

Designing an Optimal Model for Development of Venture Capital in Iran Using the Grounded Theory (Case Study: Stock Exchange)¹

Asghar Najafi Ahmadabad², Naser Fegh-hi farahmand³,
Sirus Fakhimiazar⁴, Seyyed Ali Paytakhti oskuyi⁵

Received: 2020/12/21

Accepted: 2021/05/24

Research Paper

Abstract

The purpose of this study was to design an optimal model of venture capital development in Iran using grounded theory. The research method was mixed qualitative and quantitative. For this purpose, firstly, the qualitative approach underlying the paradigmatic model of research including causal conditions, interventionist conditions, contextual conditions, strategies, outcomes, and pivotal categories of venture capital has been extracted. Data were collected through qualitative interviews. The statistical population of the qualitative sector includes venture capital experts who were selected by theoretical sampling method for 20 interviews. At the quantitative stage, each of the extracted categories has been verified using confirmatory factor analysis. The data collection tool in this section was a researcher-made questionnaire that was designed based on qualitative extraction concepts. This questionnaire was distributed among the sample members after determining the validity and reliability. The statistical population of the quantitative section consisted of managers of stock companies. The sample size of this section is based on the recommendations of 210 confirmatory models. The qualitative results showed 67 concepts in the form of 15 sub-categories and six main categories to develop venture capital. The results of the quantitative section also showed that each of the main and sub-categories extracted from the research experts can be generalized to the managers of the stock companies.

Key Words: Venture Capital, Grounded Theory, Stock Exchange.

JEL Classification: G24, C38

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11213.1430

2. PhD Student, Department of Management, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran.

3. Associate Professor, Department of Management, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran. (Corresponding Author). farahmand@iaut.ac.ir.

4. Assistant Professor, Department of Management, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran.

5. Assistant Professor, Department of Economics, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۴، تابستان ۱۴۰۰، صص ۱۶۶-۱۴۳

طراحی الگوی بهینه توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در ایران با استفاده از تئوری زمینه بنیان (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار)^۱

اصغر نجفی احمدآباد^۲، ناصر فقهی فرهمند^۳، سیروس فخمی آذر^۴،

سیدعلی پایتختی اسکوئی^۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۰/۰۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۳/۰۳

مقاله پژوهشی

چکیده

هدف این تحقیق طراحی الگوی بهینه توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در ایران با استفاده از تئوری زمینه بنیان بوده است. روش تحقیق آمیخته کیفی و کمی بوده است. در مرحله اول با استفاده از رویکرد کیفی زمینه بنیان الگوی پارادایمی پژوهش شامل شرایط علی، شرایط مداخله گر، شرایط زمینه‌ای، راهبردها، پیامدها و مقوله محوری سرمایه گذاری ریسک پذیر استخراج شده است. ابزار گردآوری داده‌ها در بخش کیفی مصاحبه بوده است. جامعه آماری بخش کیفی شامل خبرگان صندوق‌های سرمایه گذاری بوده که به روش نمونه گیری نظری، ۲۰ خبره برای انجام مصاحبه انتخاب شده است. در مرحله کمی هر یک از مقوله‌های استخراجی با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی بررسی و تأیید شده است. ابزار گردآوری داده‌ها در این بخش پرسشنامه محقق ساخته بوده که بر اساس مفاهیم استخراجی از بخش کیفی طراحی شده بود. این پرسشنامه پس از تعیین روایی و پایایی در بین اعضای نمونه آماری توزیع شده است. جامعه آماری بخش کمی شامل مدیران شرکت‌های بورسی بوده است. حجم نمونه این بخش بر اساس توصیه‌های مدل‌های تأییدی ۲۱۰ نفر تعیین شده است. نتایج بخش کیفی نشان دهنده ۶۷ مفهوم در قالب ۱۵ مقوله فرعی و شش مقوله اصلی به منظور توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر بوده است. نتایج بخش کمی نیز نشان داد که هر یک از مقوله‌های اصلی و فرعی استخراجی از خبرگان تحقیق، قابل تعمیم به مدیران شرکت‌های بورسی می‌باشد.

واژه های کلیدی: سرمایه گذاری ریسک پذیر، تئوری زمینه بنیان، بورس اوراق بهادار.

طبقه بندی موضوعی: G24, C38

DOI: 10.22034/JSE.2020.11213.1430

۲. دانشجوی دکتری گروه مدیریت، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

۳. دانشیار گروه مدیریت، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. (نویسنده مسئول). farahmand@iaut.ac.ir

۴. استادیار گروه مدیریت، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

۵. استادیار گروه اقتصاد، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

مقدمه

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به طور فزاینده‌ای به عنوان جزء مهمی از چشم انداز اقتصادی کشورهای مختلف مورد توجه است. بسیاری از شرکت های موفق جدید در دهه‌های گذشته از جمله اپل، گوگل، آمازون، فدرال اکسپرس، اینتل و مایکروسافت توسط سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر پشتیبانی شده‌اند (Cheng & Tang, 2019). سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به عنوان عامل مهمی در نوآوری، تولید ثروت و ایجاد اشتغال تلقی می‌گردد (Isaksson, 2006). سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، نقش خود را در اقتصاد را چندین دهه قبل ایفا کرده و تنها شامل سرمایه مالی نمی‌شود، بلکه مشمول سرمایه غیرمالی نیز می‌شود. گومپرز و لرنر (Gompers & Lerner, 1999)، سرمایه ریسک‌پذیر را به عنوان وسیله‌ای برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی توصیف می‌کنند که ممکن است ابزارهای مستقل مالی نداشته باشند، و در نتیجه نیاز به تأمین مالی خارجی دارند. چنین چیزی به عنوان واسطه‌ای بین وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان برای بازارهایی عمل می‌کند که در چنین بازارهایی باید این دو متحمل هزینه‌هایی شوند که به یکدیگر نزدیک شوند (Jeng & Wells, 2000).

از زمان آغاز قرن بیستم، رفتار سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تغییر جالبی را تجربه کرده است. مقدار سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در بازارهای نوظهور افزایش یافته است. اگر چه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تنها ۱ تا ۲ درصد از تمام کسب و کارهای جدید در ایالات متحده را تأمین می‌کنند، اما میزان عرضه عمومی اولیه که توسط سرمایه‌های ریسک‌پذیر حمایت می‌شوند، از حدود ۱۰ درصد در سال ۱۹۸۰ به بیش از ۵۰ درصد در سال ۲۰۰۰ افزایش یافته است (Braunerhjelm & Parker, 2010). داده‌ها نشان می‌دهد که در سال ۲۰۰۰، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در بازارهای نوظهور، ۳/۲۵ میلیارد دلار بود. این مقدار نشان‌دهنده نسبت ۹۷/۶ درصدی از مجموع سرمایه‌های مخاطره‌آمیزی از امری است که به عنوان بازارهای توسعه‌یافته طبقه‌بندی می‌شود. این رقم در سال ۲۰۱۳، به ۷۹/۲ درصد کاهش یافته است. بنابراین، سهم سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در بازارهای نوظهور از ۲/۴ درصد در سال ۲۰۰۰ به ۲۰/۸ درصد در سال ۲۰۱۳ افزایش یافته است. مجموع سرمایه‌گذاری‌ها در بازارهای نوظهور در سال ۲۰۱۳ به ۹/۸ میلیارد دلار رسیده است. این توسعه به این واقعیت اعتبار می‌بخشد که شناسایی عوامل تعیین‌کننده سرمایه مخاطره‌آمیز به‌ویژه در زمینه بازارهای نوظهور، ارزش پیگیری دارد و احتمالاً در سال‌های آینده اهمیت بیشتری خواهد یافت (Groh & Wallmeroth, 2016).

