

تأمین مالی شرکت‌ها از ایده تا بلوغ



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شماره مسلسل: ۱۹۴۱۱
کد موضوعی: ۲۲۰



مرکز پژوهش‌های
مجلس شورای اسلامی

تاریخ انتشار:
۱۴۰۲/۷/۲۰

عنوان گزارش:
تأمین مالی شرکت‌ها از ایده تا بلوغ

نام دفتر:
مطالعات اقتصادی (گروه بازارها و نهادهای مالی)

تهیه و تدوین:
سیدمحمد افقهی

ناظران علمی:
محمدامین صلواتیان، سیدمهدی بنی‌طبا

اظهار نظرکنندگان:
داریوش محجوبی، روح‌اله ابوجعفری، افشین حیدرپور، سازمان بورس و اوراق بهادار

گرافیک و صفحه‌آرایی:
نرجس امیراحمدی

ویراستار ادبی:
شیوا امین اسکندری

واژه‌های کلیدی:
۱. کسب‌وکار نوپا
۲. دانش‌بنیان
۳. سرمایه‌گذاری خطرپذیر



فهرست مطالب

۶	چکیده
۷	خلاصه مدیریتی
۸	۱. مقدمه
۹۱۱	۲. مراحل رشد و تأمین مالی شرکت‌ها
۱۶	۳. روش‌های تأمین مالی فعالیت‌های نوآورانه
۳۶	۴. آسیب‌شناسی تأمین مالی خطرپذیر در کشور
۳۹	۵. راهکارها و توصیه‌های سیاستی
۴۲	۶. خلاصه و جمع‌بندی
۴۳	منابع و مآخذ

فهرست نمودارها

۱۰	نمودار ۱. مسیر رشد کسب و کار و بروز آن در صورت‌های مالی
۱۶	نمودار ۲. مراحل رشد شرکت و ابزارها و روش‌های تأمین مالی آن
۱۷	نمودار ۳. روش‌های تأمین مالی در کسب و کارهای نوپای هند در سال ۲۰۱۹
۲۲	نمودار ۴. گروه‌های سنی فرشتگان کسب و کار در انگلستان
۲۲	نمودار ۵. تجربه قبلی فرشتگان در تأمین مالی کسب و کار در انگلستان
۲۳	نمودار ۶. رابطه سرمایه‌گذاری فرشتگان و تعداد کارکنان کسب و کار
۲۴	نمودار ۷. سهم از کل و میانگین مبلغ انواع قرارداد‌های مشارکت فرشتگان کسب و کار
۳۰	نمودار ۸. تعداد سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی (CVC) فعال در جهان
۳۰	نمودار ۹. روش‌های خروج از کسب و کار نوپا توسط مالکان (سال ۲۰۲۰)
۳۱	نمودار ۱۰. سهم بخش‌های اقتصاد از سرمایه‌گذاری خطرپذیر (سال ۱۴۰۰)
۳۲	نمودار ۱۱. سهم هر یک از روش‌های تأمین مالی خطرپذیر
۳۴	نمودار ۱۲. منابع تسهیلات صندوق‌های پژوهش و فناوری و عضوانجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر

فهرست جداول

۸	جدول ۱. برخی نیازهای تأمین مالی شرکت‌های فعال (تا بلوغ) در نظام اقتصادی
۱۵	جدول ۲. خلاصه‌ای از مراحل رشد شرکت، نیاز مالی و شیوه (نهاد) تأمین مالی
۲۱	جدول ۳. انواع فرشتگان کسب و کار، مهارت، اهداف و اثرگذاری آنها
۳۵	جدول ۴. بررسی ابعاد مختلف نهادهای تأمین مالی کننده شرکت‌ها

فهرست اشکال

۱۹	شکل ۱. فرایند ایجاد کسب و کار در کارخانه‌های کسب و کار
۲۰	شکل ۲. انواع مختلف فرشتگان کسب و کار بسته به تجربه فنی و کارآفرینی
۲۵	شکل ۳. جریان منابع مالی در سکو تأمین مالی جمعی
۲۷	شکل ۴. فرایند عرضه اولیه رمزارایی، الگوی توکن منفعت
۲۸	شکل ۵. ساختار صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه
۳۳	شکل ۶. گستره توزیع صندوق‌های پژوهش و فناوری
۳۶	شکل ۷. چالش‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور



تأمین مالی شرکت‌ها از ایده تا بلوغ

چکیده



دارند، متناسب با هر مرحله، روش تأمین مالی متفاوتی برای آنها مطرح است.

هدف از ارائه این گزارش تبیین روش‌های متنوع تأمین مالی شرکت‌هاست و حاوی این پیام است که برای تأمین مالی شرکت‌ها می‌توان در کنار استفاده از تسهیلات شبکه بانکی، از نقدینگی موجود در اقتصاد با استفاده از نهادها و ابزارهای مالی بهره‌مند شد و به تأمین مالی شرکت‌ها پرداخت. در واقع با استفاده از این روش‌های تأمین مالی می‌توان از فشار مضاعف به شبکه بانکی برای تأمین مالی شرکت‌ها اجتناب کرد.

در این گزارش پس از تبیین مراحل زندگی شرکت‌ها، متناسب با هر مرحله رشد آنها روش‌های تأمین مالی (نهادها و ابزارهای تأمین مالی) معرفی می‌شود و سپس در ادامه چالش‌های تأمین مالی تشریح و راهکارها و توصیه‌های سیاستی بیان خواهد شد.

شکل‌گیری و رشد شرکت‌های فعال در نظام اقتصادی مستلزم فراهم بودن عوامل متعددی است که تأمین مالی یکی از مهم‌ترین آنهاست. در یک تقسیم‌بندی، شرکت‌ها با هر ماهیت حقوقی و هر نوع فعالیتی در نظام اقتصادی، در دو ساحت تأسیس و رشد و توسعه به تأمین مالی نیازمندند. نظام مالی نیز به‌عنوان کانال انتقال منابع از دارندگان مازاد منابع به متقاضیان موظف است تا به تأمین مالی شرکت‌ها اقدام کند.

عمده منابع مالی ضروری برای تأسیس شرکت‌ها از طریق مؤسسان تأدیه می‌شود و اگرچه ضروری است با بهره‌گیری از ظرفیت بازارهای مالی نسبت به تأمین مالی شرکت‌ها در مرحله تأسیس نیز اقدام و تسهیل صورت گیرد، اما عمده نیازهای تأمین مالی شرکت‌ها در مراحل پس از تأسیس آنها ایجاد می‌شود. از آنجا که شرکت‌ها نیز مانند موجود زنده مراحل زندگی متعددی



شرح مسئله

شرکت‌ها مراحل رشد مختلفی را از ابتدایی که یک ایده تجاری هستند، طی می‌کنند. این مراحل تا رشد و بلوغ شرکت‌ها و سپس افول آنها تا زمان انحلال و ورشکستگی ادامه می‌یابد که پایان فعالیت شرکت یا بنگاه اقتصادی است. در نظام‌های مالی کشورها متناسب با هر مرحله از رشد شرکت، روش‌های تأمین مالی متنوعی مشتمل بر ابزارها و نهادهای مالی طراحی و به کار گرفته می‌شود. این گزارش در پی آن است که با تبیین مراحل مختلف رشد شرکت‌ها، تأمین مالی نهادی یا ابزاری هر مرحله را مشخص و تشریح کند. معرفی و استفاده از این روش‌های تأمین مالی سبب می‌شود تا از فشار بر شبکه بانکی برای تأمین مالی شرکت‌های مختلف اجتناب شود.

از ایده‌ای که در ذهن نوآوران شکل می‌گیرد تا تأمین مالی همواره از مهم‌ترین چالش‌های رشد شرکت‌های نوپا (که بخش اول از رشد شرکت یعنی مرحله ایجاد ایده تا بلوغ شرکت را شامل می‌شود) عنوان شده است؛ چرا که اساساً نوع نیاز مالی و همچنین وضعیت چنین شرکت‌هایی با شرکت‌های بالغ متفاوت است. بنابراین، در گزارش حاضر پس از تبیین مراحل زندگی یک شرکت از مرحله ایده تا بلوغ، متناسب با هر مرحله روش‌های تأمین مالی (نهادها و ابزارهای تأمین مالی) معرفی می‌شود و سپس چالش‌های تأمین مالی بیان خواهد شد.

یافته‌های کلیدی

چالش‌های به دست آمده در این گزارش به سه دسته چالش‌های محیطی، چالش‌های سیستمی و چالش‌های ذاتی سرمایه‌گذاری خطرپذیر تقسیم شده است. در خصوص چالش‌های محیطی به موارد زیر اشاره شد:

- تلاطم بالای اقتصاد کلان در کشور،
 - فراوانی فرصت‌های سفته‌بازانه در اثر تصمیمات سیاستی و واقعیت‌های اقتصاد کشور،
 - کاهش انگیزه آغاز کسب و کار نوآورانه و افزایش نرخ مهاجرت دانشجویان،
 - کم‌رنگ شدن فرهنگ سرمایه‌گذاری مولد در اقتصاد.
- همچنین، چالش‌های زیر به عنوان چالش‌های سیستمی ارائه شد:
- فقدان حکمرانی جامع در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر،
 - وابستگی بالا به منابع دولتی و ارزان قیمت،

■ خروج سرمایه‌گذاران خصوصی،

■ گسترش رانت‌جویی غیرمولد،

■ توسعه نامتوازن زیست‌بوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر،

■ دشواری خروج از سرمایه‌گذاری،

■ چالش‌های موجود در شناسایی، ارزش‌گذاری و رسمیت‌بخشی

به دارایی‌های نامشهود،

■ عدم کفایت ابزاری تأمین مالی خطرپذیر،

■ ناآشنایی کافی کارآفرینان با شیوه‌های مختلف تأمین مالی خطرپذیر.

در نهایت، موارد زیر نیز به عنوان چالش‌های ذاتی سرمایه‌گذاری خطرپذیر تشریح شد:

■ پیچیدگی‌های روابط مالی و حقوقی میان کارآفرینان و تأمین مالی کنندگان،

■ دشواری ارزش‌گذاری کسب و کارهای نوپا.

پیشنهادها و توصیه‌های سیاستی

در قسمت نهایی گزارش راهکارها و توصیه‌های سیاستی به منظور رفع یا کاهش چالش‌ها و آسیب‌های مطرح در گزارش به شرح زیر بیان شد:

■ بسترسازی توسعه کمی و کیفی نهادهای سرمایه‌گذاری دانشگاه‌ها،

■ بسترسازی توسعه کمی و کیفی نهادهای سرمایه‌گذاری وابسته به صنایع،

■ توسعه زیرساخت قانونی و نهادی حمایت از ایده‌ها و دارایی‌های فکری،

■ توسعه بازار سرمایه‌گذاران خارجی در استارت‌آپ‌های ایرانی،

■ تقویت گزینه‌های خروج از سرمایه‌گذاری،

■ توسعه نهادهای پشتیبان سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور،

■ توسعه شبکه‌ها و انجمن‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور،

■ توسعه رشته‌های دانشگاهی کاربردی در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر،

■ معرفی منسجم نهادهای مالی و مراحل کسب و کار،

■ افزایش سواد مالی مرتبط با سرمایه‌گذاری خطرپذیر میان

کارآفرینان، صنایع و سیاستگذاران،

■ ترویج فرهنگ سرمایه‌گذاری و ریسک‌پذیری مولد.

۱. مقدمه

فعالیت اقتصادی نیازمند بسترسازی در حوزه‌های متعدد است که فراهم کردن سرمایه یا تأمین مالی به منظور شکل‌گیری یا توسعه و رشد هر شرکت یکی از محورهای کلیدی است. از این رو ضروری است تا سیاستگذاران و تصمیم‌گیران اقتصادی به این عنصر اقتصادی توجه شایانی داشته باشند. در این راستا، مطابق سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی به جهت تحقق اقتصاد فرصت‌ساز، مولد، درون‌زا، پیش‌رو و برون‌گرا ضروری است تا تأمین شرایط و فعال‌سازی همه امکانات و منابع مالی و سرمایه‌های انسانی و علمی کشور به منظور توسعه کارآفرینی و به حداکثر رساندن مشارکت آحاد جامعه در فعالیتهای اقتصادی^۱ و اصلاح و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور با هدف پاسخگویی به نیازهای اقتصاد ملی، ایجاد ثبات در اقتصاد ملی و پیشگامی در تقویت بخش واقعی^۲ محقق شود.

در این میان، تأمین مالی شرکت‌ها به منظور ایجاد، ادامه حیات و رشد و توسعه آن امری ضروری است. به‌طور مشخص، هر شرکت یا کسب‌وکار در دوران فعالیت خود برای مقاصدی چون خرید انواع دارایی (سرمایه ثابت) و تأمین هزینه‌های جاری (سرمایه در گردش) نیازمند تأمین مالی است.

چنانچه بازیگران جدید که خواهان ورود به بازار و فعالیت در نظام اقتصادی هستند، کالا و خدماتی مشابه بازیگران موجود و با همان روش تولید ارائه می‌کنند و با موضوع‌هایی شبیه شکل‌گیری ایده، طراحی محصول اولیه، ارزیابی، تجاری‌سازی و بازارسازی مواجه نیستند و لذا تأمین مالی این مراحل هم از موضوع خارج است و نیازهای تأمین مالی آنها محدود به خرید یا اجاره مکان تولید یا ارائه خدمت، تجهیزات و ماشین‌آلات، مواد اولیه و سرمایه در گردش برای جبران هزینه‌های جاری خواهد بود، اما چنانچه بازیگران جدید، نسبت به شرکت‌های فعال، ابتکار و نوآوری در کالا یا خدمت و یا نحوه تولید و ارائه آن داشته باشند، با ریسک‌های بیشتری مواجه‌اند و نیازهای تأمین مالی بیشتری به منظور مشارکت در تحمل ریسک، جبران هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌های لازم خواهند داشت. جدول زیر نیازهای تأمین مالی شرکت‌ها را نشان می‌دهد.

جدول ۱. برخی نیازهای تأمین مالی شرکت‌های فعال (تابل‌وغ) در نظام اقتصادی

نیاز تأمین مالی	نوع فعالیت
<ul style="list-style-type: none"> ■ املاک و مستغلات ■ تجهیزات ■ سرمایه در گردش ■ هزینه‌های جاری شرکت 	مشابه شرکت قبلاً وجود داشته است.
<ul style="list-style-type: none"> ■ نیازهای شرکت‌های مشابه فعال در نظام اقتصادی ■ نیاز به سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه (هزینه‌های طراحی، آزمون، ارزیابی و ...) 	شرکت دارای ابتکار یا ایده است.

مأخذ: پژوهش حاضر.

۱. سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی، بند اول
۲. سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی، بند نهم

به منظور پوشش همه مباحث مربوط به تأمین مالی شرکت‌ها، گزارش حاضر به بررسی روش‌های تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی نوآورانه می‌پردازد.

در این گزارش ابتدا به مراحل مختلف تشکیل شرکت اشاره می‌شود. در این نگاه، هر شرکت در ابتدا ایده‌ای بوده که افرادی مطرح کرده‌اند. سپس شرکت به طراحی محصول یا خروجی پرداخته و سپس با بازیابی و معرفی محصول توانسته است محصولات خود را اعم از کالا و خدمات در اقتصاد عرضه کند. با تولید سطح مشخصی از محصولات و افزایش نقدینگی، شرکت می‌تواند سهمی در بازار بیابد و رشد و توسعه خود را ادامه دهد. شایان ذکر است که برخی از شرکت‌ها اساساً سابقه شکل‌گیری در گذشته نداشته‌اند و موضوع فعالیت آنها نوآورانه است. از این رو، روش‌ها و نهادهای تأمین مالی مورد استفاده این شرکت‌ها متفاوت از شرکت‌هایی است که ایده و موضوع فعالیت آن مربوط به گذشته است.

پس از بیان مراحل مختلف تأسیس هر شرکت، شیوه‌های تأمین مالی مراحل ایده تا بلوغ شرکت به تفصیل ذکر می‌شود. برای این منظور نهادهای ابزارهای موجود در تجربیات جهانی و آنچه که در کشور وجود دارد، تبیین می‌شود. از این رو در ادامه گزارش، با استفاده از مرور تجربیات کشور و مصاحبه با خبرگان، اصلی‌ترین چالش‌های تأمین مالی هر مرحله از حیات شرکت‌ها احصا می‌گردد؛ چالش‌های سمت عرضه منابع مالی (تأمین مالی کنندگان) و سمت تقاضای منابع مالی (تأمین مالی شوندگان) و چالش‌های کلان اقتصادی که شرکت‌ها در این دوره زندگی با آن مواجه‌اند.

در انتهای گزارش توصیه‌های سیاستی و راهکارهایی در جهت رفع یا کاهش چالش‌های مزبور و ارتقای سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور ارائه خواهد شد.

۲. مراحل رشد و تأمین مالی شرکت‌ها

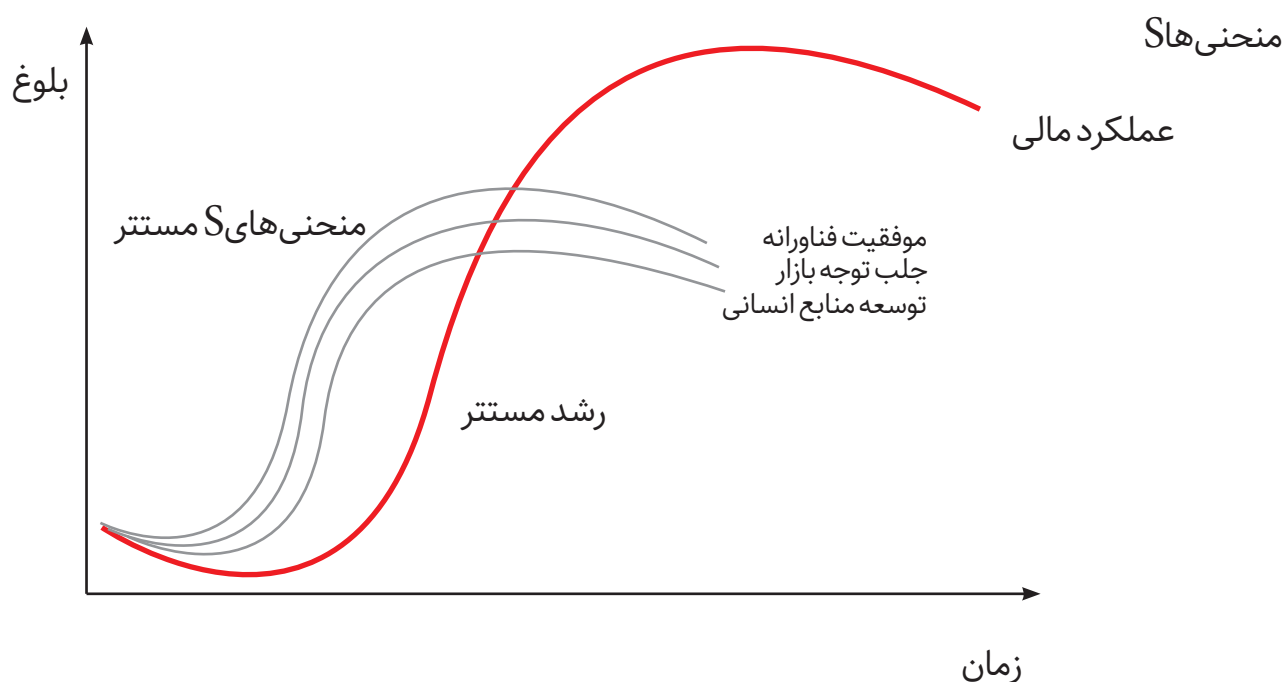


حتی ممکن است نمونه اولیه محصول نیز ساخته نشده باشد. سرمایه‌گذاری در این کسب‌وکارها از نقدشوندگی پایینی برخوردار است، با این حال، انتظار نسبت به نقد کردن آن از طریق واگذاری در بازار سرمایه یا ادغام آن با سایر شرکت‌های تجاری وجود دارد. از طرف دیگر، کسب‌وکاری که در مرحله توسعه قرار دارد می‌تواند محصولات خود را به فروش رساند، اما درآمد کافی به دست نمی‌آورد تا منابع مالی لازم برای رشد یا تثبیت خود تأمین کند. در حالی که کسب‌وکاری که در مراحل پس از رشد قرار دارد، می‌تواند با فروش محصول خود منابع مالی لازم را برای ادامه حیات خود کسب کند و وابستگی آن به تأمین مالی بیرونی کاهش می‌یابد.

شرکت‌ها به مثابه سیستم‌های اجتماعی همچون موجود زنده چرخه حیات دارند. این چرخه از مرحله تولد (ایجاد) آغاز شده و تا مرحله مرگ (توقف، ورشکستگی یا تجدید ساختار) ادامه می‌یابد. مطالعات متعدد نشان داده است که بسته به شرایط و نیازمندی‌های متفاوت هر مرحله، تأمین مالی هر یک از این مراحل اقتضائات خاص خود را دارد [۱].

با توجه به اهمیت حمایت از شرکت‌ها، امروزه مراحل شکل‌گیری و رشد هر شرکت یا کسب‌وکار با دقت بسیار بالایی بررسی می‌شود. در این میان، توجه به مراحل ابتدایی شکل‌گیری کسب‌وکارها از اهمیت بالایی برخوردار است. کسب‌وکار نوپا، بیشتر جنبه مفهومی و ذهنی دارد و هیچ‌گونه فعالیت اقتصادی یا تجاری نداشته و

نمودار ۱. مسیر رشد کسب و کار و بروز آن در صورت‌های مالی [۲]



در گرو شناسایی زودهنگام موفقیت کسب و کار از طریق بررسی وضعیت رشد مستتر شرکت است. دلالت دیگر نمودار رشد مستتر کسب و کار، درک به موقع نیاز به جذب سرمایه و توسعه شرکت است. همان‌طور که از نمودار ۱ مشخص است، ویژگی‌های بنیادین کسب و کار پس از طی دوره رشد خود، به رکود و سپس افول می‌رسند. دوران رکود و افول این ویژگی‌های بنیادین به‌طور معمول هم‌زمان با رشد پرسرعت وضعیت مالی است که اغلب از سوی کارآفرینان و صاحبان کسب و کار نادیده گرفته می‌شود. مشابه آنچه که در مسیر رشد اتفاق می‌افتد، افول ویژگی‌های بنیادین با اندکی فاصله در وضعیت مالی شرکت نمایان خواهد شد [۲]. شرکت‌های موفق، پس از درک رکودی که بعد از رشد مستتر محقق می‌شود، برنامه توسعه یا بازطراحی فناوری، محصولات و منابع انسانی خود را تدوین و به سرعت اجرایی می‌کنند.

همان‌طور که از نمودار ۱ مشخص است، پیش از نمایان شدن بلوغ کسب و کار در وضعیت مالی شرکت، موفقیت کسب و کار از مسیر بررسی دقیق رشد مستتر قابل بررسی است. رشد مستتر همان توسعه متغیرهای بنیادین مانند توسعه منابع انسانی و شکوفایی استعدادها^۱، جلب توجه بازار به محصولات^۲ و فناوری ارائه شده با کسب و کار^۳ و همچنین دوام نسبی شرکت در رقابت با شرکت‌های بزرگ و قدیمی است. همچنین گفتنی است رشد ابعاد اصلی کسب و کار مانند توسعه نیروی انسانی و موفقیت در بازار، با فاصله در صورت‌های مالی نمایان می‌شود. نمودار ۱ که به منحنی «S مستتر» موسوم است، رابطه رشد صورت‌های مالی با رشد ابعاد بنیادین کسب و کار را نشان می‌دهد. موفقیت سرمایه‌گذاران خطرپذیر (اعم از فرشتگان کسب و کار یا سرمایه‌گذاران جسور) که در مراحل ابتدایی رشد شرکت ورود می‌کنند،

1. Talent Development
2. Market Relevance
3. Distinctiveness of Capabilities

۲. دوره‌های مختلف رشد شرکت‌ها از ایده تا بلوغ

۱-۲. ایده^۱

هر شرکتی که در هر اندازه‌ای پدید آمده است، در ابتدا ایده‌ای تجاری در ذهن بشر بوده است. برخی ایده‌های تجاری که بعضاً به صورت شرکت‌های معظم درآمده‌اند، به قرن‌های قبل بازمی‌گردد و برخی ایده‌ها متأثر از پیشرفت‌های سایر حوزه‌های دانش بشری است. اولین مرحله ایجاد شرکت به دوره‌ای اشاره دارد که بنیان‌گذاران، ایده خود را توصیف و با برخی خبرگان مورد اطمینان مطرح کرده^۲ و از مسیر شبیه‌سازی و تحلیل سناریو، به اثبات آن برای خود و اطرافیان می‌پردازند [۳]. از منظر سطح آمادگی فناوری،^۳ مرحله ایده با سطوح ۱ تا ۳ یعنی تولید ایده خام، تبدیل ایده به طرح و تلاش برای پیاده‌سازی و اثبات ایده در محیط شبیه‌سازی مرتبط خواهد بود. پس از آنکه کارآمدی ایده مورد اثبات اولیه قرار گرفت، بنیان‌گذاران در مراحل آتی به تیم‌سازی برای تولید نمونه اولیه و سنجش کارآمدی ایده در محیط آزمایشگاهی اقدام خواهند کرد. البته گفتنی است عمده ایده‌های نو، برای تأسیس شرکت‌های تولیدی و خدماتی مطرح می‌شود. نیاز مالی در مرحله ایده بسیار اندک و محدود به هزینه‌های مشاوره و شبیه‌سازی است. با توجه به هزینه‌های اندک و همچنین امتناع کارآفرینان از مطرح کردن ایده خود با دیگران، عمده منابع مالی مورد نیاز این مرحله را بنیان‌گذاران و سپس دوستان و آشنایان تأمین خواهند کرد. معمولاً صاحبان ایده با اشتراک‌گذاری ایده خود، سعی در جذب آشنایان توانمند برای مشارکت در تأسیس کسب‌وکار می‌کنند. به عبارت دیگر، در انتهای این مرحله صاحب ایده، بنیان‌گذاران خود را یافته و هسته اولیه کسب‌وکار تشکیل می‌شود.

