



RESEARCH ARTICLE

Analysis of the Legal Infrastructure of Venture Capital Development in Iran

Parisa Alizadeh^{1*}, Sajedeh Mokhtari Hasan Abad², Seyed Mahdi Sadat Rasoul³

1. Assistant Professor of Technology Management, Department of Science, Technology and Innovation Financing and Economics, National Research Institute for Science Policy (NRISP), Tehran, Iran

* Corresponding Author's Email: alizadeh@nrisp.ac.ir

2. PhD in Technology Management, Faculty of Management, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

Email: sajedeh.Mokhtari@srbiau.ac.ir

3. Assistant Professor of Industrial Engineering, Faculty of Management, Kharazmi University, Karaj, Iran

Email: msadatrasoul@khu.ac.ir

 <https://doi.org/10.22059/jppolicy.2024.98668>

Received: 8 April 2024
Accepted: 10 September 2024

ABSTRACT

Despite the limited financial resources available for technological entrepreneurship in Iran, particularly in terms of bank-oriented financing, venture capital (VC) plays a relatively minor role in financing knowledge-based and technology-driven companies. Strengthening the legal infrastructure through appropriate incentives could promote VC growth. This article, after reviewing the theoretical foundations, performs an importance-performance analysis of the legal components affecting VC in Iran at two levels: macro policies and specific regulations related to VC funds. This analysis was carried out by distributing a semi-structured questionnaire among CEOs and vice presidents of VC funds, non-governmental research and technology funds, and other private companies. The current state of the legal infrastructure for VC was then examined by analyzing relevant laws and comparing them with prioritized legal components. The aim was to suggest solutions to address legal gaps and enhance relevant laws. The findings indicated that, except for tax incentives, other key legal components necessary for VC development are not adequately addressed in the existing laws. To address this deficiency, it is recommended that the social security law be revised to consider the nature of startups and technology companies, and that the intellectual property system be organized to increase demand for venture capital. Additionally, policymakers are advised to continue and streamline processes related to existing tax exemptions, provide tax exemptions for profits reinvested in production rather than distributed among shareholders, and impose taxes on speculative activities outside the innovation ecosystem to channel financial resources into technological entrepreneurship.

Keywords: Venture Capital, Legal Infrastructure, Importance-Performance Analysis, Tax Allowance, Iran.

Citation: Alizadeh, Parisa; Mokhtari Hasan Abad, Sajedeh; Sadat Rasoul, Seyed Mahdi (2024). Analysis of the Legal Infrastructure of Venture Capital Development in Iran. *Iranian Journal of Public Policy*, 10 (3), 9-29.

DOI: <https://doi.org/10.22059/jppolicy.2024.98668>

Published by University of Tehran.



This Work Is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International \(CC BY-NC 4.0\)](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)



مقاله پژوهشی

تحلیل زیرساخت قانونی توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران

پریسا علیزاده^۱، ساجده مختاری حسن‌آباد^۲، سیدمهدی سادات‌رسول^۳

۱. استادیار مدیریت فناوری، مؤسسه تحقیقات سیاست علمی کشور، تهران، ایران
* رایانامه نویسنده مسئول: alizadeh@nrsp.ac.ir

۲. دکتری مدیریت فناوری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
رایانامه: sajede.h.mokhtari@srbiau.ac.ir

۳. استادیار مهندسی صنایع، دانشکده مدیریت، خوارزمی، کرج، ایران
رایانامه: msadatr@soul.khu.ac.ir



<https://doi.org/10.22059/jppolicy.2024.98668>

تاریخ دریافت: ۲۰ فروردین ۱۴۰۳
تاریخ پذیرش: ۲۰ شهریور ۱۴۰۳

چکیده

علیرغم محدودیت منابع مالی کارآفرینی فناورانه به خصوص تأمین مالی بانک‌محور، سهم سرمایه‌گذاری خطرپذیر در تأمین مالی کسب‌وکارهای دانش‌بنیان و شرکت‌های مبتنی بر فناوری در ایران بالا نیست. تقویت زیرساخت قانونی و مداخله دولت با ارائه مشوق‌های قانونی مناسب می‌تواند به تقویت سرمایه‌گذاری خطرپذیر کمک کند. در این مقاله پس از مطالعه پیشینه و مبانی نظری، تحلیل اهمیت-عملکرد برای مؤلفه‌های قانونی مؤثر بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران در دو سطح (سیاست‌های عمومی و کلان/محیط کسب‌وکار، قوانین و مقررات مربوط به حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر) با توزیع پرسشنامه نیمه‌ساخت‌یافته بین مدیران عامل و معاونان صندوق‌های جسورانه بورسی، صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی و دیگر صندوق‌ها و شرکت‌های خصوصی سرمایه‌گذاری خطرپذیر انجام و اولویت این مؤلفه‌ها مشخص شد. سپس وضعیت فعلی زیرساخت قانونی سرمایه‌گذاری خطرپذیر با تحلیل محتوای قوانین مرتبط بررسی و پس از مقایسه با مؤلفه‌های قانونی اولویت‌دار، پیشنهاداتی برای رفع خلأهای قانونی و تقویت قوانین مرتبط ارائه شد. نتایج این مطالعه نشان داد که به جز مشوق‌های مالیاتی، سایر مؤلفه‌های اولویت‌دار توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در قوانین مرتبط پوشش داده نمی‌شوند و قوانین موجود بدون ملحوظ‌داشتن مؤلفه‌های مزبور تدوین شده‌اند. برای رفع این نقیصه، تقویت قانون تأمین اجتماعی با در نظر گرفتن ماهیت فعالیت کسب و کارهای نوپا و شرکت‌های فناور و ساماندهی نظام مالکیت فکری به منظور افزایش تقاضا برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر پیشنهاد می‌شود. همچنین سیاست‌گذاران؛ تداوم و تسهیل فرآیندهای مربوط به معافیت‌های مالیاتی موجود، پیش‌بینی معافیت مالیاتی برای سودهایی که بین سهامداران توزیع نمی‌شود بلکه مجدداً در تولید سرمایه‌گذاری می‌شود را در نظر بگیرند و مالیات‌هایی را برای فعالیت‌های سودآورانه خارج از اکوسیستم نوآوری تعریف کنند تا منابع مالی به سمت کارآفرینی فناورانه هدایت شود.

واژگان کلیدی: سرمایه‌گذاری خطرپذیر، زیرساخت قانونی، تحلیل اهمیت-عملکرد، معافیت مالیاتی، ایران

استناد: علیزاده، پریسا؛ مختاری حسن‌آباد، ساجده؛ سادات‌رسول، سیدمهدی (۱۴۰۳). تحلیل زیرساخت قانونی توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران. فصلنامه سیاستگذاری عمومی، ۱۰ (۳)، ۲۹-۹.

DOI: <https://doi.org/10.22059/jppolicy.2024.98668>



ناشر: دانشگاه تهران.

مقدمه

کارآفرینان با خطرپذیری به راه‌اندازی کسب‌وکارهای جدیدی مبادرت کرده و به ایجاد اشتغال، توسعه فناوری‌ها و نوآوری‌ها و رشد اقتصادی در بلندمدت کمک می‌کنند (Pezeshkan et al., 2022). کسب‌وکارهای نوپا و فناور، موجب رشد اقتصادی (Salem, 2018) و کارآمدی نظام‌های اقتصادی نوین هستند (Wellalage & Fernandez, 2019; Fazekas & Becsky, 2021) و تأمین مالی بیرونی کافی و مناسب برای آنها، به‌ویژه برای کسب و کارهای نوپا، اهمیت زیادی دارد (Nagy, 2019). بنگاه‌های کارآفرین می‌توانند از منابع مختلف و متناسب با مرحله رشد خود تأمین مالی شوند، برخی مطالعات درباره دو منبع تأمین مالی بانکی و سهام (بازار سرمایه) انجام شده و مشخصه‌های این دو شیوه تأمین مالی را بعضاً به عنوان دو نگاه جایگزین و بعضاً به عنوان دو نگاه مکمل، مقایسه کرده‌اند. بانک‌ها و مؤسسات سپرده‌گیر ترجیح می‌دهند با شرکت‌هایی که جریان نقدی ثابت و وثیقه دارند، معامله کنند (Thompson et al., 2018). در سال‌های اخیر، اقدامات نظارتی مالی سختگیرانه‌تری که در نتیجه رکود اقتصادی جهانی وضع شده، باعث کاهش صدور وام‌های بانکی برای شرکت‌های کوچک و متوسط شده است (Shinozaki, 2014; OECD, 2020). این در حالیست که شرکت‌های مزبور و به‌ویژه کسب و کارهای نوپا، به دلیل فقدان سوابق عملیاتی و شهرت و اعتبار لازم وثیقه کافی، تاریخچه مالی محدود و عدم توانایی برای ارائه گزارش‌های مالی دقیق، در تأمین مالی با مشکل مواجه می‌شوند (Cumming et al., 2010; OECD, 2018). عدم تقارن اطلاعات و عدم قطعیت‌های مشهود مقارن با شرکت‌های کوچک کارآفرین مبتنی بر فناوری پیشرفته، امکان تأمین مالی از طریق بدهی توسط بانک‌ها را برای آنها دشوار می‌سازد (Fazekas & Becsky-Nagy, 2021; Hain & Christensen, 2020; OECD, 2015; Cumming et al., 2010). با توجه به شکست‌های فوق، اهمیت شیوه‌های دیگر تأمین مالی و از آن میان، تأمین مالی به شکل سهام خصوصی^۱ (PE) و به طور خاص سرمایه‌گذاری خطرپذیر^۲ (VC) برای رشد شرکت‌های مورد بحث بیشتر شده است (Nazari et al., 2019). این امر به نوبه خود به ایجاد واسطه‌های مالی تخصصی با عناوین صندوق‌ها (Cumming et al., 2010) یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر منتهی شده است که توان بیشتری در غلبه بر موانع مذکور دارند (Grilli et al., 2018) و توسط آنها ارتباط کارآفرینان صاحب ایده و سرمایه‌گذاران برقرار می‌شود (Lerner & Tåg, 2013). سرمایه‌گذاران خطرپذیر به دنبال سود سهام و رشد در قیمت سهام شرکت هستند. در عین حال، ممکن است زمانی که شرکت در بورس اوراق بهادار فهرست شد (اغلب طی ۳ تا ۵ سال یا طبق برخی منابع، طی ۷ تا ۱۰ سال) از سرمایه‌گذاری خود خارج شوند (Metrick & Yasuda, 2011; Grilli et al., 2019). سرمایه‌گذاری خطرپذیر، فعالیت حرفه‌ای مدیریت دارایی‌ها است. شرکای ضامن (صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر) صاحب تخصص و تجربه سرمایه‌گذاری و دارای مسئولیت نامحدود بوده و به سازماندهی، سرمایه‌گذاری و مدیریت سرمایه سرمایه‌گذاران (شرکا با مسئولیت محدود) می‌پردازند و آن را در شرکت‌های نوپا اما با ظرفیت رشد بالا سرمایه‌گذاری می‌کنند (Alizadeh & Rahmati, 2022). شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، علاوه بر تأمین مالی، خدمات مدیریتی و مشاوره‌ای به شرکت‌های سرمایه‌پذیر ارائه داده و در نهایت پس از دریافت پاداش به عنوان شرکای عمومی^۳ (GPs)، از آن شرکت‌ها خارج شده و سود را بین شرکای محدود^۴ (LPs) تقسیم می‌کنند (Grilli et al., 2019). تأمین‌کنندگان منابع مالی یا سرمایه‌گذاران در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر می‌توانند سرمایه‌گذاران نهادی با دوره سرمایه‌گذاری بلندمدت، مانند صندوق‌های بیمه و بازنشستگی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌های صنعتی بزرگ باشند. حدود ۲ تا ۳ درصد کل سرمایه تعهدشده صندوق به‌عنوان حق‌الزحمه ثابت/سالیانه به مدیران صندوق پرداخت

