مجله اقتصادی - ماهنامه بررسی مسائل و سیاستهای اقتصادی
شماره‌های ۹ و ۱۰، آذر و دی ۱۳۸۹ صفحات ۱۱۶-۸۷

کسب و کارها و منابع تأمین مالی متناسب با آنها

محمدهاشم بت‌شکن[۱]
جلال سیف‌الدینی[۲]

تمام شرکت‌ها از کوچک‌ترین آنها تا بزرگترینشان نیازمند سرمایه هستند. شرایط و نیازهای تأمین مالی یک کسب و کار به موقعیت آن در چرخه عمر آن کسب و کار بستگی مستقیم دارد. طیفی از انواع منابع تأمین مالی گوناگون وجود دارند که هر یک مناسب نیازهای شرکت‌ها با شرایط مختلف هستند. یکی از منابع تأمین مالی، سرمایه مخاطره‌پذیر است. این منبع مناسب کارآفرینانی است که هنوز در ابتدای راه هستند. وجود این منبع امکان می‌دهد که بسیاری از ایده‌هایی که شکل می‌گیرند بتوانند مسیر خود را به سمت تجاری‌شدن و ایجاد یک کسب و کار با ثبات با سهولت بیشتری طی کنند. سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر به دلیل این کارکرد خود نقش مهمی را در رشد و شکوفایی اقتصاد فراهم می‌کند و به همین دلیل سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر یکی از نهادهای مهم در بازارهای سرمایه پیشرفته هستند. در مقاله حاضر با تبیین نقش مؤسسات سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در بازار سرمایه جایگاه آنها را در چرخه عمر شرکت‌ها مشخص می‌شود و در مجموع منابعی تأمین مالی را که در هر مرحله از عمر شرکت برای آن مناسب‌تر هستند مشخص می‌نماییم.

واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاری مخاطره پذیره، چرخه عمر شرکت، فرشتگان سرمایه‌گذار، سرمایه‌گذاران خصوصی، صندوق‌های مخاطره‌پذیر، شرکای ثانویه، برگه شرایط.

۱. عضو هیأت علمی دانشگاه علامه طباطبایی. mh.botshekan@gmail.com
۲. دانشجوی دکترای مالی. jalal.seifoddini@gmail.com

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

۱. مقدمه

تمام شرکت‌ها از کوچک‌ترین آنها تا بزرگ‌ترینشان نیازمند سرمایه هستند. دسترسی به سرمایه موجب استفاده از فرصت‌های رشد در شرایط خوب اقتصادی می‌شود و در مواجهه با شرایط بد اقتصادی امکان بقا و ادامه حیات شرکت را فراهم می‌کند.

اولین موردی که افراد هنگام نیاز به سرمایه به آن می‌اندیشند بانک‌ها هستند، اما بانک‌ها تنها به شرکت‌هایی وام می‌دهند که سلسله شرایط خاصی را احراز کنند. اگر شرکتی کوچک، جوان و یا دارای محصولات نامتعارف باشد و یا در صنعت ناشناخته‌ای فعالیت داشته باشد بانک‌ها به آن اعتبار نخواهند داد. بانک‌ها بسته به شرایط مختلف اقتصادی معیارهای اعطای اعتبارات خود را تغییر می‌دهند. آنها بسته به شرایط در انتخاب صنایعی که به آنها وام می‌دهند نیز تجدیدنظر می‌کنند. بانک‌ها همچنین برای شرکت‌های وام گیرنده محدودیت‌هایی را ایجاد می‌کنند لذا تأمین مالی از طریق بانک‌ها همیشه بهترین گزینه نیست. در واقع، طیفی از منابع تأمین مالی غیربانکی وجود دارند که هر یک مناسب نیازهای شرکت‌ها با شرایط مختلف هستند. شرکت‌های کوچک و بزرگ بسته به نیاز خود باید منابع تأمین مالی خود را انتخاب نمایند.

چهار فاکتور اصلی که تعیین‌کننده منبع تأمین مالی مناسب هر شرکتی هستند شامل ریسک، بازده، میزان سرمایه‌گذاری و افق زمانی سرمایه‌گذاری هستند.