البته در الگوی کارخانه کسب‌وکار سازنده، گاه یک شرکت نوآور از مرحله ایده تا رشد در بستر یک کارخانه‌های کسب‌وکار شکل می‌گیرد. از این رو کارخانه‌های کسب‌وکار سازنده را نیز می‌توان در زمره تأمین‌کنندگان مرحله ایده به حساب آورد. مطالعات نشان از موفقیت قابل توجه رشد در بستر کارخانه‌های کسب‌وکار در این مرحله نسبت به روش مستقل دارد [۴]. سرمایه‌گذاری در این

مرحله به معنای صرف مقدار اندکی منابع مالی با هدف بهره‌مندی از احتمال داشتن سهم و منافع آتی کسب‌وکار است. هر چند اغلب ایده‌های مطرح شده در این دوره با شکست مواجه شده و سرمایه‌گذاری در این مرحله بسیار پرریسک است، اما مبلغ اندک مورد نیاز و همچنین اعتماد بالای بین‌فردی، سرمایه‌گذاران را مجاب به تأمین مالی می‌کند. امکان پذیر بودن، چشم‌انداز و نوآورانه بودن ایده تأثیر بسیار زیادی در ترغیب به سرمایه‌گذاری دارد [۳].

۲-۲. پیش از کشت

مرحله پیش از کشت به دوره‌ای اشاره دارد که بنیان‌گذاران شرکت جدید به اطمینان حداقلی از کاربردی بودن ایده خود رسیده [۵] و پس از توسعه مفهومی ایده خود اقدام به طراحی نمونه اولیه و تیم‌سازی برای آن خواهند کرد.

در این مرحله با جذب افراد جدید، ساختار کسب‌وکار به آرامی شکل گرفته و افراد به آزمایش فرضیه‌های خود در مورد ایده تجاری می‌پردازند. در نهایت «کمینه محصول پذیرفتنی (کمپ)»^۴ طراحی خواهد شد. پس از انجام این مرحله هزینه‌ها و قیمت‌ها تنها به‌طور کلی و تقریبی قابل برآوردند. پذیرش محصول نیز از سوی بازار هنوز امتحان نشده است. دوره پیش از کشت با سطوح ۴ تا ۵ آمادگی فناوری، یعنی پیاده‌سازی آزمایشگاهی و تولید نمونه اولیه مرتبط است.

نیاز مالی اصلی کسب‌وکار در این مرحله، جذب افراد و شکل‌دهی به تیم و همچنین هزینه آزمایش‌ها و محصولات مرتبط است [۶]. آزمون محصول شامل ابعاد فنی، تقاضای بازار و همچنین برآورد دقیق‌تر از هزینه‌های تولید انبوه است. بخش عمده‌ای از منابع مالی نیز صرف شکل‌گیری تیم کسب‌وکار خواهد شد [۶]. به‌طور خاص، کارآفرینان برای طراحی کمینه محصول پذیرفتنی و آزمون نمونه اولیه به همکاران فنی و مشاوران بازاریابی نیاز خواهند داشت.

بنیان‌گذاران توانمند علاقه زیادی به جذب سرمایه‌گذاران ناآشنا در این مرحله ندارند؛ چراکه ابهام بالای کسب‌وکار نیازمند آزادی عمل گسترده برای بنیان‌گذاران است، ولی جذب این

1. Idea or Primary Stage

۲. نظر به احتمال سرعت ایده از سوی رقبا، بنیان‌گذاران از به اشتراک‌گذاری ایده خود با سایرین اجتناب کرده و صرفاً به گونه‌ای محتاطانه از افراد مورد اطمینان برای اخذ مشورت استفاده خواهند کرد.

۳. Technology Readiness Level (TRL): سنجه‌ای برای ارزیابی وضعیت توسعه فنی یک محصول یا فناوری جدید است که سطح ریسک توسعه فنی محصول را نشان می‌دهد. این سنجه از ۹ سطح مختلف تشکیل شده که از مشاهده محیطی و مدل‌سازی اولیه ایده آغاز و به راه‌اندازی خط تولید محصول یا فناوری ختم می‌شود [۵۰].

۴. Minimum Viable Product (MVP): نسخه‌ای ساده از محصول است که با خلق ارزش اصلی محصول نهایی، با هدف دریافت نظرات سازنده مشتریان، به آنها ارائه می‌شود. بهره‌گیری از این مفهوم به کسب‌وکار کمک می‌کند تا با دریافت بازخورد، ایده‌های خود را بهبود بخشند [۴۷].

اغلب شرکت‌ها اولین جذب منابع مالی رسمی خود را در مرحله بذری انجام می‌دهند. عمده منابع مالی جذب شده صرف سرمایه‌گذاری برای تحصیل دارایی ثابت (مانند تجهیزات تولید، وسایل اداری اولیه، کارگاه یا دفتر و ...) و سرمایه در گردش لازم برای آغاز تولید محصولات می‌شود. همچنین بخشی از منابع، صرف هزینه‌هایی چون تحقیقات بازار و توسعه محصول (بسته به دریافت بازخورد از فروش محصولات در شبکه‌های داخلی) خواهد شد. با توجه به این مسئله که معمولاً بنیان‌گذاران، طراحان و فناوران کسب‌وکار هستند، انجام عملیات بازاریابی نیازمند استخدام نیروی جدید خواهد بود. دوره بذری با سطوح ۵، ۶ و ۷ آمادگی نوآوری، یعنی دستیابی به نمونه اولیه کارآمد در محیط مشابه واقع (سطح ۵)، نمونه کامل در محیط مشابه واقع (سطح ۶) و اثبات عملکرد در محیط واقعی (سطح ۷) مرتبط است.

سرمایه‌گذاران بالقوه زیادی از جمله خود بنیان‌گذاران، دوستان و خانواده، مراکز رشد، شتاب‌دهنده‌ها، فرشتگان کسب‌وکار، سرمایه‌گذاران جسور شرکتی و همچنین شرکت‌کنندگان در تأمین مالی جمعی مبتنی بر پاداش در این مرحله به سرمایه‌گذاری اقدام می‌کنند. معمولاً سرمایه‌گذاران در ازای تأمین مالی در این مرحله، خواهان دریافت سهام ممتاز هستند [۷]. علاوه بر این، هدایا و جوایز جشنواره‌ای (که در ادامه گزارش توضیحات آن خواهد آمد) نیز منبع مهمی برای تأمین مالی در این مرحله به‌شمار می‌آیند [۸]. در دوره بذری، سرمایه‌گذاران به دنبال ایده‌های نوآورانه، محصولات کم‌نقص و برجستگی‌های اعضای تیم هستند. همچنین آنها تمرکز جدی بر واقع بینانه بودن چشم‌انداز تعریف شده از سوی بنیان‌گذاران دارند [۳].

سرمایه‌گذاری در مرحله بذری همچنان از ریسک بالایی برخوردار است. مطابق مطالعات، تنها ۴۸ درصد از کسب‌وکارهایی که مرحله تأمین مالی بذری را در سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۰ با موفقیت سپری کرده‌اند، موفق به رشد تا مرحله تأمین مالی A و ۱۵٪ از آنها موفق به رشد تا مرحله تأمین مالی دوره C شده‌اند. همچنین تنها ۱ درصد از آنها تبدیل به یونیکورن^۴ شده‌اند [۹]. مطالعه‌ای دیگر با بررسی شرکت‌های تأسیس شده از ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۳، نرخ موفقیت

سرمایه‌گذاران از مسیر مشارکت یا دریافت وام، (به دلیل شروط محدودکننده ضمن عقد) می‌تواند آزادی عمل آنان را محدود کند [۵]. همچنین به دلیل ریسک بسیار بالا و عدم تقارن اطلاعاتی، به‌طور معمول سرمایه‌گذارانی که در این مرحله وارد کسب‌وکار می‌شوند، به‌رغم آورده مالی اندک، سهم نسبتاً زیادی از سود آتی کسب‌وکار را مطالبه می‌کنند. از این رو اغلب کارآفرینان علاقه‌ای برای تأمین مالی در این مرحله ندارند. همچنین با توجه به مسئله عدم تقارن اطلاعات در نظام اقتصادی و مالی (مسئله لیمو)^۱، با گذر زمان وضعیت وخیم‌تر خواهد شد. از این رو متداول‌ترین تأمین مالی‌کنندگان (سرمایه‌گذاران) این دوره خود بنیان‌گذاران، دوستان نزدیک، آشنایان و خانواده، تأمین مالی جمعی مبتنی بر پاداش^۲ و کارخانه‌های کسب‌وکار هستند.

در مواردی که مؤسسان شرکت افرادی از تخصص‌های گوناگون باشند، هر یک بخشی از مسئولیت تولید را بر عهده می‌گیرند و از منابع داخلی برای تولید کمپ استفاده می‌کنند. این کسب‌وکارها می‌توانند مرحله تولید و پخته شدن ایده را بدون نیاز به تعهد مالی پشت سر گذارند. در نهایت، سرمایه‌گذاری اولیه، به‌ویژه زمانی که از طرف خانواده و دوستان باشد، معمولاً تعهدات سرمایه‌ای زیادی ایجاد نمی‌کند. همانند مرحله قبل، برجستگی‌های ایده و ویژگی‌های شخصی بنیان‌گذاران (مانند مهارت‌های کارآفرینی بنیان‌گذاران یا خبرگی آنها در صنعت) در کانون توجه سرمایه‌گذاران قرار دارد.

۲-۳. مرحله بذری^۳

مرحله سوم از رشد شرکت با آغاز جدی فعالیت و رشد قابل توجه آن همراه است. کسب‌وکاری که مرحله پیش از کشت را سپری کرده و به مرحله بذری رسیده است، کمینه محصول پذیرفتنی (کمپ) و تیمی آماده به کار دارد. تا پیش از انجام این دوره (و تأمین مالی مورد نظر) پذیرش محصول یا فناوری مورد نظر در بازار همچنان مبهم است [۵]. این مرحله کسب‌وکار، به تولید اندک و فروش محصولات در شبکه‌های فروش محدود اقدام کرده و با گرفتن بازخورد، برای بهبود محصول خود تلاش می‌کند [۳].

۱. مسئله، مشکل یا بازار لیمو (Lemon Problem) در سال ۱۹۷۰ توسط آکرلوف مطرح شد. وی با بررسی بازار خودروهای دست دوم نشان داد که به دلیل ناآگاهی کامل و دقیق مشتریان از کیفیت خودروهای دست دوم موجود در بازار، ریسک معامله بیش‌اززیادی شده و خودروها کمتر از ارزش واقعی قیمت‌گذاری می‌شوند. در نتیجه با گذشت زمان شرایط طوری تغییر می‌کند که فروشندگان ماشین‌های باکیفیت‌تر (به اصطلاح هلو) از بازار خارج شده و صرفاً ماشین‌های کم‌کیفیت در بازار باقی مانده و میانگین کیفیت خودروهای عرضه شده در بازار کاهش خواهد یافت. همین مسئله به مرور منجر به کاهش مجدد قیمت‌ها و تشدید وضعیت خواهد شد [۵۱].

2. Reward-based Crowdfunding

3. Seed-phase

۴. Unicorn: این اصطلاح به استارت‌آپ‌های خصوصی (عرضه نشده در بازار سهام) اطلاق می‌شود که ارزش حدودی آنها بیش از ۱ میلیارد دلار است [۴۵]. در حال حاضر حدود ۱۰۰۰ یونیکورن در سراسر جهان وجود دارد [۴۶].

تیم، هم‌نوایی و همکاری آنان این ذهنیت را برای سرمایه‌گذاران ایجاد خواهد کرد که گروه شکل گرفته در برابر خطرات پیش رو به سادگی از هم نخواهد پاشید. همچنین سرمایه‌گذاران به دقت بی‌نقص بودن محصول را بررسی کرده و نوآوری آن را در مقایسه با محصولات مشابه واکاوی می‌کنند. شایان است که در بسیاری از موارد، سرمایه‌گذاری دوره A اولین تجربه سرمایه‌گذاری کسب و کار خواهد بود، چرا که بخش عمده کسب و کارها تا پیش از رسیدن به مرحله A به جذب سرمایه اقدام نکرده و صرفاً با منابع بنیان‌گذاران مدیریت شده‌اند.

مطالعه کسب و کارهای فناوری که در سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۳ در آمریکا ایجاد شده‌اند حاکی از آن است که حدود ۴۰٪ از شرکت‌هایی که مرحله تأمین مالی A را سپری کرده‌اند، در تأمین مالی مراحل بعدی با شکست مواجه شده‌اند [۱۰]. همچنین تنها ۱۷٪ از کسب و کارها در بلندمدت توانسته‌اند به حیات خود ادامه دهند [۱۱]. براساس مشاهده‌های میدانی، فاصله دوره تأمین مالی A و B به‌طور میانگین ۱۸ ماه و میانه ۱۵ ماه به طول می‌انجامد [۱۳].

۲-۵. مرحله رشد (مراحل B, C و D)

شرکت‌هایی که پس از عرضه محصول در بازار که با منابع حاصل از تأمین مالی A صورت می‌گیرد، به مراحل سرمایه‌گذاری بعدی راه پیدا می‌کنند عملکرد خوبی دارند. آنها به ثبات رسیده و آماده‌اند تا با افزایش مقیاس تولید و فروش، بازارهای جدید را به دست گیرند. افزایش تولید و فروش ممکن است از مسیر تقویت ظرفیت درونی شرکت و گاهی تصاحب شرکت دیگر صورت پذیرد. دوره سرمایه‌گذاری B به‌طور معمول با افزایش سهم بازار و دوره C و D به تلاش برای حضور در بازارهای بین‌المللی مرتبط است. در کشورهایی که بازار سرمایه بالغی دارند، استارت‌آپ‌ها پس از دوره رشد آماده ورود به بازار سرمایه هستند. عدم عبور موفقیت‌آمیز از این مراحل نیز احتمالاً به تصاحب شرکت توسط شرکت‌های دیگر منجر خواهد بود. براساس مطالعات، به ترتیب ۵۴، ۵۰ و ۳۸ درصد از شرکت‌هایی که به مرحله تأمین مالی B، C و D رسیده‌اند، به تأمین مالی خطرپذیر^۴ ادامه داده‌اند [۱۰]. براساس مطالعه‌ای دیگر، نرخ موفقیت شرکت‌هایی که دوره B و C را به سلامت پشت سر گذاشته‌اند، ۵۶ و ۸۳ درصد است [۱۱].

کسب و کارهای مرحله بذری در جذب سرمایه طی مراحل بعدی را ۴۰٪ نشان داده است. به عبارت دیگر، ۶۰٪ از کسب و کارهایی که مرحله بذری را سپری کرده‌اند، در ادامه شکست خورده و با ورشکستگی یا تصاحب با مبالغ اندک از بازار حذف شده‌اند [۱۰].

۲-۴. مرحله اولیه (دوره A)

با گذر موفقیت‌آمیز از مراحل پیشین، شرکت دارای محصولات اعم از کالا و خدمات است که پس از چند مرحله تولید و فروش محدود در شبکه اقوام و آشنایان کارآفرینان، آماده عرضه به بازار است. مرحله اولیه (دوره A) به مرحله‌ای اشاره دارد که شرکت به تولید انبوه و ارائه محصول خود در بازار واقعی اقدام کرده و نخستین بار در جذب و نگهداشت مشتری، سایه سنگین رقابت را احساس می‌کند [۳].

از نگاه سطوح آمادگی فناوری، مرحله اولیه (A) با سطوح ۸ و ۹ آمادگی یعنی «تکمیل فناوری» و «حصول تکرارپذیری آن از مسیر ایجاد موفقیت‌آمیز خط تولید» مرتبط است. در این سطوح پس از آزمون‌های فراوان، محصول به تولید انبوه رسیده و در بازارهای واقعی عرضه می‌شود. براساس مطالعات صورت گرفته میان ۱۰۰۰ شرکت نوپا در آمریکا، ۱۷٪ از سرمایه‌گذاران دوره A در مراحل آینده موفق به خروج شده‌اند. همچنین سرمایه‌گذاران وارد شده در این مرحله، تا مرحله B حدود ۱۰۱٪ بازدهی کسب کرده‌اند [۱۱]. منابع مالی جذب شده در مرحله A، طی دوره صرف تولید و عرضه محصولات در بازار و الزامات آن مانند بازاریابی، برندسازی و ارتباط با مشتری و نقدینگی لازم برای افزایش نیروی کار و ظرفیت تولید مناسب برای عرضه محصول در بازار خواهد شد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه،^۲ سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی،^۳ تأمین مالی جمعی مبتنی بر بدهی (وام‌دهی جمعی) و پاداش، فرشتگان کسب و کار، صندوق‌های پژوهش و فناوری از جمله اصلی‌ترین سرمایه‌گذاران این مرحله هستند. با این حال معمولاً به دلیل عدم دسترسی به وثایق معتبر، شرکت‌ها همچنان در اخذ تسهیلات بانکی ناتوانند [۱۲].

در سرمایه‌گذاری مرحله اولیه (A)، سرمایه‌گذاران به جای جستجوی ایده‌ها یا تیم‌های عالی، به دنبال یافتن شرکت‌های ساختار یافته‌ای هستند که ایده‌های خود را عملیاتی کرده و آنها را با موفقیت در جوامع کوچک آزموده‌اند [۳]. توانمندی فردی اعضای

1. Series A

2. Venture Capital (VC)

3. Corporate Venture Capital (CVC)

۴. در این گزارش واژه «سرمایه‌گذاری جسورانه» معادل صندوق‌ها و شرکت‌های Venture Capital و واژه «سرمایه‌گذاری خطرپذیر» معادل تمامی روش‌های سرمایه‌گذاری در پرریسک در کسب و کارهای نوپا (شامل فرشتگان کسب و کار، صندوق‌های جسورانه، تأمین مالی جمعی و...) استفاده شده است.

شرکتی در شرکت‌های سهامی عام)، عرضه به بازار سهام صورت نخواهد پذیرفت و یا با تأخیر مواجه خواهد شد. دلالت این موضوع در افزایش دوره‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر است. با این حال باید در نظر داشت که ادامه یافتن مراحل تأمین مالی خطرپذیر، امکان جذب سرمایه‌گذاری مجدد را دشوارتر می‌کند. مطالعات نشان می‌دهد که هر چند ۵۰٪ از کسب‌وکارها تأمین مالی شده در دوره A توانایی جذب تأمین مالی مجدد را داشته‌اند، این عدد در دوره B ۱۷/۴٪ می‌رسد [۱۴].

از سوی دیگر، برخی شرکت‌ها که به صورت ذاتی در صنایع پرریسک‌تر فعالیت می‌کنند، ممکن است دوره رشد طولانی‌تری داشته و به تناوب نیازمند انجام سرمایه‌گذاری خطرپذیر باشند. در این موارد، دوره‌های سرمایه‌گذاری گاه تا ۷ یا ۸ مرتبه تکرار می‌شود. عمده سرمایه‌گذاران مراحل پس از رشد، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی^۵ و گاه صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه هستند. همچنین در این مراحل شرکت‌ها منابع گسترده‌ای را از شبکه بانکی تسهیلات دریافت می‌کنند.

۲-۷. مرحله بلوغ^۶

زمانی که شرکت به مرحله‌ای برسد که بتواند نسبت به تولید کافی محصول خود اقدام کند و سهمی از بازار را داشته باشد، بالغ شده است. پس از گذشت چندین دوره از فعالیت شرکت، به تعمیرات اساسی یا تحصیل مجدد تجهیزات به منظور انجام فعالیت‌ها نیاز خواهد داشت. عمده منابع مالی در این مرحله برای توسعه مقیاس تولید، توسعه زنجیره تأمین و همچنین تقویت یا به‌روزرسانی فناوری شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد. عمده این منابع از مسیر افزایش سرمایه یا تسهیلات بلندمدت بانکی تأمین می‌شود. حیات شرکت در دوران بلوغ تا زمانی ادامه خواهد داشت که چشم‌انداز سودآوری کافی برای مالکان متصور باشد. شرکت‌هایی که دوره عمرشان به پایان می‌رسد، توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی^۷ و یا هلدینگ‌های بزرگ خریداری شده یا با اعلام توقف فعالیت، دارایی‌های خود را فروخته و به سهام‌داران بازمی‌گردانند. جدول زیر به‌طور خلاصه، مراحل رشد شرکت‌ها، نیاز مالی آنها و شیوه یا نهاد تأمین مالی را بیان می‌کند.

1. Mezzanine

۲. معمولاً شتاب افزایش ارزش کسب‌وکارها پس از مرحله رشد به شکل محسوسی کاهش می‌یابد. به همین دلیل صاحبان کسب‌وکار ترجیح می‌دهند تا در صورت امکان، به فروش بخشی از کسب‌وکار در بازار سرمایه اقدام کرده و منابع حاصل را به سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرتانسیل خود تزریق کنند.

۳. منظور تصاحبی است که از عملکرد ضعیف بنگاه و نارضایتی سرمایه‌گذاران ناشی می‌شود.

4. Public Listing

5. Private Equity (PE)

6. Maturity Level

۷. نوع خاصی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. تفصیل این نوع از نهاد‌های مالی و کارکردهای آن در گزارش مجزایی پرداخته خواهد شد.

با رشد شرکت، به مرور حجم منابع مالی مورد نیاز افزایش زیادی می‌یابد. اصلی‌ترین سرمایه‌گذاران فعال در مرحله رشد، صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی و تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام یا قراردادهای ترکیبی^۱ هستند. همچنین کسب‌وکارها به‌طور گسترده از تسهیلات بانکی استفاده می‌کنند.

پس از تثبیت جایگاه شرکت در بازار که در نتیجه تأمین مالی دوره A اتفاق می‌افتد، ریسک تأمین مالی (سرمایه‌گذاری) به میزان زیادی کاهش می‌یابد. هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری شرکتی که در این مرحله قرار دارد، تنوع‌بخشی به سبد سرمایه‌گذاری، کسب سود از ارزش افزوده شرکت در دوران رشد، عرضه به بازار سرمایه یا تکمیل زنجیره تأمین محصولات خود است.

۲-۶. مرحله پس از رشد

همان‌طور که گذشت، به‌طور معمول عبور موفقیت‌آمیز از دوره رشد به معنای آمادگی برای ورود به بازار سهام^۲ و عدم موفقیت نیز احتمالاً ملازم با ورشکستگی کسب‌وکار و یا تصاحب^۳ خواهد بود. اما این تمام احتمالات نیست؛ چرا که نه تنها ممکن است که دوره‌های گذشته به صورت نیمه‌موفق سپری شده باشد، بلکه ممکن است مواردی مانند ویژگی‌های خاص برخی شرکت‌ها یا مطلوبیت‌های خاص برخی مالکان، ورود شرکت‌ها را به بازار سرمایه با تأخیر مواجه کند.

عدم موفقیت کامل طی مراحل گذشته به‌طور معمول خود را در ضعف نقدینگی شرکت و عدم تثبیت کامل جایگاه خود در بازار نشان می‌دهد که این مسئله، دلالت شفافی در ارزش‌گذاری شرکت و پذیرش در بازار سرمایه خواهد داشت. در همین زمان شرکت‌ها با ناامیدی از عرضه موفق در بازار سرمایه و تقویت ارزش پیش از واگذاری عمومی سهام^۴ به ادامه مراحل تأمین مالی و جذب سرمایه‌گذاران خطرپذیر بیشتر ادامه داده و با انجام ضروری دوره‌های تأمین مالی E و F، میزان سهام بنیان‌گذاران را در شرکت رقیق می‌کنند.