1. Private Equity
2. Venture Capital
3. General Partners
4. Limited Partners

می‌شود. قوانین و برنامه‌های حمایتی دولت برای ایجاد محیط نهادی مناسب توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر اهمیت ویژه‌ای پیدا می‌کند (Lerner & Tåg, 2013; Grilli et al., 2019; Li & Zahra, 2012). میزان اهمیت در کشورهای در حال توسعه بیشتر است (Zavatta, 2008; Biney, 2018; Prasetyo et al., 2018; Shojaei et al., 2018). برنامه‌های دولت به لحاظ سطح و نوع مداخله اشکال متفاوتی دارند. توانایی دولت‌ها در حفظ حقوق مالکیت فکری، پایین بودن فساد، کاهش مالیات‌ها برای کسب‌وکارهای جوان، نهادهای قدرتمند در اجرای قوانین باعث افزایش تمایل به سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و افزایش تعداد کسب‌وکارهای نوپای فناور می‌شود. همچنین بر جذب سرمایه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر بین‌المللی تأثیر مثبت می‌گذارد. بنابراین سیاست‌های مطلوب یک کشور در قبال سرمایه‌گذاری خارجی و میزان بازبودن یک کشور نیز بر جذب سرمایه توسط شرکت‌های نوپا اثرگذار است (Bustamante et al., 2021). علیرغم رشد تعداد و دامنه فعالیت شرکت‌های دانش‌بنیان و نوآور در ایران و تأکید سیاست‌ها و راهبردهای اقتصادی کلان بر توسعه اقتصادی دانش‌بنیان، چارچوب قانونی موجود به طور کلی حمایت مطلوبی از اقتصاد دانش‌بنیان فراهم نمی‌کند (Ghasemi et al., 2018). به طور خاص در مطالعات مختلف نیز بر لزوم تقویت و اصلاح محیط قانونی برای توسعه فعالیت شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران نیز تأکید شده است (Alizadeh, 2015; Heidari Soureshjani & Mohammadi, 2017; Motavaseli et al., 2017). زیرا در حال حاضر سهم این نوع سرمایه‌گذاری خطرپذیر در تأمین مالی شرکت‌های فناورمحور بالا نیست (Venture Capital Association, 2022). هم‌زمان، پژوهش‌های پیشین دلایلی نظیر زمان‌بر بودن فرایند تأسیس و انحلال شرکت‌ها، کمبود مشوق‌های مالی و قانونی و محدودیت راهبردهای خروج از سرمایه‌گذاری را از دلایل عدم توسعه‌یافتگی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران عنوان کرده‌اند (Mashhadi & Ahmadi, 2018; Botshekan et al., 2017; Mashhadi & Khodabakhsh, 2021; Shojaei et al., 2018). این مطالعه با هدف تحلیل زیرساخت قانونی لازم برای توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران و ارائه پیشنهادات برای تقویت زیرساخت مزبور انجام شده است. بدین منظور ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش با تمرکز بر رویکردهای اصلی قانونگذاری برای تقویت سرمایه‌گذاری خطرپذیر و ابعاد و مؤلفه‌های قانونگذاری برای توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر مرور می‌شود و چارچوب نظری بررسی ابعاد زیرساخت قانونی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر ارائه می‌گردد. در بخش سوم، روش‌شناسی پژوهش تشریح می‌شود و سپس در بخش چهارم تجزیه و تحلیل داده‌ها انجام می‌شود. بحث پیرامون یافته‌ها در بخش پنجم این مقاله صورت می‌گیرد. این مقاله با جمع‌بندی و ارائه پیشنهادات برای تقویت زیرساخت قانونی کشور با هدف حمایت از توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر به پایان می‌رسد.

مبانی نظری

ارائه حمایت‌های قانونی و مداخلات دولت جهت ایجاد زیرساخت قانونی مساعد برای رشد و توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر از ابعاد مختلف قابل بررسی است. پرتکرارترین محورها در مطالعات پیشین این حوزه شامل موارد زیر است:

- وجود بازارهای بورس فعال مانند نزدک^۱ در آمریکا و استار^۲ در چین

از آنجا که سرمایه‌گذاری خطرپذیر یک ابزار مالی است، عملکرد آن نیز به فعال بودن بازارهای مالی بستگی دارد (Grilli et al., 2019). به عبارت دیگر، پویایی بازار سرمایه خطرپذیر به حضور یک بازار سهام فعال که از طریق آن سرمایه‌گذار می‌تواند از یک

۱. NASDAQ

۲. STAR

شرکت پرتفوی موفق از طریق عرضه اولیه به عموم (IPO) خارج شود، وابستگی دارد (LIN, 2015). بازارهای سرمایه‌ای که به خوبی توسعه یافته باشند، با کاهش هزینه‌های اطلاعات و مبادلات و امکان پذیر کردن تأمین مالی خارجی برای اغلب کارآفرینان موجب بهبود تخصیص سرمایه و کاهش هزینه‌های تأمین مالی بیرونی می‌گردند. به علاوه، خروج سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر و تبدیل سهام به پول نقد، از دو مسیر خروج یعنی عرضه اولیه به عموم و ادغام و اکتساب (M&A) میسر می‌شود که نیازمند بازارهای سهام با عملکرد خوب هستند (Grilli et al., 2019; Lerner & Tåg, 2013; Nahata et al., 2014). در واقع، بازارهای سرمایه که به خوبی توسعه یافته‌اند، هزینه‌های اطلاعات و مبادلات را کاهش می‌دهند و این امکان را برای کارآفرینان فراهم می‌کنند تا تأمین مالی خارجی را به دست آورند، سرمایه را بهتر تخصیص دهند و هزینه‌های تأمین مالی خارجی را کاهش دهند (Lerner & Tåg, 2013). با وجود این بازارها و سهولت خروج سرمایه‌گذاران تأثیر مثبتی بر فعالیت سرمایه‌گذاران خطرپذیر دارد (Black and Gilson, 1998; Bonini and Alkan, 2012; Carvell et al., 2013; Félix et al., 2013; Groh and Wallmeroth, 2016; Ning et al., 2015; Mustafa & Mazhar, 2020; Prasetyo et al., 2018).

- سیاست‌های کشور در زمینه انتقال فناوری، سرمایه‌گذاری خارجی

سیاست‌های دولت در قبال سرمایه‌گذاری خارجی و میزان باز بودن یک کشور تأثیر قابل توجهی بر تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر دارد (Lerner & Tåg, 2013; Bustamante et al., 2021).

- قوانین و ساختارهای کارآمد برای حفاظت از حقوق مالکیت فکری

وجود یک رژیم مناسب حفاظت از حقوق مالکیت فکری که هزینه تقلید رقبا را افزایش می‌دهد، تمایل سرمایه‌گذاران خطرپذیر را برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مبتنی بر فناوری نوآورانه افزایش می‌دهد. عدم وجود چنین رژیمی (به عنوان مثال، نظام ثبت اختراع) عدم تقارن اطلاعات را افزایش می‌دهد (Haeussler et al. 2009; Guo & Jiang, 2022). با این حال، گاهی اوقات حمایت از حقوق مالکیت فکری ممکن است تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر داشته باشد. زیرا تقلید و رقابت در برخی از نوآوری‌های مکمل و متوالی می‌تواند سود شرکت‌های مبتنی بر فناوری را به عنوان مخترع و در نهایت سرمایه‌گذاران خطرپذیر آن افزایش دهد (Guo & Jiang, 2022). اما به طور کلی توانایی دولت‌ها برای حفاظت از حقوق مالکیت معنوی، تمایل سرمایه‌گذاری صندوق‌ها یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر داخلی و بین‌المللی را افزایش می‌دهد (Lerner & Tåg, 2013; Bustamante et al., 2021).

- قوانین مالیاتی

کاهش مالیات/معافیت مالیاتی برای کسب و کارهای جوان و فناور می‌تواند به افزایش تقاضا برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر کمک کند. معافیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر از مالیات بر درآمد و از مالیات بر ارزش افزوده نیز می‌تواند تأثیر مثبتی بر توسعه سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر داشته باشد (Biney, 2018). نرخ پایین مالیات بر عایدی سرمایه می‌تواند عرضه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر را به واسطه افزایش بازده پس از کسر مالیات این نوع سرمایه‌گذاری در مقایسه با گزینه‌های جایگزین افزایش دهد (Grilli et al., 2019). به طور کلی مطالعات قبلی نشان داده‌اند که نرخ بالای مالیات عایدی سرمایه یا نبود معافیت سود حاصل از فروش سهام شرکت‌های کوچک واجد شرایط می‌تواند تأثیر منفی بر صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر داشته باشد (Da Rin et al., 2006; Bedu & Montalban, 2014; Romain & van Pottelsberghe, 2004; Lerner & Tåg, 2013).

2013; Schröder, 2011; Bonini & Alkan, 2012; Cumming & Li, 2016; Bedu & Montalban, 2014; Groh & Wallmeroth, 2016; Biney, 2018).