طرفی اگرچه سرمایه ریسک‌پذیر، موضوعی بوده است که بسیار موردبررسی قرار گرفته است، با این وجود، هنوز هم نیازمند مطالعات بیشتر است. در میان بسیاری از تحقیقات تجربی انجام گرفته، مسئله این است که چه عواملی سرمایه ریسک‌پذیر را جذب می‌کنند و چگونه عاملی ممکن است بر سرمایه‌گذاری یک کشور از لحاظ سرمایه ریسک‌پذیر تأثیر بگذارد. مطالعات موجود، متغیرهای زیادی را به کار گرفته و آن‌ها را بررسی کرده‌اند. این متغیرها در واقع آن‌هایی هستند که چنین پنداشته می‌شود که مسئول جذب و افزایش یا کاهش این سرمایه‌گذاری‌ها در یک کشور هستند. با این حال، اغلب این مطالعات، سرمایه‌گذاری‌های کشور را در اقتصادهای توسعه‌یافته مانند اروپا (Félix et al., 2013; Cherif & Gazdar, 2011) یا در برهه‌هایی از زمان ارزیابی کرده‌اند که کشورهای توسعه‌نیافته شامل این دسته‌بندی، بر این نوع سرمایه‌گذاری، به‌طور مشخصی تمرکز نمی‌کنند. با توجه به اینکه در سال‌های اخیر به دلیل تحریم‌ها، منابع نفتی کاهش پیدا کرده، لذا برای حفظ رشد اقتصادی نیاز به ایجاد ساختارهای مناسب در جهت تقویت شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر بیشتر از گذشته می‌باشد. بر همین اساس ضرورت مطالعه در خصوص این موضوع با اهمیت بیش از گذشته نمود پیدا کرده است.

بر اساس مباحث فوق محقق با درک این موضوع که بسیاری از بنگاه‌های تولیدی و خدماتی در کشور نیازمند سرمایه‌گذاری افراد حقیقی و حقوقی مختلفی می‌باشند و بسیاری از شرکت‌ها حتی سرمایه در گردش کافی در اختیار ندارند، ولی با این وجود، سرمایه‌گذاری و به خصوص سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کشور در حد بسیار پایینی قرار دارد. اینکه چه عواملی باعث می‌گردد تا میزان سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کشور افزایش یافته و به تبع آن، استفاده از این نوع سرمایه‌گذاری‌ها باعث رشد اشتغال، تولید ثروت و رشد اقتصادی شود، سوالی است که این تحقیق به دنبال پاسخ به آن است. محقق از طرفی با این موضوع روبرو بوده که در کشور ما به جهت رشد دانش و تخصص افراد، هر روز بر تعداد شرکت‌های نوپا اضافه می‌شود که این شرکت‌ها برای تأمین مالی نیازمند سرمایه‌های ریسک‌پذیر می‌باشند. بررسی محقق نشان می‌دهد که در داخل کشور تحقیقات اندکی در رابطه با سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر انجام شده و این مسئله باعث گردیده تا عوامل توسعه‌دهنده سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بر اساس بافت بومی مشخص نباشد. از محدود تحقیقات انجام شده در این حوزه می‌توان به تحقیقات بت شکن و همکاران (۱۳۹۶) در این حوزه اشاره نمود که به بررسی دلایل عدم توسعه یافتگی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کشور توجه کرده‌اند. در تحقیقات خارجی نیز بیشتر مطالعات انجام گرفته در

این حوزه در کشورهای توسعه یافته انجام شده است که از نظر شرایط اقتصادی با شرایط داخلی متفاوت بوده و استفاده از نتایج آنها می‌تواند باعث گمراهی بیشتر در خصوص تعیین راهکارهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در داخل کشور شود. برای مثال از جمله تحقیقات انجام گرفته در این حوزه می‌توان به تحقیق فلیکس و همکاران (Félix et al, 2013) و هین و همکاران (Hain et al, 2015). اشاره نمود. بر همین اساس نیز هدف این تحقیق طراحی الگوی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران با استفاده از تئوری زمینه بنیان جهت تصمیم‌گیری بهینه سرمایه‌گذاری می‌باشد تا در هدف اول شرایط شکل‌گیری سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را بررسی کرده و در گام و هدف بعدی به این موضوع توجه کند که برای موفقیت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران نیازمند توجه به چه عواملی هستیم.

این مقاله در بخش‌های بعدی ابتدا به پیشینه تحقیق پرداخته و در طی آن پس از مروری مختصر بر مفهوم سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، آخرین مطالعات داخلی و خارجی در رابطه با سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بررسی شده است. در بخش بعدی روش‌شناسی پژوهش مبتنی بر دو بخش کیفی و کمی تدوین شده است. در بخش بعدی، یافته‌های تحقیق نشان داده شده است. در این بخش ابتدا یافته‌های بخش کیفی و سپس یافته‌های بخش کمی نشان داده شده است. در نهایت نتیجه‌گیری و بحث در رابطه با یافته‌های پژوهش انجام شده است.

مروری بر پیشینه تحقیقات

همان گونه که از نام سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر پیداست، این نوع سرمایه‌گذاری، سرمایه‌ای است که به طور مشخص میزان زیادی ریسک را تقبل می‌کند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر، شرکت‌های خصوصی و سودطلبی هستند که سرمایه خود را در فعالیتهای پرریسک یا نوپا سرمایه‌گذاری می‌نمایند. به طور تخصصی‌تر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌تواند سرمایه‌گذاری مالی در شرکت‌هایی تعریف شود که هنوز قیمتی برای آنها تعیین نشده و دارای پتانسیل رشد چشمگیری می‌باشند. در تعریفی دیگر سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر نوعی سرمایه‌گذاری بلندمدت با ریسک ارزشگذاری نشده در سهام شرکت‌های جدید معرفی شده است که پاداش اولیه آن عبارتست از سود سرمایه‌ای (افزایش قیمت سهام) محتمل به علاوه بازده نقدی حاصل از سود تقسیمی سهام، که توسط سرمایه‌گذاران حرفه‌ای انجام می‌شود (بیگدلو و اصولیان، ۱۳۸۵). چنین بیان می‌شود که سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر، سرمایه‌گذاران فعالی هستند و فعالیت‌هایی نظیر نظارت را دنبال می‌کنند

و بر تصمیمات استراتژیک شرکت، با استفاده از ابزارهایی مانند کنترل حقوق و صندلی‌های هیئت‌مدیره تأثیر می‌گذارند. توان سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر برای اضافه کردن ارزش بیشتر به وسیله مدت سرمایه‌گذاری منعکس می‌شود (Cumming & Johan, 2006). اگرچه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایالات متحده ریشه دارد، اما بسیاری از کشورها این تقاضا را دنبال کرده‌اند و سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را به یک پدیده جهانی تبدیل کرده‌اند (Gompers & Lerner, 1999; Félix et al., 2013; Cumming et al., 2012). از جمله برخی از آخرین تحقیقات انجام گرفته خارجی و داخلی در زمینه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌توان به موارد زیر اشاره نمود.

چنگ و همکاران (Cheng et al, 2019) در تحقیقی پویایی و عوامل موثر بر تامین مالی پایدار را براساس شواهد سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر از شرکت‌هایی در چین مورد بررسی قرار داده‌اند. به گفته محققین از سال ۱۹۸۰ تاکنون، سرمایه ریسک‌پذیر به طور گسترده‌ای به عنوان یک منبع موثر برای تامین مالی فعالیت‌های ابتکاری و رشد پایدار شناخته شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که مداخله دولت، فرصت‌های خروج، انباشت سرمایه انسانی، اختراع جدید و زیرساخت‌های حمل و نقل به عنوان پنج عامل مهم برای شکل‌گیری و تکامل فعالیت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر محلی در چین می‌باشند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بین المللی و عوامل نهادی داخلی در شکل دادن به سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در چین از اهمیت بالایی برخوردار می‌باشند.

گونزالز (González, 2019) در طی یک مطالعه موردی، تبادل منابع نوآوری را در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بررسی کرده است. محقق در این مطالعه بررسی می‌کند که شیوع مبادلات منابع نوآوری در سرتاسر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر چگونه موثر خواهد بود. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که منابع ایجاد نوآوری در توجه شرکت‌های سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر موثر بوده و شرکت‌هایی که در این حوزه سرمایه‌گذاری نموده‌اند، موفق‌تر از سایر شرکت‌های سرمایه‌گذار بوده‌اند.

گو و گیان (Gu & Qian, 2018) در تحقیقی به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بر تقویت کارآفرینی در یک بازار نوظهور پرداخته‌اند. به گفته محققین رابطه کارآفرینی و سرمایه‌ریسکی در یک بازار نوظهور و نابالغ، موضوع پژوهشی داغی است، زیرا کارآفرینی عامل مهمی در افزایش رقابت شرکت‌هاست و به عنوان یک نیروی محرک اصلی اقتصاد، به ویژه در حال ظهور و بازارهای نابالغ مانند چین کمک خواهد نمود. نتایج تحقیق نشان داده که

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر موجب رشد کارآفرینی نوآورانه می‌شود، اما موجب تقویت و ارتقاء کارآفرینی کسب و کار نمی‌شود.

