



## صنعت سرمایه گذاری مخاطره آمیز (فرآیند سرمایه گذاری و ابزار ارزیابی)

احسان اصغریان<sup>۱</sup> کمال سخدری<sup>۲</sup> هانیه خدایی<sup>۳</sup>

### چکیده

به دست آوردن وجوه مورد نیاز برای راه اندازی کسب و کارها، همواره به عنوان یک چالش برای کارآفرینان مطرح بوده است. فرایند به دست آوردن وجوه مورد نیاز ممکن است ماهها به طول انجامد و کارآفرینان را از حرفه مدیریت کسب و کارها منصرف کند. از سوی دیگر، بدون تامین مالی کافی، کسب و کارهای نوپا هرگز به موفقیت نخواهند رسید. با توجه به ضرورت بحث سرمایه گذاری مخاطره پذیر و نبود مطالعاتی بنیادی در این زمینه، در این مقاله سعی شده است مروری جامع بر صنعت سرمایه گذاری مخاطره پذیر صورت پذیرد. بدین جهت پس از معرفی ابتدایی سرمایه گذاری مخاطره پذیر، صنعت سرمایه گذاری مخاطره پذیر مورد بحث قرار می گیرد سپس چارچوب نظری مرتبط با سرمایه گذاری مخاطره پذیر به تفصیل بحث خواهد شد در پایان نیز علوه بر مروری بر عوامل موثر بر تعیین پرتفوی اندازه سرمایه مخاطره پذیر و سرمایه گذاریهای سرمایه مخاطره پذیر در شرکتها در حال پیدایش را نیز بحث خواهیم کرد.

کلمات کلیدی: سرمایه مخاطره پذیر، فرشته های نجات، MBO<sup>۴</sup>، Buy back

<sup>۱</sup> دانش آموخته کارشناسی ارشد مدیریت کارآفرینی دانشگاه تهران

<sup>۲</sup> دانش آموخته کارشناسی ارشد مدیریت کارآفرینی دانشگاه تهران

<sup>۳</sup> دانش آموخته کارشناسی ارشد مدیریت سوانح دانشگاه تهران

<sup>۴</sup> Management by out

## مقدمه

به دست آوردن وجوه مورد نیاز برای راه اندازی کسب و کارها، همواره به عنوان یک چالش برای کارآفرینان مطرح بوده است. فرایند به دست آوردن وجوه مورد نیاز ممکن است ماهها به طول انجامد و کارآفرینان را از حرفه مدیریت کسب و کارها منصرف کند. از سوی دیگر، بدون تامین مالی کافی، کسب و کارهای نوپا هرگز به موفقیت نخواهند رسید. کمبود سرمایه گذاری عاملی موثر در شکست بسیاری از کسب و کارهاست، با این حال به دلیل نرخ بالای مرگ و میر کسب و کارهای کوچک جدید، موسسات مالی تمایل چندانی به قرض دادن وجوه یا سرمایه گذاری در آنها ندارند. فقدان سرمایه کافی، کسب و کار نوپا را با رها ساختن بر بنیان مالی ضعیف، مستعد شکست خواهد کرد. سرمایه ای که کارآفرینان برای راه اندازی کسب و کارهایشان نیاز دارند، کاملاً همراه با ریسک است، چرا که سرمایه گذاران در این کسب و کارهای نوپا در قبال امکان دستیابی به پاداشهای چشمگیر (سود سرمایه ای) باید برای احتمال از دست دادن کل سرمایه تزریق شده خود آماده باشند.

## سرمایه مخاطره پذیر

ظاهراً فردی به نام جین وایتر<sup>۱</sup> در سال ۱۹۳۹ برای اولین بار این واژه را در همایش عمومی انجمن بانکداران آمریکایی بکار برده است. (Reiner, ۱۹۸۹) از آن پس این واژه به شکل تخصصی در تأمین مالی شرکتهای جوانی که توان بالقوه ای برای رشد دارند وارد شد. هدف نهایی سرمایه گذاران مخاطره پذیر، با کمی اغماض، رسیدن به ارزشی معادل ده برابر سرمایه اصلی خود پس از هفت سال است محدودترین تعریف از سرمایه گذاران مخاطره پذیر، buyout و وامها و سایر معاملات مالی را شامل نمی شود. سرمایه گذاران مخاطره پذیر به اشکال سهام معمولی و یا سهام ممتاز و یا اوراق قرضه قابل تبدیل و یا سایر اسناد مالی قابل تبدیل به سهام عادی به هنگام ادغام و یا عرضه عمومی سهام شرکت کوچک در سرمایه شرکت سهامی می شوند. در هنگام تسویه نیز سرمایه گذاران به سود سرمایه خود تحقق می بخشند.

<sup>۱</sup> Jean witter

## تعریف

انجمن سرمایه مخاطره آمیز ملی (NVCA)<sup>۱</sup> سرمایه مخاطره پذیر را بعنوان "پولهای فراهم شده جهت سرمایه گذاری توسط افراد حرفه ای برای کمک اقتصادی قابل ملاحظه ، در کنار کمکهای مدیریتی به شرکتهای جوان و با رشد سریع ، که توان بالقوه ای برای توسعه دارند" تعریف کرده است. (NVCA, ۱۹۹۹) لورنز (۱۹۹۸) سرمایه مخاطره آمیز را بعنوان تأمین مالی ریسکی مبتنی بر سهام در جایی که پاداش اولیه برای سرمایه گذار ، سود سرمایه است ، تعریف می کند. بای گراو و تیمونس سرمایه مخاطره آمیز را بعنوان ، داشتن یک نقش تحریک کننده در فرآیند کارآفرینانه ، خالق ارزش اساسی که محرک و بقا دادن به رشد اقتصادی است توضیح می دهند. رایت و روی (۱۹۹۸) سرمایه مخاره آمیز را بعنوان سرمایه گذاریهایی توسط سرمایه گذاران حرفه ای از تأمین مالی ریسکی و بلند مدت در بنگاههای جدید ، در جایی که پاداش اولیه آنها سود اقتصادی مشروط است که با درآمد و سود تقسیمی تکمیل میشود ، تعریف می کند .