- قوانین و مقررات بازار نیروی کار

قوانین سخت‌گیرانه حمایت از استخدام، اخراج کارکنان را دشوار ساخته و باعث می‌شود تمایلی به رشد و استخدام کارکنان نداشته باشند (Jeng & Wells, 2000; Romain & van Pottelsberghe, 2004). همچنین سطح بالایی از امنیت درآمد و مزایای بالا باعث عدم چشم‌پوشی کارکنان از آن و تمایل به کارآفرینی می‌شود. از سوی دیگر قوانین حداقل دستمزد و تعیین دستمزد جمعی به طور مستقیم هزینه‌های استخدام کارگران و گسترش کسب‌وکار را افزایش می‌دهد (Bozkya & Kerr, 2014; Groh & Wallmeroth, 2016). نظام‌های بیمه اجتماعی منجر به افزایش هزینه دستمزد و الزام شرکت‌ها به پرداخت مالیات تأمین اجتماعی و ارائه مزایای تأمین اجتماعی به کارکنان می‌گردد. مقررات بازار کار برای بخش‌هایی که نوسانات اشتغال در آن‌ها زیاد است، مضر هستند (Lerner & Tåg, 2013). مطالعات متعدد نیز تأثیر منفی مقررات سخت‌گیرانه بازار کار بر رشد صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر را نشان داده‌اند (Jeng & Wells, 2000; Romain & van Pottelsberghe, 2004; Da Rin et al., 2006; Féliz et al., 2013; Bonini & Alkan, 2012; Cumming & Li, 2016; Bozkya & Kerr, 2014; Groh & Wallmeroth, 2016).

- قوانین و فرآیندهای ورشکستگی / انحلال و تسویه

قوانین ورشکستگی سخت‌گیرانه، به نوبه خود ایده‌های مخاطره‌آمیزی را که به شکست می‌انجامد، افزایش می‌دهد، تقاضا برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر را کاهش داده و در نتیجه بطور غیرمستقیم این سرمایه‌گذاری‌ها نیز کاهش می‌یابند (Armour & Cumming, 2016; Nahata et al., 2014; Grilli et al., 2019; Li & Zahra, 2012). با توجه به آنچه مرور شد می‌توان ابعاد زیرساخت قانونی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر را شامل دو بعد اصلی دانست: (۱) سیاست‌های عمومی و کلان (یا قوانین ناظر به محیط کسب‌وکار) و (۲) قوانین و مقررات مربوط به حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر. بدین ترتیب چارچوب نظری این مطالعه به شرح جدول ۱ قابل ارائه است.

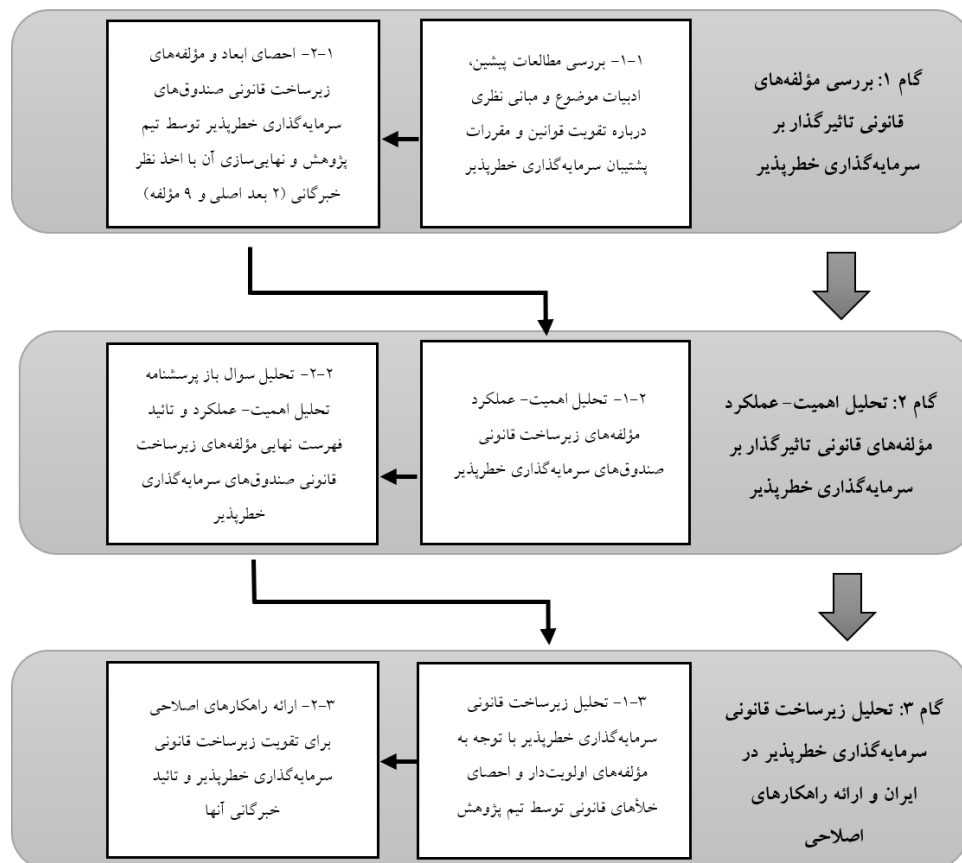
مؤلفه‌ها	ابعاد اصلی
وجود بازارهای بورس فعال مانند نزدک در آمریکا و استار در چین	سیاست‌های عمومی و کلان / محیط کسب‌وکار
سیاست‌های کشور در خصوص انتقال فناوری، سرمایه‌گذاری خارجی	
قوانین و ساختارهای کارآمد برای حفاظت از حقوق مالکیت فکری	
وجود مشوق‌های مالیاتی (کاهش مالیات / معافیت مالیاتی) برای کسب و کارهای جوان و فناور	
انعطاف‌پذیری قوانین و مقررات بازار نیروی کار	
معافیت صندوق‌ها از مالیات بر درآمد / معافیت از مالیات بر ارزش افزوده	قوانین و مقررات مربوط به حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر
نرخ مناسب مالیات بر عایدی سرمایه صندوق‌ها یا معافیت پرداخت مالیات از سود حاصل از فروش سهام	
کسب و کارهای کوچک واجد شرایط	
سهولت خروج سرمایه‌گذاران از مسیر عرضه اولیه به عموم و ادغام و اکتساب	
وجود قوانین و فرآیندهای منعطف و شفاف برای ورشکستگی / انحلال و تسویه	

جدول ۱. چارچوب نظری بررسی ابعاد زیرساخت قانونی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر. (مأخذ: یافته‌های پژوهش)

روش پژوهش

این پژوهش یک پژوهش کیفی و کاربردی است زیرا با یک هدف خاص انجام شده است؛ یعنی تحلیل زیرساخت قانونی توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران و ارائه پیشنهادات برای تقویت زیرساخت مزبور. نتایج می‌تواند برای نهادهای سیاستگذار مانند مجلس شورای اسلامی، معاونت علمی، فناوری و اقتصاد دانش‌بنیان ریاست جمهوری و دستگاه‌های اجرایی مانند وزارت اقتصاد، وزارت کار، تعاون و رفاه اجتماعی و همچنین صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر قابل کاربرد باشد. مطابق با نیاز پژوهش (Saunders et al., 2009) استراتژی این پژوهش، پیمایش و تحلیل مضمون (Vaismoradi et al., 2016) است.

طرح این پژوهش شامل سه مرحله است (شکل ۱ را ببینید).



شکل ۱. مراحل پژوهش.

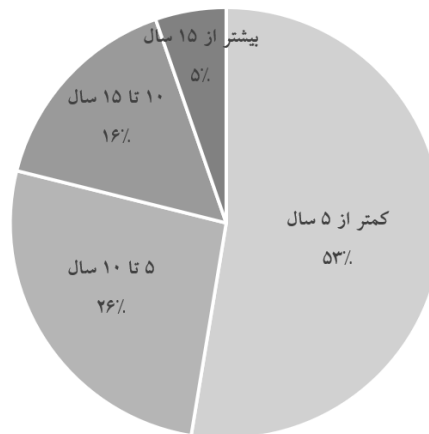
در مرحله نخست و به منظور احصای ابعاد قانونگذاری و تنظیم‌گری برای حمایت از فعالیت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران، با بهره‌گیری از مبانی پژوهش و مطالعات پیشین، ۹ مؤلفه ذیل دو بعد اصلی استخراج و بر اساس آنها سؤالات پرسشنامه توسط تیم پژوهش طراحی گردید که با اخذ نظر از سه نفر از خبرگان موضوع بازبینی و نهایی شد. در مرحله دوم وضعیت

فعلی و اهمیت هریک از ابعاد و مؤلفه‌ها با انجام پیمایش و به کمک ابزار پرسشنامه مورد ارزیابی قرار گرفته است. تحلیل اهمیت- عملکرد که اولین بار توسط مارتیلا و جیمز^۱ (۱۹۷۷) معرفی شد، روشی برای ارائه بینش به مدیران در جهت شناسایی قوت‌ها و ضعف‌های سازمانی است. در این پژوهش نیز اهمیت هر یک از مؤلفه‌های فوق از دیدگاه مدیران صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی و صندوق‌های جسورانه بورسی به عنوان بازیگران اصلی حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر و همچنین خبرگان و صاحب‌نظران این موضوع و مدیران سرمایه‌گذاری‌های خصوصی (PEها) قابل بررسی است. بدین ترتیب، می‌توان ضمن تأیید یا رد ضرورت تقویت زیرساخت قانونی در مواردی که حمایت قانونی لازم وجود ندارد، راهکارهایی برای تقویت ابعاد زیرساخت قانونی ارائه کرد. فهرست مؤلفه‌ها در قالب ۹ گویه به کمک پرسشنامه نیمه‌ساختاریافته بین صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی، صندوق‌های جسورانه بورسی (به روش سرشماری) و خبرگان، شرکت‌های سرمایه‌پذیر و سرمایه‌گذاران و افراد مؤثر در زیست‌بوم (به روش غیرتصادفی و بر اساس فهرست اعضای کمیسیون سرمایه‌گذاری خطرپذیر انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایران) توزیع شد. پاسخ‌دهندگان بر اساس طیف لیکرت از ۱ تا ۵ درباره اهمیت هر مؤلفه (از بسیار کم اهمیت تا بسیار پراهمیت) و وضعیت هر مؤلفه (از بسیار نامطلوب تا بسیار مطلوب) امتیاز دادند. همچنین یک سؤال باز برای پیشنهاد محورها یا قوانین و مقرراتی که نیاز به اصلاح یا تدوین دارند نیز در قسمت انتهایی پرسشنامه قرار داده شد. داده‌های پرسشنامه نیز برای تحلیل اهمیت-عملکرد مؤلفه‌های قانونی مؤثر بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران تحلیل شد. ترکیب پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه در فاصله زمانی ۱ شهریور ۱۴۰۲ تا ۱۰ مهر ۱۴۰۲ پس از دو بار پیگیری از طریق پیامک و تلفن به شرح جدول ۲ قابل ارائه است. همانطور که مشاهده می‌شود، نزدیک به ۸۰ درصد پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه، مدیران یا معاونان صندوق‌های جسورانه بورسی و مدیران یا معاونان صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی بودند.