ون و همکاران (Wen et al., 2018)، در یک مطالعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر و رابطه آن با نوآوری را در چین بررسی کرده‌اند. در این تحقیق، رابطه غیر خطی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر و نوآوری‌های تکنولوژیکی در ۲۸ استان چین، با استفاده از مدل رگرسیون برای دوره ۲۰۰۱-۲۰۱۴ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان داده که رابطه درون مدل تجربی در واقع غیر خطی است و سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تنها تاثیر مثبت را بر نوآوری در چین در زمانی که سرمایه‌گذاری به اندازه کافی بزرگ و در سطح آستانه است را نشان داده است. با این وجود، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر پس از تقسیم استان‌های نمونه به گروه‌های مختلف، به شدت به توانایی‌های نوآورانه شرکت‌های سرمایه‌گذاری آسیب می‌رساند.

کانسینو و همکاران (Cancino, 2018) در یک مطالعه تجربی به تجزیه و تحلیل کتابشناختی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر پرداخته است. هدف از این مطالعه نشان دادن تحول پژوهش علمی در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۴ بوده است. نتایج حاکی از افزایش میزان چاپ نتایج تحقیقات در زمینه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر طی ۲۵ سال گذشته بوده است. این مقاله ۴۰ نشریه علمی را منتشر کرده که همواره مقاله‌هایی درباره تحقیقات سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر منتشر می‌کنند. سهم اصلی این کار، ایجاد یک مرور کلی از تحقیقات سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بوده که منجر به توسعه یک برنامه تحقیقاتی آینده-نگارانه در زمینه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌شود.

چانگ و کانگ (Chung & Kang, 2018) در تحقیقی به ارزیابی رشد صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کره پرداخته‌اند. هدف محققین از این مقاله بررسی نحوه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کره بوده است. این مقاله همچنین رشد سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را در کره با ایالات متحده مقایسه کرده است. محققین در این مقاله پیش‌بینی رشد صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کره را با استفاده از مدل باس پیش‌بینی کرده‌اند. نویسندگان دریافتند که جریان صندوق نوآورانه در کره، قویتر از آنچه در ایالات متحده آمریکا نشان می‌دهد است، در حالی که سرمایه‌گذاری مجدد در منابع ریسک‌پذیر ضعیف است. این مطالعه پیش‌بینی کرده که سرمایه‌گذاری‌های جدید در کره جنوبی در هر پنج سال به میزان ۵ تا ۷ درصد افزایش می‌یابد و در طول زمان، سرعت رشد کاهش می‌یابد.

آیدیاس و اسچیلو (Aidis & Schillo, 2017) در تحقیقی تاثیر جنسیت را بر رهبری و سرمایه گذاری ریسک پذیر در اوراق بهادار شرکت ها بررسی کرده اند. هدف محققین از این مقاله، ارائه یک شاخص جدید با عنوان رهبری زنان در سرمایه گذاری های کارآفرینی و ریسک پذیر (WLEV) بوده است. نویسندگان خلاصه ای از شاخص WLEV را مطابق با تحقیقات قبلی نیز ارائه داده اند. این شاخص دارای ویژگی های مناسب برای تحقیقات آتی بوده و اولین مقایسه را با آمار موجود ارائه داده است. یافته های نویسندگان نشان داده که رهبری زنان در شرکت های پرتفوی سرمایه گذاری ریسک پذیر دارای نمرات نسبتا کمی بوده است.

بت شکن و همکاران (۱۳۹۶) در طی یک مطالعه تجربی دلایل عدم توسعه یافتگی سرمایه گذاری ریسک پذیر در ایران را مورد مطالعه قرار داده اند. به گفته محققین در این مطالعه سرمایه گذاری ریسک پذیر بر رشد کمی و کیفی کارآفرینی اثری مستقیم دارد. نتایج این تحقیق نشان می دهد که دلایل عدم توسعه یافتگی صنعت سرمایه گذاری ریسک پذیر عبارت بوده اند از: تعداد کم ثبت اختراعات مبتنی بر نیاز بازار، زمان بر بودن فرآیند تاسیس و انحلال شرکت ها، آشنا نبودن با شاخص های ارزیابی موشکافانه، برخورداری نبودن از سازوکار داوری، قراردادهای غیرحرفه ای، محدودیت استراتژی خروج، کمبود سیاست های علمی و اجرایی این صنعت در دولت، کمبود مشوق های مالی و قانونی، وجود بروکراسی اداری، اعطای کمک های بلاعوض و تسهیلات کم بهره؛ همچنین در حال توسعه بودن نظام اقتصادی کشور، نظام مالی کشور، محیط کسب و کارهای نوآورانه، نظام فرهنگی و ضعف در شاخص های منابع انسانی، اعم از مهاجرت نخبگان و صاحبان دانش، کمبود نیروی کار با کیفیت و مشاوره های حرفه ای، آشنایی کمتر دستگاه های نظارتی و اجرایی در گیر با مبانی نظری سرمایه گذاری ریسک پذیر، آشنایی کمتر صاحبان دانش و کارآفرینان با مبانی نظری مالی.

صادقی و خطیب (۱۳۹۵) در تحقیقی به رتبه بندی عقود اسلامی در تامین مالی سرمایه گذاری ریسک پذیر با استفاده از مدل تصمیم گیری چند معیاره TOPSIS پرداخته اند. محققین در این تحقیق، ۸ معیار رتبه بندی عقود اسلامی، از طریق مطالعه و بررسی ادبیات موضوع و تحقیقات صورت گرفته در این زمینه شناسایی و استخراج کرده اند.

احسنی زاد و همکاران (۱۳۹۵) در تحقیقی به رتبه بندی طرح های کسب و کار سرمایه گذاری خطرپذیر با روش تحلیل پوششی داده ها در یک شرکت سرمایه گذاری خطرپذیر ایرانی پرداخته اند.

صادقی شاهدانی و رعایانی (۱۳۹۳) در تحقیقی به تبیین مدل های سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی پرداخته‌اند. پژوهشگران این تحقیق سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی را یکی از روش های نوین تامین مالی اسلامی بیان کرده‌اند که علی رغم اذعان بسیاری از متخصصان بر کارایی این مدل و مزیت های خاص و ویژه آن، آن چنان که باید مورد توجه متخصصان مالی اسلامی قرار نگرفته است. نتایج این تحقیق نشان داده است که علاوه بر عقود مضاربه و مشارکت از عقود مانند مشارکت کاهنده، اجاره موصوف فی‌الذمه، اجاره به شرط تملیک و مدل وکالت- اجاره موصوف فی‌الذمه نیز می توان در فرایند سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی استفاده کرد.

جبل عاملی و آزادگان مهر (۱۳۹۰) در یک مطالعه موردی سرمایه گذاری ریسک پذیر دانشگاهی، در چارچوب سرمایه در دانشگاه علم و صنعت ایران بررسی کرده‌اند. به گفته محققین در این پژوهش سرمایه گذاری ریسک پذیر، یکی از زیرساخت های مهم کارآفرینی فناورانه است که موفقیت شرکت های نوپایان فناوری محور علاوه بر تامین مالی با در اختیار نهادن کمک های مشاوره ای و مدیریتی تسهیل می نماید. محققین در این مقاله یک مدل برای تاسیس صندوق های سرمایه گذاری ریسک پذیر غیر سنتی بررسی کرده‌اند و مدلی برای تاسیس یک صندوق دانشگاهی در ایران بومی سازی نموده‌اند.

بدیعی و همکاران (۱۳۹۰) در یک مطالعه کاربردی با استنتاج پارامترهای تاثیرگذار در شاخص سودآوری پروژه‌های سرمایه گذاری ریسک پذیر صنعتی و معدنی را مورد بررسی قرار داده‌اند. به بیان این محققین آنالیز حساسیت روشی است که با استفاده از مدل سازی یک سیستم، روابط بین پارامترهای ورودی را تعیین کرده و تاثیر هر یک از این پارامترها را بر نتیجه و خروجی مدل می سنجد تا پارامترهایی که بیشترین تاثیر را بر نتیجه دارند به عنوان حساس ترین و مهمترین متغیرهای ورودی شناسایی شوند. نتیجه حاصل شده است که با تمرکز بر روی پارامترهای تاثیر گذار می توان تا حد زیادی ریسک سرمایه گذاری را کاهش داد.

