

بنگاه‌های با رشد بالا (HGEs)؛ شاخصه‌ها و چالش‌های تأمین مالی



انديشكده اقتصاد مقاومتی |

گروه پول و بانک |

شهریور ماه ۱۴۰۵

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

آیت‌الله خامنه‌ای رهبر شهید انقلاب: علاج برون رفت از مشکلات کشور «اقتصاد مقاومتی» است.

اندیشکده اقتصاد مقاومتی: تصمیم بهتر، آینده روشن‌تر

اندیشکده اقتصاد مقاومتی یک «کانون تفکر و تصمیم‌سازی» است که از سال ۱۳۹۵ فعالیت رسمی خود را آغاز کرد. اندیشکده به مسئولین و دستگاه‌ها کمک می‌کند تا تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند.

طبق تعریف اندیشکده، اقتصاد مقاومتی یک «الگوی حکمرانی اقتصادی» است، به این معنا که سیاست‌ها، قوانین، قواعد و اقدامات طوری طراحی شود که کشور با کمترین اثرپذیری از تکانه‌های داخلی و خارجی، رشد و پیشرفت پایدار داشته باشد. «شناسایی مسائل از طریق بررسی‌های میدانی و عملیاتی» در گام اول، «تولید راهکار و تصمیم برای حل مسائل با بهره‌گیری از آرای خبرگان و تجربیات جهانی و با در نظر گرفتن ملاحظات و پیچیدگی‌های تصمیم‌گیری» در گام دوم، «ترویج مباحث جهت اقناع و همراه‌سازی عموم با تصمیم مدنظر» در گام سوم و «پیگیری اتخاذ تصمیم و اجرای آن» در گام چهارم، از جمله فعالیت‌هایی است که با هدف «مقاوم‌سازی اقتصاد» در اندیشکده انجام می‌شود.

علاقه‌مندان می‌توانند از طریق سایت Mett.ir با اندیشکده اقتصاد مقاومتی در ارتباط باشند و نظرات، انتقادات و پیشنهادهای خود را در خصوص این گزارش و سایر فعالیت‌های اندیشکده مطرح نمایند؛ همچنین با حمایت معنوی و مادی از اندیشکده، در تصمیم‌گیری بهتر ارکان کشور و ساخت آینده روشن‌تر سهیم شوند.

بنگاه‌های با رشد بالا (HGEs): شاخصه‌ها و چالش‌های تأمین مالی

پول و بانک	گروه موضوعی:
پژوهشی	نوع گزارش:
۱۴۰۵/۰۶/۲۵	شناسه:
۱۴۰۵/۰۶/۰۵	تاریخ انتشار:
امیرحسین مستقل	تهیه و تدوین:
سید محمد نبی‌زاده	مدیر مطالعه:
سید عباس عباسپور	ناظر علمی:
محمد قائدامینی	

خلاصه مدیریتی

این گزارش با هدف تبیین جایگاه «بنگاه‌های با رشد بالا»^۱ در پویایی اقتصادی، شناسایی ویژگی‌های متمایزکننده آن‌ها و تحلیل چالش‌های تأمین مالی پیش روی این دسته از بنگاه‌ها تدوین شده است. شواهد تجربی نشان می‌دهد که اگرچه بنگاه‌های با رشد بالا سهم اندکی از تعداد کل جمعیت بنگاه‌ها را تشکیل می‌دهند، اما سهمی چشمگیر در خلق شغل خالص، افزایش ارزش افزوده و تقویت پویایی ساختاری اقتصاد دارند. برای مثال، در سوئیس، حدود ۲ درصد از شرکت‌های با رشد بالا با رشد متوسط ۱۰۸ درصدی اشتغال، ۳۱/۴ درصد از مشاغل ایجادشده توسط بنگاه‌های در حال گسترش را به خود اختصاص دادند. از این رو، شناخت دقیق ماهیت رشد بالا و الزامات نهادی و مالی آن برای طراحی سیاست‌های توسعه‌ای کارآمد، ضروری است.