جدول ۲. ترکیب پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه بررسی زیرساخت قانونی سرمایه‌گذاری خطرپذیر (مأخذ: یافته‌های پژوهش)

درصد از پاسخ‌دهندگان	گروه پاسخ‌دهنده
۴۴/۴	مدیر عامل / معاون صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی
۳۳/۳	مدیر عامل / معاون صندوق‌های جسورانه بورسی
۵/۶	مدیر عامل / معاون شرکت‌های تأمین سرمایه خصوصی
۵/۶	مدیر عامل / معاون سایر صندوق‌های فعال در زمینه سرمایه‌گذاری خطرپذیر
۵/۶	رییس / معاون دانشگاه‌ها و موسسات پژوهشی، پارک‌های علم و فناوری، عضو هیات علمی، سیاستگذاران و مشاوران
۵/۶	مدیر عامل / معاون شرکت سرمایه‌پذیر
۵/۶	سرمایه‌گذار یا شرکای با مسئولیت محدود (ال بی)

به لحاظ سابقه فعالیت در این صنعت نیز همانطور که شکل ۲ نشان می‌دهد بخش عمده پاسخ‌دهندگان از تجربه قابل قبولی برخوردار بودند که می‌تواند دقت در پاسخگویی به سؤالات را تضمین کند.



شکل ۲. سابقه فعالیت مرتبط با سرمایه‌گذاری خطرپذیر در بین پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه (مأخذ: یافته‌های پژوهش)

در مرحله سوم، اصلاحات پیشنهادی در مهمترین قوانین مرتبط برای رفع چالش‌های تأمین مالی مؤسسات، پس از بررسی دقیق محتوای قوانین مرتبط و با در نظر داشتن مؤلفه‌های اولویت‌دار احصاشده در مرحله دوم طی یک جلسه پانل خبرگانی به تأیید رسید. قوانین مورد بررسی شامل کلیه قوانین و مقررات مرتبط با سرمایه‌گذاری خطرپذیر بود که به روش سرشماری از بین مجموعه قوانین و مقررات پژوهش و فناوری مندرج در پایگاه قوانین و مقررات مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی^۱ و پایگاه قوانین و مقررات کارگروه صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی^۲ استخراج گردید.

جدول ۳. جزئیات مراحل پژوهش

روش نمونه‌گیری	جامعه آماری	روش تحلیل داده‌ها	ابزار گردآوری داده‌ها	روش گردآوری داده‌ها	مراحل تحقیق
هدفمند	مقالات، گزارش‌ها، کتب مرتبط با موضوع	تحلیل محتوای کیفی	منابع کتابخانه‌ای، اینترنتی	مطالعه کتابخانه‌ای	بررسی مؤلفه‌های قانونی تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر
سرشماری (در مورد صندوق‌های جسورانه و صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی) - هدفمند (در مورد سایر اعضای نمونه)	مدیران عامل، معاونین صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایران	تحلیل اهمیت-عملکرد	پرسشنامه نیمه‌ساخت‌یافته	پیمایش	تحلیل اهمیت-عملکرد مؤلفه‌های قانونی تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر
سرشماری در مورد قوانین / هدفمند در مورد خبرگان	اسناد، قوانین و مقررات مرتبط با سرمایه‌گذاری خطرپذیر / خبرگان حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر	تحلیل مضمون	منابع کتابخانه‌ای	مطالعه کتابخانه‌ای	تحلیل زیرساخت قانونی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران و ارائه راهکارهای اصلاحی

1. <https://rc.majlis.ir/fa/law>

2. <https://rtfunds.ir>

تجزیه و تحلیل داده‌ها

نتایج تحلیل اهمیت - عملکرد مؤلفه‌های قانونی مؤثر بر توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر

طبق روش تحلیل اهمیت - عملکرد، مؤلفه‌هایی که میانگین اهمیت آنها بیشتر از ۳ و میانگین عملکرد آنها کمتر از ۳ باشد می‌تواند به عنوان مؤلفه‌های قانونی اولویت‌دار برای توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر انتخاب شوند. جدول ۴ نتایج تحلیل اهمیت - عملکرد مؤلفه‌های قانونی مؤثر بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران را بر اساس داده‌های گردآوری شده از طریق پرسشنامه نشان می‌دهد.

جدول ۴. نتایج تحلیل اهمیت - عملکرد مؤلفه‌های قانونی مؤثر بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران (مأخذ: یافته‌های پژوهش)

ابعاد اصلی	کد	مؤلفه‌ها	میانگین کل		رتبه‌بندی مؤلفه‌ها به تفکیک
			اهمیت	عملکرد	اهمیت بالا به پایین عملکرد ضعیف به مطلوب
سیاست‌های عمومی و کلان/ محیط کسب و کار (MAP)	MAP1	وجود بازارهای بورس فعال مانند نزدک در آمریکا و استار در چین	۴/۲	۱/۴۵	۳
	MAP2	سیاست‌های کشور در خصوص انتقال فناوری، سرمایه‌گذاری خارجی	۴/۲	۱/۴۵	۲
	MAP3	قوانین و ساختارهای کارآمد برای حفاظت از حقوق مالکیت فکری	۴/۰۵	۱/۵۵	۴
	MAP4	وجود مشوق‌های مالیاتی (کاهش مالیات/ معافیت مالیاتی) برای کسب‌وکارهای جوان و فناوری	۴/۰۵	۲/۰۵	۵
	MAP5	انعطاف‌پذیری قوانین و مقررات بازار نیروی کار	۳/۸۵	۱/۷۴	۹
قوانین و مقررات مربوط به حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر (VCR)	VCR1	معافیت صندوق‌ها از مالیات بر درآمد/ معافیت از مالیات بر ارزش افزوده	۴	۲/۴	۷
	VCR2	نرخ مناسب مالیات بر عایدی سرمایه صندوق‌ها یا معافیت پرداخت مالیات از سود حاصل از فروش سهام کسب و کارهای کوچک واجد شرایط	۴	۲/۳	۶
	VCR3	سهولت خروج سرمایه‌گذاران از مسیر عرضه اولیه به عموم و ادغام و اکتساب	۴/۷	۱/۴	۱
	VCR4	وجود قوانین و فرایندهای منعطف و شفاف برای ورشکستگی/ انحلال و تسویه	۳/۹۵	۱/۸	۸

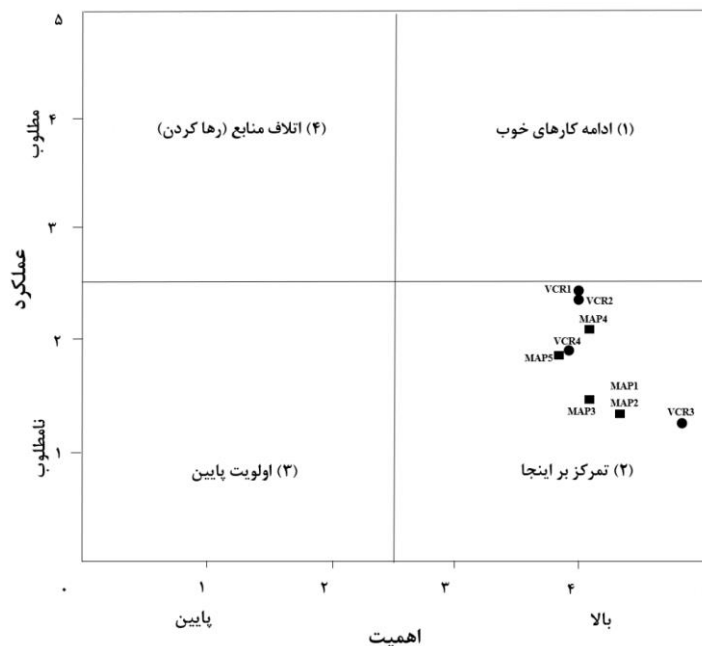
مؤلفه‌های پژوهش را می‌توان بر حسب امتیازات اهمیت - عملکردی که کسب کرده‌اند در نموداری دوبعدی با چهار ربع ذیل جانمایی کرد:

ربع اول - ادامه کار خوب (اهمیت بالا، عملکرد بالا): مؤلفه‌هایی که در این قسمت قرار می‌گیرند از نقاط قوت اصلی بوده و فرصت‌هایی برای کسب یا حفظ مزیت رقابتی فراهم می‌کنند.

ربع دوم - تمرکز بر روی مؤلفه‌های این قسمت (اهمیت بالا، عملکرد ضعیف): نقاط ضعف اصلی را نشان می‌دهد. بهبود سریع وضعیت ضروری و از اولویت بالایی برخوردار است (مؤلفه‌های اولویت‌دار).

ربع سوم - اولویت پایین (اهمیت کم، عملکرد کم): مؤلفه‌های این بخش نقاط ضعف جزئی بوده و اقدامات و تلاش بیشتری برای بهبودشان لازم نیست.

ربع چهارم - ائتلاف منابع (اهمیت کم، عملکرد بالا): احتمال بالای ائتلاف منابع وجود دارد که باید با تمرکز بر مؤلفه‌های حائز اهمیت جبران گردد (Sever, 2015; Wyród-Wróbel & Biesok, 2017).



شکل ۳. جانمایی مؤلفه‌های پژوهش در ماتریس تحلیل اهمیت- عملکرد بر اساس وزن / امتیاز مؤلفه‌ها.