روش‌شناسی پژوهش

با توجه به اینکه هدف این پژوهش طراحی الگوی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک پذیر در ایران می‌باشد، پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع توسعه‌ای است. از نظر رویکرد و استراتژی در دسته پژوهش‌های آمیخته (ابتدا کیفی، سپس کمی) قرار می‌گیرد.

استراتژی پژوهش در مرحله کیفی، زمینه بنیان و در مرحله کمی پیمایش بوده است. رویکردهای آمیخته نوعی از روش پژوهشی محسوب می‌گردد که در آن دو رویکرد رقیب کمی و کیفی در کنار یکدیگر قرار می‌گیرند. به عبارتی روش‌های پژوهش آمیخته نوعی از روش پژوهشی است که در آن محققان به منظور درک عمیق از پدیده‌ها، عناصر روش‌های کمی و کیفی را با هم ادغام می‌کنند.

روش پژوهش کیفی در مرحله اول با استفاده از نظریه زمینه بنیان برای ساخت مدل مفهومی و به منظور تبیین عوامل موثر در توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران استفاده شده است. ابزار گردآوری داده‌ها در این بخش مصاحبه‌های باز عمیق بوده است. در این بخش از خبرگان سرمایه‌گذاری برای ساخت مدل مفهومی و استخراج مفاهیم و مقوله‌ها استفاده شده است. برای این منظور با توجه به اینکه در بخش کیفی نمونه‌گیری نظری بوده و از ابتدا نمی‌توان تعداد نمونه‌ها را مشخص نمود، لذا مصاحبه‌ها تا رسیدن به اشباع نظری انجام گرفته است. برای این منظور نمونه‌گیری به صورت هدفمند از مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس اوراق بهادار با سابقه بالای ۱۰ سال انجام شده و در نفر ۱۷ محقق به اشباع نظری رسیده است. برای اطمینان بیشتر نمونه‌گیری تا نفر ۲۰ نیز ادامه یافته است. بنابراین در مرحله کیفی، نمونه آماری ۲۰ نفر از خبرگان سرمایه‌گذاری بوده است. دسته‌بندی کدها در قالب مقوله‌ها در قالب نرم‌افزار Nvivo انجام شده است. برای اعتبارسنجی نتایج این بخش از تطبیق نتایج با ادبیات پیشین و اعتبارسنجی مجدد از طریق خبرگان استفاده شده که نتایج بدست آمده نشان دهنده تأیید مقوله‌های اصلی و فرعی و مفاهیم در بخش کیفی بوده است. همچنین علاوه بر تأیید نتایج به صورت کیفی، بخش کمی به منظور بررسی و تأیید نتایج بخش کیفی انجام شده است.

در بخش کمی، با استفاده از یافته‌های بخش کیفی (مقوله‌های فرعی و مفاهیم در بخش کیفی) ابتدا پرسشنامه‌ای تدوین شده که هدف بررسی و تأیید نتایج بخش کیفی بوده است. برای این منظور از تحلیل عاملی تأییدی به تفکیک هر یک از مقوله‌های اصلی استفاده شده است. جامعه آماری این بخش شامل مدیران شرکت‌های بورسی در بورس اوراق بهادار می‌باشد. به منظور تعیین حجم نمونه، با توجه به اینکه از تحلیل عاملی تأییدی در جهت تحلیل داده‌ها استفاده شده است و قاعده‌تاً حجم نمونه بیشتری برای برازش مدل لازم است. لذا قوانینی برای تعیین حجم نمونه وجود دارد که در این پژوهش به منظور تعیین حجم نمونه به این قوانین توجه شده است. الف) حداقل اندازه نمونه ۱۰۰ تا ۲۰۰ آزمودنی برای مدل‌های تأییدی یا ساختاری (Boomsma, 1985)، ب) ۵ یا ۱۰ مشاهده برای هر پارامتر مدل (Bentler & Chou, 1990) و

ج) ۱۰ آزمودنی به ازای هر متغیر آشکار (Wolf et al., 2013)؛ بر همین اساس نیز در این پژوهش ۱۰ نمونه به ازای هر متغیر آشکار انتخاب شده است. با توجه به اینکه بیشترین تعداد متغیر آشکار در مقوله اصلی زمینه شکل‌گیری سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بوده است، بنابراین با توجه به وجود ۲۱ متغیر آشکار در این بخش، ۲۱۰ نفر به عنوان حجم نمونه انتخاب شده است. ابزار گردآوری داده‌ها در این بخش پرسشنامه بوده است. روایی پرسشنامه به صورت روایی ظاهری و پایایی آن با استفاده از ضریب آلفای کرونباخ محاسبه و تأیید شده است. مقدار آلفای کرونباخ برای شرایط علی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ۰/۸۹۳، برای شرایط زمینه‌ای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ۰/۹۰۱، برای شرایط مداخله‌گر توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ۰/۸۵۱، برای راهبردهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ۰/۸۰۹، برای پیامدهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ۰/۷۶۹ و برای مقوله محوری ۰/۷۹۴ محاسبه شده که نشان دهنده پایایی مناسب پرسشنامه بوده است.

یافته‌های تحقیق

یافته‌های تحقیق در بخش کیفی

در نظریه داده‌بنیاد، فرایند تحلیل داده‌ها با کدگذاری آغاز می‌شود، کدگذاری داده‌ها شامل سه مرحله کدگذاری باز، کدگذاری محوری، و کدگذاری انتخابی است (Strauss & Corbin, 1990). در این تحقیق بر اساس مصاحبه‌های انجام گرفته، کدهای اولیه استخراج شده است. در مرحله کدگذاری باز^۱ پس از شناسایی کدهای اولیه و در نظر گرفتن کدهای مشابه، ۶۷ کد مفهومی استخراج شد و سپس در مرحله بعد با بررسی این کدها و طبقه‌بندی آنها، ۱۵ مقوله فرعی شناسایی شدند. کدگذاری محوری^۲، مرحله دوم تجزیه و تحلیل در نظریه پردازی داده‌بنیاد است. هدف این مرحله تعیین رابطه بین مقوله‌های ایجاد شده در مرحله کدگذاری باز است. در کدگذاری محوری، محقق پدیده مرکزی یا محوری را شناسایی می‌کند، شرایط علی را تشریح می‌کند، کنش‌ها و واکنش‌ها را مشخص می‌کند، شرایط مداخله‌گر و بستر را شناسایی می‌کند و پیامدها و نتایج راهبردها را برای این پدیده معین می‌کند. این کار بر اساس مدل پارادایم انجام می‌شود و به نظریه پرداز کمک می‌کند تا فرایند نظریه را به سهولت انجام دهد. جدول (۱) تبدیل مفاهیم به دسته‌بندی کلی یعنی مقوله‌های فرعی و اصلی را نشان می‌دهد.

1. Open coding

2. Axial coding

جدول (۱): مقوله های اصلی و فرعی و مفاهیم زیر مجموعه هر کدام در توسعه سرمایه گذاری