بر اساس تعریف مرجع سازمان توسعه و همکاری اقتصادی-اداره آمار اروپا، بنگاه با رشد بالا شرکتی است که در ابتدای یک دوره سه‌ساله حداقل ۱۰ نفر کارکن داشته و در این دوره متوسط رشد سالانه اشتغال آن بیش از ۲۰ درصد باشد. مفاهیم مکملی همچون «غزال‌ها»^۲ (بنگاه‌های جوان با رشد بالا)، «تک‌شاخ‌ها»^۳ (استارت‌آپ‌های با ارزش‌گذاری بیش از یک میلیارد دلار) و شاخص‌های ترکیبی نظیر برج - شرایر نیز برای رفع برخی تورش‌های آماری و پوشش ابعاد مختلف رشد به کار می‌روند. افزون بر رشد اشتغال، شاخص‌هایی مانند رشد فروش، رشد ارزش افزوده، سودآوری و دارایی‌های نامشهود (از جمله حقوق مالکیت فکری) برای ارزیابی کیفیت و پایداری رشد مورد توجه قرار می‌گیرند.

برخلاف برداشت‌های رایج، اندازه کوچک به‌تنهایی توضیح‌دهنده رشد بالا نیست. شواهد نشان می‌دهد که «جوانی» بنگاه شاخص بسیار قوی‌تری نسبت به «کوچکی» برای پیش‌بینی خلق شغل و رشد سریع است. بسیاری از بنگاه‌هایی که در یک دوره به‌عنوان «بنگاه با رشد بالا» شناسایی می‌شوند، در پایان همان دوره به بنگاه‌های بزرگ تبدیل شده‌اند. همچنین این بنگاه‌ها محدود به صنایع با فناوری پیشرفته نیستند و در طیف گسترده‌ای از بخش‌های اقتصادی از صنایع سنتی تا خدمات، مشاهده می‌شوند؛ بنابراین، ظرفیت رشد بالا بیشتر به قابلیت‌های درون بنگاهی و موقعیت رقابتی مربوط است تا صرفاً به بخش فعالیت بنگاه. در کشور فنلاند برخلاف برخی تصورات، تفاوت معناداری میان بنگاه‌های با رشد بالا و سایر شرکت‌ها در شاخص‌های نوآوری مشاهده نشده که نشان می‌دهد رشد بالا لزوماً مترادف نوآوری پیشرفته نیست.

¹ High-Growth Enterprises

² Gazelle

³ Unicorns

ویژگی‌های کیفی بنگاه‌های با رشد بالا نیز حائز اهمیت است. کیفیت مدیریت، تجربه و توان رهبری مدیران، قابلیت جذب و نگهداشت نیروی کار ماهر و وجود راهبردهای روشن توسعه بازار از عوامل کلیدی به شمار می‌روند. نوآوری و بهره‌گیری از دارایی‌های نامشهود مانند پتنت^۴ (گواهی ثبت اختراع) و علائم تجاری، به‌ویژه در محیط‌های رقابتی مبتنی بر دانش از پیش‌رسان‌های مهم رشد هستند. جهت‌گیری بین‌المللی و حضور در بازارهای خارجی امکان مقیاس‌پذیری سریع‌تر را فراهم می‌کند و محدودیت‌های تقاضای داخلی را کاهش می‌دهد. در نهایت، «جاه‌طلبی رشد» و ریسک‌پذیری مدیران تمایز اساسی میان بنگاه‌های با رشد بالا و اکثریت بنگاه‌هایی است که تمایلی به توسعه سریع ندارند.

از منظر کلان، نقش این بنگاه‌ها در اقتصاد فراتر از سهم عددی آن‌هاست. در بسیاری از کشورها، درصد کوچکی از شرکت‌ها مسئول بخش قابل توجهی از خلق شغل خالص هستند. علاوه بر ایجاد اشتغال، این بنگاه‌ها معمولاً مشاغلی با مهارت و دستمزد بالاتر ایجاد می‌کنند، به شکل‌گیری خوشه‌های نوآوری از طریق سرریز دانش کمک می‌کنند و از طریق تقویت تقاضا برای نهاده‌ها، زنجیره‌های تأمین را پایدارتر می‌سازند. هم‌زمان، رشد و خروج آن‌ها با فرایند «خلق و تخریب هم‌زمان»^۵ همراه است که به تخصیص مجدد منابع به سمت فعالیت‌های بهره‌ورتر انجامیده و انعطاف‌پذیری بلندمدت اقتصاد را تقویت می‌کند.