علاوه بر این، به دلیل علاقه برخی مالکان به اداره خصوصی شرکت (به دلایلی از جمله عدم تمایل رعایت الزامات شفافیت و حکمرانی

جدول ۲. خلاصه‌ای از مراحل رشد شرکت، نیاز مالی و شیوه (نهاد) تأمین مالی

ردیف	مرحله رشد شرکت	نیاز مالی	شیوه (نهاد) تأمین مالی
۱	مرحله ایده	بودجه برای امکان‌سنجی ایده	۱. منابع داخلی و سرمایه‌گذاران داخلی؛ ۲. کارخانه‌های کسب‌وکار؛ ۳. هدایا و جوایز.
۲	مرحله پیش از کشت	بودجه برای توسعه نمونه اولیه محصول	۱. منابع داخلی و سرمایه‌گذاران داخلی؛ ۲. کارخانه‌های کسب‌وکار؛ ۳. عرضه رمزدارایی؛ ۴. هدایا و جوایز.
۳	مرحله کشت	بودجه برای آزمایش و توسعه ایده و امور اداری مرتبط (مثلاً پیگیری ثبت اختراع)	۱. منابع داخلی و سرمایه‌گذاران داخلی؛ ۲. کارخانه‌های کسب‌وکار؛ ۳. فرشتگان کسب‌وکار؛ ۴. هدایا و جوایز؛ ۵. مراکز رشد؛ ۶. شتاب‌دهنده‌ها؛ ۷. تأمین مالی جمعی مبتنی بر پاداش؛ ۸. عرضه رمزدارایی.
۴	مرحله اولیه - دوره A	بودجه برای تدارک اولیه تولید انبوه	۱. سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی؛ ۲. تأمین مالی جمعی مبتنی بر پاداش؛ ۳. فرشتگان کسب‌وکار.
۵	مرحله اولیه - دوره B	بودجه برای توسعه مقیاس تولید و توسعه ساختار سازمانی	۱. سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی؛ ۲. صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه؛ ۳. تأمین مالی جمعی مبتنی بر بدهی یا ترکیبی
۶	مرحله رشد - دوره C و D	توسعه محصولات و ورود به بازارهای جدید	۱. سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی؛ ۲. صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه؛ ۳. تأمین مالی جمعی مبتنی بر بدهی، مشارکت یا ترکیبی؛ ۴. عرضه سهام در بازار سرمایه.
۷	مرحله پس از رشد (پیش بلوغ) - دوره E و F و ...	توسعه محصولات و ورود به بازارهای جدید	۱. صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه؛ ۲. سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی؛ ۳. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی؛ ۴. تسهیلات بانکی؛ ۵. تأمین مالی جمعی مبتنی بر بدهی، مشارکت یا ترکیبی؛ ۶. عرضه سهام در بازار سرمایه.
۸	مرحله بلوغ	توسعه محصولات و ورود به بازارهای جدید	۱. تسهیلات بانکی؛ ۲. عرضه سهام در بازار سهام؛ ۳. ادغام و تملیک؛ ۴. اوراق بدهی (صکوک).

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

نمودار زیر به شکل دیگری، مراحل رشد شرکت و ابزارها و روش‌های تأمین مالی آن را نمایش می‌دهد.

نمودار ۲. مراحل رشد شرکت و ابزارها و روش‌های تأمین مالی آن

ابزارها	کشت			اولیه		رشد		پیش بلوغ		بلوغ
	ایده	پیش‌کشت	بذر	دوره A	دوره B	دوره C	دوره D	دوره E	دوره F	
دوستان و آشنایان										
کارخانه نوآوری										
هدایا و جوایز										
عرضه سکه (ICO)										
مراکز رشد										
شتاب‌دهنده‌ها										
فرشتگان کسب‌وکار										
تأمین جمعی پاداش										
سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی										
صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه										
تأمین مالی جمعی بدهی‌وتزکیبی										
تأمین مالی جمعی مشارکتی										
وام کوتاه‌مدت (سرمایه‌در گردش)										
وام بانکی بلندمدت										
عرضه عمومی در بازار سهام										
سرمایه‌گذاری خصوصی										
عرضه صکوک										

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

گفتنی است شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام و همچنین شرکت‌هایی که خارج از بورس هستند، اما حجم صادرات و واردات بالایی دارند، شرکت‌های بالغ محسوب می‌شوند.

۳. روش‌های تأمین مالی فعالیت‌های نوآورانه



آنچه که در این بخش گزارش مورد تأکید قرار می‌گیرد، ابزارها و نهادهای تأمین مالی است که منابع خارج از شرکت را فراهم می‌آورند. در ادامه گزارش، با تفصیل بیشتری نسبت به معرفی ابزارها و نهادهای تأمین مالی کننده شرکت‌ها اشاره می‌شود که در مراحل ایده تا بلوغ قرار دارند.

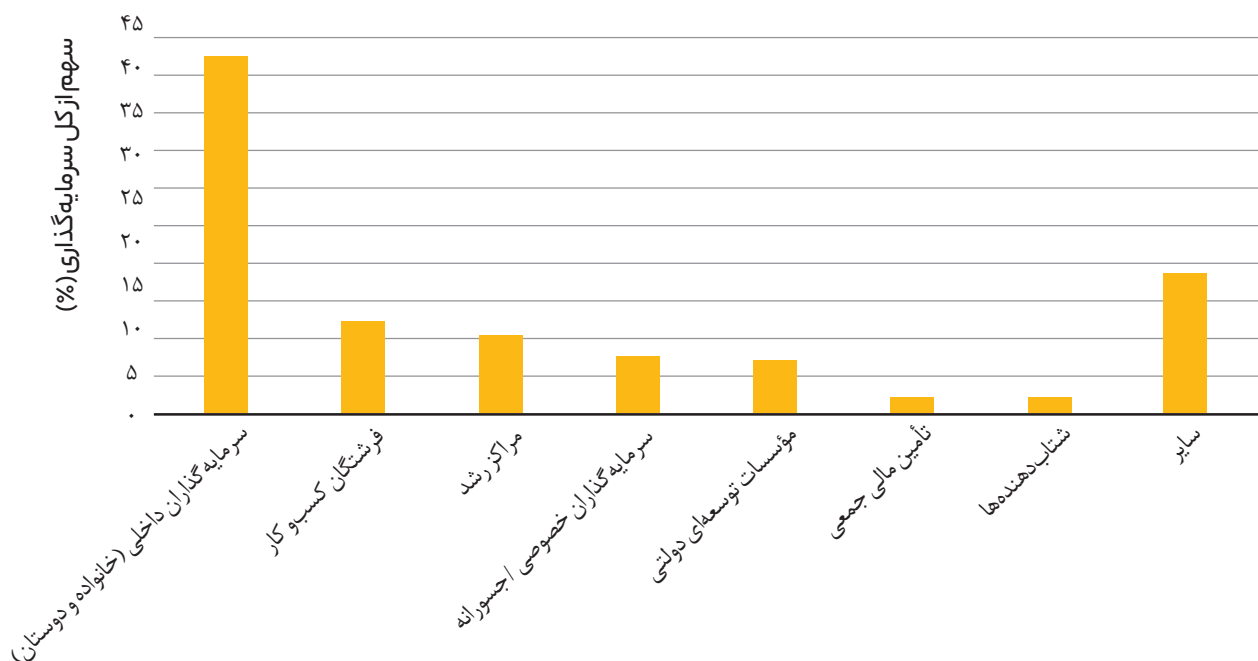
پس از بیان مراحل رشد شرکت‌ها که از ایده تجاری شروع و تا افول ادامه می‌یابد، در این بخش به تأمین مالی این مراحل می‌پردازیم که محور مهمی در رشد و توسعه شرکت است. تأمین مالی شرکت‌ها به اشکال مختلفی می‌تواند صورت گیرد که در یک دسته‌بندی شامل منابع داخل شرکت و منابع خارج از شرکت است.

۳-۱. تأمین مالی داخلی

انواع دیگر روش‌های تأمین مالی باشد، با این حال ویژگی بارز آن غیررسمی بودن (عدم نیاز به وثایق یا انجام فرایندهای قانونی)، سهولت و انعطاف در پرداخت منابع مالی است. در واقع، معمولاً بنیان‌گذاران جریان درآمدی دیگری دارند و فعالیت‌های مرتبط با شرکت یا کسب‌وکار تازه تأسیس را در کنار آن پیگیری می‌کنند [۱۷]. تأمین مالی داخلی از مسیر درآمدهای حاصل شده از سایر کسب‌وکارهای مؤسسان، نه تنها در ابتدا، بلکه در مراحل بعدی رشد و توسعه شرکت نیز کمک می‌کند. داشتن چند کسب‌وکار، به تنوع بخشی درآمدهای کارآفرینان منجر شده و ریسک کمتری را ایجاد می‌کند. همچنین، این امکان وجود دارد که کسب‌وکارها یا شرکت‌ها با یکدیگر هم‌افزایی تجاری یا فناوری داشته باشند [۸].

تأمین مالی داخلی یا خودراه‌اندازی^۱ یکی از روش‌های تأمین مالی شرکت در مراحل ابتدایی حیات آن است. از جمله ویژگی‌های تأمین مالی با منابع شخصی، محدودیت حجم این منابع است. تزریق منابع مالی از بودجه شخصی به شرکت، عدم دریافت حقوق توسط بنیان‌گذاران،^۲ استفاده از کارت اعتباری شخصی برای خرید تجهیزات و پرداخت هزینه‌ها، راه‌اندازی شرکت در منزل، استقراض شخصی و استفاده اشتراکی از کارکنان یا تجهیزات سایر شرکت‌های شخصی [۱۵] و سرمایه‌پذیر از دوستان و خانواده^۳ [۱۶] از جمله مصادیق تأمین مالی داخلی است. هر چند شیوه این تأمین مالی بسیار متنوع بوده و می‌تواند با پرداخت وام‌های کوتاه‌مدت یا بلندمدت، مشارکت، قرارداد برای سهام آینده^۴ و

نمودار ۳. روش‌های تأمین مالی در کسب‌وکارهای نوپای هند در سال ۲۰۱۹ [۸]



۱. Bootstrapping یا خودراه‌اندازی، این اصطلاح را نخستین بار بید (۱۹۹۲) در نشریه کسب‌وکار هاروارد در دنیای کسب‌وکار مطرح کرد و به خوداتکایی بنیان‌گذار در تأمین مالی اشاره دارد [۴۴].
 ۲. به این گونه فعالیت‌ها، تأمین مالی از مسیر Sweat Equity نیز گفته می‌شود. به این معنا که افراد در ازای کار بدون دستمزد، در عواید آتی شرکت سهامی می‌شوند.
 ۳. به تأمین مالی صورت گرفته توسط خانواده و دوستان که بر روابط میان فردی استوار بوده و خارج از قالب‌های رسمی است، love money هم گفته می‌شود [۵۲].
 ۴. Simple Agreement for Future Equity: نوعی قرارداد تأمین مالی است که در آن از وام‌دهنده یا سرمایه‌گذار فرصت گرفته می‌شود تا هر زمان که کسب‌وکار ثبت شد و به شرکت سهامی تبدیل گردید یا افزایش سرمایه انجام شد، سرمایه‌گذاری یا وام آنها به مقداری مشخص از سهام شرکت تبدیل شود.

نسبت به سایر کسب و کارهای نوپا، نرخ بازدهی داخلی بالاتر (۵۳٪ در مقابل ۲۱،۳٪) و سرعت رشد بیشتر (۲،۲ ماه در مقابل ۵،۶ ماه) از دوره ایده تا دوره تأمین مالی A داشته‌اند [۴].

مراحل مختلف ایجاد یک شرکت از قبیل شکل‌گیری ایده، نگارش طرح اولیه، آزمایش اولیه و سایر موارد مشابه در یک کارخانه کسب و کار انجام خواهد شد. در اغلب موارد از ابتدا هیچ تیمی در کارخانه وجود نداشته و پس از شکل‌گیری ایده، گروهی برای مدیریت آن انتخاب می‌شوند. کارخانه کسب و کار در ازای خدمات خود، در بخشی از سهام شرکت شریک می‌شود. همچنین امکان دارد که یک کارخانه کسب و کار مالکیت تمام کسب و کاری را برعهده داشته باشد. در این صورت به‌طور معمول افرادی از خارج مجموعه به‌جهت پیشبرد بخشی از امور مدیریتی استخدام شوند [۲۰].

به‌طور معمول کارخانه‌های کسب و کار را نهادهای بزرگ یا کارآفرینان با تجربه ایجاد می‌کنند [۲۱]. این مؤسسان براساس تجربیات گذشته خود ابتدا حوزه تمرکز کارخانه را مشخص می‌کنند. تصمیم‌گیری‌های بااهمیت در کارخانه کسب و کار برخلاف شتاب‌دهنده‌ها یا مراکز رشد از سوی مدیران ارشد یا مالکان آنها صورت می‌پذیرد؛ به‌طوری‌که برخلاف فضای نسبتاً دمکراتیک حاکم بر تصمیم‌گیری در شتاب‌دهنده و مراکز رشد (که عموم کسب و کارها به نظردهی در زمینه تصمیمات اصلی می‌پردازند)، کارخانه کسب و کار با ایده‌های فردی مدیران و معمولاً به‌صورت بالا به پایین اداره می‌شود [۲۲].

سرمایه‌گذاری داخلی به‌طور معمول سهم بسیار بزرگی در تأمین مالی کسب و کارهای نوپا به‌خصوص در مراحل ابتدایی رشد دارند. بسیاری از شرکت‌های بزرگ مانند اپل، دل، مایکروسافت، کوکاکولا و س‌پ^۱ مراحل ابتدایی، رشد خود را با اتکای بر منابع داخلی تأمین مالی کرده‌اند. نمودار ۳ سهم هر یک از روش‌های تأمین مالی در مراحل ابتدایی رشد کسب و کارهای نوپا را در هند نشان می‌دهد. همان‌طور که مشخص است، سرمایه‌گذاران داخلی سهم بسیار بالایی در تأمین مالی مرتبط با این مرحله دارند.

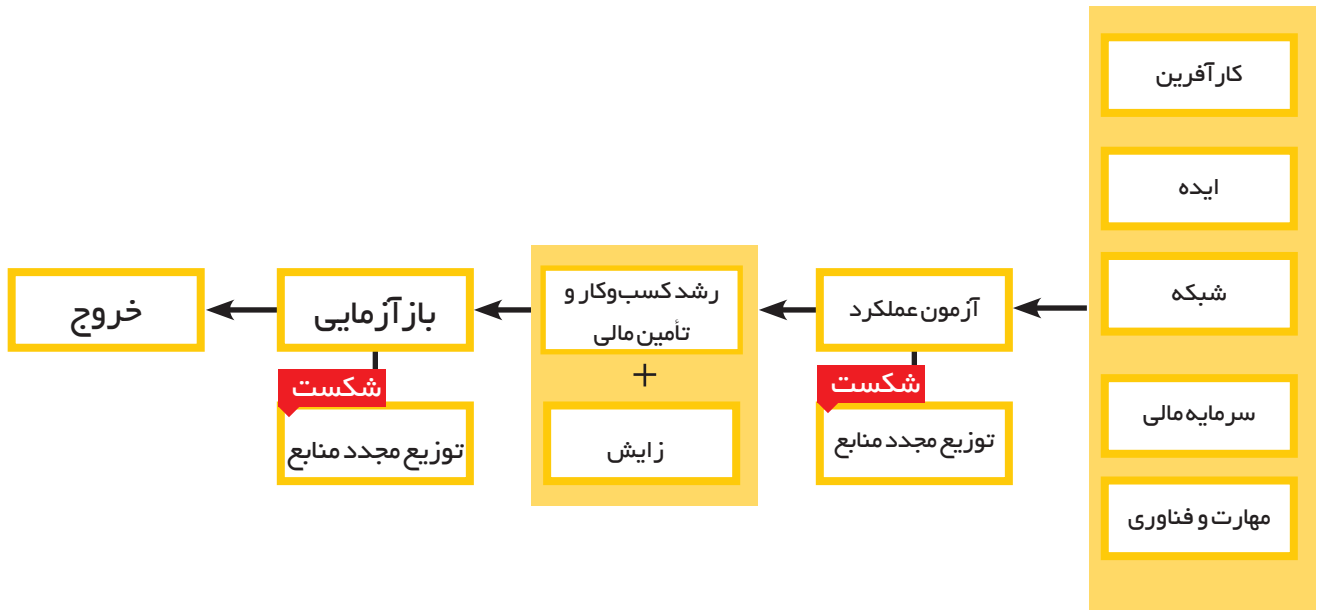
۲-۳. کارخانه کسب و کار^۲

کارخانه کسب و کار که در کشور با نام‌های کارخانه نوآوری، استودیو کسب و کار و استودیو استارت‌آپ نیز شناخته می‌شود، ساختاری نوین است که هدف آن ایجاد پر تعداد شرکت یا کسب و کار نوآوری است. کارخانه کسب و کار با بهره‌گیری از تیم‌کاری با تخصص‌های مختلف و بهره‌مندی از زیرساخت‌ها و منابع در اختیار خود، احتمال موفقیت یک استارت‌آپ را افزایش داده و مسیر بهینه‌ای برای ایجاد و رشد آن فراهم می‌کنند [۱۸]. برخلاف مراکز رشد و شتاب‌دهنده‌ها که به‌طور عمده در زمینه فراهم کردن برخی زیرساخت‌ها و ارائه خدمات مشاوره فعالیت می‌کنند، کارخانه‌های کسب و کار به‌طور مستقیم وارد ساخت و مدیریت کسب و کار نیز می‌شوند [۱۹]. نتایج پژوهشی در آمریکا نشان داده است که شرکت‌ها یا کسب و کارهای ایجاد شده در کارخانه کسب و کار

1.Apple, Dell, Microsoft, CocaCola, SAP

2.Start-Up Studio

شکل ۱. فرایند ایجاد کسب و کار در کارخانه‌های کسب و کار [۲۳]



تشویق کسب و کارهای نوپا پیگیری می‌کند، برگزاری رویدادهای مختلف و ارائه جوایز به برگزیدگان است. برگزاری رویداد علاوه بر ارائه فرصت دیده شدن به کارآفرینان (که به نوعی تبلیغ محصول آنها محسوب می‌شود) و ارائه جوایز، بستر مناسبی برای شبکه‌سازی کارآفرینان با یکدیگر و تأمین مالی کنندگان است. همچنین از مسیر برگزاری این رویدادها، ارتباط مستقیم و مؤثری میان کسب و کارها و دولت ایجاد شده و نقطه‌نظرهای کارآفرینان بدون واسطه به تصمیم‌گیران منتقل می‌شود.

اغلب جوایز ارائه شده در این قالب، بخشی از نقدینگی لازم برای مراحل ابتدایی شکل‌گیری استارت‌آپ را فراهم می‌کند. این تأمین مالی مزایایی دارد به طوری که نه تنها وجوه تأمین شده نیازی به بازپرداخت ندارند، بلکه مالکیت شرکت یا کسب و کار را نیز به افراد خارجی منتقل نمی‌کند. جوایز می‌تواند منبع مهمی برای تأمین مالی مرحله شکل‌گیری استارت‌آپ باشد. برای مثال در کشور کامبوج، استارت‌آپ‌ها جوایز را به عنوان دومین منبع متداول تأمین مالی خود نام برده‌اند [۸]. با این حال احتمال

از نمونه شرکت‌هایی که بر بستر کارخانه‌های کسب و کار شکل گرفته و رشد کردند می‌توان به پیکاسا، ایرکال، اسنوفلیک و سیف‌ترکس^۲ اشاره کرد. با توجه به موفقیت الگوی کارخانه‌های کسب و کار، امروزه شرکت‌های بزرگی از جمله آمازون، نایک و مؤسسه‌های مالی مانند گلدمن ساکس و سیلیکون ولی بنک^۳ به تأسیس کارخانه‌های کسب و کار روی آورده‌اند [۴].

در حال حاضر در ایران چندین کارخانه کسب و کار تأسیس شده است که از جمله آنها می‌توان به کارخانه نوآوری آزادی، کارخانه نوآوری‌های وی، کارخانه نوآوری مشهد، کارخانه نوآوری شیراز، استارت‌آپ استودیو شهید بهشتی و استارت‌آپ استودیو تافردا اشاره کرد. عمده این مجموعه‌ها تحت مدیریت پارک‌های علم و فناوری منطقه‌ای و یا در بستر شرکت‌ها و صنایع ایجاد شده است.

۳-۳. جوایز و رویدادها

با توجه به اهمیت رشد و توسعه شرکت‌ها و کسب و کارها، دولت‌ها به ارائه انواع حمایت‌ها می‌پردازند. از جمله مواردی که دولت با هدف

۱. Spin Off یا زایش فرایندی است که طی آن یک سازمان بزرگ‌تر به چند کسب و کار خردتر و مستقل تقسیم می‌شود. این مقوله بیشتر برای یک شرکت نوآفرین (استارت‌آپ) که مراحل رشد اولیه را طی کرده است و به کسب و کاری بزرگ‌تر تبدیل شده است، مصداق دارد. با این عملیات ضمن حفظ چابکی سازمانی به توسعه کارآفرینی سازمانی و بقای شرکت نیز کمک می‌شود.

2. Picasa, Aircall, Snowfalke, Safetrax

3. Amazon, Nike, Goldman Sachs, Silicon Valley Bank

جذب سرمایه‌گذار خارجی برای کسب‌وکارهای نوپای ایرانی)، رویداد فیناپ (حوزه فین تک) و رویداد طلوع برکت (حمایت از کسب‌وکارهای نوپای اسلامی-قرآنی) اشاره کرد.

۳-۴. فرشتگان کسب‌وکار^۲

این سرمایه‌گذاران اشخاص ثروتمندی هستند که به تأمین سرمایه مورد نیاز شرکت در مراحل ابتدایی رشد آن می‌پردازند. سرمایه‌گذاری آنها اغلب به صورت مشارکت در مالکیت پروژه یا از طریق اوراق بدهی قابل تبدیل به اوراق مالکیت صورت پذیرفته و بسته به سطح تجربه و نوع ورود به مالکیت شرکت، به چهار گروه فرشتگان مباشر، کارآفرین، خبره صنعت و مالی تقسیم می‌شوند.

سرقت ایده، مانع از ورود برخی کسب‌وکارها به این گونه برنامه‌ها وجود دارد. به جهت حل این مسئله، بسیاری از رویدادها در بستر پارک‌های علم و فناوری، مؤسسه‌های شتاب‌دهنده، مراکز رشد یا کارخانه‌های کسب‌وکار برگزار شده و مستقیماً پس از برگزیده شدن، مورد حمایت مالی و حقوقی این مؤسسه‌ها قرار می‌گیرد. رویدادها معمولاً با حمایت‌های دولتی و در سطوح مختلف (شهری، استانی، ملی و منطقه‌ای) و در موضوع‌های مختلف به طور منظم برگزار می‌شوند.

سالیانه رویدادهای کسب‌وکار متنوعی در کشور برگزار می‌شود که از جمله آنها می‌توان به رویداد ایده بازار دانشگاه امیرکبیر، رویداد سکوی پرتاب، رویدادهای بین‌المللی کانکت‌دی^۱ (شبکه‌سازی و

شکل ۲. انواع مختلف فرشتگان کسب‌وکار بسته به تجربه فنی و کارآفرینی [۲۴]

تجربه کارآفرینی

	پایین	بالا	
تجربه صنعت	فرشتگان خبره صنعت	فرشتگان مباشر	بالا
	فرشتگان مالی	فرشتگان کارآفرین	پایین

1. Connect Day
2. Angel Investor

اعتماد خود سرمایه‌گذاری می‌کنند. دسته بعدی فرشتگان خبره صنعت هستند که مدیران ارشد شرکت‌های بزرگ در صنعت هدف استارت‌آپ بوده یا هستند. آخرین گروه، فرشتگان مالی هستند که سرمایه‌گذاران ثروتمند و دارای تجربه کم کارآفرینی هستند و در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که در آن نیز تجربه صنعتی کمی دارند. معمولاً این فرشتگان از طریق بازار سهام، املاک، ارث یا سایر روش‌های غیرمرتبط با کسب و کار، درآمد کسب کرده‌اند [۲۴].