[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

هر یک از منابع تأمین سرمایه‌دارای میزان ریسک پذیری خاص خود هستند. بازده مورد انتظار آن‌ها نیز بر همین اساس متفاوت است. حجم سرمایه‌گذاری نیز عامل با اهمیتی است زیرا برخی از منابع تأمین مالی در میزان سرمایه‌گذاری که قادر به انجام آن هستند محدودیت دارند. برخی در میزان سقف سرمایه‌گذاری قابل ارائه محدودیت دارند و برای برخی دیگر سرمایه‌گذاری کمتر از یک میزان مشخص توجیه ندارد و به عبارتی در میزان کف سرمایه‌گذاری محدودیت دارند. زمان خروج از سرمایه‌گذاری یا به عبارت دیگر افق زمانی سرمایه‌گذاری نیز عامل با اهمیتی به شمار می‌رود، زیرا هیچ منبع سرمایه‌گذاری نمی‌خواهد منابع خود را تا ابد درگیر یک پروژه سرمایه‌گذاری نماید، اما منابع سرمایه‌گذاری در میزان افق زمانی که برای سرمایه‌گذاری خود قائل هستند با یکدیگر متفاوتند.

تا زمانی‌که نیازهای یک شرکت با ترجیحات منبع سرمایه همخوانی نداشته باشد امکان جذب منابع وجود نخواهد داشت، لذا برای تعیین بهترین منبع جذب سرمایه برای یک کسب و کار ابتدا باید ویژگی‌ها و شرایط آن کسب و کار را شناخت، سپس ویژگی‌های منابع مختلف تأمین مالی را مورد بررسی قرار داد و سپس با تطبیق نیازها با منابع بهترین منابع را برای هر یک از شرایط گوناگون یک کسب و کار مشخص کرد.

شرایط و نیازهای یک کسب و کار مستقیماً به موقعیت آن در چرخه عمر آن کسب و کار بستگی دارد لذا در بخش بعدی نیازهای یک کسب و کار را با توجه به مراحل چرخه عمر آن مشخص خواهیم کرد.

۲. مراحل چرخه عمر یک شرکت (از ایده تا تثبیت و افول)

شرکت‌ها نیز مانند افراد متولد می‌شوند، زندگی می‌کنند و می‌میرند. شرکت‌های بزرگی وجود داشتند که اکنون تنها یاد آنها باقی مانده است و شرکت‌های نوپایی نیز وجود داشتند که در همان ابتدای امر با شکست مواجه شدند. اغلب شرکت‌های نوپا در پنج سال اول آغاز حیات خود با شکست مواجه می‌شوند. دلایل این شکست‌ها شامل این موارد است که عبارتند از:

- تجربه کم مدیریت
- محصولات ناکارامد یا کاملاً توسعه نیافته

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

- کمبود مشاوران و ناظران خارجی نظیر هیأت مدیره و حسابرسان
- کم بودن تعداد مشتریان شرکت
- کمبود منابعی جهت جبران اشتباهات

همان‌گونه که مشاهده می‌شود به جز مشکل عدم دسترسی به منابع مالی، مشکلات دیگری نیز موجب شکست طرح‌ها و کسب و کارها در آغاز راه می‌شوند که اهمیت آنها کمتر از مشکل عدم دسترسی به سرمایه نیست که مسائل مدیریتی یکی از این موارد هستند. این موضوع نشان می‌دهد که صرف تأمین منابع مالی نمی‌تواند منجر به توسعه کسب و کارها و اشتغالزایی شود. در این رابطه در بخش‌های بعد توضیحات بیشتری ارائه خواهیم کرد. در ادامه، مراحل توسعه و رشد یک کسب و کار بطور خلاصه شده ارائه شده‌اند:

مرحله	تعریف	ویژگی‌ها
آغاز فعالیت (Start-up)	کسب و کار نوپا، کسب و کاری است که هنوز جنبه مفهومی و ذهنی دارد. هیچ‌گونه فروشی انجام نشده و حتی هنوز ممکن است نمونه اولیه محصول نیز ساخته نشده باشد.	محصول یا تکنولوژی موردنظر ممکن است قابل تحقق به نظر نیایند. هزینه‌ها و قیمت‌ها تنها بطور کلی و تقریبی قابل برآورد هستند. پذیرش محصول از سوی بازار هنوز امتحان نشده است.
اوایل فعالیت (Early Stage)	کسب و کاری که در اوایل راه خود قرار دارد ممکن است به مقداری سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر دسترسی داشته باشد اما هنوز در مرحله توسعه محصول می‌باشد. سرمایه‌گذاری در این کسب و کار از قابلیت نقدشوندگی پایینی برخوردار خواهد بود، اما امیدهایی به نقد کردن آن از طریق IPO یا تصاحب شدن وجود دارد. در این مرحله برخی از مجوزهای لازم برای محصول گرفته می‌شوند.	محصول از لحاظ تکنیکی قابل تحقق به نظر می‌رسد، اما مدیریت ممکن است قادر به تجاری‌سازی آن نباشد. هزینه‌های تولید و توزیع به دقت قابل برآورد نیستند. پذیرش محصول توسط بازار با قیمت مورد نظر شرکت هنوز تست نشده است.
توسعه (Expansion)	کسب و کاری که در مرحله توسعه قرار دارد می‌تواند محصولات خود را توزیع کند یا خدمات خود را به مشتری ارائه کند، اما درآمد کافی بدست نمی‌آورد تا منابع مالی لازم جهت رشد یا تثبیت خود را تأمین نماید.	محصول با موفقیت تجاری‌سازی شده است. پذیرش محصول توسط بازار رخ داده است. در برآورد هزینه‌ها تجدید نظر شده است و قیمت فروش آزمون شده است. مدیریت کسب و کار نیز مورد آزمون قرار گرفته است.
تثبیت (Stabilization)	کسب و کاری که در مراحل پس از رشد قرار دارد محصول خود را به بازار عرضه می‌کند و سود مورد نظر خود را کسب می‌نماید.	ریسک‌ها به فاکتورهای بیرونی مانند رقابت، تغییر بازار و تکنولوژی محدود شده‌اند.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

همان‌طور که مشخص شد، فاکتورهای اصلی که مشخص‌کننده وضعیت و نیازهای یک کسب و کار در هر مرحله از عمر هستند به شرح زیر می‌باشند که تمام این موارد در نهایت مشخص‌کننده میزان ریسک آن کسب و کار در هر مرحله خواهند بود:

- قابل تحقق بودن محصولات و خدمات و هزینه‌های آنها
- مدیریت کسب و کار
- حجم دارایی‌ها و پشتوانه مالی کسب و کار

۳. منابع تأمین سرمایه و ویژگی‌های هریک

منابع مالی گوناگونی جهت تأمین سرمایه یک کسب و کار وجود دارند که اصلی‌ترین آنها به شرح زیر می‌باشند:

- منابع شخصی کارآفرین
- اقوام و نزدیکان
- منابع مالی مخاطره پذیر
- منابع بانکی
- عرضه اوراق بهادار در بازارهای خارج از بورس (OTC)
- عرضه اوراق بهادار در بورس

هریک از این منابع نیز دارای ویژگی‌های خاص خود می‌باشند.

همان‌طور که پیش از این نیز ذکر شد فاکتورهای تفکیک‌کننده هر یک از این منابع شامل چهار فاکتور اساسی ریسک، بازده، افق زمانی و حجم سرمایه‌گذاری می‌باشند.

۳-۱. منابع شخصی کارآفرین

یکی از عوامل اصلی موفقیت یک کارآفرین در ایجاد یک کسب و کار، اتکا به منابع شخصی است. اغلب افرادی که به منابع بانکی و سایر منابع مالی متکی هستند در همان ابتدای تحقق بخشیدن به ایده‌های خود ناتوان می‌مانند زیرا اتکا به سایر منابع قدرت ریسک پذیری و جسارت