با این حال، یکی از چالش‌های اصلی بنگاه‌های با رشد بالا، در حوزه تأمین مالی است. ماهیت نوآورانه و اتکای آن‌ها به دارایی‌های نامشهود موجب می‌شود که با نظام‌های بانکی مبتنی بر وثیقه‌های عینی، سازگاری محدودی داشته باشند. مطابق نظریه ترجیح مالی، بنگاه‌ها ابتدا از منابع داخلی، سپس از بدهی و در نهایت از تأمین مالی از طریق فروش سهام استفاده می‌کنند؛ اما رشد سریع موجب می‌شود که بنگاه‌های با رشد بالا به سرعت از ظرفیت وام‌گیری عبور کرده و به منابع سرمایه‌ای بیرونی، به‌ویژه سرمایه خطرپذیر، نیازمند شوند. ساختار نهادی نظام مالی نیز تعیین‌کننده است: در نظام‌های بازارمحور، بازار سرمایه و سرمایه‌گذاری خطرپذیر نقش پررنگ‌تری دارند؛ در نظام‌های بانک‌محور، روابط بلندمدت و شناخت عمیق بانک‌ها می‌تواند بخشی از عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد، اما همچنان پاسخگوی همه نیازهای رشد سریع نیست. شکاف تأمین مالی در مراحل اولیه رشد، جایی که ریسک بالا و عدم قطعیت شدید است، یکی از نقاط آسیب‌پذیر اصلی به شمار می‌رود.

برآیند تحلیل‌ها نشان می‌دهد که اثربخش‌ترین رویکرد سیاستی، گذار از حمایت‌های موردی و بنگاه محور به سمت تقویت اکوسیستم رشد است. با توجه به ماهیت موقت و پیش‌بینی‌ناپذیر رشد بالا، تلاش برای شناسایی

^۴ Patent

^۵ منظور از خلق و تخریب هم‌زمان آن است که در فرایند پویایی اقتصادی، برخی بنگاه‌ها و مشاغل جدید ایجاد می‌شوند و هم‌زمان برخی بنگاه‌ها یا فعالیت‌های کم‌بازده‌تر کوچک می‌شوند یا از بازار خارج می‌شوند؛ در نتیجه، منابع به سمت فعالیت‌های بهره‌ورتر منتقل می‌شود.

و حمایت مستقیم از «برندگان آینده»^۶ با ریسک خطا و تخصیص ناکارآمد منابع همراه است. در مقابل، بهبود محیط کسب‌وکار، تسهیل جریان سرمایه و نیروی کار به سمت فعالیت‌های مولدتر، تقویت مهارت‌های مدیریتی، توسعه شبکه‌های انتقال دانش و تنوع‌بخشی به ابزارهای مالی می‌تواند احتمال شکل‌گیری و تداوم دوره‌های رشد را در سطح اقتصاد افزایش دهد.

یافته محوری این گزارش آن است که «رشد بالا» بیش از آنکه یک ویژگی پایدار و هویتی برای یک بنگاه باشد، یک دوره گذرا در چرخه عمر بنگاه است. اغلب شرکت‌ها قادر به حفظ نرخ‌های رشد بسیار بالا در افق‌های زمانی بلندمدت نیستند و رشد جهش‌وار آن‌ها در بستر شرایط خاص بازار، فرصت‌های فناورانه یا تصمیمات راهبردی رخ می‌دهد. به عنوان مثال در کشور ایالات متحده آمریکا تنها حدود ۱/۲ درصد از بنگاه‌ها موفق شدند دوره‌های رشد بالا را تکرار کنند که نشان‌دهنده «موقتی بودن» ماهیت رشد سریع است. این واقعیت، رویکردهای سنتی سیاست‌گذاری مبتنی بر «انتخاب برندگان» را با محدودیت جدی مواجه می‌سازد؛ زیرا پیش‌بینی اینکه کدام بنگاه در آینده وارد دوره رشد بالا خواهد شد، بر اساس عملکرد گذشته، با عدم قطعیت بالا همراه است. در نتیجه، تمرکز سیاستی بر شناسایی پیشینی چند بنگاه خاص متمرکز نیست، بلکه بر تقویت بستر نهادی که احتمال وقوع دوره‌های رشد را در میان بنگاه‌ها افزایش می‌دهد، تاکید می‌کند.