فرشتگان مباشر، سرمایه‌گذاری فعال هستند که گروه مدیریت شرکت را راهنمایی و مربی‌گری می‌کنند تا به رشد شرکت کمک کنند. آنها معمولاً با مجموعه محدودی از استارت‌آپ‌ها کار می‌کنند. فرشتگان کارآفرین، تجربه کارآفرینی دارند اما خارج از حوزه تخصصی خود سرمایه‌گذاری می‌کنند. هر چند ممکن است آنها تجربه محدودی در حیطه سرمایه‌گذاری خطرپذیر داشته باشند، اما معمولاً پیرو بوده و بر اساس توصیه سایر سرمایه‌گذاران مورد

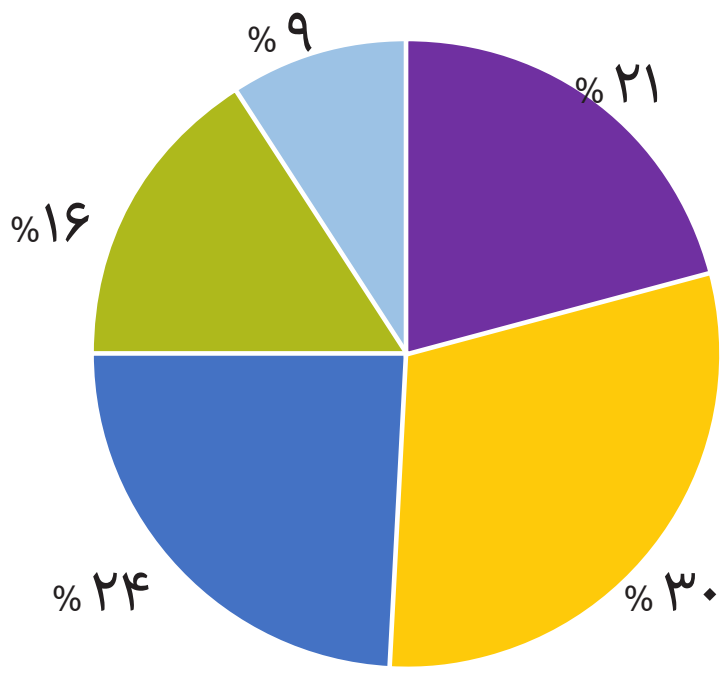
جدول ۳. انواع فرشتگان کسب و کار، مهارت، اهداف و اثرگذاری آنها [۲۴]

نوع	مهارت	اهداف	اثرگذاری
فرشتگان مباشر	تجربه زیاد در کارآفرینی به همراه خبرگی در صنعت	اهداف غیرمادی پررنگ در کنار اهداف مالی خود دارند.	آنها معمولاً در قالب عضو هیئت‌مدیره به راهنمایی مدیران شرکت پرداخته و به استخدام سایر اعضای هیئت‌مدیره و همچنین جذب سرمایه‌گذاران دور بعدی مانند سرمایه‌گذاران خطرپذیر کمک می‌کنند.
فرشتگان کارآفرین	تجربه زیاد در کارآفرینی	کسب درآمد بالا و توسعه مهارت سرمایه‌گذاری خود دنبال می‌کنند.	ورود محدودی به مدیریت شرکت داشته و اغلب در موارد فرعی تخصصی مانند تحقیقات بازار یا تحلیل مالی مشارکت می‌کنند. با فاصله‌های زمانی چند ماهه به‌رصد عملکرد شرکت می‌پردازند.
فرشتگان خبره صنعت	خبرگی بالا در صنعت	در کنار بازدهی مالی، اهدافی مانند تکمیل زنجیره ارزش کسب و کار خود یا انجام نوآوری شگرف در صنعت خود را دنبال می‌کنند.	به‌عنوان عضوی از هیئت‌مدیره به‌طور فعالانه به مدیران شرکت مشورت داده و در جذب مشتری یا متحدان راهبردی شرکت کمک می‌کنند.
فرشتگان مالی	عدم تجربه زیاد در کارآفرینی و صنعت	بازدهی مالی و متنوع‌سازی سبد دارایی هدف اصلی آنهاست.	هرچند به‌طور معمول تنها ارزش افزوده آنها منابع مالی است، با این حال به‌طور موردی در مسائل مرتبط با تخصص خود به یاری شرکت خواهند آمد. همچنین در جذب سرمایه‌گذاران مشابه خود توانایی بالایی دارند. به‌جهت رصدا فعالیت‌های شرکت اغلب از وکیل یا حسابرس شخصی استفاده می‌کنند.

هستند. در انگلستان حدود ۷۵ درصد از فرشتگان بین ۴۵ تا ۶۴ سال سن داشته و تنها ۲۱ درصد از افراد زیر ۳۴ سال سن دارند.

هرچند معمولاً فرشتگان کسب و کار از همه گروه‌های سنی تشکیل شده‌اند، با این حال اغلب آنها در رده‌های سنی میان‌سال و پیاپی‌تر

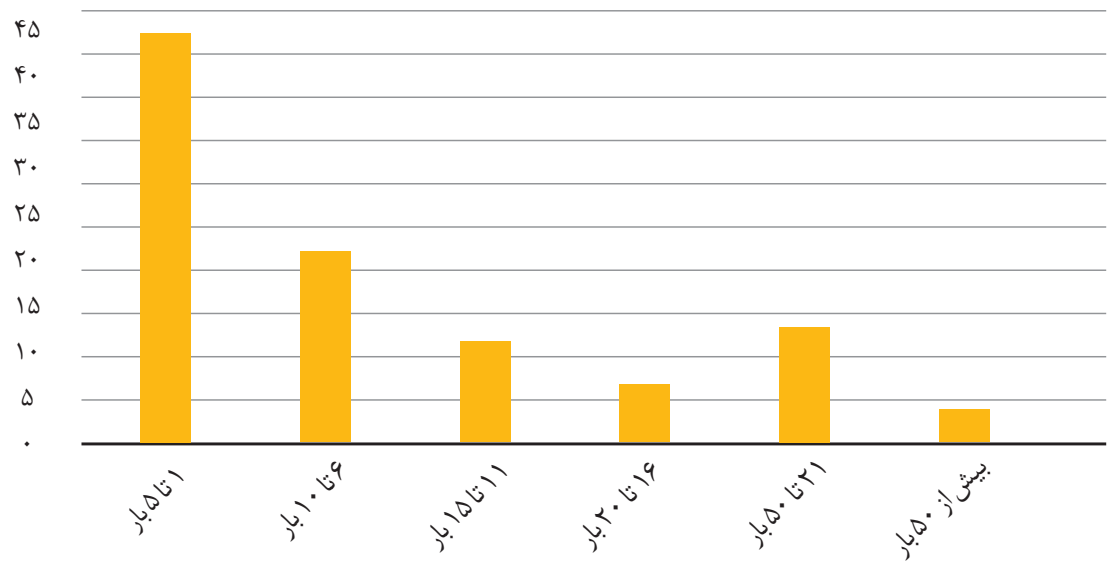
نمودار ۴. گروه‌های سنی فرشتگان کسب‌وکار در انگلستان [۲۵]



بیش از ۶۵ سال ۱۸ تا ۳۴ ۳۵ تا ۴۴ ۴۵ تا ۵۴ ۵۵ تا ۶۴ بیش از ۶۵ سال

همچنین بخش بزرگی از فرشتگان (۴۳٪) تجربه چندانی در تأمین مالی با این الگو نداشته ولی در مقابل ۵۷٪ از این سرمایه‌گذاران دارای بیش از پنج تجربه پیشین در این نوع سرمایه‌گذاری بوده‌اند [۲۵].

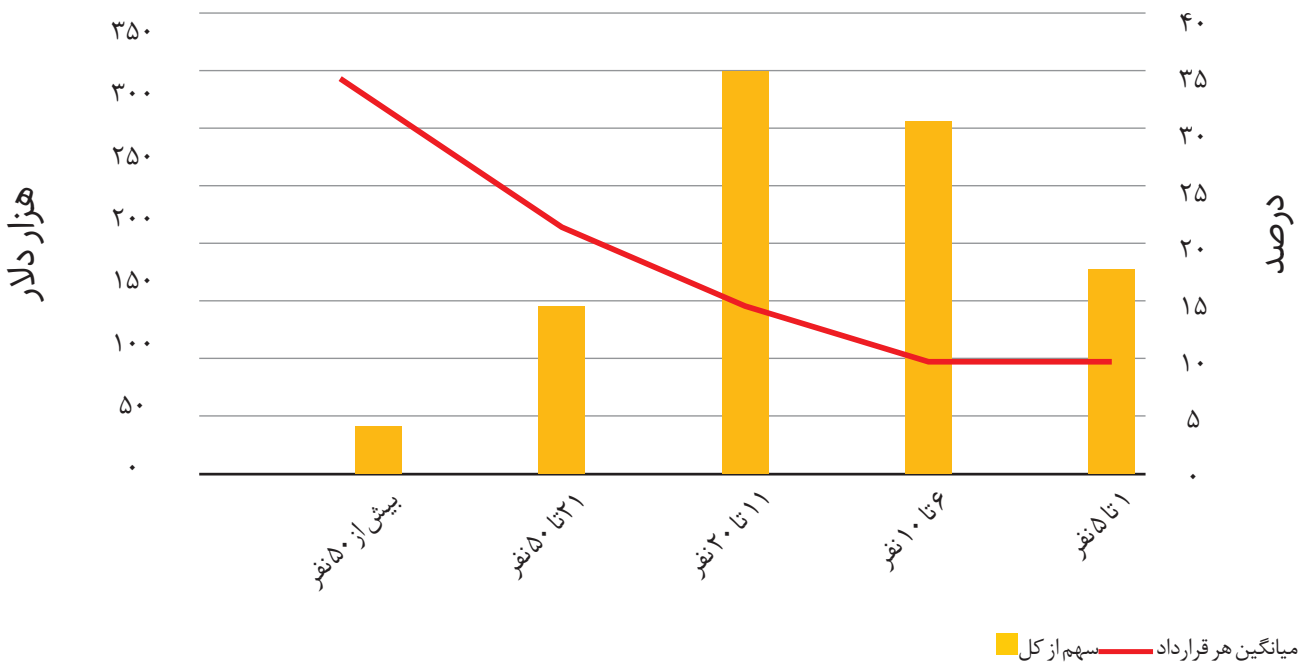
نمودار ۵. تجربه قبلی فرشتگان در تأمین مالی کسب‌وکار در انگلستان [۲۵]



ارائه توصیه‌های راهبردی مفیدی برای کسب و کار اقدام کرده‌اند. همچنین ۴۴٪ از آنها با ایجاد ارتباط با افراد مفید و ۳۵٪ با انجام حمایت و تشویق‌های احساسی از کسب و کار خود حمایت کرده‌اند. در نهایت ۲۶٪ از فرشتگان کسب و کار در مراحل بعدی کسب و کار نیز به تزریق سرمایه مورد نیاز پرداخته‌اند [۲۶].

معیارهای سرمایه‌گذاری این افراد بیش از همه به ترتیب کیفیت بالای تیم، ظرفیت بالای مدل کسب و کار در توسعه و گسترش مقیاس و ظرفیت بالای مدل کسب و کار در بنیان‌افکنی ساختارهای موجود صنعت بوده است [۲۵]. براساس پژوهشی در کشور اتریش، در سال ۲۰۲۰ حدود ۶۷٪ از فرشتگان کسب و کار به

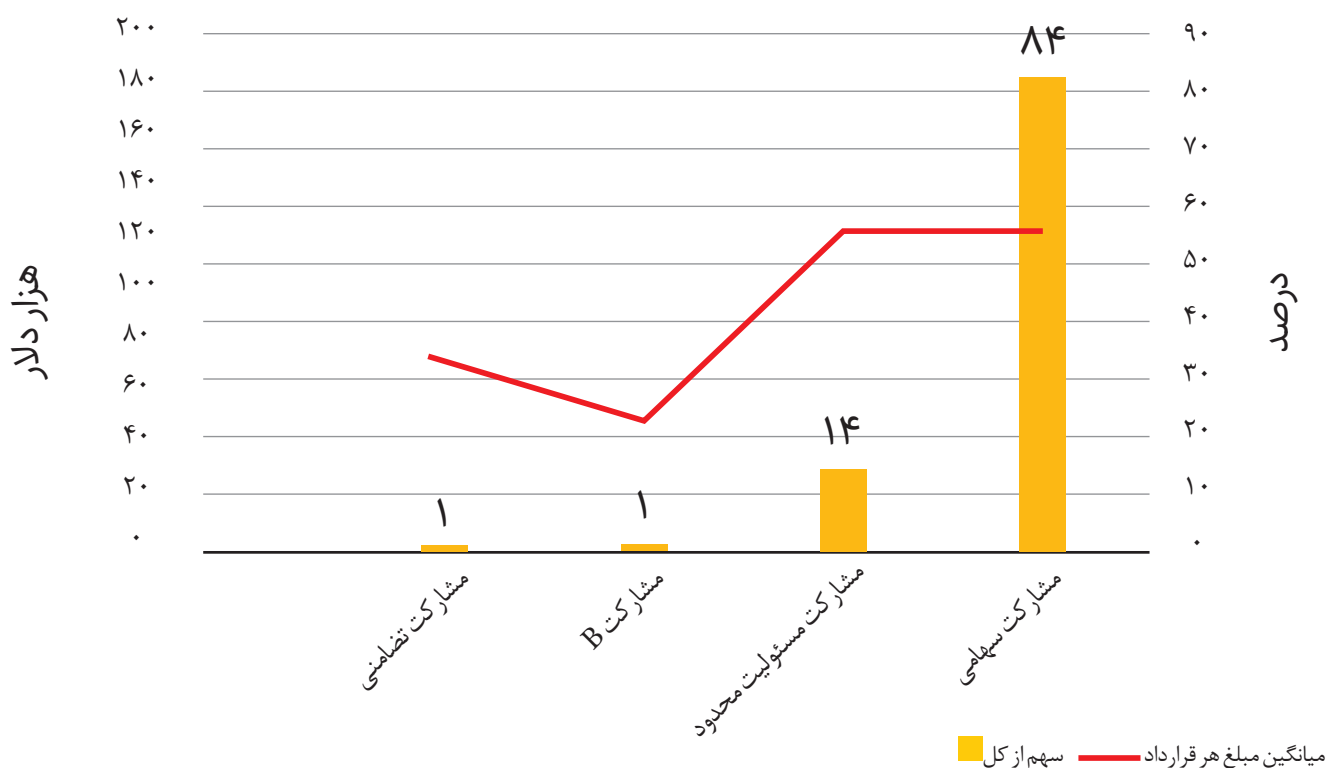
نمودار ۶. رابطه سرمایه‌گذاری فرشتگان و تعداد کارکنان کسب و کار [۲۷]



مطابق انتظار، میانگین مبلغ قراردادها با افزایش اندازه شرکت‌ها افزایش یافته و در کمترین حالت حدود ۱۰۰ هزار و در بیشترین حالت حدود ۳۰۰ هزار دلار بوده است [۲۷].

براساس مطالعه‌ای که در سال ۲۰۲۰ در میان کسب و کارهای آمریکا و کانادا صورت گرفته، فرشتگان کسب و کار حدود ۸۳٪ در کسب و کارهایی با نیروی کار زیر ۲۰ نفر سرمایه‌گذاری کرده‌اند.

نمودار ۷. سهم از کل و میانگین مبلغ انواع قراردادهای مشارکت فرشتگان کسب و کار [۲۷]



در نهایت، شایان است که انجمن‌های فرشتگان کسب و کار، از جمله الزامات توسعه کمی و کیفی این گونه سرمایه‌گذاری در کشور هستند. انجمن فرشتگان کسب و کار، از گردهمایی چندین فرشته کسب و کار ایجاد شده و به اعضای خود امکان هم‌افزایی در سرمایه‌گذاری‌های بزرگ‌تر، کاهش ریسک با تنوع‌بخشی، اشتراک اطلاعات و تجربه‌ها و همچنین ارتباط راحت‌تر با کسب و کارها و دیگر سرمایه‌گذاران خطرپذیر را می‌دهند.

در ایران نیز فرشتگان کسب و کار و چند انجمن در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر فعال هستند. با این حال، اطلاعات دقیق و منسجمی از وضعیت سرمایه‌گذاری این سرمایه‌گذاران و نحوه تعامل آنها با کسب و کارها و ... در دسترس نیست.

۳-۵. شتاب‌دهنده‌ها^۲

شتاب‌دهنده نهادی است که با ارائه برنامه‌های حمایتی کوتاه‌مدت به شکل‌گیری شرکت‌های نوپا و افزایش توانایی‌های رقابتی آنها کمک می‌کنند. در این مسیر، شتاب‌دهنده‌ها به آمادگی گروه‌های

اغلب فرشتگان کسب و کار (۸۴٪) از الگوی مشارکت سهامی و سپس الگوی مشارکت با مسئولیت محدود (۱۴٪) استفاده کرده‌اند. در حقیقت الگوهای مشارکت B^۱ و مشارکت تضامنی به ندرت و آن هم در مراحل ابتدایی‌تر صورت گرفته است. بنابراین بدیهی است که میانگین اندازه هر قرارداد مبتنی بر مشارکت سهامی و مسئولیت محدود، به شکل قابل توجهی بیش از قراردادهای وضع شده در قالب B و مشارکت تضامنی بوده است. داده‌ها حاکی از آن است که میانگین مبلغ قراردادهایی که به صورت سهام یا مشارکت با مسئولیت محدود بسته شده است (تقریباً ۱۳۵ هزار دلار)، به شکل محسوسی نسبت به قراردادهایی که در قالب مشارکت تضامنی یا مشارکت نوع B بسته شده (تقریباً ۶۰ هزار دلار) بیشتر بوده است [۲۷]. حجم و میانگین بالاتر قراردادهای مشارکت سهامی و مسئولیت محدود نسبت به سایر قالب‌های قراردادی، از ظرفیت بیشتر این قراردادها در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و ظرفیت‌های ارتقایافته حکمرانی شرکتی نشئت می‌گیرد.

۱. B Corporation یا Benefit Corporation: نوعی از قراردادهای مشارکت پذیرفته شده در آمریکاست که شرکت‌ترکیبی از اهداف مشخص انتفاعی و عام‌المنفعه را دنبال می‌کند. الزامات شفافیت و حسابرسی این شرکت‌ها پایین‌تر از شرکت‌های سهامی است. با این حال نرخ مالیات آن به اندازه سایر انواع مشارکت است [۴۸].

2. Accelerator

باین حال شتاب‌دهنده به‌طور معمول سرمایه‌گذاری‌های جزئی را در کسب و کارهای زیرمجموعه خود انجام می‌دهند. عموم شرکت‌های شتاب‌دهنده در کشور، خدماتی به شرح ذیل به کسب و کارهای نوپا ارائه می‌دهند:

۱ فضای فیزیکی و زیرساخت‌های اداری،

۲ مشاوره کسب و کار و مشاوره حقوقی،

۳ زیرساخت‌های میزبانی وب،

۴ ارائه فرصت‌های اطلاع‌رسانی و تبلیغات (اعم از مجازی و غیرمجازی).

نوآور برای جذب سرمایه‌گذار و تشکیل شخصیت حقوقی مستقل آنها کمک می‌کند. شتاب‌دهنده‌ها شخصیت حقوقی مستقل و خصوصی داشته و به‌طور معمول در ازای ارائه خدمات خود، بخشی از سهام کسب و کارهای مراجعه‌کننده را درخواست می‌کنند. رسالت اصلی شتاب‌دهنده‌ها، کشف گروه‌ها و شرکت‌های فعالی است که ایده‌های نوآورانه برای حل مسائل مختلف دارند و تقویت آنها در مسیر تبدیل به کسب و کاری است که بتوانند به‌طور مستقل در بازار رقابت کرده و رشد کنند. هر چند سرمایه‌گذاری موضوع عملیات شتاب‌دهی نیست و صرفاً پیدا کردن سرمایه‌گذار در حیطه خدمات شتاب‌دهی است.

۳-۶. تأمین مالی جمعی

اغلب فعالیت‌های تأمین مالی جمعی به‌صورت برخط و از طریق سکوهایی دیجیتال صورت می‌پذیرد. این سکوها نقش واسط میان جمعیت (متشکل از «حامیان» در مورد تأمین مالی جمعی غیرانتفاعی، یا «سرمایه‌گذاران» برای تأمین مالی جمعی انتفاعی) و صاحبان پروژه را ایفا می‌کنند. جمعیت حامیان یا سرمایه‌گذاران معمولاً بسیار بالا بوده و هر کدام مبالغ کمی را تأمین مالی می‌کنند. فرایندی که در آن یک مالک پروژه به دنبال افزایش سرمایه‌گذاری از طریق یک سکو است، به‌عنوان «پویش^۱ تأمین مالی جمعی» شناخته می‌شود. پویش خود از سه مرحله تشکیل شده است:

- مرحله قبل از پویش که در آن پویش آماده شده و ایجاد می‌شود.
- مرحله پویش، که در آن سرمایه‌گذاری‌ها جمع‌آوری شده و به مسئول پروژه پرداخت می‌شود.
- مرحله نهایی پس از پویش که در آن پیگیری‌های ناظر به پویش (از جمله اقدام‌های نظارتی) انجام می‌شود.

شکل ۳. جریان منابع مالی در سکو تأمین مالی جمعی



توضیحات:

- الف) کسب و کار به ارائه ایده و مدارک مورد نیاز می‌پردازد.
 ب) سکو تأمین مالی جمعی پس از بررسی ایده و مدارک، طرح‌های مورد تأیید را به اطلاع سرمایه‌گذاران یا حامیان می‌رساند.
 ج) سرمایه‌گذاران یا حامیان طرح‌های مورد نظر خود را تأمین مالی می‌کنند.
 د) کسب و کارها سود یا پاداش تعهد شده را به سرمایه‌گذاران یا حامیان پرداخت می‌کنند.

در نهایت **وام‌دهی جمعی**^۸، سکوهایی هستند که افراد و شرکت‌ها را قادر می‌سازند تا از انبوه مردم، در مقابل پرداخت نرخ سودی معین، تسهیلات دریافت کنند [۲۹]. سکوهای بزرگ وام‌دهی جمعی از دو جهت به کسب درآمد می‌پردازند؛ از یک طرف وام‌گیرندگان به جهت انجام عملیات رتبه‌بندی اعتباری و سایر خدمات پرداخت وام، کارمزد دریافت کرده و از طرف دیگر بخشی از سود حاصل شده سرمایه‌گذاران را اخذ می‌کنند [۳۰] و ام‌ها به دو صورت بدون وثیقه یا همراه با وثیقه ارائه می‌شود [۳۱].

در ایران دستورالعمل تأمین مالی جمعی در سال ۱۳۹۷ براساس بند «۴» ماده (۴) قانون بازار اوراق بهادار (مصوب ۱۳۸۴) از سوی شورای عالی بورس و اوراق بهادار به تصویب رسید. براساس این دستورالعمل، مؤسسه‌های تأمین مالی جمعی تنها از طریق انعقاد قرارداد با نهادهای مالی تحت نظارت سازمان و اخذ مجوز از کارگروه ارزیابی مجاز به تأمین مالی جمعی هستند. براساس ماده (۱۱) و (۱۲) این دستورالعمل، لازم است تا متقاضی حداقل ۱۰ درصد وجه مورد نیاز هر طرح را تأمین کند. حداکثر مقدار قابل تأمین از طریق هر تأمین‌کننده شخص حقیقی نیز حداکثر به میزان ۵ درصد از کل مبلغ هر طرح است. در حال حاضر ۱۹ مؤسسه تأمین مالی جمعی از فرابورس ایران مجوز فعالیت دارند که ۱۷ مؤسسه از آنان فعال هستند.^۹

تا انتهای سال ۱۴۰۰، حدود ۱,۳۵۰ میلیارد تومان را نهادهای تأمین مالی جمعی دارای مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، تأمین مالی کرده است. تا این تاریخ ۴۰ طرح مختلف از مسیر این سکوها ارائه شده که تنها ۳ عدد (۸٪) از آنها موفق به جذب منابع تأمین مالی به میزان مورد نیاز نشده‌اند. در این میان، کسب و کارهای بارده سنی کمتر از سه سال، ۱۹٪، بین سه تا پنج سال ۳۰٪، بین پنج تا ده سال ۱۷٪ و کسب و کارهای با سن بیش از ده سال ۳۴٪ از جذب مبالغ تأمین مالی را به خود اختصاص داده‌اند.^{۱۰}

تأمین مالی جمعی را با توجه به بازدهی مورد انتظار پرداخت کنندگان می‌توان به دو دسته غیرانتفاعی و انتفاعی تقسیم کرد [۲۸]. در تأمین مالی جمعی غیرانتفاعی، پرداخت کنندگان وجوه اهدافی غیر از کسب بازدهی مالی را دنبال کرده و به همین جهت اغلب پشتیبان یا حامی^۱ نامیده می‌شوند. این در حالی است که در تأمین مالی جمعی انتفاعی، انگیزه پرداخت کنندگان کسب بازدهی مالی بوده و از این رو به آنان سرمایه‌گذار گفته می‌شود. تأمین مالی جمعی غیرانتفاعی به تأمین مالی جمعی مبتنی بر بخشش و تأمین مالی جمعی انتفاعی مشتمل بر تأمین مالی جمعی مبتنی بر پاداش، سهام (یا سرمایه‌گذاری جمعی) و بدهی (یا وام‌دهی جمعی) است.