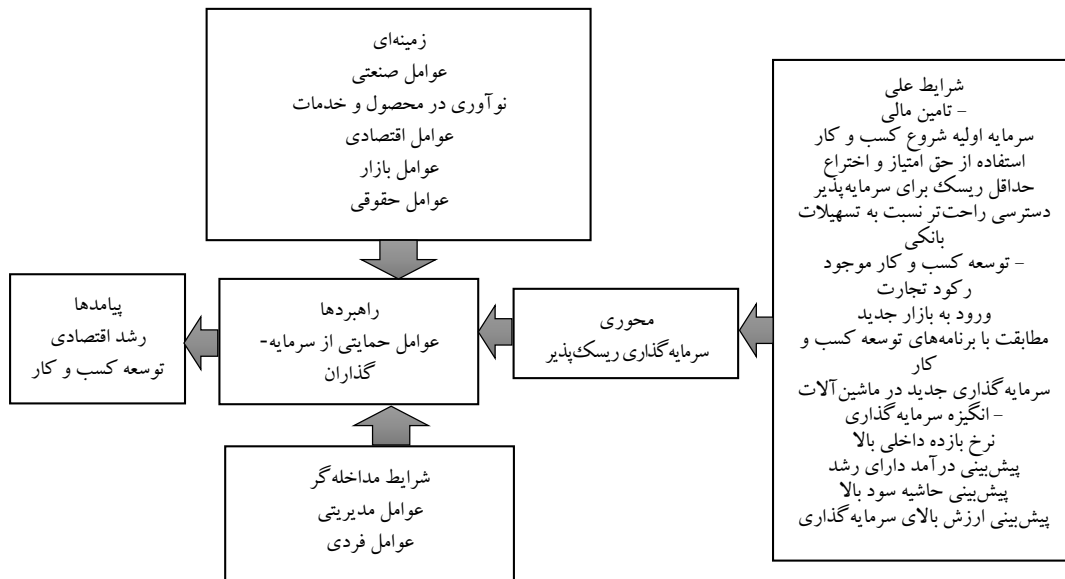
ریسک پذیر

مقوله اصلی	مقوله فرعی	مفاهیم	نماد
تأمین مالی		سرمایه اولیه شروع کسب و کار	Ca11
		استفاده از حق امتیاز و اختراع	Ca12
		حداقل ریسک برای سرمایه پذیر	Ca13
		دسترسی راحت تر نسبت به تسهیلات بانکی	Ca14
توسعه کسب و کار	موجود	رکود تجارت	Ca21
		ورود به بازار جدید	Ca22
		مطابقت با برنامه های توسعه کسب و کار	Ca23
		سرمایه گذاری جدید در ماشین آلات	Ca24
انگیزه سرمایه - گذاری		نرخ بازده داخلی بالا	Ca31
		پیش بینی درآمد دارای رشد	Ca32
		پیش بینی حاشیه سود بالا	Ca33
		پیش بینی ارزش بالای سرمایه گذاری	Ca34
عوامل مدیریتی		تجربه مدیران در صنعت	Co11
		کمبود اطلاعات مدیران	Co12
		دخالت سرمایه گذار در مدیریت بنگاه	Co13
		ترکیب هیئت مدیره و مدیران بنگاه (ساختار ضعیف مدیریت)	Co14
مداخله گر		مدیریت ریسک	Co15
		حضور یک شریک فنی	Co16
		برنامه تجاری مکتوب	Co17
		فرایند طولانی جذب سرمایه گذار	Co18
عوامل فردی		اعتماد بین سرمایه گذار و سرمایه پذیر	Co21
		برنامه خروج کاملاً مشخص برای سرمایه گذار	Co22
		تمایل به موفقیت کارآفرینان و سرمایه پذیران	Co23
		توانایی رهبری و مهارت مدیریتی	Co24
عوامل صنعتی		مسیر موفقیت در صنعت	Cn11
		چشم انداز رشد صنعت	Cn12
		توسعه محصول جدید	Cn21
		مزیت رقابتی محصول یا خدمات	Cn22
نوآوری در محصول و خدمات		فناوری محصول و خدمات	Cn23
		منطبق بودن محصولات و خدمات با نیازهای افراد	Cn24
		حمایت از مالکیت فکری	Cn25
		نرخ تورم	Cn31
عوامل اقتصادی		نرخ ارز	Cn32
		سودآوری بنگاه در گذشته	Cn33
		بی ثباتی اقتصادی	Cn34
		سهم بازار پیش بینی شده	Cn41
عوامل بازار		شرایط بازار	Cn42

مقوله اصلی	مقوله فرعی	مفاهیم	نماد
	عوامل حقوقی	سلامت بازار هدف	Cn43
		موقعیت رقابتی در بازار(انحصار چند جانبه)	Cn44
		نیاز بازار به محصولات و خدمات	Cn45
		قرارداد بین سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر(کارآفرین)	Cn51
		ساز و کار داوری بین سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر	Cn52
		نبود قوانین مدون برای سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر	Cn53
		زمان‌بر بودن فرایند تأسیس و انحلال صندوق سرمایه‌گذاری	Cn54
		قابلیت اجرای قرارداد تأمین مالی	Cn55
		امنیت سرمایه‌گذاری	St11
		نقل و انتقال آزادانه سرمایه	St12
عوامل حمایتی از سرمایه‌گذاران	آموزش و تربیت نیروی انسانی متخصص در زمینه سرمایه‌گذاری خطر پذیر	ایجاد زیرساخت‌ها(جاده، انرژی و ...)	St13
			St14
		حمایت اعتباری دانشگاه‌ها	St15
		ایجاد بازار مجزای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطر پذیر در بورس	St16
		تضمین بخش یا تمام سرمایه‌گذاری توسط دولت	St21
		معافیت مالیاتی و بیمه‌ای	St22
		معافیت گمرکی	St23
		اعضای تسهیلات کم‌بهره	St24
		کاهش بوروکراسی اداری	St25
		حمایت‌های دولتی	رشد اقتصادی
افزایش تولید داخلی	Ou12		
افزایش درآمد مالی	Ou13		
افزایش تقاضا	Ou14		
افزایش قدرت خرید	Ou15		
ایجاد شرکت‌های دانش‌بنیان	Ou21		
توسعه شرکت‌های کوچک و متوسط	Ou22		
توسعه استارت‌آپ‌ها	Ou23		
سرمایه‌گذاری برای تأمین بودجه اولیه	Vc1		
سرمایه‌گذاری ثابت اولیه	Vc2		
ریسک‌پذیر	ریسک‌پذیر مرحله توسعه	Vc3	
محوری			

در نهایت پس از کدگذاری باز و کدگذاری محوری، کدگذاری انتخابی انجام شده است. کدگذاری انتخابی مهم‌ترین مرحله نظریه پردازی است که در آن، محقق مقوله محوری را با سایر موارد ارتباط می‌دهد، ارتباط آنها را بیان می‌کند و مقوله‌هایی که احتیاج به بهبود و بازنگری دارند را اصلاح می‌کند (دانایی فرد و اسلامی، ۱۳۹۰). پس از ارائه شش دسته شرایط علی شامل افزایش تأمین مالی، توسعه کسب و کار موجود و انگیزه سرمایه‌گذاری؛ شرایط مداخله‌گر شامل عوامل مدیریتی و عوامل فردی؛

شرایط زمینه‌ای شامل عوامل صنعتی، نوآوری در محصول و خدمات، عوامل اقتصادی، عوامل بازار و عوامل حقوقی؛ راهبردها شامل عوامل حمایتی از سرمایه‌گذاران و حمایت‌های دولتی؛ پیامدهای سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر شامل رشد اقتصادی و توسعه کسب و کار جدید؛ و مقوله محوری که سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر نام‌گذاری شده، ارتباط بین مقوله‌های مختلف ایجاد و مدل پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ایجاد شده که در شکل (۱) نشان داده شده است.



شکل (۱): مدل پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

یافته‌های تحقیق در بخش کمی

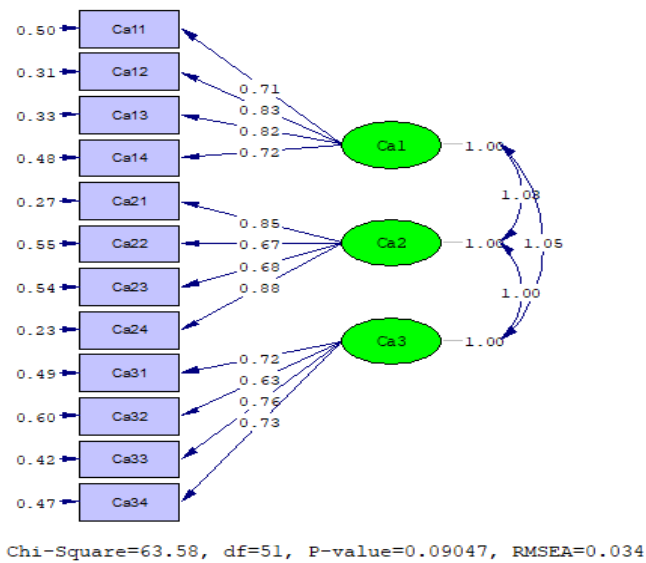
پس از دستیابی به مدل پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی، هر یک از اجزاء مدل پارادایم مورد بررسی قرار گرفته است تا از مناسب بودن هر یک از مقوله‌های اصلی و کدگذاری‌های انجام شده در جامعه مورد مطالعه اطمینان حاصل شود. نتایج مربوط به شاخص‌های مناسب بودن تحلیل عاملی تأییدی مدل شرایط علی نشان می‌دهد که مقدار کای اسکوئر برابر ۶۳/۵۸ با درجه آزادی ۵۱ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکوئر بهنجار شده (حاصل تقسیم کای اسکوئر بر درجه آزادی) برابر ۱/۲۴۶ محاسبه گردیده که نشان دهنده مناسب بودن مدل تأییدی از نظر این شاخص بوده است. ریشه میانگین مربعات خطای تقریب (RMSEA) برابر

۰/۰۳۴ محاسبه شده است که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. مقدار شاخص نیکویی برازش (GFI) نیز ۰/۹۱ بدست آمده که چون بزرگتر از ۰/۹ بوده است، می‌توان عنوان نمود که مدل تاییدی شرایط علی خوب بوده است. مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده (SRMR) برابر ۰/۰۶۹ بدست آمده که نشان دهنده مقادیر قابل قبول برای مدل بوده است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که تأمین مالی، توسعه کسب و کار موجود و انگیزه سرمایه‌گذاری در دسته شرایط علی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر قرار می‌گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر t متناظر برای بررسی معنی‌داری بارهای عاملی مدل شرایط علی در جدول (۵) نشان داده شده است.