نتایج تحلیل اهمیت- عملکرد و استقرار مؤلفه‌های پژوهش در ربع دوم شکل ۳ نشان می‌دهد از دیدگاه مدیران صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی و صندوق‌های جسورانه بورسی به عنوان بازیگران اصلی حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر و همچنین خبرگان و صاحب‌نظران این موضوع و مدیران سرمایه‌گذاری‌های خصوصی همه مؤلفه آزمون شده ذیل ابعاد اصلی، مؤلفه‌های اولویت‌داری برای توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران هستند و در نتیجه تمرکز بر بهبود و تقویت زیرساخت قانونی حول آنها می‌تواند مدنظر سیاستگذار قرار گیرد. همچنین لازم به ذکر است که مؤلفه‌های با امتیاز عملکرد پایین‌تر مداخله جدی‌تر و سریع‌تری برای بهبود می‌طلبند. فهرست اولویت‌های قانونگذاری برای تقویت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر به شرح جدول ۵ (بر اساس مجموع امتیاز اهمیت (+) و عملکرد (-)) به دست می‌آید.

جدول ۵. فهرست اولویت‌بندی نهایی قانونگذاری برای تقویت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر (مأخذ: یافته‌های پژوهش)

رتبه نهایی	امتیاز اولویت‌بندی	مؤلفه‌های قانونگذاری	کد
۱	۳/۳	میزان سهولت خروج سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری‌ها و تبدیل سهام به پول نقد، از دو مسیر عرضه اولیه به عموم و ادغام و اکتساب	VCR3
۲	۲/۷۵	سیاست‌های کشور در خصوص انتقال فناوری، سرمایه‌گذاری خارجی	MAP2
۳	۲/۷۵	وجود بازارهای بورس فعال مانند نزدک در آمریکا و استار در چین	MAP1
۴	۲/۵	قوانین و ساختارهای کارآمد برای حفاظت از حقوق مالکیت فکری	MAP3
۵	۲/۱۵	وجود قوانین و فرآیندهای منعطف و شفاف برای ورشکستگی / انحلال و تسویه	VCR4
۶	۲/۱۱	انعطاف‌پذیری قوانین و مقررات بازار نیروی کار	MAP5
۷	۲	وجود مشوق‌های مالیاتی (کاهش مالیات / معافیت مالیاتی) برای کسب‌وکارهای جوان و فناور	MAP4
۸	۱/۷	نرخ مناسب مالیات بر عایدی سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر یا معافیت پرداخت مالیات از سود حاصل از فروش سهام کسب‌وکارهای کوچک واجد شرایط	VCR2
۹	۱/۶	معافیت از مالیات بر درآمد / معافیت از مالیات بر ارزش افزوده	VCR1

نتایج تحلیل مضمون قوانین و مقررات مرتبط با سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران

فهرست قوانین و مقرراتی که متن آنها مورد بررسی و تحلیل قرار گرفته، مواد مرتبط و موضوع اصلی مورد هدف به شرح جدول ۶ است. همانطور که مشاهده می‌شود قوانین مرتبط با صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران تنها در دو مورد تا حدودی با مؤلفه‌های قانونی مؤثر بر توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر هم‌راستایی نشان می‌دهند: معافیت صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی از مالیات بر ارزش افزوده به موجب قانون مالیات بر ارزش افزوده (۱۴۰۰) و معافیت مالیاتی به میزان سی درصد (۳۰٪) سرمایه‌گذاری مستقیم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران و یا بازار اول و یا دوم فرابورس ایران و یا شرکت‌های دارای سرمایه ثبتی به میزان حداقل یک سی ام سرمایه صندوق نوآوری و شکوفایی، در شرکت‌ها و مؤسسات دانش‌بنیان و فناور به موجب قانون جهش تولید دانش‌بنیان (۱۴۰۱). به عبارت دیگر، تحلیل محتوایی زیرساخت قانونی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران به وضوح نشان می‌دهد مؤلفه‌ها و عوامل مؤثر بر توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر مورد توجه قانونگذاران نبوده و عمده حمایت‌های قانونی فعلی، معطوف به تسهیل فعالیت‌های معمول صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر (مانند پذیرش ضمانتنامه صادره از این صندوق‌ها) است. این بدان معناست که سیاستگذار و قانونگذار در ایران حتی در مورد فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر بیشتر قائل به مداخله مستقیم و عمودی و حمایت‌های موقتی از شکل‌گیری صندوق‌هاست. حمایت‌های مالیاتی پیش‌بینی شده برای این صندوق‌ها یکی از بارزترین مصادیق این نوع مداخلات هستند. در حالی که تقویت نهادی از جنس مناسب‌سازی زمینه فعالیت فعالیت سرمایه‌گذاران پذیر کمتر مورد توجه بوده است، برای مثال اصلاح سیاست‌های بین‌المللی برای تعامل بیشتر با سایر کشورها و جذب سرمایه‌های خارجی، ساده‌سازی فرآیندهای ورشکستگی، انحلال و تسویه و یا تسهیل قوانین و مقررات بازار نیروی کار.

جدول ۶. قوانین مرتبط با صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران و ارتباط آنها با مؤلفه‌های قانونی مؤثر بر توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر

عنوان قانون	مواد مرتبط	موضوع	وجود بازارهای بورس فعال مانند نزدک در آمریکا و استار در چین	سرمایه‌گذاری خارجی	سیاست‌های کشور در خصوص انتقال فناوری، حقوق مالکیت فکری	قوانین و ساختارهای کارآمد برای حفاظت از	مالیاتی) برای کسب و کارهای جوان و فناور	وجود مشوق‌های مالیاتی (کاهش مالیات/ معافیت مالیاتی)	انعطاف‌پذیری قوانین و مقررات نیروی کار	از مالیات بر ارزش افزوده	معافیت صندوق‌ها از مالیات بر درآمد/ معافیت	فروش سهام کسب و کارهای کوچک واجد	معافیت پرداخت مالیات از سود حاصل از	نرخ مالیات بر عایدی سرمایه صندوق‌ها یا	سهولت خروج سرمایه‌گذاران از مسیر عرضه اولیه به عموم و ادغام و اکتساب	برای ورشکستگی / انحلال و تسویه	وجود قوانین و فرایندهای منعطف و شفاف
قانون برنامه سوم توسعه (۱۳۷۹-۱۳۸۳)	ماده (۱۰۰)	اجازه به دولت برای مشارکت در تأسیس صندوق‌های غیردولتی مشارکت کند و تکلیف برای تقویت صندوق‌های دولتی	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
قانون برنامه چهارم	ماده (۴۵)	کمک به تأسیس و توسعه صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
قانون حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان	ماده (۵)، تبصره ۱	تخصیص حداقل پنج درصد (۵٪) از سرمایه صندوق نوآوری و شکوفایی جهت اعطاء تسهیلات به صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر	ماده (۴۴)	اجازه به دولت برای مشارکت در تأسیس صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
آیین‌نامه اجرایی ماده (۸) قانون حداکثر استفاده از توان تولیدی و خدماتی کشور	ماده (۶)	اجازه به صندوق‌های موضوع ماده (۴۴) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور برای پذیرش مطالبات قراردادی به عنوان بخشی از خدمات تأمین مالی حوزه فعالیت بنگاه	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ماده ۴ آیین‌نامه تضمین معاملات دولتی	بند «خ»	پذیرش ضمانت‌نامه‌های صادره توسط صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

بند ب، فصل ۳	معافیت صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی از مالیات بر ارزش افزوده	-	-	-	-	-	-	✓	-	-	-
ماده (۴) بند الف	پذیرش ضمانت‌نامه‌های صادره توسط صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی در بند «ح» ماده (۱) قانون امور گمرکی	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ماده (۴) بند ب	پذیرش ضمانت‌نامه‌های صادره صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی توسط دستگاه‌های اجرایی و بانکها و موسسات مالی و شرکت‌های دولتی	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ماده (۴) بند ث	اضافه شدن عبارت «صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری» در تبصره (۱) ماده (۱۵) قانون عملیات بانکی بدون ربا اصلاحی مصوب ۱۳۷۶	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ماده (۱۱)	معافیت مالیاتی: سی درصد (۳۰٪) سرمایه‌گذاری مستقیم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران و یا بازار اول و یا دوم فرابورس ایران و یا شرکت‌های دارای سرمایه ثبتی به میزان حداقل یک سی‌ام سرمایه صندوق نوآوری و شکوفایی، در شرکت‌ها و مؤسسات دانش‌بنیان و فناور سرمایه‌گذاری غیرمستقیم شرکت‌های مذکور در جزء (۱) این بند در تأسیس یا افزایش سرمایه صندوق‌های پژوهش و فناوری	-	-	-	✓	-	-	-	-	-	-
ماده (۱۲)	امکان استفاده صندوق‌های غیردولتی پژوهش و فناوری از اعتبارات تملک دارایی سرمایه‌ای استان در قالب کمک‌های فنی و اعتباری موضوع ماده (۳۱) قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور برای افزایش سرمایه	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ماده (۱۷) بند الف	اجازه به صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی برای فعالیت به عنوان رکن ضامن برای تأمین مالی در بازار سرمایه	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ماده (۲)	اجازه به کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارای مجوز از سازمان بورس برای تخصیص منابع به معاملات واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ماده (۴)	صدور مجوز انتشار انواع صکوک برای طرح‌هایی که توسط صندوق نوآوری و شکوفایی و یا صندوق‌های پژوهش و فناوری معرفی می‌شوند	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

ارائه و تأیید پیشنهادات اصلاحی برای تقویت قوانین و مقررات مؤثر بر فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر

برای مولفه‌هایی که به عنوان مؤلفه‌های اولویت‌دار تعیین شده و در زیرساخت قانونی موجود پشتیبانی مشخصی وجود ندارد، بر اساس اطلاعات گردآوری شده در پیشینه پژوهش پیشنهادات اصلاحی اولیه توسط تیم تحقیق ارائه و سپس با مصاحبه متمرکز گروهی با ۳ نفر از خبرگان مجرب در مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر که به واسطه تجربه با قوانین و مقررات مرتبط در ایران و سایر کشورها آشنایی کافی داشتند، مورد جرح و تعدیل، تکمیل و تأیید نهایی قرار گرفته است. در مورد دو مؤلفه یعنی «وجود مشوق‌های مالیاتی (کاهش مالیات/ معافیت مالیاتی) برای کسب و کارهای جوان و فناور» و «معافیت صندوق‌ها از مالیات بر درآمد/ معافیت از مالیات بر ارزش افزوده» نیز که در زیرساخت قانونی موجود رد پای وجود دارد، پیشنهاداتی برای اصلاح و تقویت وضعیت موجود ارائه و مورد تدقیق و تأیید خبرگان قرار گرفت. جمع‌بندی پیشنهادهای کاربردی و مشخص برای تقویت قوانین و مقررات مؤثر بر فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر با ذکر نام قانون مرتبط و اصلاحات لازم در جدول ۷ ارائه شده است.