یکی از پرسش‌های مهم در بحث تأمین مالی بنگاه‌های با رشد بالا، این است که آیا می‌توان از سیاست هدایت اعتبار برای حمایت از این بنگاه‌ها استفاده کرد یا نه. دشواری دسترسی این بنگاه‌ها به منابع مالی، ممکن است حمایت اعتباری از آن‌ها را ضروری نشان دهد؛ اما پیش از هرگونه تصمیم‌گیری درباره تخصیص اعتبار به این بنگاه‌ها، باید نسبت میان این دو رویکرد به‌دقت بررسی شود.

تحلیل نهایی گزارش نشان می‌دهد که «هدایت اعتبار» و دستور کار «بنگاه‌های با رشد بالا» در دو بستر تاریخی، نظری و نهادی متفاوت شکل گرفته‌اند و پاسخ به دو مسئله متمایز بوده‌اند. هدایت اعتبار در چارچوب راهبردهای صنعتی‌شدن دیرنگام و برای رفع ناکارآمدی‌های ساختاری بازارهای مالی و تغییر الگوی تخصیص بخشی طراحی شد؛ در حالی که ادبیات بنگاه‌های با رشد بالا عمدتاً در اقتصادهای پیشرفته و در پاسخ به مسئله پویایی کارآفرینانه، خلق شغل و رقابت در اقتصاد دانش‌بنیان مطرح شده است. از این رو، «رشد بالا» به‌خودی‌خود یک قاعده سیاستی برای تخصیص ترجیحی اعتبار محسوب نمی‌شود. شاخص‌های شناسایی

^۶ برندگان آینده به رویکردی سیاستی اشاره دارد که در ادبیات اقتصادی با عنوان «picking winners» شناخته می‌شود. در این رویکرد، سیاست‌گذار می‌کوشد بنگاه‌هایی را که احتمال رشد بالایی در آینده دارند، شناسایی و به شکل مستقیم از آن‌ها حمایت کند. گزارش حاضر بر این باور است که چنین سیاستی با محدودیت جدی روبه‌روست؛ زیرا رشد بالا معمولاً یک دوره‌ی گذرا است، نه یک ویژگی پایدار بنگاه. از این رو، شناسایی دقیق برندگان پیش از وقوع رشد، بسیار خطاپذیر است و می‌تواند به تخصیص ناکارآمد منابع و حمایت از بنگاه‌های ناکارآمد بینجامد.

بنگاه‌های با رشد بالا ماهیتی پس‌نگر دارند و لزوماً معادل ظرفیت تحول ساختاری^۷ یا ریسک اعتباری پایین نیستند. علاوه بر این، تجربه‌های موفق هدایت اعتبار نشان می‌دهد که کارآمدی آن وابسته به وجود راهبرد توسعه‌ای منسجم، بوروکراسی کارآمد، انضباط عملکردی و سازوکارهای مکمل نهادی است؛ عناصری که بدون آن‌ها، تخصیص ترجیحی منابع می‌تواند به ناکارآمدی و رانت‌جویی بینجامد.

در نتیجه، هرگونه اتصال میان هدایت اعتبار و حمایت از بنگاه‌های با رشد بالا در اقتصاد ایران مستلزم تعریف روشن مسئله توسعه‌ای کشور، تعیین افق تحول ساختاری و توجه به محدودیت‌های نهادی نظام مالی است. بدون چنین چارچوبی، تبدیل «بنگاه با رشد بالا» به معیار هدایت اعتبار، بیش از آنکه یک راهبرد توسعه‌ای باشد، به یک برچسب سیاستی تقلیل خواهد یافت.