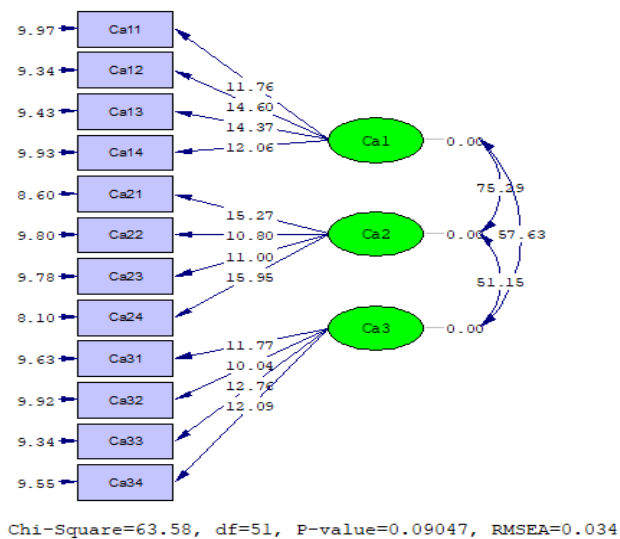
جدول (۵): بارهای عاملی و مقادیر t متناظر مدل تأییدی شرایط علی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

مقدار t	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۱/۷۶	۰/۷۱	CA1 <--- CA11
۱۴/۶۰	۰/۸۳	CA1 <--- CA12
۱۴/۳۷	۰/۸۲	CA1 <--- CA13
۱۲/۰۶	۰/۷۲	CA1 <--- CA14
۱۵/۲۷	۰/۸۵	CA2 <--- CA21
۱۰/۸۰	۰/۶۷	CA2 <--- CA22
۱۱/۰۰	۰/۶۸	CA2 <--- CA23
۱۵/۹۵	۰/۸۸	CA2 <--- CA24
۱۱/۷۷	۰/۷۲	CA3 <--- CA31
۱۰/۰۴	۰/۶۳	CA3 <--- CA32
۱۲/۷۶	۰/۷۶	CA3 <--- CA33
۱۲/۰۹	۰/۷۳	CA3 <--- CA34

با توجه به اینکه مقادیر t متناظر هر بار عاملی در جدول (۵) بزرگتر از ۱/۹۶ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده و ارتباط بین مقوله‌های فرعی با مقوله‌های اصلی در شرایط علی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تأیید می‌گردد. برای مثال در شکل (۲) نتایج مربوط به بارهای عاملی و در شکل (۳) مقادیر t متناظر هر یک از بارهای عاملی تحلیل عاملی تاییدی مدل شرایط علی نشان داده شده است.



شکل (۲): بارهای عاملی مدل تأییدی شرایط علی توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر



شکل (۳): مقادیر t متناظر بارهای عاملی مدل تأییدی شرایط علی توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر

نتایج مربوط به شاخص‌های مناسب بودن تحلیل عاملی تأییدی مدل بستر و زمینه توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر نشان می‌دهد که مقدار کای اسکوئر برابر ۲۳۴/۶۵ با درجه آزادی ۱۷۹ بدست آمده است. مقدار

شاخص کای اسکوتر بهنجار شده برابر $۱/۳۱۰$ ، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر $۰/۰۳۸$ ، مقدار شاخص نیکویی برازش $۰/۸۸$ و مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده برابر $۰/۰۷۵$ بدست آمده که نشان دهنده مقادیر قابل قبول برای مدل بوده است. بنابر این می‌توان نتیجه گرفت که عوامل صنعتی، نوآوری در محصول و خدمات، عوامل اقتصاد، عوامل بازار و عوامل حقوقی در دسته بستر و زمینه توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر قرار می‌گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر t متناظر برای بررسی معنی‌داری بارهای عاملی مدل بستر و زمینه توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در جدول (۶) نشان داده شده است.

جدول (۶): بارهای عاملی و مقادیر t متناظر مدل تأییدی بستر و زمینه توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

مقدار t	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۲/۳۶	۰/۷۱	CO1 <---
۱۳/۹۵	۰/۷۸	CO1 <---
۱۶/۸۶	۰/۸۶	CO2 <---
۱۳/۷۲	۰/۷۵	CO2 <---
۱۶/۸۸	۰/۸۶	CO2 <---
۱۲/۳۶	۰/۷۰	CO2 <---
۱۲/۸۳	۰/۷۲	CO2 <---
۱۶/۹۲	۰/۸۷	CO3 <---
۱۲/۷۶	۰/۷۱	CO3 <---
۱۱/۲۱	۰/۶۵	CO3 <---
۱۳/۵۱	۰/۷۴	CO3 <---
۱۷/۰۳	۰/۹۴	CO4 <---
۱۲/۰۷	۰/۷۱	CO4 <---
۱۰/۷۱	۰/۶۶	CO4 <---
۱۷/۸۴	۰/۸۳	CO4 <---
۱۴/۹۲	۰/۵۹	CO4 <---
۱۹/۹۶	۰/۸۱	CO5 <---
۱۵/۰۶	۰/۸۱	CO5 <---
۱۶/۳۰	۰/۸۵	CO5 <---
۱۶/۳۶	۰/۸۶	CO5 <---
۱۲/۹۲	۰/۷۳	CO5 <---

با توجه به اینکه مقادیر t متناظر هر بار عاملی در جدول (۶) بزرگتر از $1/96$ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده و ارتباط بین مقوله‌های فرعی با مقوله‌های اصلی در زمینه توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تأیید می‌گردد.

نتایج مربوط به شاخص‌های مناسب بودن تحلیل عاملی تأییدی مدل شرایط مداخله‌گر توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر نشان می‌دهد که مقدار کای اسکوئر برابر $62/25$ با درجه آزادی ۵۳ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکوئر بهنجار شده برابر $1/174$ ، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر $0/029$ ، مقدار شاخص نیکویی برازش $0/93$ و مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی‌مانده استاندارد شده برابر $0/058$ بدست آمده که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که عوامل مدیریتی و عوامل فردی در دسته شرایط مداخله‌گر توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر قرار می‌گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر t متناظر برای بررسی معنی‌داری بارهای عاملی مدل شرایط مداخله‌گر توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در جدول (۷) نشان داده شده است.

جدول (۷): بارهای عاملی و مقادیر t متناظر مدل تأییدی شرایط مداخله‌گر توسعه سرمایه-گذاری ریسک‌پذیر

مقدار t	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۱/۵۷	۰/۹۸	CO1 <--- CO11
۸/۳۳	۰/۵۴	CO1 <--- CO12
۹/۸۲	۰/۶۲	CO1 <--- CO13
۱۲/۹۲	۰/۷۷	CO1 <--- CO14
۱۴/۵۴	۰/۸۳	CO1 <--- CO15
۱۴/۲۲	۰/۸۲	CO1 <--- CO16
۱۴/۸۴	۰/۸۴	CO1 <--- CO17
۱۵/۰۵	۰/۸۵	CO1 <--- CO18
۱۲/۱۵	۰/۷۳	CO2 <--- CO21
۱۱/۳۶	۰/۷۰	CO2 <--- CO22
۱۰/۳۱	۰/۶۵	CO2 <--- CO23
۱۱/۰۷	۰/۶۸	CO2 <--- CO24

با توجه به اینکه مقادیر t متناظر هر بار عاملی در جدول (۷) بزرگتر از $1/96$ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده و ارتباط بین مقوله‌های فرعی با مقوله‌های اصلی در شرایط مداخله‌گر توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تأیید می‌گردد.