حامیان شرکت‌کننده در **تأمین مالی جمعی غیرانتفاعی یا مبتنی بر بخشش**^۲ هیچ پاداشی برای مشارکتشان دریافت نمی‌کنند (اگرچه ممکن است به دلیل عمل اهدا، منافع شخصی غیرمستقیمی داشته باشند)، در حالی که سرمایه‌گذاران در **تأمین مالی مبتنی بر پاداش**^۳، پاداش‌های متنوع غیر نقدی دریافت می‌کنند. چنین پاداشی می‌تواند به شکل پیش‌سفارش محصول یا به صورت شهرت و کسب اعتبار (مانند درج نام سرمایه‌گذار در میان حامیان پروژه تأمین مالی شده) باشد. برخی از سکوهای تأمین مالی جمعی غیرانتفاعی در صورت موفقیت‌آمیز بودن عملیات تأمین مالی، هزینه‌ای بین ۵ و ۱۱ درصد از مبلغ کل تأمین مالی را به عنوان کارمزد دریافت می‌کنند. همچنین برخی سکوهای دیگر نیز با کمک‌های داوطلبانه کسب درآمد می‌کنند.

سومین زیرشاخه تأمین مالی جمعی، **سرمایه‌گذاری جمعی**^۴ است که به سرمایه‌گذاران مالکیت سهام یا قراردادهای ترکیبی از سهام و بدهی^۵ ارائه می‌کند. سکوهای تأمین مالی جمعی اغلب با استفاده از ابزار ترکیبی^۶ و سهام تحت ضمانت^۷، قراردادهایی مشابه با سهام‌داری ارائه می‌کنند. سکوهای سرمایه‌گذاری جمعی، با دریافت درصدی از مبالغ تأمین شده یا بخشی از سود حاصل از پروژه‌ها، کسب درآمد می‌کنند.

1. Supporter

2. Donation-based Crowdfunding

3. Reward-based Crowdfunding

4. Equity Crowdfunding or Crowdinvesting

۵. Hybrid Security: نوعی ابزار مالی که بخشی از ویژگی‌های سهام و برخی از ویژگی‌های بدهی را به طور هم‌زمان دارند [۵۴].

۶. Mezzanine: نوعی ابزار تأمین مالی است که از ترکیب چند ابزار متنوع دیگر تشکیل شده است [۳۱]. متداول‌ترین آنها ابزارهایی مرکب از سهام و بدهی هستند که به وام‌دهنده این امکان را می‌دهد تا در صورت نکول، بدهی خود را به منافع سهام تبدیل کند [۴۹].

۷. Detachable warrants: عرضه کنندگان سهام می‌توانند با هدف افزایش جذابیت سهام، به خریداران اختیار فروش سهام خود در قیمت و سررسیدی مشخصی اعطا کنند. بدین صورت، ریسک خریداری سهام به شدت کاهش یافته و تقاضا افزایش می‌یابد.

8. Crowdfunding or Peer to Peer Lending

۹. به نقل از تارنمای فرابورس ایران.
۱۰. سامانه تأمین مالی جمعی فرابورس.

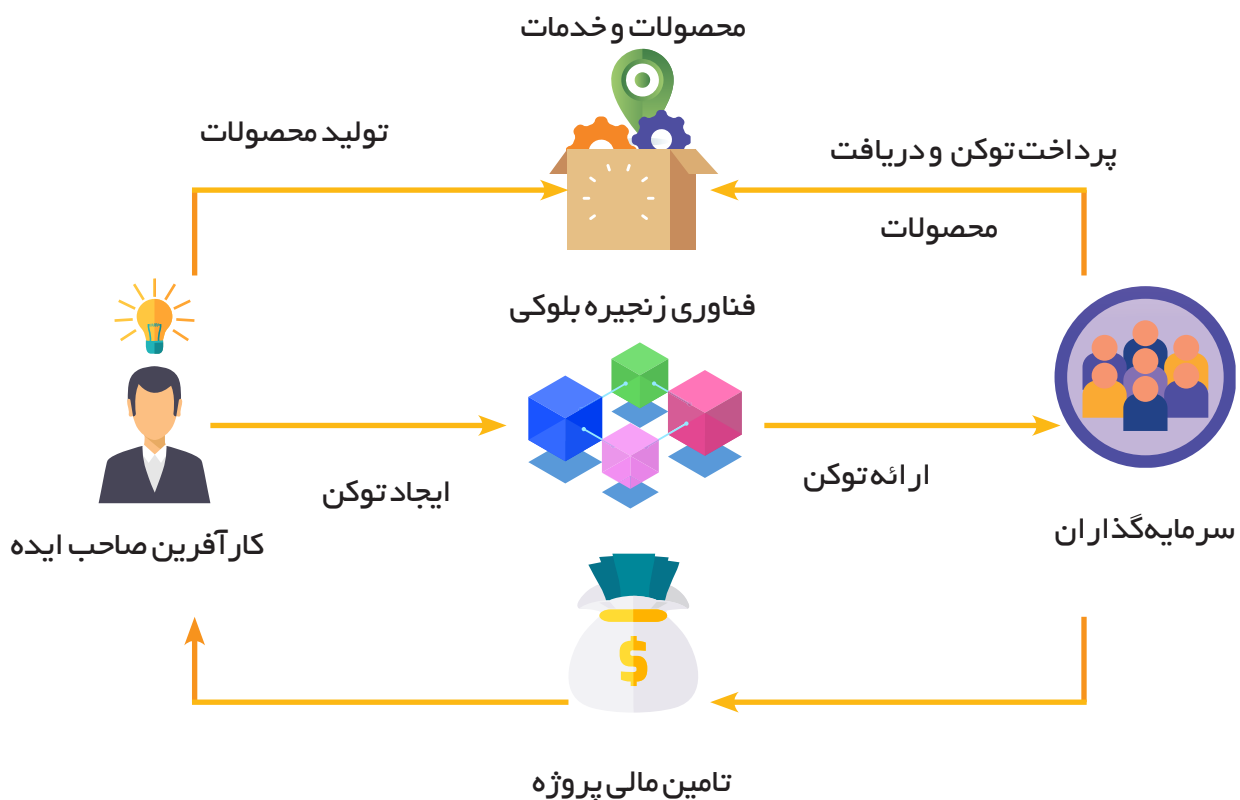
۳-۷. عرضه اولیه رمزدارایی^۱

یکی از روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها در مراحل اولیه عرضه رمزدارایی است. در واقع، عرضه اولیه رمزدارایی از روش‌های نوین تأمین مالی در بستر زنجیره بلوکی^۲ است که در آن توکن‌ها (همان ارزهای دیجیتال) یک پروژه، پیش از راه‌اندازی آن فروخته می‌شوند و افراد می‌توانند با خریدن توکن‌ها در آن سرمایه‌گذاری کنند. مشارکت‌کنندگان با استفاده از ارزهای دیجیتال دیگر (اغلب بیت‌کوین یا اتریوم) یا ارزهای رایج (دلار یا یورو) در پروژه سرمایه‌گذاری کرده و در قبال پول‌هایشان توکن دریافت می‌کنند. عرضه اولیه رمزدارایی شباهت زیادی به تأمین مالی جمعی داشته و گاه یکی از انواع آن نامیده می‌شود، با این حال ویژگی‌های منحصر به فرد این الگوی جدید تأمین مالی از جمله هزینه‌های پایین‌تر، انعطاف بیشتر در طراحی قراردادهای پیچیده و امکان ایجاد بازارهای ثانویه منجر به رسمیت شناختن مستقل این گونه از

تأمین مالی شده است [۳۲].

هر چند موفقیت در عرضه اولیه‌های رمزدارایی متفاوت بوده و به شیوه ذکر شده در سپیدنامه بستگی دارد، چند حالت اصلی بدون محدودیت (فاقد حداقل یا حداکثر میزان منابع مالی جذب شده است و پروژه با هر میزان تأمین مالی آغاز خواهد شد)، دارای کف (اگر پروژه محدودیت حداقلی را تأمین نکند، پروژه شکست خورده و منابع به سرمایه‌گذاران باز خواهد گشت)، دارای سقف (با رسیدن حجم تأمین مالی به مقداری خاص، فرایند عرضه به پایان رسیده و امکان ورود سرمایه‌گذاران بیشتر فراهم نخواهد بود) و محدود به سقف و کف (متداول‌ترین گونه) قابل تعریف است. مطالعات نشان داده است که مواردی چون اندازه بزرگ‌تر تیم پروژه، تجربه فنی آنها در علوم رایانه و حضور در شبکه‌های مجازی، عوامل مهمی در موفقیت تأمین مالی یک پروژه عرضه اولیه رمزدارایی بوده است [۳۲].

شکل ۴. فرایند عرضه اولیه رمزدارایی، الگوی توکن منفعت^۱



۱. Initial Coin Offering (Ico): گفتنی است برخی منابع این عبارت را به «عرضه اولیه سکه» ترجمه کرده‌اند، با این حال در این گزارش واژه «رمزدارایی» را در عوض «سکه» برگزیدیم.

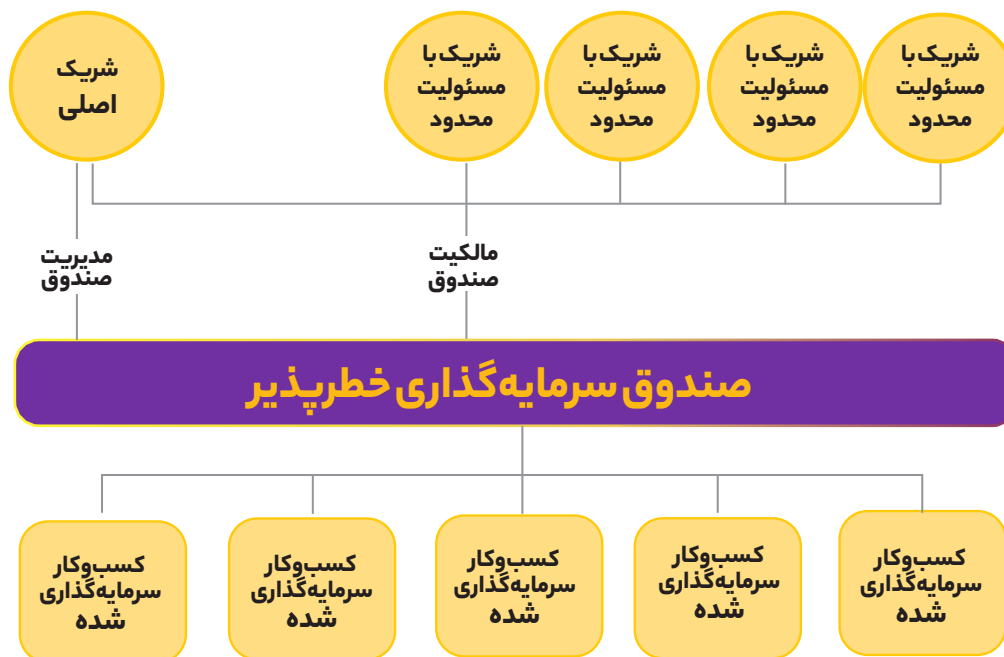
1. Block Chain

۸-۳. سرمایه‌گذاری جسورانه

سرمایه‌گذاری جسورانه گونه‌ای از تأمین مالی است که به طور خاص در شرکت‌ها یا کسب‌وکارهای با ریسک بالا سرمایه‌گذاری می‌کند. در بیشتر کشورها رشد کسب‌وکارهای نوپا با رشد صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه هم‌زمان بوده است. برخلاف فرشته‌های کسب‌وکار، سرمایه‌گذاری جسورانه به طور معمول در مراحل نخستین شکل‌گیری استارت‌آپ اقدام به سرمایه‌گذاری نمی‌کنند آنها به طور معمول به تأمین مالی کسب‌وکارهایی اقدام می‌کنند که نه تنها ایده خود را تبدیل به محصول کرده باشند، بلکه محصول خود را در بازار عرضه کرده و بخشی هرچند کوچک از بازار را در اختیار داشته باشند. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری جسورانه بیش از آنکه به شکل‌گیری کسب‌وکارها کمک کند، تمرکز خود را بر توسعه مقیاس کسب‌وکارهای کوچک و توانمند بازار معطوف می‌دارد. آنها از ورود در مراحل اولیه یعنی هنگامی که سازمان کسب‌وکار به ثبات نرسیده و همچنان اقبال بازار به محصولات ناشناخته است و نیز در مراحل انتهایی یعنی هنگامی که نرخ رشد به طور چشمگیری کاهش می‌یابد، اجتناب می‌کنند.

عرضه اولیه رمزدارایی دارای سه گونه متفاوت توکن‌های منفعت (متداول‌ترین شیوه)، ارزهای مجازی^۱ و اوراق بهادر^۲ است؛ درحالی‌که توکن‌های منفعت به دارنده امکان استفاده از خدمات یا محصولات شرکت سرمایه‌پذیر را ارائه می‌کند، توکن‌های اوراق بهادار بخشی از سهام پروژه یا شرکت را به سرمایه‌گذار منتقل کرده (مانند عرضه اولیه سهام)^۳ و توکن‌های ارز مجازی نیز همانند سایر ارزهای رمزنگاری شده، ارزش مبادلاتی و ذخیره‌سازی ارزش دارند [۳۳]. گفتنی است هر سه نوع توکن ذکر شده در بازار ثانویه قابل مبادله خواهند بود و بدیهی است که با موفقیت پروژه یا افزایش احتمال آن، قیمت توکن‌های صادر شده در بازار ثانویه افزایش یافته و با شکست پروژه قیمت توکن‌ها به صفر میل خواهد بود. در حال حاضر به دلیل فقدان قوانین و مقررات کافی، هیچ تجربه‌ای از تأمین مالی کسب‌وکارها با عرضه اولیه رمزدارایی در ایران وجود ندارد. از این رو کسب‌وکارهای فعالی که در زمینه اقتصاد بلاک‌چین و دفاتر کل توزیع شده در ایران فعالیت می‌کنند عملاً امکان استفاده از این ابزار تأمین مالی را ندارند. استارت‌آپ‌هایی همچون کارچین، بلاک‌چین سور و... مصادیقی از این کسب‌وکارها هستند که به دلیل عدم همراهی نهادهای ناظر مالی در کشور امکان تأمین مالی پروژه خود را از طریق عرضه اولیه رمزدارایی نداشته یا ندارند.

شکل ۵. ساختار صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه [۳۴]



1. Currenecy Token
 2. Security Token
 3. Initial Public Offering (IPO)

■ نفوذ بالا و شبکه گسترده سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی می‌تواند به عضویت کسب و کار نوپا در مجموعه صنعتی بزرگی منجر شود. از این رو فرصت مشارکت در تصمیم‌گیری مجموعه‌ای بزرگ‌تر و شبکه‌سازی بیشتر برای مدیران کسب و کار نوپا فراهم می‌شود.

■ دیدگاه بلندمدت‌تر و راهبردی سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی منجر می‌شود تا این نهادها فشار کمتری را برای خروج از سرمایه‌گذاری به کسب و کار وارد کنند.

همچنین، ورود سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی می‌تواند چالش‌هایی به همراه داشته باشد، از جمله:

■ سرمایه‌گذاران جسور شرکتی ممکن است متأثر از انگیزه‌های رقابتی، فعالیت کسب و کارها را به شبکه ارتباطات خود محدود کرده و بدین صورت کسب و کارها را از ارتباط با مشتریان بیشتر (که معمولاً رقیب سهام‌داران محسوب می‌شوند) محروم کنند.

■ سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی به‌طور فعالانه در مدیریت کسب و کارها ایفای نقش می‌کنند. چنین رویکردی می‌تواند کنترلی بیشتر از حد قابل تحمل کارآفرینان بر استارت‌آپ‌ها اعمال کنند. برای مثال نظارت شدید بر فعالیت‌های استارت‌آپ در هیئت‌مدیره ممکن است باعث انحراف استارت‌آپ از اهداف و همچنین محروم ماندن از فرصت‌های نوآورانه شود. از سوی دیگر، چنین رویکردی ممکن است به افزایش وابستگی کسب و کار به شرکت مادر منجر شود.

■ گاه سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی رویکردهایی راهبردی یا سیاسی به کسب و کار و محصولات آن داشته که لزوماً سودآوری کسب و کار و رضایت کارآفرینان و سایر سهام‌داران را به همراه نخواهد داشت. ناهماهنگی در اهداف سهام‌داران مختلف کسب و کار می‌تواند به بروز اختلاف و آسیب به کسب و کار منجر شود.

سرمایه‌گذاری جسورانه خود به دو دسته صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی تقسیم می‌شوند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه به‌طور معمول منابع خود را از اشخاص ثالث تأمین می‌کنند و در تلاش می‌کنند تا با شراکت در شرکت‌های نوپا و تزریق سرمایه به آن، پس از چند سال و در هنگام مناسب سهم خود را از آن شرکت به عموم مردم در بازار سرمایه واگذار کنند یا به شرکت‌های دیگری بفروشند (ادغام و تملیک). ساختار مالکیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه معمولاً از ترکیب یک شریک اصلی^۱ (که مدیریت صندوق را برعهده دارد) و چندین شریک با مسئولیت محدود^۲ تشکیل می‌شود (شکل ۵). در حالی که شریک اصلی مسئولیت اداره امور و پیگیری امور صندوق را برعهده دارد، شریک مسئولیت محدود صرفاً وظیفه تزریق سرمایه تعهد شده را دارد. در مقابل، سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی عموماً از یک یا چند سرمایه‌گذار بزرگ تشکیل می‌شود و شریک با مسئولیت محدود ندارد.

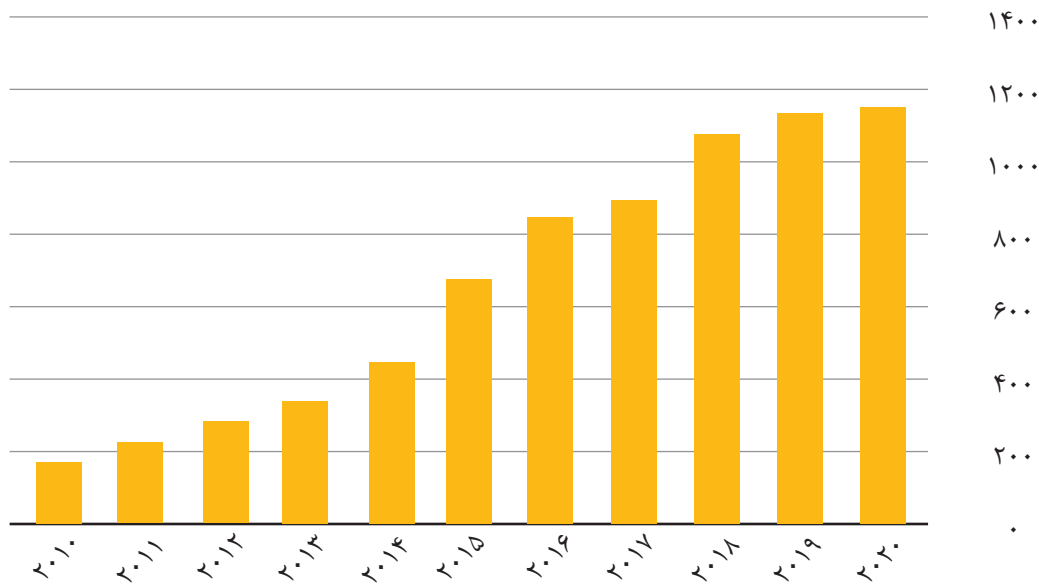
هدف اصلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، شناسایی سود مناسب از سرمایه‌گذاری به‌منظور جلب رضایت سهام‌داران (دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری) صندوق است. از سوی دیگر سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی با منابع مالی شرکت مادر خود، به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوپا با هدف تکمیل زنجیره ارزش یا تقویت نوآوری در صنعت اقدام می‌کنند.

عده‌ای معتقدند که سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی به دلیل برخورداری از دانش بیشتر در مورد بازار، فناوری و همچنین برخورداری از ترازنامه قوی و در نتیجه ظرفیت تبدیل شدن به یک سرمایه‌گذار صبورتر، نسبت به صندوق‌های جسورانه (VC) مزیت رقابتی دارند. به‌طور کلی از مزایای سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی می‌توان به این موارد اشاره کرد:

■ سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی به‌طور معمول دانش، تجربه و مهارت‌هایی را در اختیار استارت‌آپ‌ها قرار داده و در تهیه نهاد، جذب مشتری یا یافتن شرکای راهبردی کمک‌های شایانی می‌کنند.

1.General Partner (GP)
2.Limited Partner (LP)

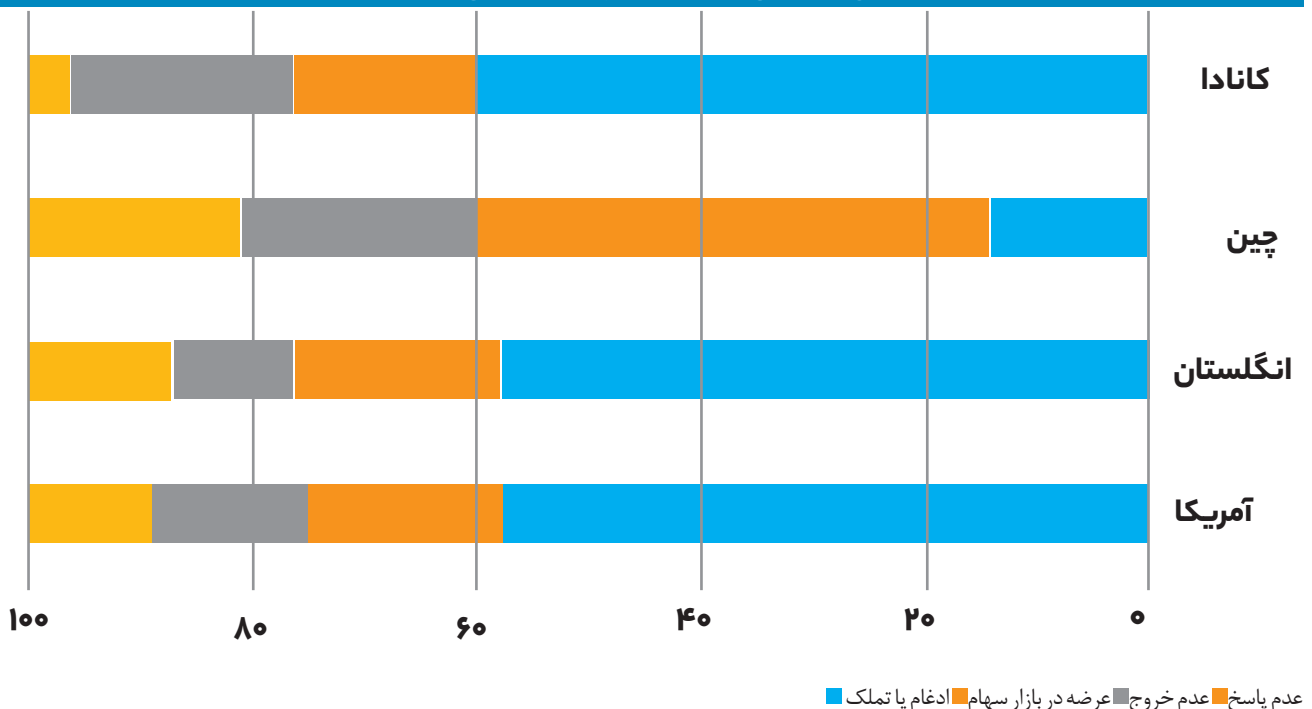
نمودار ۸. تعداد سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی (CVC) فعال در جهان [۳۵]



با این حال سرمایه‌گذاری‌های جسورانه شرکتی اقبال بیشتری به سرمایه‌گذاری در مراحل ابتدایی رشد شرکت نشان می‌دهند. به طوری که مطابق بررسی صورت گرفته در سال ۲۰۲۱، حدود ۷۴٪ از مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی، هدف خود را بر محور جذب کسب و کارهای مراحل ابتدایی (دوره A و B) قرار داده‌اند [۳۷].