جدول ۷- پیشنهادها برای تقویت قوانین و مقررات مؤثر بر فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر

مؤلفه‌های قانونی (به ترتیب اولویت)	قانون یا مقررات مرتبط (بر اساس تحلیل محتوای قوانین)	وضعیت عملکرد موجود/ ملاحظات (بر اساس نظرات اخذ شده از خبرگان در قالب پرسشنامه نیمه‌ساخت‌یافته)	پیشنهادها (بر اساس پیشنهاد تیم تحقیق و تأیید خبرگان)
میزان سهولت خروج سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری‌ها و تبدیل سهام به پول نقد، از دو مسیر عرضه اولیه به عموم و ادغام و اکتساب	قانون یا مقررات مشخصی وجود ندارد.	امکان عرضه اولیه از طریق بازار سرمایه فراهم است ادغام و اکتساب با موانع حقوقی روبروست و خروج سرمایه‌گذاران از این مسیر در حال حاضر در کشور با موانع متعدد روبروست.	در کوتاه‌مدت، صندوق نوآوری و شکوفایی می‌تواند ضامن اوراق مشارکت خریداران سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر (یعنی شرکت‌هایی که می‌خواهند تملک کنند) شود تا امکان خروج سرمایه‌گذار خطرپذیر از شرکت سرمایه‌پذیر فراهم شود.
سیاست‌های کشور در خصوص انتقال فناوری، سرمایه‌گذاری خارجی	سیاست‌ها و قوانین مربوط به تعاملات بین‌المللی، از جمله قانون جذب سرمایه‌گذاری خارجی	ارتباط محدود با کشورهای انگشت‌شمار تحریم‌های مالی، فنی و ارتباطی مختلف در بخش‌های گوناگون	تقویت تعاملات بین‌المللی کسب و کارهای نوپا و رفع موانع قانونی ارتباطات تجاری کسب‌وکارهای دانش‌بنیان به ویژه موانع تعاملات بانکی
وجود بازارهای بورس فعال مانند نزدک در آمریکا و استار در چین	قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید (۱۳۸۸) مقررات بازار فرابورس و صندوق‌های جسورانه	از ظرفیت کامل قوانین و مقررات موجود استفاده نمی‌شود.	بازبینی و تقویت قوانین موجود با هدف رفع کاستی‌های فعلی و مقررات‌زدائی برای استفاده از ظرفیت بازار فرابورس
قوانین و ساختارهای کارآمد برای حفاظت از حقوق مالکیت فکری	قانون ثبت اختراعات، طرح‌های صنعتی و علائم تجاری (۱۳۸۶)	ضعف کارکردهای نظام مالکیت فکری به دلیل تولی‌گری موضوع در قوه قضائیه	بازنگری در قانون با تأکید بر پیش‌بینی نقش اصلی در اجرای قانون برای بازیگران حوزه علم و فناوری
وجود قوانین و فرآیندهای منعطف و شفاف برای ورشکستگی/ انحلال و تسویه	قانون تجارت	پیچیدگی قوانین و فرآیندهای ورشکستگی/ انحلال و تسویه	پیش‌بینی بخش ویژه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در سرفصل ورشکستگی در قانون تجارت با در نظر گرفتن شرایط ویژه فعالیت صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر
انعطاف‌پذیری قوانین و مقررات بازار نیروی کار	قوانین و مقررات کار و تأمین اجتماعی	انعطاف کافی به خصوص در مورد شرکت‌های فناوری، کسب و کارهای نوپا وجود ندارد.	پیش‌بینی بخش ویژه کسب و کارهای نوپا و شرکت‌های فناوری در قانون تأمین اجتماعی با در نظر گرفتن ماهیت فعالیت آنها
وجود مشوق‌های مالیاتی (کاهش مالیات/ معافیت مالیاتی) برای کسب‌وکارهای جوان و فناوری	قانون حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان (۱۳۸۹) بند (ت) ماده (۱۱) قانون جهش تولید دانش‌بنیان	معافیت مالیاتی شرکت‌های تأیید صلاحیت شده به عنوان شرکت دانش‌بنیان (تا ۱۵ سال)، اعتبار مالیاتی برای شرکت‌های دانش‌بنیان	استمرار معافیت‌های فعلی و تسهیل فرآیندهای اجرایی و ساده‌سازی در سازمان امور مالیاتی آیین‌نامه‌های مربوطه معافیت سود شرکت‌ها از مالیات مشروط به سرمایه‌گذاری مجدد آن سود در شرکت
نرخ مناسب مالیات بر عایدی سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر یا معافیت پرداخت مالیات از سود حاصل از فروش سهام کسب‌وکارهای کوچک واجد شرایط	قانون مالیات‌های مستقیم/ طرح قانونی مالیات بر عایدی سرمایه (در حال حاضر چنین مالیاتی وجود ندارد اما در مرحله پیشنهاد برای تصویب است)	قانون یا دستورالعمل خاص وجود ندارد.	تصریح معافیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر یا معافیت پرداخت مالیات از سود حاصل از فروش سهام کسب‌وکارهای کوچک واجد شرایط در متن قانون اعمال مالیات بر فعالیت‌های سوداگرانه خارج از اکوسیستم نوآوری (ارز، خودرو، مستغلات، ...) با هدف جهت‌دهی منابع به سمت فعالیت‌های نوآورانه
معافیت از مالیات بر درآمد/ معافیت از مالیات بر ارزش افزوده	مصوبه شماره ۱۶۴۴۲۴/ت ۵۳۲۵۵-هـ مورخ ۱۳۹۵/۱۲/۲۴ هیات وزیران قانون مالیات بر ارزش افزوده	احتمال سود و کارمزد پرداختی توسط اشخاص حقیقی و حقوقی به صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی به عنوان هزینه قابل قبول مالیاتی معافیت صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی از مالیات بر ارزش افزوده	تداوم معافیت موجود و تسهیل و تسریع فرآیندهای اجرایی مربوطه

بحث پیرامون یافته‌ها

تحلیل زیرساخت قانون سرمایه‌گذاری خطرپذیر از منظر مدیران صندوق‌ها در هر دو گروه فوق‌الذکر نشان داد که در ایران «سهولت خروج سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری‌ها و تبدیل سهام به پول نقد، از دو مسیر عرضه اولیه به عموم و ادغام و اکتساب» بالاترین اولویت قانونگذاری را دارد. این نتیجه هم‌راستا با نتایج مطالعات قبلی این حوزه در سایر کشورهاست (Black and Gilson, 1998; Bonini and Alkan, 2012; Carvell et al., 2013; Félix et al., 2013; Ning et al., 2015; Groh and Wallmeroth, 2016; Prasetyo et al., 2018). پس از این، «سیاست‌های کشور در خصوص انتقال فناوری، سرمایه‌گذاری خارجی» اهمیت بیشتری برای فعالیتهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران دارد. مطالعات قبلی نیز (Lerner & Tåg, 2013; Bustamante et al., 2021) این یافته پژوهش حاضر را تأیید می‌کنند. قوانین و ساختارهای کارآمد برای حفاظت از حقوق مالکیت فکری نیز برای توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران اهمیت زیادی دارد، همانطور که در مطالعات قبلی این حوزه نیز اهمیت آن تأیید شده است (Haeussler et al. 2009; Guo & Jiang, 2022; Guo & Jiang, 2022; Lerner & Tåg, 2013; Bustamante et al., 2021; Jeng & Wells, 2000). در ایران، همسو با مطالعات پیشین (Romain & van Pottelsberghe, 2004; Da Rin et al., 2006; Félix et al., 2013; Bonini & Alkan, 2012; Cumming & Li, 2016; Bozky & Kerr, 2014; Groh & Wallmeroth, 2016) تسهیل قوانین و مقررات بازار نیروی کار نیز تأثیر مثبتی بر تقویت فعالیت سرمایه‌گذاران خطرپذیر دارد. نتیجه مشابه در مورد تسهیل قوانین و فرآیندهای ورشکستگی، انحلال و تسویه به دست آمد و همسو با نتایج مطالعات پیشین (Armour & Cumming, 2016; Nahata et al., 2014; Grilli et al., 2019; Li & Zahra, 2012; Shojaei et al., 2018) قرار گرفت. اما حمایت‌های مالیاتی که شاید معدود حمایت‌های قانونی فعلی از سرمایه‌گذاران خطرپذیر در ایران است^۱، در میان اولویت‌های قانونگذاری از دیدگاه مدیران و معاونین صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر اولویت بالایی پیدا نکرد. در مطالعات متعدد قبلی به طور مشخص نرخ بالای مالیات عایدی سرمایه برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر تأثیر منفی دارد (Da Rin et al., 2006; Bedu & Montalban, 2014; Romain & van Pottelsberghe, 2004; Schröder, 2011; Bonini & Alkan, 2012; Cumming & Li, 2016; Bedu & Montalban, 2014; Groh & Wallmeroth, 2016; Biney, 2018). این در حالیست که در ایران هنوز در مورد این نوع مالیات و به تبع معافیت مربوطه، قانون مشخصی وجود ندارد.

جمع‌بندی و پیشنهاد‌های سیاستی

یکی از مهم‌ترین ابزارهای تأمین مالی بنگاه‌های کارآفرین، سرمایه‌گذاری خطرپذیر است که با توجه به محدودیت روزافزون بودجه دولتی و نیاز این شرکت‌ها به نقدینگی بالا در مراحل رشد و توسعه (که با ابزارهایی با ماهیت تسهیلات یا کمک بلاعوض قابل برآورده شدن نیست) اهمیتی دوچندان پیدا کرده است. در ایران صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی، صندوق‌های جسورانه بورسی و شرکت‌های تأمین سرمایه خصوصی اقدام به سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کسب و کارهای نوپای فناور می‌کنند. عملکرد صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی در چند سال اخیر نشان می‌دهد عمده فعالیت این صندوق‌ها در زمینه صدور ضمانتنامه و ارائه تسهیلات و حجم کمتری از فعالیت آنها به شکل سرمایه‌گذاری خطرپذیر بوده است. در مورد صندوق‌های جسورانه بورسی اطلاعات دقیق درباره حجم سرمایه‌گذاری خطرپذیر و جذب سرمایه از طریق بازار وجود ندارد، اما طبق برآورد متخصصان تأمین

۱. در مورد کیفیت اجرای حمایت‌های مالیاتی مطالعه مبسوط دیگری لازم است و در این مطالعه صرفاً به وجود یا عدم وجود پشتوانه قانونی مورد نظر در یک حوزه خاص پرداخته شده است.