## سرمایه مخاطره پذیر شرکتی

راههای زیادی برای تعریف سرمایه مخاطره پذیر شرکتی وجود دارد. دو نگرش عمده برای دیدن مفهوم سرمایه مخاطره آمیز

(۱) بعنوان یک روش از مخاطره پذیری خارجی از منظر شرکت

(۲) و یا بعنوان یک منبع جایگزین از منبع مالی<sup>۲</sup> از منظر یک شرکت کارآفرینانه است

## صنعت سرمایه مخاطره پذیر

در ۵۰ سال اخیر تعداد زیادی از بنگاههای در حال رشد علی الخصوص در حوزه تکنولوژی از خدمات سرمایه گذاران مخاطره پذیر استفاده کرده اند. اینها شامل Amazon.com , America Online, Amgen, Apple

<sup>۱</sup> National venture capital association  
<sup>۲</sup> funding

Computer, Cisco Systems, Compaq, DEC, Federal Express, Genentech, Intel, Lotus, Netscape, Oracle, Seagate, Sun Microsystems, ۳Com, Yahoo!, و غیره می باشند اینها و سایر بنگاههای حمایت شده از جانب سرمایه گذاران مخاطره پذیر مسئول ایجاد صنایع کاملاً جدیدی از قبیل بیو تکنولوژی<sup>۱</sup>، نیمه هادیها<sup>۲</sup>، نرم افزارهای منابع داده ها<sup>۳</sup>، اینترنت<sup>۴</sup>، درایو های هارد دیسک<sup>۵</sup>، مینی کامپیوترها<sup>۶</sup>، ایستگاههای کاری<sup>۷</sup>، و ارتباطات داده ای<sup>۸</sup>، شدند. از این طریق سرمایه مخاطره پذیر به بخش مهمی از نظام ملی نو آوری<sup>۹</sup> ایالات متحده تبدیل شد.

از زمان پیدایش سازمان های سرمایه مخاطره پذیر رسمی، آزمایشهای رسمی زیادی جهت یافتن بهترین شکل حمایت از سرمایه گذاری مخاطره پذیر صورت گرفت. این فرمهای سازمانی در طول زمان متنوع بود. با این وجود بنگاه سرمایه مخاطره پذیر مستقل<sup>۱۰</sup>، متعادل ترین شکل سازمانی بود. اگر چه آن تنها شکل سازمانی نبود. از اوایل سال ۱۹۶۰ موسسات مالی از اشکال مختلفی از موسسات حمایتی استفاده کرده اند که از آن دسته می توان به publicity-traded closed-end funds و سایر رسانه های تجاری عمومی<sup>۱۱</sup> و صندوقهای خانوادگی<sup>۱۲</sup> نام برد. از اوایل سال ۱۹۸۰ بنگاه خصوصی شکل غالب سرمایه گذاری مخاطره پذیر بود. در بنگاههای خصوصی سرمایه گذاران مخاطره پذیر صندوقهای مشارکت محدود را اداره می کردند. که هر کدام با یک عدد رومی در مقام فزاینده مشخص می شدند. در این صندوقها سرمایه گذاران مخاطره پذیر<sup>۱۳</sup> یک شریک عمومی بوده و سرمایه گذاران<sup>۱۴</sup> شرکای محدود بودند.

سرمایه گذاران شامل، صندوق بازنشستگی<sup>۱۵</sup>، سازمانهای خیریه<sup>۱</sup>، وقفیات<sup>۲</sup>، شرکتها و موسسات<sup>۳</sup>، افراد ثروتمند و نهادهای گوناگون بودند. استمرار این صندوقها نوعاً بین ۷ تا ۱۰ سال بود. در طی سال اول تا سوم سرمایه گذاری

---

<sup>۱</sup> biotechnology

<sup>۲</sup> semiconductor

<sup>۳</sup> Database software

<sup>۴</sup> Internet

<sup>۵</sup> hard disk drives.

<sup>۶</sup> minicomputers

<sup>۷</sup> workstations

<sup>۸</sup> data communications

<sup>۹</sup> national system of innovation.

<sup>۱۰</sup> independent private venture capital firm

<sup>۱۱</sup> publicly traded vehicle

<sup>۱۲</sup> family fund

<sup>۱۳</sup> venture capitalists

<sup>۱۴</sup> investor

<sup>۱۵</sup> pension funds

سرمایه گذاری صندوقها زیاد بوده و سپس در یال پایانی صندوقها در پی برداشت سرمایه گذاریهای خود بودند . پاداش<sup>۴</sup> شرکای عمومی دو جزئی داشت . جز اول اینکه حق الزحمه مدیریتی بطور سالانه توسط شرکا محدود پرداخت می شد ، که می توانست بین ۲ تا ۳ درصد مبلغ سرمایه گذاری شده شرکای محدود باشد . این مبلغ بابت پرداخت هزینه عملیات بنگاه و حقوق همه کارکنان شامل سرمایه گذاران مخاطره پذیر بود . بسیاری از اوقات بنگاههای موفق بیش از دو یا سه سرمایه گذار ریسک پذیر بطور همزمان دارند که همه اینها حق الزحمه مدیریتی را پرداخت می نمایند . جز دیگر بهره ها می باشد که درصدی از منافع سرمایه ای سرمایه گذاران مخاطره پذیر از مبلغ سرمایه گذاری شده است ، که پس از باز پرداخت کردن اصل مبلغ سرمایه گذاری شده شرکا محدود ، باقی می ماند که این بهره ها می تواند بین ۲۰ تا ۳۰ درصد کل بازگشت باشد .