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

نوآوری را از آنان می‌گیرد. جمله معروفی از مارک تواین[1] وجود دارد مبنی بر اینکه "بانک شخصی است که در روز آفتابی به شما چتر قرض می‌دهد و در روزهای بارانی آن را از شما پس می‌گیرد." اغلب منابع تأمین مالی در مؤسساتی مانند بانک‌ها عمل می‌کنند. برخی چتر خود را تنها با ابری شدن هوا پس می‌گیرند و برخی درصورت شدت یافتن باران و طوفانی شدن هوا این کار را انجام می‌دهند. هنگامی که آنها چتر خود را پس می‌گیرند به این معنا است که ریسک سرمایه‌گذاری از میزان ریسک مورد پذیرش آنها فراتر رفته است. هنگامی‌که یک بانک یا سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز یا اقوام و نزدیکان دارای توان سرمایه‌گذاری به طرح کسب و کار یک کارآفرین نگاه می‌کنند تنها باران می‌بینند و در برابر این باران امیدها و افکار کارآفرین از حوزه دید آنها خارج می‌شود. لذا کارآفرین در نخست می‌بایست منابع مالی اولیه‌ای را برای انجام تحقیقات خود و امکانپذیرترکردن ایده خود داشته باشد. منابع شخصی می‌تواند از روش‌های زیر حاصل شوند:

- پس اندازهای شخصی کارآفرین
- فروش یا وثیقه گذاشتن اموالی مانند مسکن و اخذ وام‌های مصرفی از بانک‌ها (توجه داشته باشید که در اینجا بانک بابت ایده کارآفرین وامی به او نداده است و این وام از دید بانک هیچ ارتباطی با ایده کارآفرین ندارد و در برآورد ریسک و بازده آن نیز این مسئله صادق است).

یکی از ویژگی‌های تأمین مالی از منابع شخصی، محدودیت حجم این نوع منابع می‌باشد. از سوی دیگر، چون این منابع متعلق به خود شخص کارآفرین است سوخت شدن آنها نیز توسط کارآفرین پذیرفته شده است و به عبارتی دارای بیشترین ریسک پذیری ممکن هستند.

۳-۲. اقوام و نزدیکان (فرشتگان سرمایه‌گذار) [2]

فرشتگان سرمایه‌گذار اشخاص ثروتمندی هستند که در تأمین سرمایه کسب و کارهایی که هنوز در مرحله آغاز هستند شرکت می‌کنند. سرمایه‌گذاری آنها اغلب به‌صورت مشارکت در مالکیت پروژه و یا از طریق اوراق بدهی قابل تبدیل به اوراق مالکیت می‌باشد.

1.Mark Twain
2. Angel Investors

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

فرشتگان سرمایه‌گذار اغلب از منابع مالی متعلق به خود سرمایه‌گذاری می‌کنند، برخلاف سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر که منابع مالی تجمیع شده از سایر سرمایه‌گذاران را به‌صورت حرفه‌ای مدیریت می‌کنند.

فرشتگان سرمایه‌گذار با توجه به این‌که اغلب از آشنایان کارآفرین بشمار می‌آیند و با توجه به اعتقادی که به شخص کارآفرین دارند سرمایه‌گذاری می‌کنند و ریسک بالایی که در این زمینه پذیرا می‌شوند شکاف بین دو منبع تأمین مالی شخصی و سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز را پر می‌کنند.

یکی از ویژگی‌های این منبع، تأمین سرمایه‌گذاری محدود بودن آن است و برای همیشه پاسخگوی نیازهای کسب و کار نمی‌باشد. ویژگی دیگر این است که نیازی به گرو گذاشتن وثیقه جهت جذب منابع فرشتگان سرمایه‌گذار نمی‌باشد.

۳-۳. منابع بانکی

اگرچه بانک‌ها برای سلامت اقتصاد یک ملت ضروری هستند، اما آنها تنها به شرکت‌هایی تسهیلات اعطا می‌کنند که طیف محدودی از شرایط خاص را احراز کنند. بانک‌ها معمولاً از ریسک‌پذیری پایینی برخوردار هستند و اغلب جهت اعطای اعتبارات وثیقه و ضامن طلب می‌کنند. سقف وام اعطایی آنها معمولاً محدود است و به رتبه اعتباری شخص متقاضی تسهیلات بستگی دارد. می‌توان گفت که سرمایه‌گذاری‌های آنها بطور کامل از جنس بدهی است و علاقه‌ای به مشارکت در مالکیت و مدیریت کسب و کار ندارند.