مالی فناوری و نوآوری این صندوق‌ها نیز هنوز فاصله زیادی تا ایفای نقش قابل قبول در این حوزه دارند. مطالعات مختلف بر اهمیت ویژه قوانین و برنامه‌های حمایتی دولت برای توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر به ویژه در کشورهای در حال توسعه تأکید کرده‌اند. پژوهش‌های قبلی به لزوم تقویت و اصلاح محیط قانونی برای توسعه فعالیت شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران نیز به عنوان یک کشور در حال توسعه اشاره کرده‌اند. در این مطالعه با هدف بررسی زیرساخت قانونی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران، با توجه به رویکردهای اصلی قانونگذاری و جمع‌بندی مطالعات پیشین خارجی و داخلی، دو بعد اصلی (سیاست‌های عمومی و کلان یا قوانین کلی محیط کسب‌وکار و قوانین و مقررات مربوط به حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر) و ۹ مؤلفه شناسایی شد. تحلیل اهمیت- عملکرد این مؤلفه‌ها از دیدگاه مدیران صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی و صندوق‌های جسورانه بورسی به عنوان بازیگران اصلی حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر و همچنین خبرگان و صاحب‌نظران این موضوع و مدیران سرمایه‌گذاری‌های خصوصی نشان داد که اولویت‌های قانونگذاری برای تقویت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر از دیدگاه این گروه‌ها به ترتیب عبارت است از:

- میزان سهولت خروج سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری‌ها
 - سیاست‌های کشور در خصوص انتقال فناوری، سرمایه‌گذاری خارجی
 - وجود بازارهای بورس فعال
 - قوانین و ساختارهای کارآمد برای حفاظت از حقوق مالکیت فکری
 - وجود قوانین و فرآیندهای منعطف و شفاف برای ورشکستگی/ انحلال و تسویه
 - انعطاف‌پذیری قوانین و مقررات بازار نیروی کار
 - وجود مشوق‌های مالیاتی (کاهش مالیات/ معافیت مالیاتی) برای کسب‌وکارهای جوان و فناوری
 - نرخ مناسب مالیات بر عایدی سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر یا معافیت از پرداخت مالیات سود حاصل از فروش سهام کسب‌وکارهای کوچک
 - معافیت از مالیات بر درآمد/ معافیت از مالیات بر ارزش افزوده
- تحلیل وضعیت هریک از مؤلفه‌ها از حیث وجود قانون یا مقررات مرتبط و وضعیت آن در ایران نیز نشان می‌دهد در قوانین و مقررات کلان و محیط کسب‌وکار حمایت مشخصی از مؤلفه‌های فوق‌الذکر به عمل نمی‌آید. در سطح پایین‌تر یعنی در قوانین و مقررات حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر نیز قوانین حمایتی (به جز در مورد بعضی حمایت‌های مالیاتی محدود) تناسبی با اولویت‌های مداخله دولت از دیدگاه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر ندارد. به عبارت دیگر، مداخلات دولت برای بهبود زیرساخت قانونی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران بدون توجه به مؤلفه‌های اولویت‌دار برای تقویت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر طراحی و اجرا می‌شود و سیاست‌های افقی برای تقویت نهادی از جنس مناسب‌سازی زمینه فعالیت سرمایه‌گذاران پذیر (مانند اصلاح سیاست‌های بین‌المللی برای تعامل بیشتر با سایر کشورها و جذب سرمایه‌های خارجی، ساده‌سازی فرآیندهای ورشکستگی، انحلال و تسویه و یا تسهیل قوانین و مقررات بازار نیروی کار) کمتر مورد توجه قانونگذار بوده است.
- ناظر به این امر و با توجه به نتایج این مطالعه، برای رفع خلأهای موجود و تقویت زیرساخت قانونی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران توجه سیاستگذار به موارد زیر ضروری است:
- پیش‌بینی بخش ویژه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در سرفصل ورشکستگی قانون تجارت با در نظر گرفتن شرایط ویژه فعالیت صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر می‌تواند به تسهیل فعالیت این صندوق‌ها کمک کند.

- می‌توان از ابزارهای جدید برای تسهیل خروج سرمایه‌گذاران خطرپذیر استفاده کرد. در کوتاه‌مدت، صندوق نوآوری و شکوفایی می‌تواند ضامن اوراق مشارکت خریداران سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر (یعنی شرکت‌هایی که می‌خواهند تملک کنند) شود تا امکان خروج سرمایه‌گذار خطرپذیر از شرکت سرمایه‌پذیر فراهم شود.^۱
- استمرار معافیت‌های مالیاتی فعلی پیش‌بینی شده در قوانین و مقررات فعلی و تسهیل فرآیندهای اجرایی مربوطه، دقت به فرآیندهای احراز صلاحیت شرکت‌های واجد شرایط برای پرهیز از رانت و بروکراسی نیز اهمیت قابل توجهی دارد.
- وضع مالیات برای فعالیت‌های سوداگرانه در خارج از اکوسیستم نوآوری به منظور هدایت این منابع به سمت فعالیت‌های کارآفرینانه فناورانه می‌تواند مفید باشد.
- تصریح معافیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر یا معافیت پرداخت مالیات از سود حاصل از فروش سهام کسب‌وکارهای کوچک واجد شرایط در متن قانون مربوطه (خصوصاً قانون یا طرح احتمالی پیرامون مالیات عایدی سرمایه) ضرورت دارد.
- جذب سرمایه‌گذاری خارجی برای مشارکت در صندوق‌ها با توجه به محدودیت منابع داخلی نیز اهمیت زیادی دارد. تسهیل شرایط و ایجاد زمینه برای ورود سرمایه‌گذار خارجی با حمایت ویژه از سرمایه‌گذاران در حوزه فناوری ولو با تصویب قوانین و مقررات موقت (برای مثال در یک برنامه توسعه پنج‌ساله) ضروریست.
- پیش‌بینی بخش ویژه کسب و کارهای نوپا و شرکت‌های فناوری در قانون تأمین اجتماعی و تنظیم قواعد منعطف‌تر نسبت به سایر شرکت‌ها برای آنها با در نظر گرفتن ماهیت فعالیت آنها می‌تواند به افزایش تقاضا برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر کمک کند.
- ساماندهی نظام مالکیت فکری نیز یکی از موضوعاتی است که تأثیر قابل توجهی بر تقاضای وارد به صندوق‌ها می‌گذارد. بازنگری در قانون ثبت اختراعات، طرح‌های صنعتی و علائم تجاری با تأکید بر پیش‌بینی نقش اصلی در اجرای قانون برای بازیگران حوزه علم و فناوری که از ملاحظات و ضروریات اکوسیستم مطلع هستند و کارکردهای متعدد و مهم نظام ثبت اختراعات را می‌شناسند ضروریست.
- در این مطالعه با تحلیل مضمون قوانین و مقررات مرتبط به سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران، خلأهای قانونی حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر احصا شده است. صرف وجود قانون در ارتباط با یک مؤلفه مشخص نمی‌تواند تضمین‌کننده کفایت حمایت دولت از آن مؤلفه باشد. در حقیقت لازم است عملکرد قوانین و نتایج اجرای آنها در عمل نیز مورد ارزیابی قرار گیرد. لذا پیشنهاد می‌شود به عنوان یک مسیر تحقیقاتی مهم در آینده، عملکرد قوانین حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در حمایت از این شیوه تأمین مالی در ایران نیز با گردآوری و تحلیل داده‌های کافی و مناسب مورد توجه پژوهشگران قرار گیرد.

سپاسگزاری

نویسندگان مراتب سپاس خود را از مؤسسه تحقیقات سیاست علمی کشور برای حمایت از انجام این پژوهش (در قالب قرارداد شماره ۱۹۵/ص/۱۴۰۱) ابراز می‌دارند. همچنین از «صندوق پژوهش و فناوری غیردولتی توسعه صادرات شریف» برای برقراری ارتباط تیم پژوهش با فعالان و خبرگان تأثیرگذار حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر به منظور ارسال پرسشنامه پژوهش و دریافت نظرات ایشان صمیمانه قدردانی می‌شود.