### تاریخچه :

سرمایه گذاری سرمایه مخاطره پذیر همیشه دوره ای بوده و بوسیله قدرت پذیرش بازار سهام ، برای عرضه سهام جدید کنترل می شود . و هنوز از زمان آغاز سرمایه گذاری سرمایه مخاطره پذیر به شکل رسمی در سال ۱۹۴۶ رشد مداوم تعداد سرمایه مخاطره پذیر در دسترس ادامه دارد . بطوریکه در حالیکه در سال ۱۹۶۵ سرمایه مخاطره پذیر سرمایه گذاری شده ، در فعالیتهای مخاطره آمیز کمتر از ۱۰۰ میلیون دلار بود ، این رقم در سال ۱۹۹۹ به بیش از ۴۸ میلیارد دلار رسید .

برای قرنهای افراد ثروتمند به امید امنیت برای بازگشت بیش از اندازه پول خود روی شرکتها سرمایه گذاری کردند . در طی دهه ۱۹۳۰ هم آمریکایی ها و هم انگلیسی ها نگران کمبود سرمایه گذاری روی کسب و کار کوچک شدند . در سال ۱۹۳۱ گزارش مک میلان حاکی از کمبود حمایت صندوقها از کسب و کار کوچک بود . که بارها با کساد بزرگی روبرو شد . در آن زمان توافق کمی روی این قضیه وجود داشت که چه نوع کسب و کاری بایستی این ابزار مالی را دریافت نمایند و با چه ابزاری تأمین مالی انجام شود .

<sup>۱</sup> foundations  
<sup>۲</sup> endowments  
<sup>۳</sup> corporation  
<sup>۴</sup> compensation

قبل از جنگ جهانی دوم خانواده های ثروتمند کمی وجود داشتند، اما بعد از جنگ جهانی کم کم خانواده ها شروع به تأسیس کسب و کار نمودند. و خانواده ها اولین صندوقهای مخاطره آمیز را شکل می دادند. که به تبع تغیرات در خانوادهها ویژگیهای سازمانی آنها نیز تغییر می نمود. بخش خصوصی بعدی در این زمینه تحقیق و توسعه آمریکایی بود و اهمیت آن نه به صرف شرکت سرمایه گذاری بود، بلکه اهمیت آن به سبب اعضای دانشکده بازرگانی هاروارد بود. نقش دولت نیز در این میان تنها به وضع استثنائات از قبیل رفع قوانین دست و پاگیر مربوط به شرکتهای سرمایه گذاری کسب و کار کوچک بود که باعث تشویق سرمایه گذاری در کسب و کار کوچک میشد. برنامه های (SBICs)<sup>1</sup> برای کمک به توسعه این صنعت بسیار مهم بود اولین کمک آن تضمین وام بود که باعث کاهش هزینه بین سرمایه گذاران می شد. همچنین در بین سالهای دهه ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ بانکها منابع قابل ملاحظه ای برای سرمایه گذاری مخاطره پذیر بودند.

### چرخه سرمایه گذاری مخاطره آمیز:

چرخه سرمایه گذاری مخاطره آمیز هسته هر سرمایه گذاری در سرمایه گذاری مخاطره آمیز را تشکیل می دهد و.

شامل سه مرحله است

سرمایه گذاری احتیاط آمیز<sup>۲</sup>

سرمایه گذاری<sup>۳</sup>

اتمام سرمایه گذاری<sup>۴</sup>

که تمامی این سه مرحله نقش حیاتی را برای سرمایه گذاری مخاطره پذیر و همچنین سبب شرکتهای آنها بازی می کنند.

هر سرمایه گذاری در مخاطره پذیری سرمایه از فاز تأمین ابتدایی شروع می شود. و اینجاست که سرمایه گذاران مخاطره پذیر به جهت افزایش پول صندوق مخاطره پذیر به سرمایه گذاران نهادی و یا افراد ثروتمند مراجعه می کنند

<sup>1</sup> Small Business Investment Corporations

<sup>۲</sup> fundraising

<sup>۳</sup> investing

<sup>۴</sup> divesting

و بطور کلی VCS بعنوان مشارکت محدود در سرمایه گذاری شرکت می نمایند . مشارکت به نحوی است که گروه کوچکی از مدیران با تجربه کسب کار امید بخشی را با کم مدیریت و VC انجام می دهند .

مرحله دوم سرمایه گذاری واقعی در این فرآیند است که باعث افزایش صندوقها در کمپانی های پرنفوی میشود که مهمترین گام و مرحله محسوب می شود در این مرحله VC ها سرمایه گذاریهای امید بخشی که نرخ بالایی از بازگشت سرمایه را نوید میدهد که از ۳۰ تا ۱۰۰ درصد متفاوت خواهد بود . در حالیکه ریسک آن حدود ۲۰ درصد است. که در پایان دوره بازگشت حداقل ۲۰ درصدی در هر سال برای راضی نمودن افراد ضروریست .

اگر یک سرمایه گذاری با موفقیت انجام شد VC ها سعی در خروج خواهند داشت که در این صورت سه گزینه دارند

عرضه عمومی سهام

فروش تجاری

BUY BACK

که این آخری در تأمین مالی مرحله later مورد استفاده قرار می گیرد. به هنگام اتمام چرخه ، چرخه مجدداً مورد استفاده قرار می گیرد .

### مبانی نظری

ایساکسون<sup>۱</sup> در سال ۱۹۹۹ در مقاله اش یک طبقه بندی ساده ای از مفاهیم مختلف تأمین مالی مخاطره آمیز ارائه کرده است. او راههای مختلفی را که پول می تواند به شرکت منتقل شود را توضیح داده است در اینجا در ابتدا ما بینشی را نسبت به سرمایه گذاری مخاطره آمیز ایجاد کرده و سپس بر اساس نتیجه گیری ایساکسون را مقایسه می کنیم.