نتایج مربوط به شاخص‌های مناسب بودن تحلیل عاملی تأییدی راهبردهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر نشان می‌دهد که مقدار کای اسکوئر برابر $66/67$ با درجه آزادی ۴۳ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکوئر بهنجار شده برابر $1/550$ ، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر $0/051$ ، مقدار شاخص نیکویی برازش $0/91$ و مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده برابر $0/060$ بدست آمده که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که عوامل حمایتی از سرمایه‌گذاران و حمایت‌های دولتی راهبردهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر قرار می‌گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر t متناظر برای بررسی معنی‌داری بارهای عاملی مدل راهبردهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در جدول (۸) نشان داده شده است.

جدول (۸): بارهای عاملی و مقادیر t متناظر مدل تأییدی راهبردهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

مقدار t	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۲/۴۵	۰/۷۳	ST11 <--- ST1
۱۳/۱۳	۰/۷۷	ST12 <--- ST1
۲۰/۳۳	۰/۶۸	ST13 <--- ST1
۱۲/۰۲	۰/۷۲	ST14 <--- ST1
۱۲/۹۰	۰/۷۵	ST15 <--- ST1
۱۱/۹۹	۰/۷۱	ST16 <--- ST1
۱۴/۴۵	۰/۸۲	ST21 <--- ST2
۱۴/۸۹	۰/۸۳	ST22 <--- ST2
۲۰/۳۰	۰/۹۶	ST23 <--- ST2
۱۲/۶۲	۰/۷۴	ST24 <--- ST2
۱۳/۱۲	۰/۹۸	ST25 <--- ST2

با توجه به اینکه مقادیر t متناظر هر بار عاملی در جدول (۸) بزرگتر از $1/96$ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده و ارتباط بین مقوله های فرعی با مقوله های اصلی در راهبردهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر تأیید می گردد.

نتایج مربوط به شاخص های مناسب بودن تحلیل عاملی تاییدی پیامدهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر نشان می دهد که مقدار کای اسکوئر برابر $24/04$ با درجه آزادی ۱۹ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکوئر بهنجار شده برابر $1/265$ ، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر $0/036$ ، مقدار شاخص نیکویی برازش $0/88$ و مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده برابر $0/079$ بدست آمده که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. بنابراین می توان نتیجه گرفت که رشد اقتصادی و توسعه کسب و کار جدید در دسته پیامدهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر قرار می گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر t متناظر برای بررسی معنی داری بارهای عاملی مدل پیامدهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در جدول (۹) نشان داده شده است.

جدول (۹): بارهای عاملی و مقادیر t متناظر مدل تاییدی پیامدهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر

مقدار t	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۱/۱۵	۰/۶۸	OU1 <--- OU11
۱۱/۵۹	۰/۷۰	OU1 <--- OU12
۱۲/۵۷	۰/۷۵	OU1 <--- OU13
۱۸/۲۷	۰/۹۵	OU1 <--- OU14
۱۵/۶۴	۰/۸۶	OU1 <--- OU15
۱۴/۹۴	۰/۸۴	OU2 <--- OU21
۱۴/۳۱	۰/۸۱	OU2 <--- OU22
۱۴/۷۴	۰/۸۳	OU2 <--- OU23

با توجه به اینکه مقادیر t متناظر هر بار عاملی در جدول (۹) بزرگتر از $1/96$ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح

اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده و ارتباط بین مقوله‌های فرعی با مقوله‌های اصلی در پیامدهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تأیید می‌گردد.

نتایج مربوط به شاخص‌های مناسب بودن تحلیل عاملی تاییدی پدیده محوری نشان می‌دهد که مقدار کای اسکوتر برابر $25/82$ با درجه آزادی ۱۴ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکوتر بهنجار شده برابر $1/844$ ، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر $0/065$ ، مقدار شاخص نیکویی برازش $0/90$ و مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده برابر $0/059$ بدست آمده که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به عنوان پدیده محوری در صنعت مورد مطالعه مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر t متناظر برای بررسی معنی‌داری بارهای عاملی مدل پدیده محوری در جدول (۱۰) نشان داده شده است.

جدول (۱۰): بارهای عاملی و مقادیر t متناظر مدل تأییدی مقوله محوری توسعه سرمایه‌گذاری

ریسک‌پذیر

مقدار t	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۲/۰۵	۰/۷۸	VC1 <--- VC
۱۱/۶۳	۰/۷۶	VC2 <--- VC
۱۲/۴۸	۰/۸۱	VC3 <--- VC

با توجه به اینکه مقادیر t متناظر هر بار عاملی در جدول (۱۰) بزرگتر از $1/96$ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده و ارتباط بین مقوله‌های فرعی با مقوله‌های اصلی در پدیده محوری مورد تأیید قرار می‌گیرد.

نتیجه‌گیری و بحث

این پژوهش به دنبال طراحی الگوی بهینه توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران با استفاده از تئوری زمینه بنیان بوده است. بر همین اساس ابتدا با استفاده از روش کیفی نظریه زمینه بنیان، الگوی پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران ایجاد شد. نتایج در این بخش نشان داد که در داخل کشور شرایط علی تأثیرگذار بر شکل‌گیری سرمایه‌گذاری ریسک

پذیر تأمین مالی، توسعه کسب و کار موجود و انگیزه سرمایه گذاری بوده است. به عبارتی کسب و کارهای جدید برای تأمین مالی کسب و کارهای خود بر اساس دلایلی مانند دسترسی ساده تر به منابع مالی، نیاز به سرمایه اولیه شروع کسب و کار، دارا بودن حداقل ریسک برای سرمایه پذیر، تمایل بیشتری به استفاده از سرمایه های ریسک پذیر دارند. مقوله های دیگر مانند انگیزه سرمایه - گذاران ریسک پذیر برای دستیابی به سود بیشتر و توسعه کسب و کارهای موجود از دیگر شرایط علی شکل گیری سرمایه گذاری ریسک پذیر می باشند. در الگوی پارادایمی توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر، دو مقوله اصلی شرایط زمینه ای و شرایط مداخله گر به عنوان مقوله - هایی تلقی می شوند که می توانند بر سرمایه گذاری ریسک پذیری اثر گذار باشند. در شرایط زمینه ای، عوامل صنعتی، نوآوری در محصول و خدمات، عوامل اقتصادی، عوامل بازار و عوامل حقوقی به عنوان بستر و زمینه هایی تلقی می شوند که می توانند باعث توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر تلقی شوند. بایستی توجه نمود که هر یک از این عوامل می توانند مسیری مستقیم و یا معکوس برای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیری ایجاد کنند. برای مثال اگر چشم انداز رشد صنعتی برای سرمایه گذاران ریسک پذیر دارای رشد نباشد، به طور طبیعی این سرمایه گذار تمایلی برای سرمایه گذاری نخواهد داشت. به همین ترتیب می توان سایر مفاهیم و مقوله های فرعی را نیز در این چارچوب بررسی نمود. بایستی توجه شود که سرمایه گذاری ریسک پذیر نیاز به بستر مناسبی دارد که می تواند محرک این نوع سرمایه گذاری تلقی شود. بنابراین بایستی سیاستگذاران کلان در حوزه های مختلف اقتصادی و صنعتی به این عوامل توجه نمایند. در بحث شرایط مداخله گر، نتایج نشان می دهد که عوامل مدیریتی و عوامل فردی به عنوان مداخله - گرهایی تلقی می شوند که بیشتر متکی بر خصوصیات و ویژگی های افراد و مدیران کسب و کارها است و تصمیمات و ویژگی های آنها می تواند بر فرایند سرمایه گذاری ریسک پذیر تأثیر داشته باشد. تجربه مدیران در صنعت، کمبود اطلاعات مدیران، دخالت سرمایه گذار در مدیریت بنگاه، اعتماد بین سرمایه گذار و سرمایه پذیر و توانایی رهبری و مهارت مدیریتی از جمله مفاهیمی در این حوزه می باشند که می توانند بر سرمایه گذاری ریسک پذیر اثر مداخله گری داشته باشند. در این بخش می توان این گونه بیان نمود که برای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در بعد مدیریتی بایستی تجربه و مهارت های مدیران کسب کارها را در بخش های مختلف تقویت نموده و آنان را با ابعاد و انواع سرمایه گذاری ریسک پذیر آشنا نمود. در بحث فردی، توسعه سرمایه - گذاری ریسک پذیر نیاز به افراد و کارآفرینانی دارد که تمایل به موفقیت داشته و خود نیز از