تعداد سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی فعال جهان در سال‌های اخیر با سرعت زیادی روبه‌رشد بوده است (نمودار ۸). به طوری که در طول ۱۰ سال گذشته تعداد این کسب و کارها بیش از ۵ برابر افزایش یافته است [۳۵]. هر چند به طور معمول صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه در مراحل میانی و انتهایی مانند دوره C و D سرمایه‌گذاری می‌کنند،

نمودار ۹. روش‌های خروج از کسب و کار نوپا توسط مالکان (سال ۲۰۲۰) [۳۶]



سازمان بورس و اوراق بهادار ابلاغ شده است که مطابق آن صندوق‌ها قادرند در شرکت‌های غیرسهامی عام یا شرکت‌های سهامی عام که سهام آنها در بورس (به‌استثنای شرکت‌های کوچک و متوسط فرابورس) پذیرفته نشده باشد سرمایه‌گذاری کنند. از سوی دیگر، حداقل ۷۵٪ از دارایی‌های صندوق به‌طور میانگین در هر ۶ ماه (مقاطع زمانی تهیه صورت‌های مالی ۶ ماهه و سالیانه) به‌استثنای ۶ ماه اول از آغاز فعالیت باید در موضوع فعالیت اصلی سرمایه‌گذاری صندوق باشد. همچنین حداکثر ۳۵٪ از کل دارایی این صندوق‌ها در هر زمان می‌تواند به سرمایه‌گذاری در یک شرکت اختصاص یابد.

در حال حاضر ۱۶ صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار به فعالیت می‌پردازند. علاوه بر این، تعدادی صندوق جسورانه نیز خارج از این ساختار تحت عناوین مختلف از جمله صندوق‌های پژوهش و فناوری فعالیت می‌کنند. در خصوص سرمایه‌گذاری‌های جسورانه شرکتی، هیئت وزیران در سال ۱۳۹۹ به تصویب نمونه اساسنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (CVC) اقدام کرده است. بر این اساس، این صندوق‌ها شخصیت حقوقی مستقل بوده و به‌صورت غیردولتی، در قالب شرکت سهامی خاص / عام و به‌استناد مجوز کار گروه موضوع ماده (۸) آیین‌نامه اجرایی ماده (۴۴) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور به فعالیت خواهند پرداخت. در حال حاضر، شرکت‌هایی چون همراه اول، گروه انتخاب، شرکت سرمایه‌گذاری صنایع پتروشیمی از سرمایه‌گذاری خطرپذیر جسورانه بهره برده و شرکت‌هایی چون فولاد مبارکه اصفهان و ملی مس در حال راه‌اندازی سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی خود هستند.

مطالعات صورت گرفته در کشورهای مختلف نشان داده است که بسیاری از کسب و کارها، هدف بلندمدت خود را ادغام یا تملک توسط سایر شرکت‌ها بیان کرده‌اند (نمودار ۹). این مسئله نشان از اهمیت بالای مانع‌زدایی از مسیر ادغام و اکتساب شرکت‌ها در اقتصاد دارد. عدم چنین فرصتی به سقوط سرمایه‌گذاری‌های جسورانه به دلیل نبود راهبردهای خروج مناسب منجر خواهد شد. در حال حاضر چندین صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه و سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی در کشور به فعالیت می‌پردازند. دستورالعمل تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه نخستین بار در سال ۱۳۹۵ در سازمان بورس و اوراق بهادار به تصویب رسید که در ادامه، با تصویب دستورالعمل تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و خصوصی در سال ۱۳۹۷ منسوخ شد. مطابق دستورالعمل مصوب سال ۱۳۹۷، به‌منظور بررسی مدارک و شرایط مربوط به اخذ موافقت اصولی تأسیس این صندوق‌ها، «کمیته بررسی صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و خصوصی» تشکیل شد که وظیفه بررسی مدارک و شرایط مربوط به اخذ موافقت اصولی تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه را برعهده دارد. صندوق‌هایی که در نهایت مجوز فعالیت خود را از سازمان بورس و اوراق بهادار دریافت کنند، پس از درج نماد معاملاتی خود در تابلو، قادر خواهند بود با پذیره‌نویسی از عموم مردم به تأمین مالی اقدام نمایند. متقاضیان سرمایه‌گذاری، تنها پس از امضای فرم خوداظهاری و بیانیه ریسک که نمایانگر توانایی مالی و آگاهی آنان از ریسک‌های سرمایه‌گذاری در صندوق است قادر به شرکت در پذیره‌نویسی خواهند بود. نمونه اساسنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه نیز از سوی

نمودار ۱۰. سهم بخش‌های اقتصاد از سرمایه‌گذاری خطرپذیر (سال ۱۴۰۰) [۳۸]

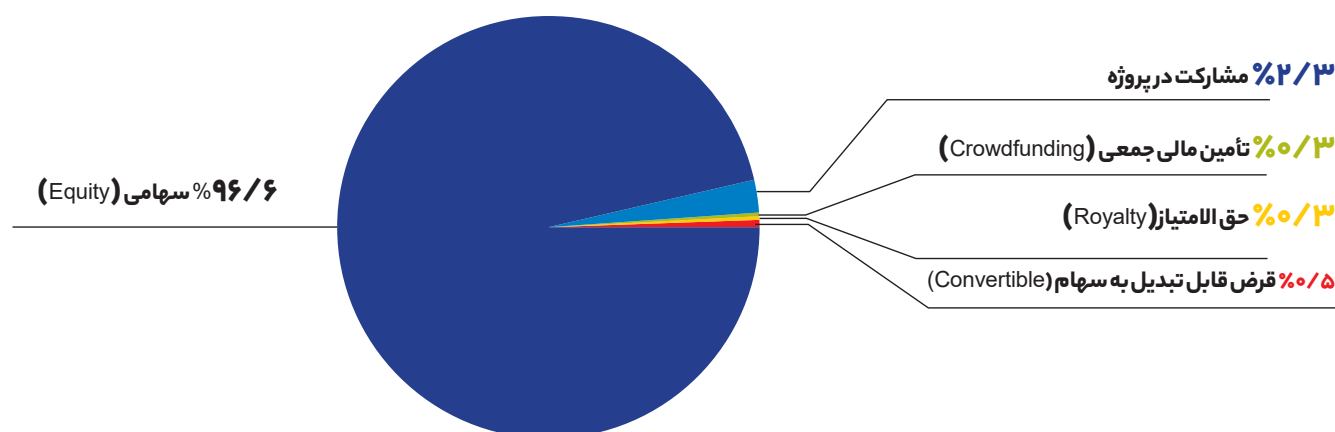
خدمات آموزشی و سازمانی ۱۳٪	فرهنگی، هنری، اخبار، رسانه، سرگرمی و بازی ۱۲٪	پزشکی، دارو و آرایشی و بهداشتی ۱۰٪	خدمات تجاری، تبلیغاتی و بازاریابی ۷٪	مواد پیشرفته و فناوری شیمیایی ۶٪	ماشین‌آلات و تجهیزات ۴٪	هوش مصنوعی، اینترنت اشیا و ... ۴٪
	تجارت الکترونیکی ۱۲٪	نرم‌افزار و سخت‌افزار رایانه‌ای ۹٪	فناوری زیستی، کشاورزی و صنایع غذایی ۷٪	هوش مصنوعی، اینترنت اشیا و ... ۵٪	برق و الکترونیک ۳٪	انرژی و پسماند ۳٪
					سایر* ۴٪	سایر* ۲٪

حمل و نقل، لجستیک، راهنمای شهری و گردشگری
*دسته‌بندی سایر شامل حوزه‌های «ارزهای دیجیتال»، «ملاک» و «خدمات رویداد، مراسم و جلسه» است.

(۱۳٪)، فرهنگی، هنری، اخبار، رسانه، سرگرمی و بازی (۱۲٪)، تجارت الکترونیک (۱۲٪)، پزشکی، دارو و آرایشی و بهداشتی (۱۰٪) و نرم‌افزار و سخت‌افزار رایانه‌ای (۹٪) بوده است (نمودار ۱۰).

بنابر گزارش انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایران، در سال ۱۴۰۰ به میزان ۲,۲۲۰ میلیارد تومان سرمایه‌گذاری خطرپذیر صورت گرفته است. عمده این سرمایه‌گذاری‌ها در حوزه خدمات آموزشی و سازمانی

نمودار ۱۱. سهم هر یک از روش‌ها در تأمین مالی خطرپذیر [۳۸]



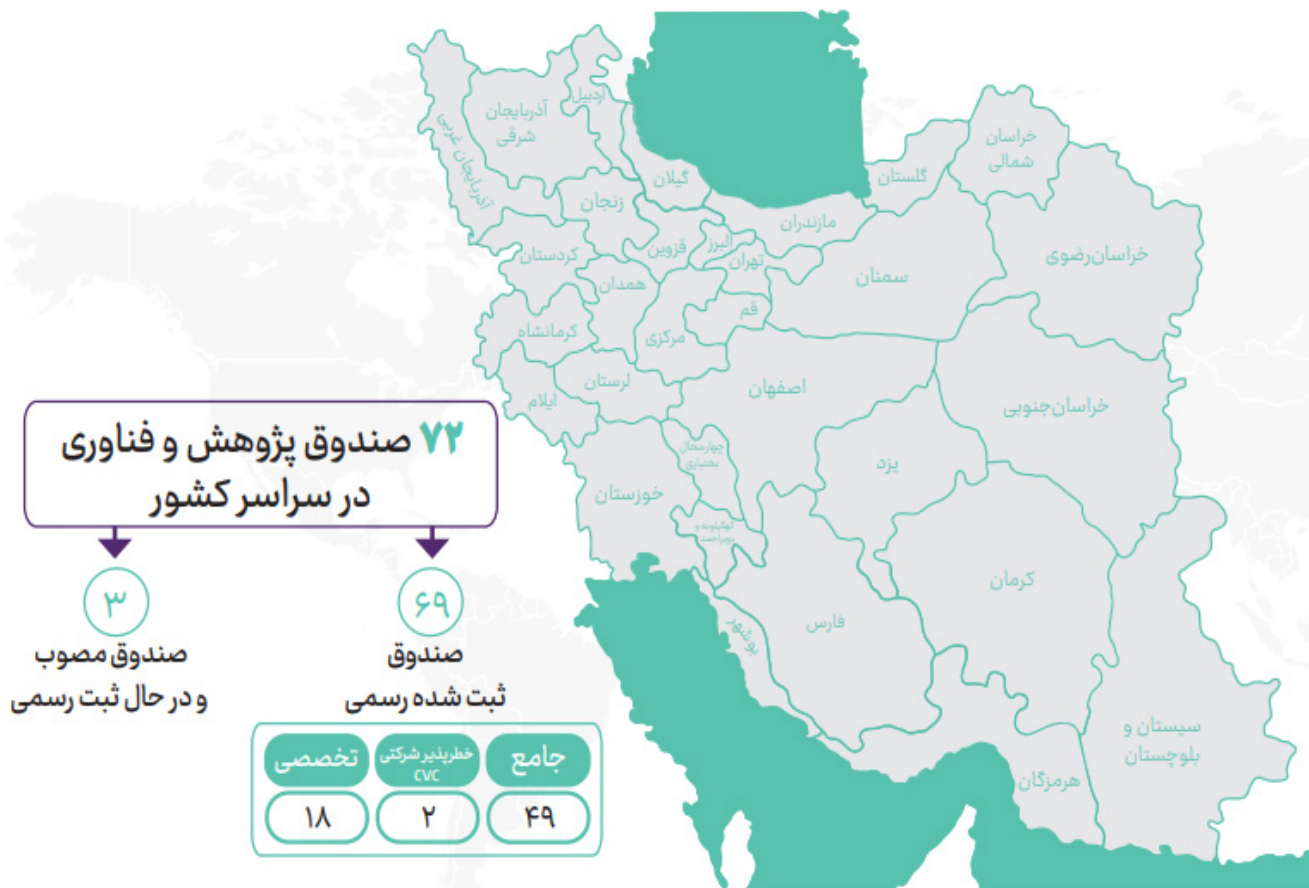
کشور به انجام می‌رسانند. هیئت وزیران در سال ۱۳۸۱ تحت آیین‌نامه اجرایی ماده (۱۰۰) قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران، به ایجاد بستر قانونی شکل‌گیری «صندوق‌های پژوهش و فناوری» اقدام کرد. همچنین در جلسه ۱۳۹۴/۵/۱۱ به پیشنهاد مشترک وزارت علوم، تحقیقات و فناوری و سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور و به استناد ماده (۴۴) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور اقدام به اضافه کردن برخی مواد نمود. بر اساس قانون، این صندوق‌ها مکلفند به صورت تخصصی از فعالیت‌های پژوهشی و فناوری که بخش غیردولتی انجام می‌دهد حمایت کنند و جزئیات فعالیت آنها در اساسنامه هر صندوق معین می‌شود. بر اساس اطلاعات موجود، در حال حاضر ۷۲ صندوق پژوهش و فناوری مجوز فعالیت دارند.

از منظر قراردادهای مورد استفاده در تأمین مالی جمعی نیز داده‌های موجود انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر نشان از غلبه تأمین مالی سهام در مقابل سایر ابزارهای مشارکتی یا شبه‌مشارکتی دارد. همچنین، گزارش این انجمن حاکی از آن است که به طور متوسط پس از طی ارزیابی‌های موشکافانه از هر ۵۶ درخواست سرمایه‌گذاری، دو کسب‌وکار به مرحله عقد قرارداد و تأمین مالی می‌رسند [۳۸].

۹-۳. صندوق‌های پژوهش و فناوری

از جمله نهادهای فعال در سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور، صندوق‌های پژوهش و فناوری هستند. این صندوق‌ها کارکرد ارائه تسهیلات، سرمایه‌گذاری و ارائه ضمانت‌نامه را به شرکت‌های دانش‌بنیان در

شکل ۶. گستره توزیع صندوق‌های پژوهش و فناوری^۱



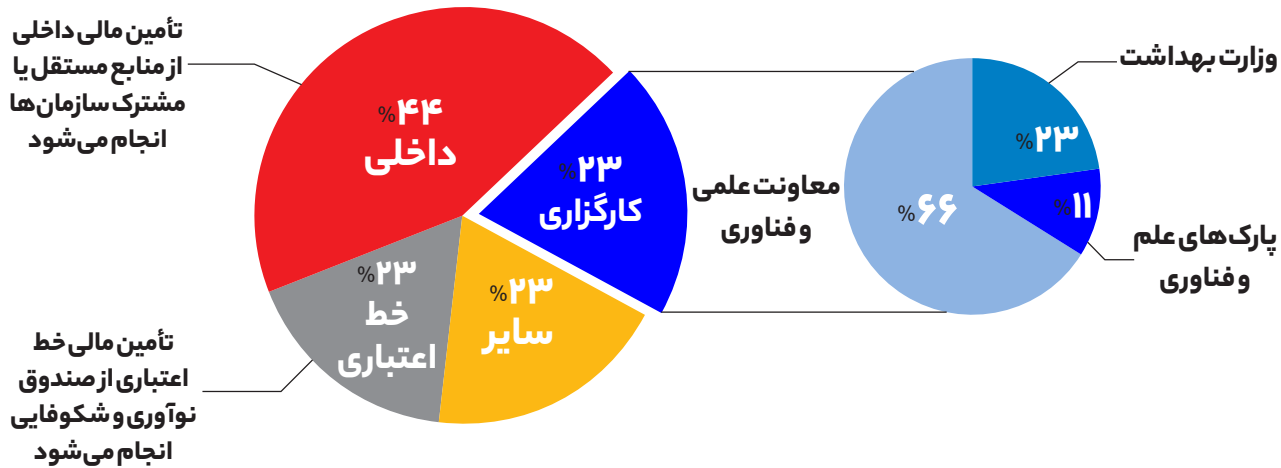
- ۲) کمک و سرمایه‌گذاری بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری و اخذ تسهیلات از آنها،
- ۳) کمک و سرمایه‌گذاری اشخاص حقیقی و حقوقی، شرکت‌های دولتی و غیردولتی، نهادهای عمومی غیردولتی و شهرداری‌ها و شرکت‌های وابسته و تابع،
- ۴) کمک و سرمایه‌گذاری مراکز علمی، پژوهشی، فناوری، دانشگاه‌ها، واحدهای تحقیق و توسعه صنایع و تشکل‌های صنفی، علمی و محققان منفرد،
- ۵) سود حاصل از سرمایه‌گذاری و کارمزد تسهیلات اعطایی و سود سپرده بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری،
- ۶) استفاده از وجوه اداره شده دستگاه‌های اجرایی،
- ۷) منابع صندوق نوآوری و شکوفایی در قالب اعطای تسهیلات و مشارکت،
- ۸) منابع قابل جذب از طریق ابزارهای بازار سرمایه.

این صندوق‌ها به شکل خصوصی و شبه خصوصی ایجاد و مدیریت می‌شوند، به طوری که میزان سرمایه‌گذاری دولت در هر صندوق حداکثر معادل چهل‌ونه درصد (۴۹٪) سرمایه آن صندوق خواهد بود. سهم مشارکت دولت در سرمایه اولیه یا افزایش سرمایه صندوق‌ها در قانون بودجه سالیانه کل کشور ضمن ردیف خاصی پیش‌بینی یا از اعتبار دستگاه‌های اجرایی در قالب موافقت‌نامه متبادله تأمین می‌شود. با این حال، در برنامه چهارم توسعه نیز دولت موظف است به منظور توسعه بازار محصولات دانش‌بنیان و فناوری، تجاری‌سازی دستاوردهای پژوهشی و همچنین گسترش نقش بخش خصوصی و تعاونی‌ها به تأسیس و توسعه صندوق‌های پژوهش و فناوری کمک کند. براساس ماده (۶) آیین‌نامه اجرایی ماده (۴۴) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، منابع تأمین مالی صندوق‌ها عبارت است از:

- ۱) کمک بلاعوض یا مشارکت دولت،

۱. به نقل از گزارش ماهانه فروردین ۱۴۰۲ دبیرخانه کارگروه صندوق‌های پژوهش و فناوری.

نمودار ۱۲. منابع تسهیلات صندوق‌های پژوهش و فناوری عضوانجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر [۳۸]



را برای کسب و کارها تسهیل می‌کنند. در حقیقت، هر سیستم مالی علاوه بر جریان مالی، نیازمند گردش اطلاعات است. وجود اطلاعات به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا گزینه‌های سرمایه‌گذاری خود را به خوبی شناخته، آنها را با یکدیگر مقایسه کنند. بدین وسیله، علاوه بر ایجاد رغبت برای سرمایه‌گذاری، با کاهش ابهام‌ها و ریسک ادراک شده، بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاران کاهش یافته و هزینه‌های تأمین مالی کاهش می‌یابد [۴۰]. از جمله اصلی‌ترین این نهادها می‌توان به مؤسسه‌های ضمانت اعتباری^۱ و مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری^۲ مشتریان اشاره کرد.

نهادهای واسطه‌گر به نهادهایی اطلاق می‌شود که به عنوان یک بنگاه مبادلاتی، اقدام به هم‌رسانی عرضه و تقاضا می‌کنند. در حقیقت، در بازارهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر بر خلاف سایر بازارهای مالی مانند بازار بورس، عرضه و تقاضا در جستجوی یکدیگر با مشکلاتی مواجه‌اند. نهادهای واسطه‌گر با جستجو و یافتن گزینه‌های سرمایه‌گذاری بالقوه و معرفی آنان به نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر از یک سو و معرفی فرصت‌های تأمین مالی به گروه‌ها و کسب و کارهای نیازمند تأمین مالی از سوی دیگر، این مهم را به انجام می‌رسانند. از جمله مؤسسه‌های واسطه‌گر می‌توان به مؤسسه‌های واسطه‌گری کسب و کار،^۳ مشاوران ادغام و تملیک^۴ و مؤسسه‌های استعدادیابی^۵ اشاره کرد. مؤسسه‌های واسطه‌گری

بر اساس گزارش دبیرخانه کارگروه صندوق‌های پژوهش و فناوری، در حال حاضر ۷۲ صندوق پژوهش و فناوری در کشور فعال هستند که از این میان، موضوع فعالیت ۴۹ صندوق به صورت جامع، ۱۸ صندوق تخصصی و ۲ صندوق نیز شرکتی (CVC) هستند. تا ابتدای سال ۱۴۰۲، این صندوق‌ها به ۶۶۷ میلیارد تومان سرمایه‌گذاری خطرپذیر و اعطای ۱۹،۹۹۱ میلیارد تومان تسهیلات اقدام کرده‌اند [۳۹] که از این مبلغ، حدود ۱،۴۰۰ میلیارد تومان تسهیلات در سال ۱۴۰۰ اعطا شده است. گفتنی است تسهیلات اعطا شده عمدتاً از محل سرمایه صندوق، به عاملیت از صندوق نوآوری و شکوفایی و همچنین کارگزاری تسهیلات معاونت علمی ریاست جمهوری و وزارت بهداشت بوده است [۳۸].

۱۰-۳. سایر

علاوه بر آنچه مرور شد، نهادهای دیگر نیز در فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر (هرچند به صورت غیرمستقیم) مشارکت دارند. این نهادها را در این بخش به دو گروه نهادهای مدیریت ریسک و نهادهای واسطه‌گر مطرح می‌کنیم.

نهادهای مدیریت ریسک نهادهایی هستند که با ارائه خدمات جمع‌آوری و تحلیل داده یا خدمات پوششی، ریسک قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر را کاهش داده و با کاهش هزینه مبادله، ضمن افزایش پایداری نهادهای تأمین مالی خطرپذیر، تأمین مالی

1. Credit Guarantee Institution

در گزارش «الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط ۸. توسعه نهاد ضمانت اعتباری» به شماره مسلسل ۱۵۲۲۳ به این موضوع پرداخته شده است.

2. Credit Rating Agency

3. Business Broker

4. Merger and Acquisition Advisor

5. Talent Search Agency

این مهم، انواع نهادهای مرسوم جهانی و داخلی از جمله تأمین مالی داخلی، کارخانه استارت‌آپ، جوایز و رویدادها، فرشتگان کسب و کار، شتاب‌دهنده‌ها، سکویهای تأمین مالی جمعی، عرضه اولیه رمزارایی، سرمایه‌گذاری جسورانه و همچنین صندوق‌های پژوهش و فناوری و ابزارهای مرتبط با آنان مورد بحث قرار گرفت. همچنین از نهادهای مدیریت ریسک و نهادهای واسطه‌گر به عنوان برخی از نهادهایی که به‌طور غیرمستقیم، اثر مهمی در تأمین مالی خطرپذیر داشتند یاد شد. اکنون با توجه به تشابه بالای برخی از این نهادها به یکدیگر، با هدف تبیین برخی تفاوت‌ها، به مقایسه آنها پرداخته می‌شود.

کسب و کار و مشاوران ادغام و تملیک به اتصال کسب و کارها به نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر یا سایر مشتریان بالقوه خریدار کمک می‌کنند. مؤسسه‌های استعدادیابی نیز در تلاشند تا با یافتن افراد و گروه‌های صاحب ایده یا توانمندی‌های خاص، آنان را به کارخانه‌های کسب و کار یا شتاب‌دهنده مرتبط کنند.