اولین و واضح ترین تأمین مالی خارجی ، قرض گرفتن از یک بانک و یا موسسه و نهاد اعتباری است با توجه به نظر کو تیز و لیانگ<sup>۲</sup> (۲۰۰۲) این تأمین مالی امکان دارد مشکلاتی را برای بنگاه هایی که کمبود سابقه کار دارند یا در یک محیط و بازار فعالیت می کنند بوجود آورد .

دیگر فرم تأمین مالی سرمایه گذاری ریسکی است که بعضی اوقات به مانند سرمایه گذار بر روی سهام یک شرکت است بطور طبیعی تأمین کننده سرمایه گذاری ریسک به یکی از تأمین آن شرکت تبدیل می شود .

<sup>۱</sup> Isaksson

<sup>۲</sup> Covitz & liang

فرم دیگر سرمایه‌گذاری ریسکی می‌تواند اسناد بدهی قابل تبدیل باشد، وام‌های سهامی سود. ایساکسون (۱۹۹۹) کوتیز و لیانگ (۲۰۰۲) بطور مشترک بحث می‌کند که تفاوت اصلی بین راه‌های تأمین مالی در این است که تأمین کننده سرمایه ریسکی ریسک بالایی را تحمل می‌کند ولی برگشت بالاتری را نیز انتظار دارد ایساکسون بیان می‌کند که آن به این دلیل سرمایه‌گذاری ریسکی نام دارد که سرمایه‌گذار در هنگام ورشکستگی و یا درماندگی سهام یک شرکت را به دست می‌گیرد در بعضی مواقع وی تنها پرداختی‌های تقسیم شده را با توجه به انتظار از آینده دریافت می‌کند و بعضی مواقع نیز آنها بهره خود را بدون توجه به سود و یا عدم سود دریافت می‌کند. هنگامی تأمین مالی یک شرکت معمولاً به سه اصطلاح بر می‌خوریم: سرمایه‌گذاری ریسکی، سرمایه‌گذاری سهام خصوصی، و سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز.

همانگونه که ذکر شد سرمایه‌گذاری ریسکی راهی از تأمین مالی است که پول به شرکت منتقل شده در عوض آن شخص بخشی از مالکین شرکت می‌شود که این مورد در هر شرکتی می‌تواند انجام شود (سهامی و غیر سهامی) خرید سهام یک شرکت نمونه‌ای از سرمایه‌گذاری ریسکی است (Isaksson, ۱۹۹۹).

از طرفی سرمایه‌گذاری سهام خصوصی تنها شامل شرکتهای سهامی می‌شود این سرمایه‌گذاری ها نوع منفعلی است که تنها شامل الزامات مالی می‌باشد.

ایساکسون (۱۹۹۹) سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر را به عنوان یک سرمایه‌گذاری در شرکتهای غیر سهامی است که یک سرمایه‌گذار التزام مالکیت فعال را تقبل می‌کند و این به این معنی است که کارآفرینان نه تنها برای تأمین مالی بلکه مخاطر مهارت های مدیریتی و توسعه بنگاه جهت رسیدن به حمایتهای استراتژیک، شخص سرمایه‌گذار به طرف آنها گرایش دارند.

بطور کل سرمایه‌گذاری‌های سرمایه مخاطره‌آمیز بخشی از سهام خصوصی هستند. در بعضی از موارد نیز می‌تواند به شکل سرمایه وامی مانند اسناد بدهی قابل انتقال باشد.

شرکتهایی که یک بنگاه سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند اغلب کمپانی‌های پرتفوی نام دارند به این خاطر که سرمایه‌گذار ریسک را در پرتفوی سرمایه‌گذاری‌ها می‌گستراند.

بنگاه‌های سرمایه‌های مخاطره‌آمیز در سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که فرصت‌های توسعه‌ای بالقوه‌ای را دارند بسیار متخصص هستند. سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌آمیز توسط اشخاص خصوصی نیز انجام می‌شود که



بعنوان (فرشته نجات) از آن نام می‌برند و آن نیز به دلیل شهرتی است که این فرشته در کمک‌های سرمایه‌گذاری غیر عقلایی خود انجام می‌دهد. (ایساکسون ۱۹۹۹) مطالعات اخیر انجمن سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز و سهام خصوصی (BVCA) حاکی از آنست که بطور کل فرشته‌های نجات منبع و مقدار کمتری در مقایسه با بنگاه‌های مخاطره‌پذیر متخصص سرمایه‌گذاری انجام می‌دهند.

اغلب تمایز بین بنگاه‌های سرمایه‌ای مخاطره‌پذیر و فرشته‌های نجات بسیار سخت است. به این دلیل که فرشته‌های نجات اخیراً سرمایه‌گذاری‌های شان از طریق شرکت‌ها و شبکه‌ای از فرشته‌های کسب و کار که ایجاد شده، انجام می‌دهند. (Isaksson, ۱۹۹۹)

ایساکسون (۱۹۹۹) ذکر می‌کند که سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌های مخاطره‌پذیر اغلب بازه زمانی محدودی دارند. و سرمایه‌گذاران هدف‌شان فروختن سهم‌شان برای کسب سود سرمایه خود می‌باشند. بنگاه‌های سرمایه‌ای مخاطره‌پذیر نیز پس از رسیدن به اهداف خود و یا عدم تولید ارزشی اضافی از شرکت خارج خواهند شد. BVCA<sup>۱</sup> پنج دلیل و را که سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر از شرکت خارج می‌شوند را بیان می‌دارد. (BVCA, ۲۰۰۴)

- فروش تجاری: فروش سهام شرکت‌تان به دیگر شرکت‌ها، که اکثر خروج‌ها به این دلیل است.
- خرید مجدد: زمانی اتفاق می‌افتد که شرکت و یا مدیریت آن سهام سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر را مجدداً می‌خرد.
- تأمین مالی مجدد: خرید سهام سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر توسط نهادی سرمایه‌گذار دیگر که این نوع ممکن است برای یک شرکت که هنوز برای عرضه راه‌اندازی آماده و مصمم نیست اما سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر نیاز به خروج دارند. مناسب‌ترین باشد.
- عرضه و انتشار: برای کسب یک سهام یا پیشنهاد عمومی اولیه<sup>۲</sup> درمورد تبادل سهام‌دار هنگام عرضه و انتشار سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر است همه سهام خود را فروشند و آن‌را نگه‌دارند. و ممکن است برای یک یا چند سال نیز نگه‌دارند.
- خروج داوطلبانه: جایی که یک کمپانی به حالت تصفیه در می‌آید.