در جمع‌بندی، بنگاه‌های با رشد بالا پیشرانان اصلی پویایی، نوآوری و تحول ساختاری اقتصاد هستند، اما رشد آن‌ها محصول شرایط سیستمی و نهادی مساعد است، نه نتیجه حمایت‌های گلخانه‌ای از تعداد محدودی شرکت. تمرکز بر اصلاحات ساختاری و تقویت زیرساخت‌های مالی و نهادی، راهبردی سازگارتر با واقعیت‌های تجربی تقویت‌کننده بنگاه‌های با رشد بالا و تضمین‌کننده پایداری بلندمدت اقتصاد خواهد بود.

^۷ تحول ساختاری (structural transformation) به معنای حرکت اقتصاد به سمت کارهای نوآورانه و بهره‌ورتر است. به‌طوری‌که منابع (اعم از سرمایه و نیروی کار) از فعالیت‌های کم‌بازده به سمت بخش‌های با بهره‌وری بالاتر جابه‌جا شوند. رشد سریع یک بنگاه به‌تنهایی به معنای تحول ساختاری نیست؛ چون این مفهوم به تغییر کل ساختار اقتصاد مربوط می‌شود، نه فقط عملکرد یک شرکت.

فهرست مطالب

مقدمه.....	۹
فصل ۱. ویژگی‌های بنگاه‌های با رشد بالا.....	۱۱
۱-۱- تعریف بنگاه با رشد بالا.....	۱۱
۲-۱- شاخص‌های تعریف و اندازه‌گیری بنگاه‌های با رشد بالا.....	۱۲
۳-۱- ویژگی‌های اصلی بنگاه‌های با رشد بالا.....	۱۵
۱-۳-۱- سن و اندازه بنگاه.....	۱۵
۲-۳-۱- الگوهای بخشی و جغرافیایی.....	۱۶
۳-۳-۱- نوآوری، سرمایه انسانی و کیفیت مدیریت.....	۱۶
۴-۳-۱- جهت‌گیری بازار، بین‌المللی شدن و شبکه‌ها.....	۱۷
۵-۳-۱- پایداری رشد.....	۱۷
۶-۳-۱- ریسک‌پذیری و جاه‌طلبی برای رشد.....	۱۸
۴-۱- معیارهای سنجش و اندازه‌گیری.....	۲۰
۵-۱- طبقه‌بندی ویژگی‌ها.....	۲۲
فصل ۲. مشارکت‌های اقتصادی و اشتغال‌زایی بنگاه‌های با رشد بالا.....	۲۳
۱-۲- مقدمه.....	۲۳
۲-۲- یافته‌های تجربی.....	۲۳
۱-۲-۲- سهم در ایجاد شغل خالص.....	۲۳
۲-۲-۲- سهم در تولید اقتصادی و بهره‌وری.....	۲۴
۳-۲-۲- کیفیت شغل و اثرات سرریز.....	۲۴
۴-۲-۲- پویایی‌های زمانی و نوسانات.....	۲۵
۵-۲-۲- خلاصه یافته‌های تجربی.....	۲۶
۳-۲- پیامدهای سیاستی.....	۲۷
فصل ۳. الگوهای تأمین مالی و مسیرهای مالی بنگاه‌های با رشد بالا.....	۲۹
۱-۳- مقدمه.....	۲۹
۱-۱-۳- تأمین مالی داخلی.....	۲۹
۲-۱-۳- تأمین مالی از طریق بدهی.....	۳۰
۳-۱-۳- تأمین مالی از طریق سهام.....	۳۱
۴-۱-۳- سرمایه خطرپذیر.....	۳۲