۱۱-۳. جمع‌بندی

پس از مرور مراحل مختلف رشد شرکت‌ها یا طرح‌های نوآورانه در بخش دوم، در این بخش به مرور روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها از ایده تا بلوغ متناسب با مرحله رشد آنها پرداختیم. به جهت تحقق

جدول ۴. بررسی ابعاد مختلف نهادهای تأمین مالی کننده شرکت‌ها

سندوق‌های پژوهش و فناوری	سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی	سرمایه‌گذاری جسورانه	شتاب‌دهنده	کارخانه استارت‌آپ	
مرحله رشد و بعد از آن	مرحله اولیه و بعد از آن	مرحله رشد و بعد از آن	پیش از کشت	ایده	مرحله سرمایه‌گذاری
سودآوری	اهداف راهبردی، سودآوری	کسب منفعت	سودآوری	سودآوری، اهداف راهبردی	هدف از سرمایه‌گذاری
فعالانه یا منفعل	فعالانه	فعالانه یا منفعل	فعالانه یا منفعل	فعالانه	شیوه حضور در هیئت‌مدیره
ارائه تسهیلات و ضمانت‌نامه اعتباری، سرمایه‌گذاری	سرمایه‌گذاری، مشاوره توسعه کسب و کار، شبکه‌سازی، زیرساخت آزمایشگاهی	تأمین مالی، در برخی موارد مشاوره توسعه کسب و کار	مشاوره توسعه کسب و کار، زیرساخت اداری و ستادی، تبلیغات و شبکه‌سازی	تولید و پرورش ایده، سرمایه‌گذاری، مشاوره توسعه کسب و کار، زیرساخت اداری و ستادی، تبلیغات و شبکه‌سازی	خدمات

مأخذ: گزارش حاضر

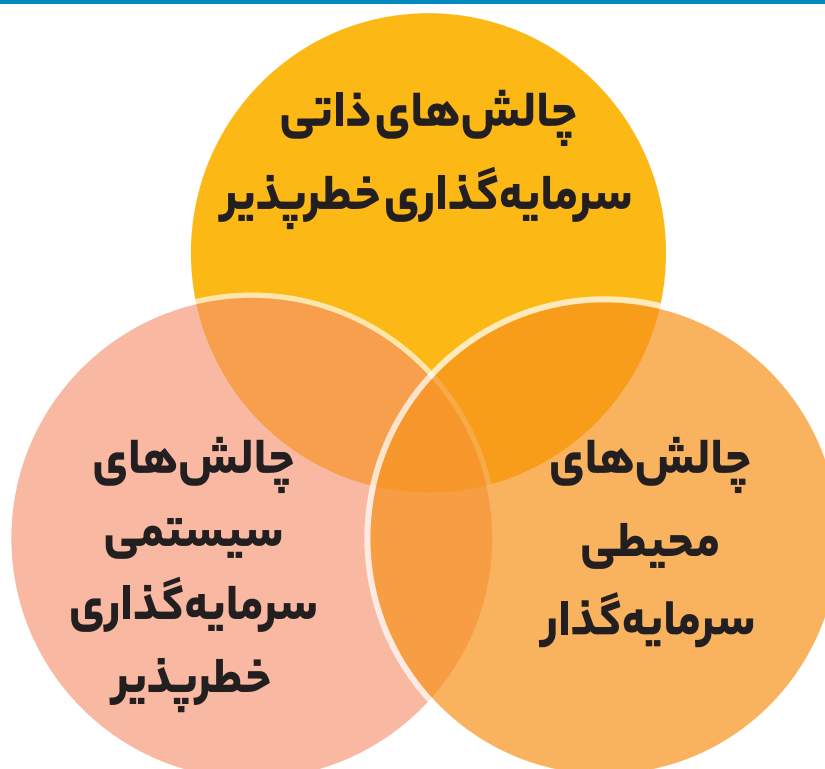
در نهایت، لازم به یادآوری است که هر یک از انواع روش‌های ارائه شده، متناسب با دسته‌ای از مراحل رشد شرکت‌ها از ایده تا بلوغ است. این مسئله به صورت تفصیلی در نمودار ۲ ارائه شده است.

۴. آسیب‌شناسی تأمین مالی خطرپذیر در کشور

و تنظیم‌گران، دانشگاه‌ها و مراکز تولید علم و... اشاره دارد. رویکرد اشتباه حاکمیت در توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر، توسعه نامتوازن سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور، ضعف در زیرساخت‌های قانونی و نهادی حمایت از مالکیت‌داری‌های فکری، کمبود نیروی متخصص در برخی حوزه‌های مرتبط سرمایه‌گذاری خطرپذیر و ضعف در آگاه‌سازی و ارتقای سواد مالی مرتبط با سرمایه‌گذاری خطرپذیر از جمله چالش‌های مرتبط با این بخش است. در نهایت، **چالش‌های ذاتی** به دشواری‌های ذاتی سرمایه‌گذاری خطرپذیر اشاره دارد. این دشواری‌ها مختص به سیستم سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور نبوده و به ذات این نوع از سرمایه‌گذاری مرتبط است. با این حال، تجربه سایر کشورها نشان داده است با بلوغ سیستم سرمایه‌گذاری خطرپذیر، از شدت این چالش‌ها کم می‌شود.

پس از تبیین الگوهای رایج سرمایه‌گذاری خطرپذیر، نوبت به آسیب‌شناسی وضعیت این بخش در کشور می‌رسد. در این گزارش، آسیب‌های موجود در مسیر توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور را به سه دسته چالش‌های محیطی، سیستمی و ذاتی تقسیم کرده‌ایم. **چالش‌های محیطی**، چالش‌هایی برون‌زا هستند که از سوی محیط اقتصادی و اجتماعی کشور بر سیستم سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور وارد آمده است. از جمله اصلی‌ترین آنها می‌توان به تلاطم بالای اقتصادی، وفور فرصت‌های سفته‌بازانه و کاهش انگیزه سرمایه‌گذاری مولد و همچنین کاهش نرخ ایجاد کسب و کارهای نوآورانه در کشور اشاره کرد. دسته دوم، **چالش‌های سیستمی** است که به کژکارکردهای سیاستی و عملیاتی بازیگران سیستم سرمایه‌گذاری خطرپذیر، اعم از نهادهای سرمایه‌گذاران خطرپذیر، سیاستگذاران

شکل ۷. چالش‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور



و یا اجبار دولت به نهادهای مالی شده است. این در حالی است که با کاهش نسبی منابع در آمد بودجه عمومی در سال‌های اخیر و همچنین کاهش منابع بانکی در اثر ناترازی نظام بانکی، عملاً پایداری ورود این منابع به زیست‌بوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر با ابهام مواجه خواهد شد.

■ **خروج سرمایه‌گذاران خصوصی:** تأمین منابع ارزان قیمت که با الزامات مالکیتی و نظارت‌های آتی مناسب همراه نیست، منجر شده است که کسب و کارهای موجود بیش از مراجعه به سرمایه‌گذاران بخش خصوصی، به منابع دولتی روی آورده و عملاً سرمایه‌گذاران بخش خصوصی با کاهش گزینه‌های سرمایه‌گذاری و به تبع کاهش قدرت انتخاب و کاهش بازدهی مواجهه شود. این چالش در بلندمدت از دلایل اصلی خروج بخشی از سرمایه‌گذاران خصوصی از این حوزه بوده است.^۱

در نتیجه این موارد، امروزه زیست‌بوم تأمین مالی خطرپذیر در کشور به شدت به منابع دولتی و سازوکارهای قراردادی مبتنی بر بدهی وابسته شده است.

■ **توسعه نامتوازن زیست‌بوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر:** در سال‌های اخیر تعداد نهادهای فعال و حجم سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور رشد کرده است. با این حال، همچنان عدم ارتباط کافی زیست‌بوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر با حوزه صنعت و همچنین بدنه علمی کشور مشهود است. عدم ارتباط کافی زیست‌بوم با بخش صنعت و بدنه علمی (از جمله دانشگاه‌ها)، به دشواری در کشف نیروی انسانی مناسب، دشواری در جهت‌دهی ظرفیت‌های علمی به سوی حل مسائل فناورانه واقعی (عدم تطابق فناوری با نیاز صنعت) و دشواری در بازاریابی محصولات منجر شده است.

■ **دشواری خروج از سرمایه‌گذاری:** از چالش‌های مهم تأمین مالی کنندگان، ابهام نسبت به گزینه‌ها یا شرایط خروج از شرکت‌های سرمایه‌پذیر (کسب و کارها) است. همین مسئله به عدم ورود بخشی از سرمایه‌گذاران منجر خواهد شد. همچنین عدم بلوغ روش‌های ادغام و اکتساب در کشور و چالش‌های ناظر به عرضه عمومی اولیه به راهبردهای خروج سرمایه‌گذاری جسورانه آسیب خواهد زد و گزینه‌های خروج ایشان را با محدودیت مواجه خواهد ساخت.

مطالعات نشان داده است که در کشورهای جهان سهم عمده‌ای از خروج سرمایه‌گذاران خطرپذیر، با استفاده از سازوکار ادغام و اکتساب صورت گرفته است. همچنین از منظر میزان سرمایه،

۱-۴. چالش‌های محیطی سرمایه‌گذاری خطرپذیر

چالش‌های محیطی سرمایه‌گذاری خطرپذیر، عمده چالش‌هایی است که بر اثر وضعیت اقتصاد کلان و اجتماعی، به طور برون‌زا بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور وارد شده است که مهم‌ترین آنها به شرح زیر است:

- تلاطم بالای اقتصاد کلان در کشور،
 - فراوانی فرصت‌های سفته‌بازانه در اثر تصمیمات سیاستی و واقعیت‌های اقتصاد کشور،
 - کاهش انگیزه آغاز کسب و کار نوآورانه و افزایش نرخ مهاجرت دانشجویان،
 - کم‌رنگ شدن فرهنگ سرمایه‌گذاری مولد در اقتصاد.
- با توجه به موضوع گزارش و رعایت اختصار، از بررسی تفصیلی چالش‌های ذکر شده پرهیز می‌کنیم. با این حال، باید اذعان داشت که این دسته از چالش‌ها اثر بسیار شدیدی بر سیستم سرمایه‌گذاری خطرپذیر داشته است. به شکلی که امروزه توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور مستلزم پاسخ به این چالش‌هاست.

۲-۴. چالش‌های سیستمی سرمایه‌گذاری خطرپذیر

در این گزارش، چالش‌های سیستمی به چالش‌هایی اطلاق می‌شود که از کژکارکرد بازیگران اصلی سیستم سرمایه‌گذاری خطرپذیر نشئت می‌گیرد. این چالش‌ها که برخلاف چالش‌های محیطی، درون‌زا هستند، با تغییر رویکردهای سیاستی و عملیاتی و بازنگری اقدام‌های بازیگران قابل حل خواهند بود. اکنون به مرور این چالش‌ها می‌پردازیم.

■ **فقدان حکمرانی جامع در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر:** از جمله دلایل فقدان حکمرانی جامع در این حوزه می‌توان به عدم نگاه زیربنایی به تأمین مالی خطرپذیر اشاره کرد. در حقیقت، تجربیات حکمرانی گذشته در این حوزه اغلب به جای طراحی زیرساخت‌های نهادی لازم توسعه تأمین مالی خطرپذیر، به تزریق منابع مالی یا الزام نهادهای مالی مختلف به ارائه خدمات مالی به شرکت‌های دانش‌بنیان اختصاص داشته است. این مهم پیامدهای زیر را در مسیر توسعه پایدار تأمین مالی خطرپذیر در کشور ایجاد کرده است:

■ **وابستگی بالا به منابع دولتی و ارزان قیمت:** تزریق مستمر منابع مالی ارزان قیمت در سال‌های گذشته، به وابسته کردن تأمین مالی خطرپذیر کشور به دولت و منابع ارزان قیمت ناشی از بودجه

۱. از این مسئله در ادبیات علمی به Crowding Out تعبیر می‌شود.

همچنان بسیاری از کارآفرینان با این نهادها آشنایی لازم را ندارند. این مسئله به محرومیت بخشی از کارآفرینان از این خدمات منجر شده است.

۴-۳. چالش‌های ذاتی سرمایه‌گذاری خطرپذیر

مسیر تأمین مالی شرکت‌ها در هر مرحله‌ای از حیات و رشد دارای چالش‌ها و موانعی است. اندازه کوچک شرکت‌های متقاضی دریافت خدمات مالی و عدم پیروی کامل از استانداردهای دقیق گزارشگری مالی (نبود حسابداری و حسابرسی دقیق)، فقدان سابقه اعتباری و عدم بهره‌مندی از دارایی‌های ثابت قابل توثیق که دشواری اعتبارسنجی آنها را موجب می‌شود، به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی منجر خواهد شد. گسترش عدم تقارن اطلاعاتی با افزایش هزینه معامله (هزینه جستجوی داده مطمئن و هزینه ریسک)، به افزایش زمان عقد قرارداد و کاهش عرضه منابع مالی مورد نیاز شرکت‌ها و گران شدن آن منجر می‌شود. همچنین ورود سرمایه‌گذاران در قالب مشارکت مدیریتی یا مالکیتی در شرکت‌ها، احتمال بروز اختلاف در حکمرانی شرکت را افزایش می‌دهد.

از سوی مقابل، دریافت منابع مالی گران قیمت، به کاهش جریان نقدی شرکت (در حالت بدی) و یا رقیق شدن زیاد سهم کارآفرینان در شرکت خود (در حالت مشارکت) منجر می‌شود. این حقیقت به خروج بخش زیادی از شرکت‌های قوی‌تر و کارآفرینان باتجربه‌تر از بازار دریافت خدمات می‌شود و به مرور زمان، شرکت‌های پرریسک یا ضعیف‌تر متقاضی دریافت منابع مالی خواهند بود [۳۸].

■ **پیچیدگی‌های روابط مالی و حقوقی میان کارآفرینان و تأمین مالی کنندگان:** نهادها و روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها به خصوص در مراحل اولیه حیات، به‌طور عمده مبتنی بر روابط مشارکت صورت می‌پذیرد. به بیانی دیگر، طرفین عرضه (نهاد‌های تأمین مالی) و تقاضای منابع مالی (کارآفرینان یا مؤسسه‌ها) با یکدیگر در شرکت شریک می‌شوند. شراکت میان ایشان ظرافت‌های حقوقی و مالی دارد. با توجه به اینکه کارآفرینان یا مؤسسه‌ها تخصص در زمینه‌های مالی، حسابداری و دانش حقوقی ندارند، بهره‌مندی از مشاوره‌های مالی یا حقوقی مستلزم هزینه‌هایی است که کارآفرینان یا مؤسسه‌ها باید متحمل شوند. به‌طور مشخص تهیه و تدوین صورت‌های مالی و اصول مربوط به حسابداری و حقوقی در تنظیم قراردادها از جمله مواردی است که نیاز ایشان است.

■ **دشواری ارزش‌گذاری کسب‌وکارهای نوپا:** انجام تأمین مالی

سرمایه‌گذاران خطرپذیر از عرضه عمومی سهام خود در بازارهای سرمایه بیش از سایر روش‌ها انتفاع کسب کرده‌اند. با این حال، همچنان تجربه کافی از خروج سرمایه‌گذاران خطرپذیر به وسیله عرضه عمومی در بازار سهام کشور شکل نگرفته است.

■ **چالش‌های موجود در شناسایی، ارزش‌گذاری و رسمیت‌بخشی به دارایی‌های نامشهود:** بسیاری از مشتریان زیست‌بوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر، فاقد دارایی‌های ثابت و مشهود بوده و دارایی‌های اصلی آنها را دارایی‌های نامشهود و فکری تشکیل می‌دهد. از این‌رو ارزش‌گذاری این کسب‌وکارها (که مقدمه سرمایه‌گذاری در آنهاست) با روش‌های مرسوم ارزش‌گذاری کسب‌وکارهای سنتی متفاوت است. با این حال، در حال حاضر چالش‌های متعددی در حوزه شناسایی دارایی‌های نامشهود و ارزش‌گذاری آنها وجود دارد که از جمله آنها می‌توان به نبود آشنایی کافی با ارزش‌گذاری این دارایی‌ها در نهادها و کارشناسان مالی، عدم تمایل ارائه اطلاعات دقیق از دارایی‌های نامشهود به ارزش‌گذاران و نهاد‌های مالی از سوی صاحبان کسب‌وکار (ناشی از ترس از دزدیده شدن دارایی‌های فکری)، نبود رویه‌های کافی در نظام مالی در به رسمیت شناختن و تحلیل ارزش این دارایی‌ها و ... اشاره کرد. از سوی دیگر، نظام حقوقی کشور شامل نهاد‌های قضایی و کارشناسان حقوقی نیز با این نوع از دارایی‌ها آشنایی لازم را نداشته و عملاً حمایت‌های حقوقی از حفاظت مالکیت این دارایی‌ها در کشور به میزان کافی صورت نمی‌گیرد.

■ **عدم کفایت ابزاری تأمین مالی خطرپذیر:** به‌رغم وجود طیف وسیعی از نهاد‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور، همچنان در زمینه ابزارهای تأمین مالی خطرپذیر توسعه لازم صورت نگرفته است. این در حالی است که توسعه ابزاری می‌تواند با تنوع بخشی به گزینه‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی، ظرفیت‌های بالقوه برای جذب سرمایه‌گذاران مختلف را فعال کند. از جمله اصلی‌ترین دلایل عدم توسعه کافی این ابزارها می‌توان به ناآشنایی بسیاری از شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران از الگوهای قراردادی به‌روز، کمبود انجمن‌های حرفه‌ای و مشاوران حقوقی-مالی در این حوزه، ضعف در تولید دانش میان‌رشته‌ای مالی، حقوق و علوم فنی مرتبط با سرمایه‌گذاری خطرپذیر و همچنین نیاز به مرجع فقهی برای بررسی و طراحی قراردادهای سازگار با شریعت اشاره کرد.

■ **ناآشنایی کافی کارآفرینان با شیوه‌های مختلف تأمین مالی خطرپذیر:** زیست‌بوم تأمین مالی جسورانه کشور در دهه گذشته رشد چشمگیری داشته و نهاد‌های متعددی در سرمایه‌گذاری و حمایت شرکت‌ها شکل گرفته است. با این حال،

حوزه دانشی ارزش گذاری نوآوری، به افزایش پیچیدگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین افزایش فاصله انتظارات سمت عرضه و تقاضای منابع مالی در کشور می شود که از یک سو کاهش منابع و از سوی دیگر افزایش نرخ تأمین مالی مشارکتی را موجب می شود. در نتیجه، به کاهش انگیزه برای سرمایه گذاری و تأمین مالی مشارکتی در زیست بوم سرمایه گذاری خطرپذیر منجر شده و تمایل برای دریافت منابعی بدهی محور را در سرمایه گذاری و سرمایه پذیری افزایش می دهد.

مشارکتی، خصوصاً تأمین مالی از مسیر افزایش سرمایه و خرید سهام، مستلزم ارزش گذاری شرکت یا طرح های اقتصادی به نحوی دقیق و اطمینان بخش است. دارایی اصلی کسب و کارهای نوپای نیروی انسانی، ایده و بازار مشتریان آنهاست. نبود اندازه کافی دارایی مشهود (ساختمان، ماشین آلات و...) و همچنین ابهام بالای ارزش دارایی های نامشهود، ارزش گذاری کسب و کارهای نوپا را با چالش جدی مواجه کرده است. از سوی دیگر، نبود زیرساخت های نهادی اطمینان آفرین در خصوص دارایی های نامشهود و ضعف

۵. راهکارها و توصیه های سیاستی



■ **توسعه زیرساخت قانونی و نهادی حمایت از ایده ها و دارایی های فکری:** نبود زیرساخت حمایتی کافی از دارایی های فکری به افزایش ریسک و هزینه مبادله در سرمایه گذاری های خطرپذیر منجر می شود. در حقیقت، هر چند در قالب «آیین نامه ارزش گذاری دارایی های نامشهود در طرح های سرمایه گذاری» مصوب ۱۳۹۶/۲/۱۷ هیئت وزیران به مسئله تعریف و ایجاد بستر قانونی ارزش گذاری این دارایی ها مبادرت کرده است، با این حال، همچنان مسائل زیادی در راستای ارزش گذاری و پذیرش این دارایی ها از سوی نظام مالی و حقوقی کشور مطرح است. در این راستا پیشنهاد می شود تا با هدف افزایش پذیرش این دارایی ها در مجامع حقوقی و نظام مالی، علاوه بر فرهنگ سازی، به ارائه آموزش های کاربردی در حوزه حقوق مالکیت فکری و شناسایی و ارزش گذاری مالکیت فکری اقدام شده و همچنین به تدوین فرایندهای دستورالعمل های عملیاتی مرتبط در نظام مالی مانند فرایندها و دستورالعمل های وثیقه گیری و مرانه دارایی های فکری، دستورالعمل های ارزش گذاری دارایی فکری و... پرداخته شود.

■ **بستر سازی توسعه کمی و کیفی نهادهای سرمایه گذاری دانشگاه ها:** دانشگاه ها علاوه بر نقش پررنگی که در تولید علم و فناوری بر دوش دارند، با توجه به دسترسی بالا به شبکه دانشی، سرمایه انسانی متخصص (شامل اعضای هیئت علمی و دانشجویان) و بهره مندی از زیرساخت های مناسب، ظرفیت های بالایی در ارتقای زیست بوم سرمایه گذاری خطرپذیر دارند. نهادهای سرمایه گذاری خطرپذیر که در بستر دانشگاه ها شکل می گیرند، قادر خواهند بود با عدم تقارن اطلاعاتی کمتر و مزیت

در بخش گذشته سه دسته چالش های محیطی، سیستمی و ذاتی سرمایه گذاری خطرپذیر مطرح شد. اکنون به ارائه راهکارهایی برای غلبه بر چالش های سیستمی و ذاتی ذکر شده خواهیم پرداخت.^۱ گفتنی است بخشی از راهکارها بر تغییر رویکرد دولت در روش حمایت از زیست بوم سرمایه گذاری خطرپذیر و رشد کسب و کارهای فناورانه استوار است. در حقیقت، اکنون عمده حمایت های دولتی در حوزه سرمایه گذاری خطرپذیر و توسعه کسب و کارهای نوپا، علاوه بر فراهم کردن زیرساخت های فیزیکی در مناطق مختلف، ارائه منابع مالی مستقیم به کسب و کارهاست. در این راستا پیشنهاد می شود تا دولت ضمن کاهش پله ای تزریق منابع مستقیم به زیست بوم، خصوصاً کسب و کارها، به حمایت از توسعه نهادهای پشتیبان از جمله نهادهای ضمانت و مدیریت ریسک (از مسیر مشارکت در ایجاد و توسعه نهادهای ضمانت اتکایی و رفع چالش های عملیاتی نهادهای اعتبارسنجی و رتبه بندی تخصصی از قبیل فراهم کردن بسترهای لازم داده و اطلاعات) و شبکه های ارتباطی (مانند شبکه ها و انجمن های صنفی) بپردازد.

بخش دیگری از راهکارها، به تقویت بسترهای نهادی و قانونی سرمایه گذاری خطرپذیر اشاره دارد. در این باره تقویت جایگاه مالکیت دارایی های فکری و گسترش فرهنگ تشکیل سرمایه و سرمایه گذاری مولد اشاره شده است. بسته به آسیب های موجود، تقویت فرصت های خروج از سرمایه گذاری و افزایش تخصص در زیست بوم سرمایه گذاری خطرپذیر از جمله دیگر راهکارهای ارائه شده است. در نهایت، بخشی از راهکارها، به ایجاد آگاهی و توانمندسازی کسب و کارها و سرمایه گذاران در حوزه سرمایه گذاری خطرپذیر اشاره دارد. اکنون به تشریح این راهکارها می پردازیم:

۱. راهکارهای رفع چالش های محیطی در سایر گزارش های دفتر مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش های مجلس مورد توجه قرار گرفته است.

دانش بنیان به بازارهای هدف خارجی را ممکن می‌سازد. در این راستا پیشنهاد می‌شود تا با بسترسازی در تقویت همکاری‌های منطقه‌ای در حوزه تأمین مالی و سرمایه‌گذاری نوآوری و استقبال از حضور سرمایه‌گذاران منطقه‌ای در سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور، ضمن ایجاد بسترهای نهادی لازم، نسبت به جذب سرمایه‌گذاران خارجی در بازار ایران اقدام شود.

■ **تقویت گزینه‌های خروج از سرمایه‌گذاری:** انگیزه اصلی سرمایه‌گذاران از تزریق منابع به شرکت‌ها یا کسب و کارها شناسایی سود (بازدهی) است. این مهم از طریق خروج از سرمایه‌گذاری صورت می‌پذیرد. خروج از سرمایه‌گذاری‌ها شامل روش‌های متعددی است که عرضه عمومی اولیه (IPO)، ادغام و اکتساب و فروش شرکت به سایر شرکت‌های بزرگ از جمله مهم‌ترین روش‌های آن محسوب می‌شود. چنانچه فرصت‌های خروج از سرمایه‌گذاری با چالش مواجه باشد، سرمایه‌گذاری در کسب و کار نیز با دشواری انجام خواهد پذیرفت. در این خصوص، تقویت بسترهای حقوقی و قانونی ادغام و اکتساب به‌عنوان مهم‌ترین روش‌های خروج از سرمایه‌گذاری یکی از این پیشنهادهاست. همچنین ضروری است تا چالش‌های عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها در بازارهای سهام مانند زمان‌بر بودن عرضه اولیه و تنوع در روش‌های ارزش‌گذاری شرکت‌ها برطرف شود.^۲

■ **توسعه نهادهای پشتیبان سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور:** زیست‌بوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر به‌جهت ارائه خدمات خود نیازمند استفاده از نهادهایی است که در حوزه جمع‌آوری داده فعال بوده و با تحلیل داده و فراوری آنها، تقارن اطلاعاتی موجود را کاهش دهند. از جمله مهم‌ترین این نهادها، می‌توان به مؤسسه‌های ارزش‌گذاری دارایی‌های نامشهود و مؤسسه‌های اعتبارسنجی کسب و کارهای نوپا اشاره کرد. همچنین توسعه نهادهایی همچون مؤسسه‌های ضمانت اعتبار که در حوزه مدیریت ریسک سرمایه‌گذاری خطرپذیر فعال‌اند، می‌تواند ضمن افزایش جذابیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر، به افزایش دانش زیست‌بوم و تخصصی شدن آن کمک کنند.