<sup>۱</sup> British private equity & venture capital association  
<sup>۲</sup> Ipo

## فرآیند سرمایه گذاری:

سرمایه گذاری مخاطره آمیز متأثر از سرمایه گذاران نیست. به جهت به مخاطره انداختن پول خود آنها تمایل دارند تا بنگاه موفق شود. تاجایی که به افزایش سریع در ارزش بنگاه تعریف شده است بطور متغییر یک یا چند نفر از سرمایه گذاران مخاطره پذیر برای نظارت بر پیشرفت بنگاه به عضویت هیأت مدیره در می آیند آنها کمکهای مشاوره ای نیز در اختیار تیم مدیریت قرار می دهند. سرانجام اینکه سرمایه گذاری با اعتبار بنگاه مخاطره پذیر درک از موفقیت بنگاه را در آنها بوجود می آورد. کارآفرینان بسته به ساختار فرصتهای سرمایه گذاری و با توجه به طرح کسب و کار، تیم مدیریت عالی، رقبای بالقوه و بازارها به قضاوت می پردازند.

به دلیل برآورد نرخ موفقیت کم سرمایه گذاران مخاطره پذیر نظارت اولیه بسیار مهم است (Bergmann & Hege, ۱۹۹۷). کاسلی و گاتی (۲۰۰۴)<sup>۱</sup> ذکر می کنند که فرآیند نظارت سفت و سخت، به جهت تعیین سرمایه گذاری ها و مشارکتهای که یک سرمایه گذار باید انجام شود بسیار ضروری است.

مین پریزد هینول و اسمیت و مایکل<sup>۲</sup> (۲۰۰۲) ارزیابی طرح کسب و کار را بعنوان یک جزء مهمی از فرآیند تصمیم گیری می دانند.

با توجه به نظر کاسلی و گاتی<sup>۳</sup> (۲۰۰۴) هر پیشنهاد گامهای ارزیابی بایستی برای آنالیز فاکتورهای بحرانی طی شود اولین چیز آنالیز مختصری است که به شدت تحت تأثیر مسائلی از قبیل مکان جغرافیایی، ساختار صنعت و نوع محصول است. این گام ابتدایی حدود ۵۰ درصد پروپوزال است. در مرحله دوم بایستی با دقت بیشتری صورت گیرد. مسائل از قبیل انتخاب بازار، نتایج مالی اقتصادی مورد انتظار و مقدار تأمین مالی مورد نیاز در بررسیهای عمقی مورد بررسی قرار می گیرد که این مرحله نیز حدود ۳۵ درصد را شامل می شود. باقی مانده پروپوزال بررسی با دقت طرح کسب و کار فرآیند سرمایه گذاری است. طرح کسب و کار براساس کارآفرین، تیم مدیریتی، مزیت رقابتی و زمان سرمایه گذاری ارزیابی می شود.

کارآفرین بایستی طرح خود را به طور واضح و با ارتباطی مناسب به جهت انتقال مفاهیم تشریح کند. بخشهای ابتدایی که فعالیتها روی آنها متمرکز می شود به بخشهای زیر طبقه بندی می شود.

<sup>۱</sup> Caselli and Gatti

<sup>۲</sup> Mainprize, Hindle, Smith and Mitchell

<sup>۳</sup> Caselli and Gatti

- بررسی همه جانبه بازار: که شامل برآورد ریسک جاری و بالقوه بازار، امکان تولید تجاری محصول امکان مقایسه بین طرح کسب و کار موقعیت واقعی بازار. (Caselli & Gatti, ۲۰۰۴; Golis, ۱۹۹۸).
- بررسی همه جانبه مالی: بررسی جنبه های مالی - اقتصادی از نقطه نظر تأمین مالی آتی، آنالیز روندهای مفید تخمین جریان نقدی آتی، بودجه آتی، ساختار سازمانی، ریسک (Caselli & Gatti, ۲۰۰۴; Golis, ۱۹۹۸).
- بررسی همه جانبه قانونی: بررسی جوانب قانونی ایجاد یک کسب و کار و تعهدات لازم برای ایجاد کسب و کار. (Caselli & Gatti, ۲۰۰۴).
- بررسی همه جانبه مالیاتی: آنالیز خروجی های مادری فرآیند خلق ارزش بین سرمایه گذاری کارآفرین (Caselli & Gatti, ۲۰۰۴).
- بررسی همه جانبه مدیریتی: تیم مدیریتی یکی از موارد مهم است. سرمایه گذار نیاز دارد تا تعیین کند ترکیب بایستی محرک با هوش و مقاوم باشد. سابقه و تجارب قبلی و ترجیحات شخصی دو راه قضاوت درمورد آنهاست. (Golis, ۱۹۹۸).

### گامهای سرمایه گذاری مخاطره آمیز

سرمایه گذاران ریسک پذیر تنها در مرحله ایجاد بنگاهها در آن سرمایه گذاری نمی کنند. فازهای مختلف در طی چرخه عمر شرکت به تأمین مالی نیاز دارد. سرمایه گذاران مختلف به جهت تجارب قبلی و یا ترجیحات قبلی در فازهای مختلف سرمایه گذاری می کنند.