References

1. Alizadeh, P. (2015). Examining the challenges and legal capacities of the development of the venture capital industry (with a focus on non-governmental research and technology funds), Majlis Research Center, serial number 14406. [In Persian]
2. Alizadeh, P., & Rahmati, M. (2023). The role of capital market in innovation finance. In *Innovative Finance for Technological Progress: Roles of Fintech, Financial Instruments, and Institutions* (1st ed.) Taghizadeh-Hesary, F., Aboojafari, R., & Yoshino, N. (Eds.) (pp. 233-256). Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781003220220> Routledge.
3. Armour, J. and Cumming, D. (2016) The legislative road to Silicon Valley. *Oxford Economic Papers* 58(4): 596–635.
4. Bedu, N. and Montalban, M. (2014) Analysing the uneven development of private equity in Europe: legal origins and diversity of capitalism. *Socio-Economic Review* 12(1): 33–70.
5. Biney, C. The Impact of Venture Capital Financing on SMEs Growth and Development in Ghana. (2018). *Business and Economics Journal*. 9:3 DOI: 10.4172/2151-6219.1000370
6. Black, B.S. and Gilson, R.J. (1998) Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics* 47(3): 243–277.
7. Bonini, S. and Alkan, S. (2012) The political and legal determinants of venture capital investments around the world. *Small Business Economics* 39(4): 997–1016.
8. Botshekan, D. M. H., Abdeh Tabrizi, D. H., Dehghan Dehnavi, D. M. A., & Ghorbani Bavani, M. (2017). Identify reasons for the non-development of venture capital in Iran. *Financial Management Perspective*, 7(20), 133-151. [In Persian]
9. Bozkaya, A. and Kerr, W.R. (2014) Labor regulations and european venture capital. *Journal of Economics & Management Strategy* 23(4): 776–810.
10. Bustamante, C. V., Mingo, S., & Matusik, S. F. (2021). Institutions and venture capital market creation: The case of an emerging market. *Journal of Business Research*, 127, 1–12. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.01.008>
11. Carvell, S.A., Kim, J.-Y., Ma, Q. and Ukhov, A.D. (2013) Economic and capital market antecedents of venture capital commitments (1960–2010) *International Entrepreneurship and Management Journal* 9(2): 167– 182.
12. Cumming, D. and Li, D. (2016) Public policy, entrepreneurship, and venture capital in the United States. *Journal of Corporate Finance* 23, 345–367.
13. Cumming, D., Schmidt, D., & Walz, U. (2010). Legality and venture capital governance around the world. *Journal of Business Venturing*, 25(1), 54–72. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2008.07.001>
14. Da Rin, M., Nicodano, G. and Sembenelli, A. (2006) Public policy and the creation of active venture capital markets. *Journal of Public Economics* 90(8–9): 1699–1723.
15. Fazekas, B., & Becsky-Nagy, P. (2021). A new theoretical model of government backed venture capital funding. *Acta Oeconomica*, 71(3), 487–506. <https://doi.org/10.1556/032.2021.00024>
16. Felix, E.G.S., Pires, C.P. and Gulamhussen, M.A. (2013) The determinants of venture capital in Europe – evidence across countries. *Journal of Financial Services Research* 44(3): 259–279.
17. Ghasemi, M., Faghihi, M., & Alizadeh, P. (2018). Requirements to Achieve a Knowledge-Based Economy at Macro Level: Analysis of Legal Framework in Iran and Some Policy Recommendations. *Economics Research*, 18(68), 99-152. doi: 10.22054/joer.2018.8689 . [In Persian]
18. Grilli, L., Latifi, G., & Mrkajic, B. (2019). Institutional Determinants of Venture Capital Activity: an Empirically Driven Literature Review and a Research Agenda. *Journal of Economic Surveys*, 33(4), 1094–1122. <https://doi.org/10.1111/joes.12319>
19. Grilli, L., Mrkajic, B., & Latifi, G. (2018). Venture capital in Europe: social capital, formal institutions and mediation effects. *Small Business Economics*, 51(2), 393–410. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0007-7>
20. Groh, A.P. and Wallmeroth, J. (2016) Determinants of venture capital investments in emerging markets. *Emerging Markets Review* 29, 104–132.
21. Guo, D., & Jiang, K. (2022). Venture capital investment, intellectual property rights protection and firm innovation: evidence from China. *Entrepreneurship and Regional Development*, 34(5–6), 434–470. <https://doi.org/10.1080/08985626.2022.2062618>
22. Haeussler, C.; Harhoff, D.; Müller, E. (2009). To Be Financed or Not... - The Role of Patents for Venture Capital Financing. SFB/TR 15 Discussion Paper, No. 253, Sonderforschungsbereich/Transregio 15 - Governance and the Efficiency of Economic Systems (GESY), München. DOI:10.5282/ubm/epub.13299
23. Hain DS, Christensen J.L (2020) Capital market penalties to radical and incremental innovation. *European Journal of Innovation Management* 23(2): 291-313. doi: 10.1108/EJIM-07-2018-0144
24. Heidari Soureshjani, M., & Mohammadi, P. (2017). Mitigating Agency Problems in Venture Capital Contracting in Different Stage of Iranian Entrepreneurial Firms Growth. *Innovation Management Journal*, 6(3), 113-140. [In Persian]
25. Jeng, L.A. and Wells, P.C. (2000) The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of Corporate Finance* 6(3): 241–289.
26. Lerner, J., & Tåg, J. (2013). Institutions and venture capital. *Industrial and Corporate Change*, 22(1), 153–182. <https://doi.org/10.1093/icc/dts050>
27. Li, Y., & Zahra, S. A. (2012). Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis. *Journal of Business Venturing*, 27(1), 95–111. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2010.06.003>
28. LIN, L. (2015). Reengineering A Venture Capital Market: The Case of China. National University of Singapore, Faculty of Law Working Paper Series and can also be downloaded without charge at: <http://law.nus.edu.sg/wps/>.
29. Martilla, J. A. & James, J. C. (1977). Importance-performance analysis, *J. Mark.*, vol. 41, no. 1, 77–79.
30. Mashhadi, R., & Ahmadi, M. A. (2018). Presenting a Model of Applying and Developing Venture Investment Funds in the Iran Regarding Resistive Economy and Combating in the Economic War. *Defense Economics and Sustainable Development*, 3(9), 129-150. [In Persian]
31. Mashhadi, R., & Khodabakhsh, S. O. (2021). Providing an Exit Route for Exiting Venture Capital Funds in Knowledge-based Defense Sector. *Defense Economics and Sustainable Development*, 5(18), 57-79. [In Persian]
32. Metrick A, Yasuda A (eds) (2011) *Venture Capital & The Finance of Innovation*. 2nd ed. John Wiley & Sons, United States of America

33. Motavaseli, M., Shojaei, S., Chitsazan, H., & Mohammadi- Elyasi, G. (2017). Institutional Barriers to Venture Capital Investment in Iran: A study to explore the incentives of investment in technology based small firms. *Journal of Entrepreneurship Development*, 10(3), 477-496. doi: 10.22059/jed.2017.237808.652263 [In Persian]
34. Mustafa, M. Mazhar, S. Sh. 2020. Determinants of venture capital investment in India: A time series analysis. *The Review of Finance and Banking* 12 (1)
35. Nahata, R., Hazarika, S., & Tandon, K. (2014). Success in Global Venture Capital Investing : Do Institutional and Cultural Differences Published by : Cambridge University Press on behalf of the University of Washington School of Business Administration Stable URL : <https://www.jstor.org/stable/4330397>. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(4), 1039-1070.
36. Nazari, R., Hozhabr Kiani, K., Emamverdi, G., & Peykarjoo, K. (2019). Financing Technology and Commercialization of Innovation: Comparison of Spatial Models in a Selected Countries. *Economic Growth and Development Research*, 9(34), 35-58. doi: 10.30473/egdr.2018.5136 [In Persian]
37. Ning, Y., Wang, W. and Yu, B. (2015) The driving forces of venture capital investments. *Small Business Economics* 44(2): 315-344.
38. OECD (2015) New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments. doi: 10.1787/9789264240957-en
39. OECD (2018) Enhancing SME access to diversified financing instruments. Discussion Paper. SME Ministerial Conference, 22-23 February 2018, Mexico City Available via DIALOG. <https://www.oecd.org/cfe/smes/ministerial/documents/2018-SME-Ministerial-Conference-Plenary-Session-2.pdf>. Accessed 21 August 2021
40. OECD (2020) Policy developments in SME finance a decade after the global financial and economic crisis. OECD Publishing. Paris. doi: 10.1787/6bdd4eb7-en
41. Pezeshkan, A., Smith, A., Fainshmidt, S., & Nair, A. (2022). A neo-configurational institutional analysis of international venture capital attractiveness and performance: insights for Asia-Pacific. *Asia Pacific Journal of Management*, 39(2), 365-393. <https://doi.org/10.1007/s10490-020-09727-9>
42. Prasetyo, A.D. Imran, M.F. Rizka, F.A. Fachira, I. 2018. Determinants of venture capital performance in Indonesia. *New Trends and Issues Proceedings on Humanities and Social Sciences* 5 (2), 29-36
43. Romain, A. and van Pottelsberghe, B. (2004) The determinants of venture capital: a panel data analysis of 16 OECD countries. Centre Emile Bernheim, Research Institute in Management Science Working Paper Series, No. 04-015 (Vol. 1).
44. Salem, A. A. (2018). The Effects of Knowledge-Based Economy on Economic Growth. *Economics Research*, 18(68), 187-218. doi: 10.22054/joer.2018.8691 [In Persian]
45. Saunders, M., Lewis, P., Thornhill, A. (2009). *Research Methods for Business Students*. Fifth Edition. Prentice Hall.
46. Schröder, C. (2011) Financial system and innovations: determinants of early stage venture capital in Europe. In P.J.J. Welfens and C. Ryan (eds.), *Financial Market Integration and Growth: Structural Change and Economic Dynamics in the European Union* (pp. 127-158). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg
47. Sever, I. (2015). Importance-performance analysis: A valid management tool? *Tourism Management* 48, 43-53. DOI:10.1016/j.tourman.2014.10.022
48. Shinozaki S. (2014) Capital Market Financing for SMEs: A Growing Need in Emerging Asia. Asian Development Bank Working Paper Series on Regional Economic Integration. No 121. Available via DIALOG. <http://hdl.handle.net/11540/1982>. Accessed 21 August 2021
49. Shojaei, S., Motavaseli M., Bitaab, A., Chitsazan H., Mohammadi Elyasi, G. 2018. Institutional barriers to venture capital financing: an explorative study for the case of Iran. *Journal of Entrepreneurship in Emerging Economies*. 2053-4604 DOI 10.1108/JEEE-01-2018-0001
50. Thompson J, Boschmans K, Pissareva L (2018) Alternative Financing Instruments for SMEs and Entrepreneurs: The case of capital market finance. OECD SME and Entrepreneurship Papers No 10. Available via DIALOG. https://www.oecd-ilibrary.org/economics/alternative-financing-instruments-for-smes-and-entrepreneurs_dbdda9b6-en10. doi: 10.1787/dbdda9b6-en. Accessed 21 August 2021
51. Vaismoradi, M., Jones, J., Turunen, H., Snelgrove, S. (2016). Theme development in qualitative content analysis and thematic analysis. *Journal of Nursing Education and Practice* 6 (5): 100-110. DOI: 10.5430/jnep.v6n5p100
52. Venture Capital Association (2022). Report on the performance of members of the country's venture capital association in 2021 [In Persian]
53. Wellalage NH. Fernandez V. (2019) Innovation and SME finance: Evidence from developing countries. *International Review of Financial Analysis* 66: 1-14. doi: 10.1016/j.irfa.2019.06.009.
54. Wyród-Wróbel, J. Biesok, G. (2017). Decision Making on Various Approaches to Importance-Performance Analysis (IPA). *European Journal of Business Science and Technology*, 3 (2): 123-131. ISSN 2336-6494. DOI:10.11118/ejobsat.v3i2.82.
55. Zavatta R, 2008. Financing Technology Entrepreneurs and SMEs in Developing Countries. Washington, DC: infoDev / World Bank. Available via DIALOG. <http://www.infodev.org/publications>. Accessed 28 August 2021.