نزدیکی بیشتر با گروه‌های بالقوه و بالفعل کسب و کار، به تأمین مالی و مشارکت در طرح‌های نوآورانه اقدام کنند. این مسئله نه تنها به افزایش نرخ تولید کسب و کار و بهبود میزان تأمین مالی و خلق ارزش افزوده منجر می‌شود، بلکه در بلندمدت درآمذزایی و استقلال مالی دانشگاه را به همراه خواهد داشت. به‌جهت تحقق این مهم، نیاز است تا ضمن حمایت از ایجاد و توسعه این نهادهای مالی دانشگاهی، حکمرانی دانشگاه‌ها در جهت خلق ارزش اقتصادی از دانش جهت‌دهی شود.^۱

■ **بسترسازی توسعه کمی و کیفی نهادهای سرمایه‌گذاری وابسته به صنایع:** شکل‌گیری کسب و کارهای نوآورانه در بستر صنایع، نه تنها به حل مسئله صنایع، گسترش زنجیره‌های خلق ارزش و افزایش بهره‌وری منجر می‌شود، بلکه جهت‌دهی صحیح از سوی شرکت‌های بزرگ که خود شناخت کافی از مسائل صنعتی داشته و به شبکه‌ای مؤثر از تأمین‌کنندگان و مشتریان داخلی و خارجی صنعت دسترسی دارد، به کسب و کارهای نوآور کمک می‌کند تا با سرعت بیشتر و ریسک کمتری مراحل رشد را پشت‌سر نهند. در این میان، تقویت نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر وابسته به صنایع، به‌خصوص سرمایه‌گذاری جسورانه شرکتی و کارخانه‌های کسب و کار می‌تواند نقش پررنگی در تحقق این مهم ایفا کند. در حال حاضر برخی شرکت‌های صنعتی به تأسیس نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی یا مراکز نوآوری اقدام کرده‌اند، با این حال، توسعه کمی و کیفی این نهادها در بستر صنایع مختلف می‌تواند ظرفیت بزرگی در مسیر ارتقای زیست‌بوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور ایجاد کند.

■ **توسعه بازار سرمایه‌گذاران خارجی در استارت‌آپ‌های ایرانی:** بررسی تجربه توسعه زیست‌بوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشورهایی همچون چین، سنگاپور، کره جنوبی و امارت متحده عربی نشان از اهمیت ایجاد هم‌افزایی‌های بین‌المللی دارد. حضور سرمایه‌گذاران خارجی در بخش خطرپذیر، نه تنها حجم سرمایه در دسترس این حوزه را افزایش می‌دهد، بلکه انتقال فناوری از سایر کشورها را تسهیل کرده و دسترسی سریع‌تر و بیشتر شرکت‌های

۱. از جمله الزامات جهت‌دهی دانشگاه‌ها به سوی خلق ارزش افزوده اقتصادی، بسترسازی توسعه کسب و کارهای زایشی دانشگاهی (University Spin-Offs) است. شرکت‌های زایشی دانشگاهی از سویی به صورت ملموس نشانگر آثار اقتصادی-اجتماعی فعالیت‌های پژوهش و نوآوری است که زنجیره تولید علم به ارزش افزوده را تکمیل می‌کند و از سویی برای دانشگاه‌ها و مراکز پژوهشی و کارکنان آنها درآمدهای پایدار ایجاد می‌کند.

۲. با توجه به ابعاد گسترده ادغام و اکتساب، در گزارش تفصیلی دیگری به این موضوع پرداخته خواهد شد.

۳. در گزارشی مجزا به این موضوع پرداخته خواهد شد.

می‌رسد که ضروری است تا نهادهای مزبور به‌طور شفاف و منسجم به کار آفرینان و صاحبان ایده معرفی شوند. در این راستا، پیشنهاد می‌شود تا شرکت‌های فعال در حوزه سرمایه‌گذاری و تأمین مالی از جمله شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری، ضمن معرفی روش‌ها یا نهادهای تأمین مالی، نسبت به معرفی آن به کار آفرینان و صاحبان ایده اقدام کنند.

■ **افزایش سواد مالی مرتبط با سرمایه‌گذاری خطرپذیر**
میان کار آفرینان، صنایع و سیاستگذاران: تنوع روش‌ها و نهادهای تأمین مالی کسب و کارها و همچنین روابط پیچیده حقوقی در برخی از آنها، ضرورت آموزش و اطلاع‌رسانی به متقاضیان منابع مالی (کار آفرینان و صاحبان ایده) را سبب شده است. از این رو، پیشنهاد می‌شود دستگاه‌های مرتبط در توسعه شرکت‌ها و تأمین مالی آنها مانند معاونت علمی، فناوری و اقتصاد دانش‌بنیان ریاست جمهوری و سازمان بورس و اوراق بهادار نسبت به آموزش و اطلاع‌رسانی اقدام کنند.

■ **ترویج فرهنگ سرمایه‌گذاری و ریسک‌پذیری مولد:**
تقویت فرهنگ تشکیل سرمایه و سرمایه‌گذاری مولد در کنار ایجاد انگاره اهمیت ریسک‌پذیری مولد و مشروع و «عدم ناهار مجانی در اقتصاد» از جمله الزامات مهم توسعه سرمایه‌گذاری خطرپذیر و رشد کسب و کارها و طرح‌های نوآورانه در کشور است.
نکته: هر چند راهکارهای متعددی در این زمینه برای ارتقای کمی و کیفی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور مطرح شد، با این حال همه راهکارها، لازم هستند نه کافی. تا هنگامی که چالش‌های محیطی در این حوزه زیاد باشد، پس نمی‌توان انتظار رشد زیادی از این زیست‌بوم داشت. حل چالش‌های محیطی، هر چند به این گزارش مرتبط نیست، اما مقدمه حل بسیاری از چالش‌های ذکر شده است. به‌طوری که فراهم شدن فضای کسب و کار و سرمایه‌گذاری مولد در سایه کاهش تلاطم‌های اقتصادی، اگر با سیاستگذاری‌ها و جهت‌دهی صحیح دولت همراه شود، به بلوغ سرمایه‌گذاری خطرپذیر و غلبه این زیست‌بوم بر چالش‌های ذکر شده منجر خواهد شد.

■ **توسعه شبکه‌ها و انجمن‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور:** تجربه جهانی نشان از اهمیت توسعه انجمن‌ها و شبکه‌های هم‌سرمایه‌گذاری میان سرمایه‌گذاران خطرپذیر، و به‌طور خاص فرشتگان سرمایه‌گذار دارد. این انجمن‌ها و شبکه‌ها ضمن ایجاد بستر جذب سرمایه‌گذاران جدید به زیست‌بوم، به هم‌افزایی اعضا منجر شده و ضمن تجمیع منابع مالی کوچک‌تر، بستر افزایش صرفه اقتصادی برخی فعالیت‌های ستادی نسبت به مقیاس را فراهم می‌کنند. در این خصوص پیشنهاد می‌شود تا برنامه‌های مشخص برای بسترسازی توسعه شبکه‌ها و انجمن‌های حرفه‌ای سرمایه‌گذاری خطرپذیر ملی، منطقه‌ای، صنفی و... فراهم شود.

■ **توسعه رشته‌های دانشگاهی کاربردی در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر:** بسته به پیچیدگی‌های بالا، عملاً حل بسیاری از مسائل سرمایه‌گذاری خطرپذیر نیازمند تخصص‌های بین‌رشته‌ای است. برای مثال، طراحی قرار داد‌های نوین در سرمایه‌گذاری خطرپذیر، ضمن بهره‌مندی از دانش حقوقی کافی، مستلزم درک صحیح اقتصادی و مالی از شرکت‌ها و نهادهای سرمایه‌گذار است. یا تخصص ارزش‌گذاری دارایی‌های فکری کسب و کارهای نوآور، علاوه بر علوم مالی و حقوقی، نیازمند فهم دقیقی از دانش فنی مرتبط با دارایی‌های نامشهود است. از این رو توصیه می‌شود تا ذیل علوم فنی یا علوم مالی، رشته یا گرایش دانشگاهی جدید با عنوان «تأمین مالی خطرپذیر» ایجاد شده و ضمن ارائه دروس کاربردی در حوزه‌های حقوق و علوم فنی دانشجویانی متخصص در حوزه‌های میان‌رشته‌ای مرتبط تربیت کند.

■ **معرفی منسجم نهادهای مالی و مراحل کسب و کار:** یکی از خلأهای موجود در فضای تأمین مالی بنگاه‌ها، پراکندگی نهادهای تأمین مالی بنگاه‌ها و سرگردانی نسبت به استفاده هر کدام از این نهادها و ابزارها از سوی کار آفرینان و صاحبان ایده است. به بیانی دیگر، اگر چه در کشور نهادهای متنوعی به تأمین مالی بنگاه‌ها - ولو با میزان تأمین مالی اندک - اقدام می‌کنند، اما به‌نظر

۶. خلاصه و جمع‌بندی



شرکت‌ها با هر ماهیت حقوقی و هر نوع فعالیتی که در نظام اقتصادی انجام می‌دهند، به‌مثابه یک موجود زنده دارای مراحل زندگی و رشد منحصر به فرد خود هستند. بسته به اقتضات هر یک از این مراحل، مسیرهای متفاوتی برای تأمین مالی و حمایت‌های جانبی از شرکت‌ها آزموده و مطرح است. بدیهی است با توجه به انواع ریسک‌ها و ابهام‌های عملیاتی موجود در مراحل ابتدایی رشد یک شرکت، بهترین منبع مالی برای تأمین مالی، منابع داخلی و منابع مالی جسورانه است. امروزه نهادهای متعددی برای تأمین مالی خطرپذیر ایجاد شده است. در این گزارش، پس از بررسی مراحل مختلف رشد یک شرکت و اقتضات تأمین مالی هر یک از این مراحل، به بررسی انواع مدل‌های تأمین مالی داخلی و جسورانه پرداخته شد. در ادامه گزارش، با مرور تجربیات کشور و بهره‌گیری از نظرهای خبرگان و صاحب‌نظران این حوزه، اصلی‌ترین چالش‌های تأمین مالی شرکت‌ها در ایران بررسی شد. چالش‌های سمت عرضه منابع مالی (تأمین مالی کنندگان)، چالش‌های سمت تقاضای منابع مالی (تأمین مالی شوندگان) و چالش‌های کلان اقتصادی مطرح شد. چالش‌های به‌دست آمده در این گزارش به سه دسته چالش‌های محیطی، چالش‌های سیستمی و چالش‌های ذاتی سرمایه‌گذاری خطرپذیر تقسیم شده است. در خصوص چالش‌های محیطی به موارد زیر اشاره شد:

- تلاطم بالای اقتصاد کلان در کشور،
- فراوانی فرصت‌های سفته‌بازانه در اثر تصمیمات سیاستی و واقعیت‌های اقتصاد کشور،
- کاهش انگیزه آغاز کسب و کار نوآورانه و افزایش نرخ مهاجرت دانشجویان،
- کم‌رنگ شدن فرهنگ سرمایه‌گذاری مولد در اقتصاد.

همچنین، چالش‌های زیر به‌عنوان چالش‌های سیستمی ارائه شده است:

- فقدان حکمرانی جامع در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر،
- وابستگی بالا به منابع دولتی و ارزان‌قیمت،
- خروج سرمایه‌گذاران خصوصی،
- گسترش رانت‌جویی غیرمولد،

- توسعه نامتوازن زیست‌بوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر،
 - دشواری خروج از سرمایه‌گذاری.
- چالش‌های موجود در شناسایی، ارزش‌گذاری و رسمیت‌بخشی به دارایی‌های نامشهود:

- عدم کفایت ابزارهای تأمین مالی خطرپذیر،
- عدم آشنایی کافی کارآفرینان با شیوه‌های مختلف تأمین مالی خطرپذیر،

موارد زیر نیز به‌عنوان چالش‌های ذاتی سرمایه‌گذاری خطرپذیر مورد توجه قرار گرفته است:

- پیچیدگی‌های روابط مالی و حقوقی میان کارآفرینان و تأمین مالی کنندگان،
- دشواری ارزش‌گذاری کسب و کارهای نوپا.

در قسمت نهایی گزارش راهکارها و توصیه‌های سیاستی به‌منظور رفع یا کاهش چالش‌ها و آسیب‌های مطرح در گزارش به شرح زیر بیان شد:

- بسترسازی توسعه کمی و کیفی نهادهای سرمایه‌گذاری دانشگاه‌ها،
- بسترسازی توسعه کمی و کیفی نهادهای سرمایه‌گذاری وابسته به صنایع،
- توسعه زیرساخت قانونی و نهادی حمایت از ایده‌ها و دارایی‌های فکری،
- توسعه بازار سرمایه‌گذاران خارجی در استارت‌آپ‌های ایرانی،
- تقویت گزینه‌های خروج از سرمایه‌گذاری،
- توسعه نهادهای پشتیبان سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور،
- توسعه شبکه‌ها و انجمن‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور،
- توسعه رشته‌های دانشگاهی کاربردی در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر،
- معرفی منسجم نهادهای مالی و مراحل کسب و کار،
- افزایش سواد مالی مرتبط با سرمایه‌گذاری خطرپذیر میان کارآفرینان، صنایع و سیاستگذاران،
- ترویج فرهنگ سرمایه‌گذاری و ریسک‌پذیری مولد.



- [1]B. Moore, "Finance and the Small Firm " ,in Financial constraints to the growth and development of small high-technology firms ,London, Routledge, 1994.
- [2]P. Nunes و T. Breene, "Reinvent Your Business Before It's Too Late " ,Harvard Business Review ,January–February 2011.
- [3]A. Cremades, The Art of Startup Fundraising: Pitching Investors, Negotiating the Deal, and Everything Else Entrepreneurs Need to Know, New Jersey: John Wiley & Sons, 2016.
- [4]A. Armstrong, G. Guidotti, D. Larson, P. Riley و D. Strait, Disrupting the Venture Landscape, Denver: Global Startup, 2020.
- [۵] محمد هاشم، بت شکن و جلال. سیف‌الدینی، "کسب و کارها و منابع تأمین مالی متناسب با آنها"، بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی، جلد ۹ و ۱۰، شماره ۵، ۱۳۸۹، صص ۸۷-۱۱۶.
- [6]crunchbase, "The Ultimate Guide to Raise Capital for a Startup, " crunchbase, San Francisco, 2020.
- [7]J. Robinett, Crack the Funding Code: How Investors Think and What They Need to Hear to Fund Your Startup, London: Amacon, 2019.
- [8]P. A. Vandenberg, A. Hampel-Milagrosa و M. Helble, "Financing of Tech Startups in Selected Asian Countries, " Asian Development Bank Institute, Tokyo, 2020.
- [9]CB-Insights, "Venture Capital Funnel Shows Odds Of Becoming A Unicorn Are About 1%," CB-Insights, 9 6 2018 .Available: <https://www.cbinsights.com/research/venture-capital-funnel>
- [10]J. Rowley, "Here's how likely your startup is to get acquired at any stage, " TechCrunch, 17 5 2017 .Available: <https://techcrunch.com/2017/05/17/heres-how-likely-your-startup-is-to-get-acquired-at-any-stage>
- [11]B. Anant, "Evaluating the Risk — Reward Relationship Across Funding Rounds, " Medium, 29 2 2016 ..Available: <https://medium.com/@bharatanant/evaluating-the-risk-reward-relationship-across-funding-rounds-5c951f21236b>.
- [12]A. Romans, The Entrepreneurial Bible to Venture Capital, New York: McGraw-Hill Education, 2013.
- [13]StartUPFIU, "How much runway should you target between financing rounds?, " StartUPFIU, 13 3 2019 ..Available: <https://startup.fiu.edu/how-much-runway-should-you-target-between-financing-rounds>.
- [14]S. Quintero, "Dissecting startup failure rates by stage, " Medium, 8 11 2017 .Available: <https://medium.com/journal-of-empirical-entrepreneurship/dissecting-startup-failure-by-stage-34bb70354a36>.
- [15]B. K. Zwane و C. J. Nyide, "financial bootstrapping and the small business sector in a developing economy" , Corporate Ownership & Control, volume , pp. 433-442, 2016.
- [16]S. Markova و T., "Financing Options for Entrepreneurial Ventures " ,Economic Interferences ,pp. 597-604, 2009.
- [17]I. Harvey, "Companies That Succeeded With Bootstrapping, " Investopedia, 8 6 2021 .Available: <https://www.investopedia.com/articles/investing/082814/companies-succeeded-bootstrapping.asp>.
- [18]J. N. P. Bastos, "Emerging Startup Studios in Portugal; Organizational Characteristics of Portuguese Startup Studios, " Católica Lisbon School of Business & Economics, Lisbon, 2019.
- [19]N. Zasowski, P. Riley, B. Stanley و J. Hurwitz, "The Rise of Startup Studios, " Global Accelerator Network, Denver, 2019.
- [20]A. Szigeti, Startup Studio Playbook: For entrepreneurs, pioneers and creators who want to build ventures faster and with higher chance of success. Master the studio framework and start building, 2019.
- [21]I. Lapowsky, "The Next Big Thing You Missed: Tech Superstars Build 'Startup Factories', " Wired, 2014.
- [22]T. Gutmann, "Organisational Best Practices of Startup Studios, " Leipzig Graduate School of Management, 2018.
- [23]M. Hamida, Understanding The Startup Studio Incubation Model, Gothenburg: Gothenburg School of Business, Economics and Law, 2020.
- [24]M. E. Center, "Venture Support Systems Project: Angel Investors, " MIT Entrepreneurship Center, Cambridge, 2000.
- [25]B. B. Bank, "The UK Business Angels market report, " British Business Bank, London, 2018.
- [26]L. Eqq, M. Strobl و S. Haslauer, "Austrian Angel Investing Report 2020," Austrian Angel Investors Association, Vienna, 2021.
- [27]R. Timmins, E. Bolle و R. Weissman, " , "Angel Funders report 2020," , 2020., " Angel Capital Association, Overland Park, 2020.

[28] CCAF, World Bank و World Economic Forum, "Global COVID-19 FinTech Market Rapid Assessment Study," University of Cambridge, World Bank Group and the World Economic Forum, 2020.

[29] S. C. Bradford, "Crowdfunding and the federal securities law," Columbia Business Law Review, جلد 1, p. 20, 2012.

[۳۰] درفلایت، هورن، اشمیت و ووبر، "فین تک در آلمان،" ترجمه پاینده، رضا و افقهی، سید محمد، انتشارات دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران، ۱۳۹۹.

[31] OECD, "New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments," Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris, 2015.

[32] J. Campino, A. Brochado و R. Álvaro, "Initial coin offerings (ICOs): Why do they succeed " ?, Financial Innovation 2022, vol8.

"[33] Initial Coin Offerings: Financing Growth with Cryptocurrency Token Sales " , The Review of Financial Studies, vol33, pp. 3925-3974, 2020.

[34] B. Zider, "How Venture Capital Works " , Harvard Business Review, November-December 1998.

[35] C. SVB, "The State of CVC: A deep dive into the dynamics of the Corporate Venture Capital (CVC) ecosystem," SVB, Los Angeles, 2021.

[36] CB-Insights, "The 2020 Global CVC Report; A comprehensive, data-driven look at global corporate venture capital activity in 2020," CB-Insights, New York, 2021.

[37] S. V. Bank و C. Ventures, "The State of CVC: A deep dive into the dynamics of the Corporate Venture Capital (CVC) ecosystem," SVB, San Francisco Bay Area, 2021.

[۳۸] مهدی. صادقی شاهدانی و محمد. امین. صلواتیان، تأمین مالی مبتنی بر انواع سرمایه‌گذاری خصوصی، تهران: دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۹۷.

[۳۹] شرکت اعتبارسنجی ارزش آفرین اعتماد، "گزارش سالانه زیست‌بوم شرکت‌های دانش‌بنیان - سال ۱۳۹۹"، شرکت اعتبارسنجی ارزش آفرین اعتماد، تهران، ۱۴۰۰.

[۴۰] انجمن صنفی صندوق‌ها و نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور، "گزارش سالیانه عملکرد اعضای انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر، زمستان ۱۳۹۹"، انجمن صنفی کارفرمایی صندوق‌ها و نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور، تهران، ۱۴۰۰.

[41] KPMG, "Venture Pulse, Q3'21. Global Analysis of Venture Funding, KPMG Enterprise," KPMG, 2021.

[42] G. Metzger, "KfW Venture Capital Study 2020. VC market Germany: Ready for the next development stage," KfW Group, Frankfurt, 2020.

[43] CB-Insights, "State Of Venture, global 2021," CB-Insights, New York, 2022.

[44] K. Horváth, "Financial bootstrapping techniques: A systematic review of the literature," University of Pécs, Pécs, 2018.

[45] J. Chen, "Unicorn," Investopedia, 29 3 2021. Available: <https://www.investopedia.com/terms/u/unicorn.asp>.

[46] CBInsights, "The Complete List Of Unicorn Companies," CBInsights, 1 3 2022. Available: <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>.

[47] E. Ries, The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses, New York: Crown Business, 2011.

[48] U. S. B. Administration و Patagonia, "An Entrepreneur's Guide to Certified B Corporations and Benefit Corporations," Yale Center for Business and the Environment, New Haven, 2022.

[49] A. Hayes, "Mezzanine Financing," Investopedia, 01 03 2022. Available: <https://www.investopedia.com/terms/m/mezzaninefinancing.asp>.

[50] G. Salazar و M. N. Russi-Vigoya, "Technology Readiness Level as the Foundation of Human Readiness Level," Ergonomics in Design, vol29, pp. 25-29, 2021.

[51] F. Mishkin و A. Serletis, The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Seventh Canadian Edition, 7th edition, Ontario: Pearson Canada Inc., 2020.

[52] A. Ashta, A. Cabraal و K. Dayson, "Love Money " , Encyclopedia of Creativity, Invention, Innovation and Entrepreneurship, New York, Springer, 2017, pp. 1-5.

[۵۳] محمدصادق. خیاطیان، سیدحبیب‌الله طباطبائیان، مقصود. امیری و مهدی. الیاسی، "تحلیل محتوای ویژگی‌های شرکت‌های دانش‌بنیان" پژوهش‌های مدیریت منابع انسانی، جلد ۵، شماره ۲، ۱۳۹۴، صص ۲۱-۴۷.

[54] C. Viney و P. Phillips, "Financial Institutions, Instruments & Markets," McGraw-Hill Education, Sydney, 2019.

[55] A. Cavallo, A. Ghezzi و C. Rossi-Lamasra, "Small-medium enterprises and innovative startups in entrepreneurial ecosystems: exploring an under-remarked relation " , International Entrepreneurship and Management Journal, vol17, pp. 1843-1866, 2021.

[56] B. Aulet, Disciplined Entrepreneurship: 24 Steps to a Successful Startup, Wiley, 2013.

[57] B. Aulet و F. Murray, "A Tale of Two Entrepreneurs: Understanding Differences in the Types of Entrepreneurship in the Economy," Ewing Marian Kauffman Foundation, Kansas City, 2013.

گزیده سیاستی

شکل‌گیری و رشد شرکت‌های فعال در نظام اقتصادی مستلزم فراهم بودن عوامل متعددی است که تأمین مالی یکی از مهم‌ترین آنهاست. در یک تقسیم‌بندی، شرکت‌ها با هر ماهیت حقوقی و هر نوع فعالیتی در نظام اقتصادی، در دو ساحت تأسیس و رشد و توسعه به تأمین مالی نیازمندند. نظام مالی نیز به‌عنوان کانال انتقال منابع از دارندگان مازاد منابع به متقاضیان موظف است تا به تأمین مالی شرکت‌ها اقدام کند. هدف از ارائه این گزارش تبیین روش‌های متنوع تأمین مالی شرکت‌هاست و حاوی این پیام است که برای تأمین مالی شرکت‌ها می‌توان در کنار استفاده از تسهیلات شبکه بانکی، از نقدینگی موجود در اقتصاد با استفاده از نهادها و ابزارهای مالی بهره‌مند شد و به تأمین مالی شرکت‌ها پرداخت.



مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

تهران، خیابان پاسداران، روبروی پارک نیاوران (ضلع جنوبی، پلاک ۸۰۲)

تلفن: ۷۵۱۸۳۰۰۰ صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۵۸۵۵ پست الکترونیک: mrc@majles.ir

وبسایت: rc.majles.ir