مهارت‌های مدیریتی و رهبری بیشتری برخوردارند. مبحث بعدی در الگوی پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، راهبردهای مختلفی است که می‌تواند باعث توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر شود. راهبردها در الگوی پارادایم نشان دهنده انواع مسیر حرکت به سمت هدف تلقی می‌شوند. نتایج در این بخش نشان داده است که عوامل حمایتی از سرمایه‌گذاران ریسک-پذیر و حمایت‌های دولتی می‌توانند به عنوان دو راهبرد اصلی در این حوزه تلقی شوند. هر دو این مقوله‌ها نشان می‌دهند که مشارکت‌کنندگان در این تحقیق به نوعی نیاز به دلگرمی دارند که بتوانند سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را توسعه دهند. این حمایت‌ها مختص حمایت‌های دولتی نبوده و حمایت‌هایی مانند احساس امنیت سرمایه‌گذاری، فراهم کردن شرایطی برای نقل و انتقال آزادانه سرمایه‌گذاری، حمایت‌های اعتباری دانشگاه‌ها و مراکز پژوهشی از جمله راهبردهای مناسب در توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تلقی می‌شود. در نهایت می‌توان اینگونه بیان نمود که توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر دارای پیامدهایی مانند رشد اقتصادی و توسعه کسب و کار جدید است که هدف غایی از توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر محسوب می‌شوند. همه این مقوله‌ها بر مبنای مقوله محوری توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر که دارای سه بعد سرمایه‌گذاری برای تأمین بودجه اولیه، سرمایه‌گذاری ثابت اولیه و سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر مرحله توسعه می‌باشد، قرار گرفته‌اند.

در نهایت پس از بخش کیفی به منظور تأیید نتایج این بخش، در بخش کمی از تحلیل عاملی تأییدی استفاده شد که نتایج بر مبنای بارهای عاملی، مقادیر t و شاخص‌های بررسی مناسب بودن مدل‌های تأییدی بررسی شد. نتایج این بخش نشان دهنده تأیید نتایج بخش کیفی بوده است. بر همین اساس به پژوهشگران بعدی پیشنهاد می‌گردد تا الگوی پارادایمی این تحقیق را در جامعه‌های آماری مختلف بررسی کرده و الگو را اعتبارسنجی نمایند. همچنین پیشنهاد می‌گردد تا با استفاده از روش‌های تصمیم‌گیری چند شاخصه اقدام به رتبه‌بندی و تعیین اهمیت مقوله‌های فرعی و مفاهیم نمایند.

منابع

- احسنی‌زاد، سامان؛ پیشوایی، میرسامان و کریمی، امیرعلی (۱۳۹۵)، رتبه بندی طرح های کسب و کار سرمایه گذاری خطرپذیر با روش تحلیل پوششی داده ها- مورد مطالعه: یک شرکت سرمایه گذاری خطرپذیر ایرانی، مجله مدیریت نوآوری، ۵(۲)، ۸۷-۱۰۸.
- بت شکن، محمد هاشم؛ عبده تبریزی، حسین؛ دهقان دهنوی، محمد علی و قربانی بوانی، مهسا (۱۳۹۶)، دلایل عدم توسعه یافتگی سرمایه گذاری ریسک پذیر در ایران، چشم انداز مدیریت مالی، ۲۰(۲)، ۱۵۱-۱۳۳.
- بدیعی، حسین؛ امامی، احمد؛ غلامی، رئوف و یوسفی، مهیار (۱۳۹۰)، استنتاج پارامترهای تاثیرگذار در شاخص سودآوری پروژه های سرمایه گذاری ریسک پذیر صنعتی و معدنی با استفاده از تحلیل، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۲(۸)، ۱۵۵-۱۶۹.
- بیگدلو، مهدی و اصولیان، محمد (۱۳۸۵)، ماهیت و نقش سرمایه گذاری مخاطره پذیر در اقتصاد (راهکارهای راهبردی برای ایران)، دومین کنفرانس ملی سرمایه گذاری مخاطره پذیر، تهران.
- جبل عاملی، محمدسعید و آزادگان مهر، ماندانا (۱۳۹۰)، سرمایه گذاری ریسک پذیر دانشگاهی، در چارچوب سرمایه گذاری ریسک پذیر غیر سنتی (مطالعه موردی دانشگاه علم و صنعت ایران)، فصلنامه بهبود مدیریت، شماره ۱۳، ۱۰۲.
- صادقی شاهدانی، مهدی و رعابائی، مهدی (۱۳۹۳)، تبیین مدل های سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی، نشریه تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۶، ۳۷-۶۶.
- صادقی، مهدی و خطیب، محمود (۱۳۹۵)، رتبه بندی عقود اسلامی در تامين مالی سرمایه گذاری ریسک پذیر با استفاده از مدل تصمیم گیری چند معیاره TOPSIS، نشریه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی، شماره ۴، ۳۶-۱.
- Aidis, R., & Schillo, R. S. (2017). Gender, leadership and venture capital: measuring women's leadership in VC firm portfolios. *International Journal of Gender and Entrepreneurship*, 9(2), 110-135.
- Bentler, P. M., & Chou, C. P. (1990). Model search with TETRAD II and EQS. *Sociological Methods & Research*, 19(1), 67-79.
- Boomsma, A. (1985). Nonconvergence, improper solutions, and starting values in LISREL maximum likelihood estimation. *Psychometrika*, 50(2), 229-242.
- Braunerhjelm, P., & Parker, S. C. (2010). Josh Lerner: recipient of the 2010 Global Award for Entrepreneurship Research. *Small Business Economics*, 35(3), 245-254.
- Cancino, C. A., Merigo, J. M., Torres, J. P., & Diaz, D. (2018). A bibliometric analysis of venture capital research. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 23(45), 182-195.
- Cheng, C. Y., & Tang, M. J. (2019). Partner-selection effects on venture capital investment performance with uncertainties. *Journal of Business Research*, 95, 242-252.
- Cheng, C., Hua, Y., & Tan, D. (2019). Spatial dynamics and determinants of sustainable finance: Evidence from venture capital investment in China. *Journal of Cleaner Production*.

- Cherif, M., & Gazdar, K. (2011). What drives venture capital investments in Europe? New results from a panel data analysis. *Journal of Applied Business and Economics*, 12(3), 122-139.
- Chung, H. J., & Kang, M. Y. (2018). Assessing venture capital industry growth in Korea. *Managerial Finance*, 44(1), 74-85.
- Cumming, D., & Johan, S. (2010). Venture capital investment duration. *Journal of Small Business Management*, 48(2), 228-257.
- Cumming, D., Fleming, G., Johan, S., & Takeuchi, M. (2012). Legal protection, corruption and private equity returns in Asia. In *Entrepreneurship, Governance and Ethics* (pp. 173-193). Springer, Dordrecht.
- Félix, E. G. S., Pires, C. P., & Gulamhussen, M. A. (2013). The determinants of venture capital in Europe—Evidence across countries. *Journal of Financial Services Research*, 44(3), 259-279.
- Gompers, P., & Lerner, J. (1999). An analysis of compensation in the US venture capital partnership. *Journal of Financial Economics*, 51(1), 3-44.
- González-Urbe, J. (2019). NNExchanges of innovation resources inside venture capital portfolios. *Journal of Financial Economics*.
- Groh, A. P., & Wallmeroth, J. (2016). Determinants of venture capital investments in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 29, 104-132.
- Gu, W., & Qian, X. (2018). Does venture capital foster entrepreneurship in an emerging market? *Journal of Business Research*.
- Hain, D., Johan, S., & Wang, D. (2016). Determinants of cross-border venture capital investments in emerging and developed economies: The effects of relational and institutional trust. *Journal of Business Ethics*, 138(4), 743-764.
- Isaksson, A. (2006). Studies on the venture capital process (Doctoral dissertation, Handelshögskolan vid Umeå universitet).
- Jeng, L. A., & Wells, P. C. (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of corporate Finance*, 6(3), 241-289.
- Strauss, A., & Corbin, J. (1990). *Basics of qualitative research*. Sage publications.
- Wen, J., Yang, D., Feng, G. F., Dong, M., & Chang, C. P. (2018). Venture capital and innovation in China: The non-linear evidence. *Structural Change and Economic Dynamics*, 46, 148-162.
- Wolf, E. J., Harrington, K. M., Clark, S. L., & Miller, M. W. (2013). Sample size requirements for structural equation models: An evaluation of power, bias, and solution propriety. *Educational and psychological measurement*, 73(6), 913-934.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.