, Ithaca, Fontainebleau, and Geneva.
- Cumming, D.J., Walz, U. (2010). "Private Equity Returns and Disclosure Around the World", *Journal of International Business Studies*, 41(4): 727- 754.
- Dossani, R., Kenney, M. (2002). "Creating an Environment for Venture Capital in India". *World Development*, 30(2): 227- 253.
- Eisenhardt, K.M. (1989). "Building Theory from Case Study Research", *Academy of Management Review*, 14(4): 532- 550.
- Ernst and Young. (2016). Back to reality, EY global venture capital trends 2015.
- Glaser, B. (1992). *Basics of Grounded Theory Analysis: Emergence versus Forcing*. Mill Valley, CA: Sociology Press.
- Glaser, B. (1978), *Advances in the Methodology of Grounded Theory: Theoretical Sensitivity*, Sociology Press, Mill Valley, CA.
- Glaser, B., Strauss, A. (1967). *The Discovery of Grounded Theory*. Aldine de Gruyter, New York.
- Gompers, P., and Lerner, J. (2001). *The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth*. Boston: Harvard Business School Press.
- Hall, B. (2010). "The financing of innovative firms", *Review of Economics and Institutions*, 1(1): 1- 30.
- Heath, H., Cowley, S. (2004). "Developing Grounded Theory Approach: a

- Comparison of Glaser and Strauss”, *International Journal of Nursing Studies*, 41(2): 141- 150.
- International monetary fund (IMF), (2016). World economic outlook.
- Jeng, L. and Wells, P. (2000). “The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries”, *Journal of Corporate Finance*, 6(3): 241- 289.
- Lerner, J., Tag, J. (2013). “Institutions and Venture Capital”, *Industrial and Corporate Change*, 22(1): 153- 182.
- Metrick, A., Yasuda, A. (2010). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley and Sons, Inc., Hoboken, N.
- Milana, C., Wu, H. (2012). “Growth, Institutions, and Entrepreneurial Finance in China: A Survey”, *Strategic Change*, 21(3-4): 83- 106.
- Myrdal, G. (1978). “Institutional Economics”, *Journal of Economic Issues*, 12(4): 771- 783.
- North, D. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Peneder, M. (2008). “The Problem of Private Under-Investment in Innovation: A Policy Mind Map”, *Technovation*, 28(8): 518- 530.
- Rajan, R., Zingales, L. (2001). “Financial Systems, Industrial Structure, and Growth”, *Oxford review of economic Policy*, 17(4): 467- 482.
- Scheela, W., Jittrapanun, T. (2012). “Do Institutions Matter for Business Angel Investing in Emerging Asian Markets?”, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 14(4): 289- 308.
- Storey, D., Tether, B. (1998). “New Technology-Based Firms in the European Union: an Introduction”, *Research Policy*, 26(9): 933- 946.
- UNCTAD, (2016). *Science, technology and innovation policy review-Iran*. United Nations publication, Printed in Switzerland.
- Vanacker, T., Heughebaert, A. and Manigart, S. (2014). “Institutional Frameworks, Venture Capital and the Financing of European New Technology-based Firms”, *Corporate Governance: An International Review*, 22(3): 199- 215.
- Williamson, O.E. (2000). “The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead”, *Journal of Economic Literature*, 38(3): 595- 613.
- World Economic Forum (WEF), Klaus Schwab, (2016), *The Global Competitiveness Report 2015–2016*, Printed in Switzerland.