مراحل تأمین مخاطره آمیز می توانند به دو دسته کلی تقسیم شوند. مراحل متقدم<sup>۱</sup> و مراحل متأخر<sup>۲</sup>. که شرح مختصری از هر دو مرحله و مراحل فرعی آن در ادامه ارائه می گردد.

مجدوده مراحل متقدم خود به دو فاز تقسیم میشوند. تأمین مالی در مرحله پیدایش<sup>۳</sup>، تأمین مالی شروع کسب و کار<sup>۴</sup>

محدوده متأخر شامل: تأمین مالی در مرحله توسعه<sup>۱</sup>، سرمایه جایگزین<sup>۲</sup>، MBO<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup> Early-stage financing

<sup>۲</sup> Later-stage financing

<sup>۳</sup> seed

<sup>۴</sup> Start-up

- تأمین مالی در مرحله پیدایش: مشارکت بین کارآفرین/ نوآور و سرمایه‌گذار قبل از ایجاد بنگاه صورت می‌گیرد. ( خورتاگاریان<sup>۴</sup> ۲۰۰۵) سرمایه‌گذار در فاز آزمایشی، هنگامی که محصول / خدمت هنوز از لحاظ تکنولوژیک معتبر نیست درگیر کار می‌شوند. سرمایه‌گذار با یک سرمایه‌گذاری توسط در فاز توسعه ابتدایی به شرکت کمک می‌کند. (Caselli & Gatti, ۲۰۰۴)
- تأمین مالی شروع کسب و کار: صندوق‌ها تأمین کننده کمبود مالی برای تسهیلات محصول/ خدمت است. ( خورتاگاریان<sup>۵</sup> ۲۰۰۵) هنوز اعتباری تجاری وجود ندارد. کمک‌های مالی بیشتر از مرحله تأمین مالی در مرحله پیدایش است. (Caselli & Gatti, ۲۰۰۴)
- تأمین مالی در مرحله توسعه: سرمایه‌گذاری در این مرحله لازم فرض است. تولید و فروش در حال افزایش است اما بنگاه برای توسعه کمبود مالی دارد. (Företagarguiden, ۲۰۰۵)
- سرمایه جایگزین: یک سرمایه‌گذار سهمی از سهام‌داران موجود را که می‌خواهند تمام یا بخشی از سهام خود را بفروشند. می‌خرد. سهام دار موجود ممکن است مالک و یا سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر باشد. (Företagarguiden, ۲۰۰۵)
- MBO : مدیریت جاری و سرمایه‌گذار قادر می‌سازد تا سهام عمده از کسب و کار را برای بدست گرفتن کنترل و مدیریت شرکت خریداری نماید. (BVCA, ۲۰۰۴)

## فرآیند ارزیابی

گولیس<sup>۶</sup> (۱۹۹۸) بیان می‌دارد که تخمین ارزش سرمایه‌گذاری، بخش بنیادین تصمیم سرمایه‌گذاری است. توافقات نهایی به توافق درباره منبع سرمایه‌گذاری مورد نیاز بستگی دارد. مسائل و مشکلاتی در طی فرآیند ارزیابی وجود دارد که اولین آن انتخاب روش و چگونگی ارزیابی توسعه ارزیاب است. تعداد زیادی از روش‌های ارزیابی وجود دارد که کاسلی و گاتی (۲۰۰۴) به دو روش اشاره کرده‌اند که می‌تواند برای اینکار مفید باشد.

---

<sup>۱</sup> expansion  
<sup>۲</sup> Replacement capital  
<sup>۳</sup> Management buyout  
<sup>۴</sup> Företagarguiden

<sup>۵</sup> Företagarguiden  
<sup>۶</sup> Golis

۱- انواع صنعت: صنایع مختلف ارزش‌های متفاوتی را ایجاد می‌کنند. در صناعی که بنگاه بخش بزرگی از سرمایه استخدامی آن بعنوان دارایی‌های ثابت و سرمایه کار (دارایی‌های محسوس) را دارد. آنالیزگر می‌بایستی روش‌های مبتنی بر ترازنامه را انتخاب کند. نوعاً صناعی از قبیل پتروشیمی که تولیدی خواهد بود. شرکت‌های که مزیت رقابتی آنها در دارایی‌های نامحسوس از قبیل تحقیق و توسعه است که در ترازنامه مشهود نیست از روش‌های مبتنی بر درآمد و جریان نقدی استفاده می‌کند.

۲- داده مبتنی بر روایی و پایایی ارزشیابی: انواع داده قابل دسترس، انتخاب و جهت روش‌های ارزشیابی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. اطلاعات مرتبط با گذشته و حال و ارزش آتی متغیرهای مرتبط عملکرد و مورد انتظار بنگاه را متأثر می‌سازد. اگر اطلاعات بدست آمده معتبر نباشد روش‌های از قبیل روش‌های مبتنی بر جریان نقدی و درآمد می‌تواند مفید واقع شود.

### روش‌های ارزشیابی :

این روش‌ها معمولاً در ارزشیابی سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد.

#### ۱- قابلیت مقایسه‌ای

دارایی‌های مشابه و برابر ممکن است شاخص خوبی برای ارزش باشد. (کاسلی و گاتی ۲۰۰۴) با توجه به انجمن سرمایه مخاطره‌پذیر و سهام خصوصی اروپایی (EVCA)<sup>۱</sup> این روش‌های ارزشیابی مراحل پیدایش و آغاز به کار در بخش‌های تحقیق و توسعه مناسب است.