۳-۱-۵- تأمین مالی از طریق سرمایه‌گذاران فرشته	۳۲
۳-۱-۶- عرضه اولیه عمومی و ادغام و تملیک	۳۷
۳-۱-۷- تأمین مالی عمومی و مبتنی بر کمک‌های بلاعوض	۳۷
۳-۲- عوامل تعیین‌کننده نهادی و زمینه‌ای	۳۸
۳-۳- مسیرهای تأمین مالی	۳۹
۳-۴- برنامه گام‌به‌گام	۳۹
۳-۵- نتیجه‌گیری: شکاف‌ها در ادبیات موجود	۴۰
فصل ۴. مطالعات موردی	۴۱
۴-۱- آمریکای لاتین	۴۱
۴-۲- سوئیس	۴۳
۴-۳- برزیل	۴۵
۴-۴- ویتنام	۵۰
فصل ۵. هدایت اعتبار و بنگاه‌های با رشد بالا در پرتو اقتصاد ایران	۵۴
۵-۱- هدایت اعتبار	۵۴
۵-۱-۱- بستر تاریخی و منطق شکل‌گیری	۵۴
۵-۱-۲- چارچوب راهبردی و معماری نهادی	۵۵
۵-۱-۳- ارزیابی کارنامه تجربی	۵۶
۵-۲- دستور کار بنگاه با رشد بالا	۵۷
۵-۳- جایگاه بنگاه‌های با رشد بالا در دستور کار سیاستی ایران	۵۷
۵-۴- چارچوب تحلیلی	۶۰
فصل ۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادات	۶۲
۶-۱- یافته‌های محوری	۶۲
۶-۲- توصیه‌های سیاستی	۶۳
۶-۲-۱- تقویت اکوسیستم کسب‌وکار و اصلاحات بنیادین	۶۴
۶-۲-۲- توسعه یک اکوسیستم تأمین مالی متنوع	۶۵
۶-۲-۳- تقویت قابلیت‌های نوآوری و بین‌المللی شدن	۶۶
۶-۳- ترتیب‌بندی و هماهنگی سیاست‌ها	۶۷
پیوست: نگاشت اصطلاحات	۶۸
منابع	۷۱

فهرست جداول

جدول ۱: ویژگی‌های اصلی بنگاه‌های با رشد بالا.....	۱۸
جدول ۲: یافته‌های کمی اصلی را در مورد سهم بنگاه‌های با رشد بالا در اقتصاد.....	۲۶
جدول ۳: یافته‌های کیفی و شرطی مربوط به عوامل توانمندساز و پویایی‌های بازار.....	۲۶
جدول ۴: انواع روش‌های تأمین مالی مبتنی بر بدهی.....	۳۰
جدول ۵: مراحل سرمایه‌گذاری توسط فرشتگان.....	۳۳
جدول ۶: تفاوت‌های کلیدی بین سرمایه‌گذاران فرشته و سرمایه‌گذاران خطرپذیر.....	۳۴
جدول ۷: مسیرهای تأمین مالی نمونه برای بنگاه‌های با رشد بالا در زمینه‌های مختلف.....	۳۹
جدول ۱۰: حکمرانی سیاست‌گذاری برای بنگاه‌های کوچک و متوسط در برزیل.....	۴۷
جدول ۱۱: تعریف و آستانه‌های اندازه‌گیری بنگاه کوچک و متوسط در برزیل.....	۴۷
جدول ۱۲: سهم بنگاه‌های کوچک و متوسطی برزیل در اشتغال، تولید ناخالص داخلی و تجارت.....	۴۸
جدول ۱۳: برنامه‌های حمایت مالی از بنگاه‌های کوچک و متوسط در برزیل.....	۴۸
جدول ۱۴: شاخص‌های عملکرد و نتایج بنگاه‌های کوچک و متوسط در برزیل.....	۴۸
جدول ۱۵: تعاریف بنگاه‌های کوچک و متوسط و آستانه‌های اندازه شرکت در ویتنام.....	۵۲
جدول ۱۶: سهم بنگاه‌های کوچک و متوسط در اشتغال، تولید ناخالص داخلی و صادرات ویتنام.....	۵۲
جدول ۱۷: سازوکارهای حمایتی مالی و سیاستی از بنگاه‌های کوچک و متوسط در ویتنام.....	۵۲
جدول ۱۸: شاخص‌های عملکرد یا نتایج گزارش شده از بنگاه‌های کوچک و متوسط ویتنام.....	۵۳
جدول ۱۹: نگاشت اصطلاحات مرتبط با بنگاه با رشد بالا.....	۶۸