وارد شدن بانک‌ها به سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌آمیز می‌تواند منجر به مشکلات و تنگناهایی برای بانک‌ها شود و این امر تهدیدی برای کل یک اقتصاد خواهد بود، زیرا بانک‌ها یکی از ارکان اقتصاد هر کشوری به شمار می‌روند و هرگونه مشکلی که برای آنها پیش بیاید آثار وسیع و مخربی را برای کل اقتصاد درپی خواهد داشت. همین موضوع موجب محدودشدن میزان ریسک‌پذیری آنها می‌شود. با توجه به این مسائل درگیرکردن بانک‌ها در سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌آمیز و دارای ریسک بالا حتی اگر ممکن باشد عاقلانه نیست و می‌تواند به کل اقتصاد ضربه وارد سازد.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

۳-۴. منابع مالی مخاطره پذیر

سرمایه مخاطره‌پذیر به معنای تأمین مالی کسب و کارهای جدید می‌باشد. به عبارت دیگر، منابع مالی که توسط سرمایه‌گذاران در اختیار شرکت‌هایی که در مرحله تبدیل ایده به محصول تجاری هستند و کسب و کارهای کوچکی که به نظر می‌رسد دارای پتانسیل رشد طولانی‌مدت باشند قرار داده می‌شود سرمایه مخاطره‌پذیر نامیده می‌شود. سرمایه مخاطره‌پذیر یکی از منابع مهم برای شرکت‌های نوپا است که به بازارهای سرمایه دسترسی ندارند. این نوع سرمایه‌گذاری معمولاً از ریسک بالایی برخوردار بوده و به تبع آن به صورت بالقوه بازده آن بیش از متوسط بازده سایر سرمایه‌گذاری‌ها خواهد بود.

یکی از ویژگی‌های اصلی این است که سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر به جز تأمین مالی می‌تواند شامل ارائه خدمات مدیریتی و تکنیکی نیز بشود.

این نوع سرمایه‌گذاری اغلب توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری[1] و دیگر مؤسسات نهادی که می‌توانند چنین منابعی را گردآوری و در اختیار شرکت‌ها بگذارند انجام می‌شود. این نوع تأمین مالی بین شرکت‌های نوپا که دارای سابقه فعالیت کمی هستند و نمی‌توانند از طریق ایجاد بدهی تأمین مالی کنند متداول است. نکته با اهمیت دیگر در خصوص این نوع تامین مالی این است که سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر در ازای سرمایه‌گذاری خود، حق مشارکت و اثرگذاری برتصمیمات و مدیریت شرکت و همچنین بخشی از مالکیت شرکت را بدست می‌آورد.

سرمایه‌گذاری‌های مخاطره پذیر معمولاً دارای کف سرمایه‌گذاری هستند و حجم سرمایه‌گذاری کمتر از یک میزان خاص برای آنها توجیه اقتصادی ندارد. افق زمانی سرمایه‌گذاری آنها نیز بین ۵ تا ۱۰ سال و تا زمانی که کسب و کار به میزان رشد مورد نظر آنان دست یابد می‌باشد.

۳-۵. عرضه اوراق بهادار در بازارهای خارج از بورس

بازارهای خارج از بورس با توجه به ویژگی‌ها و مکانیزم‌های خاص خود معمولاً دارای شرایط آسان‌تری برای پذیرش شرکت‌ها و فراهم آوردن امکان معامله اوراق بهادار آنها هستند. با توجه به

1. Investment Banks

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

اینکه حجم سرمایه‌گذاری در کسب و کارهایی که اوراق بهادارشان در بازارهای خارج از بورس پذیرش می‌شود هنوز آن قدر نیست که دارای تنخواه گردان[1] بالایی باشند، لذا از سیستم‌های معاملاتی برپایه بازار ساز در این بازارها استفاده می‌شود.

اشخاصی که از طریق این بازارها در کسب و کارهای نوپا سرمایه‌گذاری می‌کنند در مقایسه با سرمایه‌گذاران فعال در بورس‌ها دارای ریسک‌پذیری بالایی بوده و متناسب با آن بازده مورد انتظارشان نیز بالاتر می‌باشد. معمولاً شرکت‌های لیست شده در این بازارها شرکت‌های خوش آتیه و دارای توان رشد بالقوه بالایی می‌باشند.

کسب و کارها از طریق عرضه اوراق بهادارشان در بازارهای خارج از بورس می‌توانند به سرمایه‌گذاران زیادی دسترسی پیدا کنند و در نتیجه بتوانند حجم بالای سرمایه مورد نیاز خود را تأمین نمایند.