#### ۲- چند جانبه:

این روش احتمالاً برای یک سرمایه‌گذاری در یک بنگاه ایجاد شده که درآمد مستمر دارد. مناسب است. که برای شرکت‌هایی با درآمد منفی نیز قابل کاربرد است. اگر زیان‌ها نیز در حال حاضر مورد توجه قرار گیرند. چند جانبه

مبتنی بر اطلاعات عمومی از کمپانی‌های تجاری است. (کاسلی و گاتی ۲۰۰۴)

#### ۳- ارزش فعلی خالص:

<sup>۱</sup> European private equity & venture capital association

بسیاری از نگرش‌ها برای ارزیابی‌ها پروژه براساس آنالیز جریان نقدی تنزیل شده که معیارهای مانند ارزش فعلی خالص استفاده می‌کنند. (Yeo & Qiu, ۲۰۰۲)

۴- دوره برگشت: مدت زمانی که هزینه ابتدایی برگشت می‌کند. (Ross, Westerfield & Jaffe, ۲۰۰۲)

۵- نرخ داخلی برگشت

این روش نرخ‌هایی که به ما NPV<sup>۱</sup> از صفر برای سرمایه‌گذاری می‌دهد. (Anthes, ۲۰۰۳)

۶- برنامه‌ریزی سناریو:

فرآیند کشف و توسعه استراتژی‌هایی که در یک موقعیت‌های گوناگون یا مختلف آینده رخ می‌دهد. (Raynold et al., ۲۰۰۵)

۷- شاخه تصمیم‌گیری:

این آنالیز مستلزم ایجاد یک "شبکه"<sup>۲</sup> ارائه‌کننده همه سناریوهای ممکن با احتمال آن تصمیم برای پاسخگویی به آن است. (Olsson, ۲۰۰۳)

### تعیین پرتفوی اندازه سرمایه مخاطره پذیر

سه دسته اصلی از فاکتورهای قابل ملاحظه که اندازه پرتفوی را تحت تأثیر می‌گذارند وجود دارد.

۱- ویژگیهای صندوق سرمایه مخاطره پذیر

۲- ویژگیهای بنگاههای کارآفرینانه

۳- ویژگیهای توافقات تأمین مالی

اول، تعداد صندوقهایی که توسط بنگاه سرمایه مخاطره پذیر فعالیت می‌کنند، تعداد مدیران صندوق سرمایه مخاطره پذیر، استمرار تأمین مالی صندوق<sup>۳</sup> و صندوق رابطه مثبت و قابل ملاحظه‌ای با اندازه پرتفوی صندوق سرمایه مخاطره پذیر دارند. صندوقهای دولتی و صندوقهای حامی نیروی کاری جهت کمک‌های مالیاتی<sup>۴</sup> نیز پرتفوی‌های بزرگی دارند.

<sup>۱</sup> Net present value

<sup>۲</sup> lattice

<sup>۳</sup> fundraising

<sup>۴</sup> tax-subsidized labor-sponsored fund

دوم ، اندازه پرتفوی متأثر از ترکیبی از پرتفوی شامل سرمایه گذاریهای مرحله متقدم و فن آوری پیشرفته است ، اما ماهیت این تأثیر به انواع صندوق سرمایه مخاطره پذیر بستگی دارد.

سوم اینکه ، اندازه پرتفوی بطور قابل ملاحظه های تحت تأثیر ماهیت توافقات تأمین مالی شامل ، ساختار سرمایه مرحله (اسکلت)<sup>۱</sup> ،سندیکا و تعداد سرمایه سرمایه گذاری شده در بنگاهکارآفرینانه قرار دارد.

شواهد حاکی از آنست که پرتفوی های کوچک تر هنگام تعدد سندیکا و مرحله (اسکلت) شایع تر است . همچنین سرمایه گذاریهای بزرگتر در هر سرمایه گذاری با پرتفوی کوچک تر در ارتباطند . استفاده از اوراق بهادار با قابلیت تبدیل سریع نیز اثر مثبتی روی اندازه پرتفوی صندوق سرمایه مخاطره پذیر خصوصی دارند . سرانجام اینکه اندازه ای که برگشت به مقیاس نزولی هستند کمتر بین زیر نمونه های صندوق سرمایه مخاطره پذیر خصوصی شایع است به استثنای صندوقهای حمایت از نیروی کار و صندوقهای دولتی .

این نتایج می تواند بعنوان راهنمایی برای انواع صندوقهای سرمایه مخاطره پذیری باشد که قصد دارند بیشترین ارزش افزوده و ساختار اثربخشی از پرتفوی سرمایه مخاطره پذیر ، را برای بنگاه های کارآفرینانه به ارمغان آورند .

### سرمایه گذاریهای سرمایه مخاطره پذیر در شرکتهای در حال پیدایش<sup>۲</sup>

خرد درک شده از تقاضای برآورده نشده ،حاکی از آنست که برگشت ریسک ناکافی و اندازه، بسیاری از سرمایه گذاریها در مراحل ابتدایی را شکل می دهد . با تمرکز روی دو گام مجزا ، در متعدد شدن فرآیند سرمایه گذاری در شرکتهای در حال پیدایش – تصمیم برای سرمایه گذاریها در شرکتهای در حال پیدایش ، و شدت سرمایه گذاری در حال پیدایش ، می توان گفت ، ویژگیهای مختلف نسبت به عدم اطمینان ، در نتیجه تفاوتها در ریسک درک شده از ساختار شرکتهای در حال پیدایش است . هنگامی که عدم اطمینان با تخصص توسعه یافته ، همراه می شود چالش مثبتی رانسبت به ریسک غیر قابل مدیریت ارائه می کند همچنین به این نتیجه خواهیم رسید که نسبت ، اندازه / شرکا ی متفاوت در مقابل بنگاههای سرمایه مخاطره آمیز به تفاوتهایی در کارایی درک شده از ساختارهای در حال پیدایش منتج می شود . این پیشنهاد می کند که در حالیکه تعداد کمی از

<sup>۱</sup> staging  
<sup>۲</sup> Seed companies

بنگاههای سرمایه مخاطره پذیر، با سرمایه گذاری سرمایه آنها در بسیاری از اوقات مرتبط با قرضه کارایی می باشد ، سایر سرمایه گذاران ممکن است با حداکثر بازده از سرمایه سرمایه گذاری شده مرتبط باشد .

### نتیجه گیری :

سرمایه گذاریهای مخاطره پذیر در حال تبدیل شدن به یکی از اهرمهایی است که به رشد بنگاههای تازه تأسیس کمک شایانی می کند . سرمایه گذاری در بنگاه های تازه تأسیس ریسک قابل توجهی دارد و این در حالی است که تعداد کمی از بنگاه های تازه تأسیس سرمایه های قابل برگشت زیادی دارند . و این مسئولیت بزرگی را برای روشهای ارزیابی مورد استفاده بنگاه های سرمایه مخاطره پذیر ایجاد میکند . هنگامیکه عدم اطمینان نسبت به منافع آتی بالاست ابزار ارزیابی کمک کمی می تواند انجام دهد . معیارهای ذکر شده با توجه به تغییر محیط و آینده از انعطاف پذیری برخوردار نیست و نمی تواند معیاری واقعی باشد و بایستی از معیار های استفاده کرد که از انعطاف پذیری برای آینده متغیر برخوردار باشد . در مورد سرمایه گذاری در شرکتهای در حال پیدایش می توان ذکر کرد ، نتایج مشاهدات مرتبط با ۱ سال صندوق ، اندازه صندوق و قدمت صندوق از آنست که تصمیم گیری برای سرمایه گذاری در شرکتهای در حال پیدایش ، رابطه مثبتی با سال صندوق ، مکان ، و میانگین سرمایه سرمایه گذاری شده در پرتفوی کمپانی ، و رابطه منفی تعدا کمپانی ها در پرتفوی دارد . همچنین ، اینکه نسبت سرمایه گذاریهای در حال پیدایش رابطه مثبتی با سال صندوق و رابطه منفی با سن بنگاه و میانگین سرمایه سرمایه گذاری شده در پرتفوی شرکت و تعداد شرکتهای در پرتفوی دارد .





منابع :

Bergemann & Hege (۱۹۹۷, October). *Venture capital financing, moral hazard, and learning*. Retrieved October ۱۰, ۲۰۰۵, from

BVCA. (۲۰۰۴, October). *A guide to private equity*. Retrieved October ۲۶, ۲۰۰۵, from <http://www.bvca.co.uk/>

Bygrave, W, Timmons, J ۱۹۹۲ *Venture Capital at the Crossroads*. Boston, Harvard Business School Press.

Caselli, S. & Gatti, S. (۲۰۰۴). *Venture capital: A euro-system approach*. Berlin: Springer-verlag.

Covitz, D., & Liang, N. (۲۰۰۲). *Recent developments in the private equity market and the role of preferred returns*. Board of governors of the federal reserve system.

Dimo P. Dimov, Ronan Kearney, , Gordon C. Murray , *Venture Capital Investments In Seed Companies: Challenging Current Wisdom*, London Business School, University of Exeter

Douglas Cumming , *The Determinants Of Venture Capital Portfolio Size: Emprical Evidence* , School of Business, University of Alberta

EVCA. (۲۰۰۵). *Comparables*. Retrieved October ۱۵, ۲۰۰۵, from <http://www.evca.com>



Florida, R, Kenney, M ۱۹۹۰ *The Breakthrough Illusion*. New York, Basic Books.

Företagarguiden. (۲۰۰۵) *När kan riskkapitalbolagen gå in?*. Retrieved October ۱۵, ۲۰۰۵, from <http://foretagarguiden.nutek.se/sb/d/۳۲۴/a/۱۷۴۸>

Golis, C.C. (۱۹۹۸). *Enterprise and venture capital: a business builders' and investors' handbook*. (۳rd ed.) St Leonards: Allen & Unwin.

Gompers, P, Lerner, J ۱۹۹۹ *The Venture-Capital Cycle*. Cambridge, The MIT Press.  
<http://campus.hec.fr/profs/hege/papers/ΔCventure.pdf>

Isaksson, A. (۱۹۹۹). *Ett PM om venture capital i Sverige och USA*. Umeå: Handelshögskolan.

Katleen Baeyens , Sophi Manigart , *Dynamic Financing Strategies: The Role Of Venture Capital* , Ghent university .belgium

Mainprize, B., Hindle, K., Smith, B., & Mitchell, R. (۲۰۰۲). *Toward the standardization of venture capital investment evaluation: Decision criteria for rating investee business plans*. *Frontiers of entrepreneurship research*.

Martinelli, A ۱۹۹۴ "*Entrepreneurship and Management*" in N.J.Smelser and R.Swedberg eds. *The Handbook of Economic Sociology*. Princeton University Press, Princeton.



Olsson, K.O. (۲۰۰۳a). Extract from the report: “*New evaluation methods for rail and road investments An approach based on real options*”. Retrieved ۲۰۰۵-۰۹-۲۹

Raynold, M., Tremblett, K., & Schmidt, R. (۲۰۰۵). *Long Term Strategic Thinking Placing the Pembina Institute in Divergent Scenarios of the World for ۲۰۲۵. The Pembina Institute.*

Reiner, M L ۱۹۸۹ *The Transformation of Venture Capital: A History of Venture Capital Organization in the United States*. Ph.D. Dissertation, University of California, Berkeley.

Ross, Westerfield & Jaffe. (۲۰۰۲). *Corporate Finance*. (۶th ed.) New York: McGraw-Hill Companies Inc.

Venture Economics ۱۹۹۹ *National Venture Capital Association Yearbook*. Washington, DC: National Venture Capital Association.

Yeo, K.T., & Qiu, F. (۲۰۰۲). *The value of management flexibility - a real option approach to investment evaluation*. International journal of project management, ۲۱, ۲۴۳-۲۵۰.