شرکت‌هایی که متقاضی پذیرش در بازارهای خارج از بورس هستند نیازمند طول عمر بالایی نمی‌باشند، اما ساختارهای سازمانی و مدیریتی آنها باید آماده و تثبیت شده باشد. افق سرمایه‌گذاری این منبع تامین سرمایه بلندمدت می‌باشد و امکان جذب منابع مالی بلندمدت را برای کسب و کارها فراهم می‌کند. این نوع تأمین مالی می‌تواند هم از نوع مشارکت در مالکیت و هم از نوع بدهی باشد.شرکت‌های تأمین سرمایه در این نوع تأمین مالی نقش با اهمیتی را ایفا می‌کنند.

۳-۶. عرضه اوراق بهادار در بورس

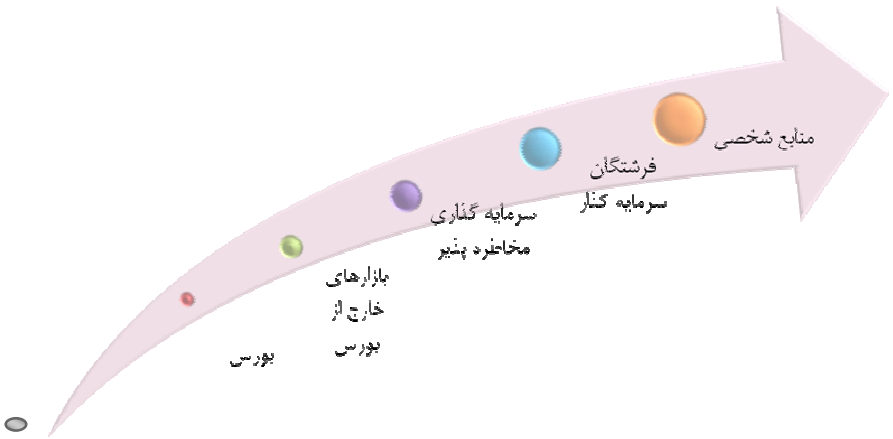
شرکت‌هایی امکان پذیرش در بورس‌ها را دارند که از ثبات کافی برخوردار باشند، ساختارهای آنها تثبیت شده و از بهره‌وری کافی برخوردار باشد، از طول عمر و سابقه عمل کرد کافی برخوردار باشند و هچنین به اندازه کافی بزرگ باشند زیرا تأمین مالی از طریق بورس‌ها دارای بالاترین کف سرمایه‌گذاری است. عرضه اوراق بهادار در بورس‌ها در حجم‌هایی بسیار بالایی انجام می‌شود که تضمین‌کننده نقدشوندگی آن اوراق در بورس می‌باشند.

سرمایه‌گذارانی که از طریق بورس‌ها در کسب و کارها سرمایه‌گذاری می‌کنند تنها ریسک‌های سیستماتیک را می‌پذیرند و حاظر به پذیرش ریسک‌های غیرسیستماتیک نمی‌باشند، لذا

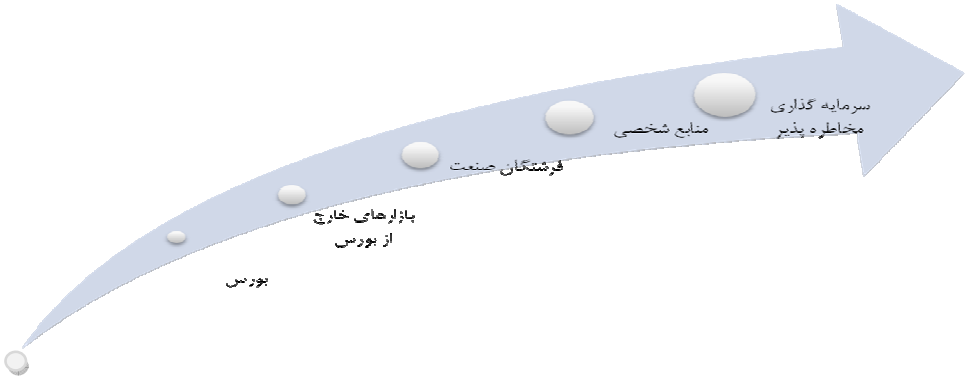
1. Fee Float

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

شرکت‌هایی امکان تأمین مالی از این طریق را دارند که ریسک‌های غیرسیستماتیک خود را به حد معقولی کاهش داده باشند. افق سرمایه‌گذاری این منبع تأمین سرمایه بلندمدت می‌باشد. این نوع تأمین مالی می‌تواند هم از نوع مشارکت در مالکیت و هم از نوع بدهی باشد. نمودارهای زیر می‌توانند هر یک از این منابع تأمین مالی را بر اساس فاکتورهای ریسک، بازرده، افق زمانی و حجم سرمایه‌گذاری مقایسه نمایند:

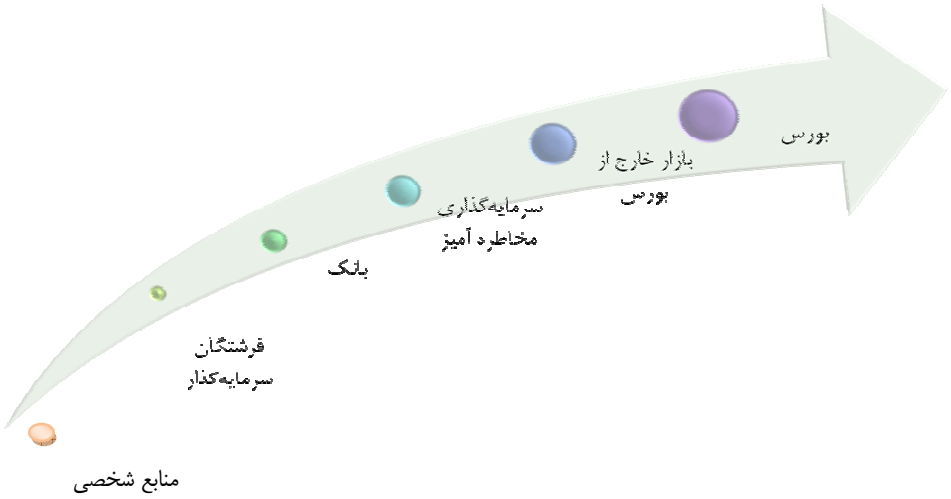


نمودار۱. نمودار مقایسه‌ای نشان دهنده میزان ریسک مورد پذیرش هر یک از منابع تأمین مالی

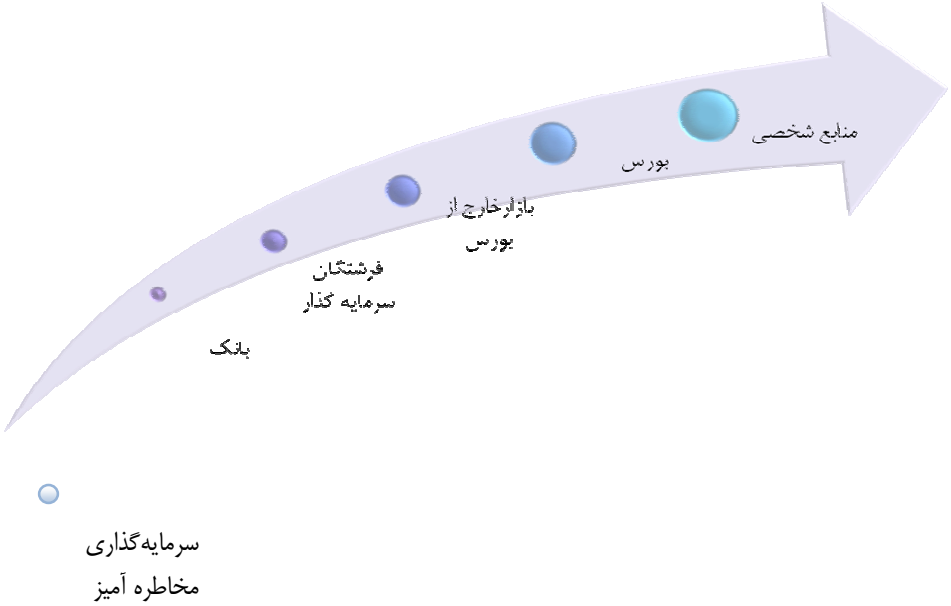


نمودار۲. نمودار مقایسه‌ای نشان‌دهنده میزان بازده مورد انتظار هر یک از منابع تأمین مالی

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]



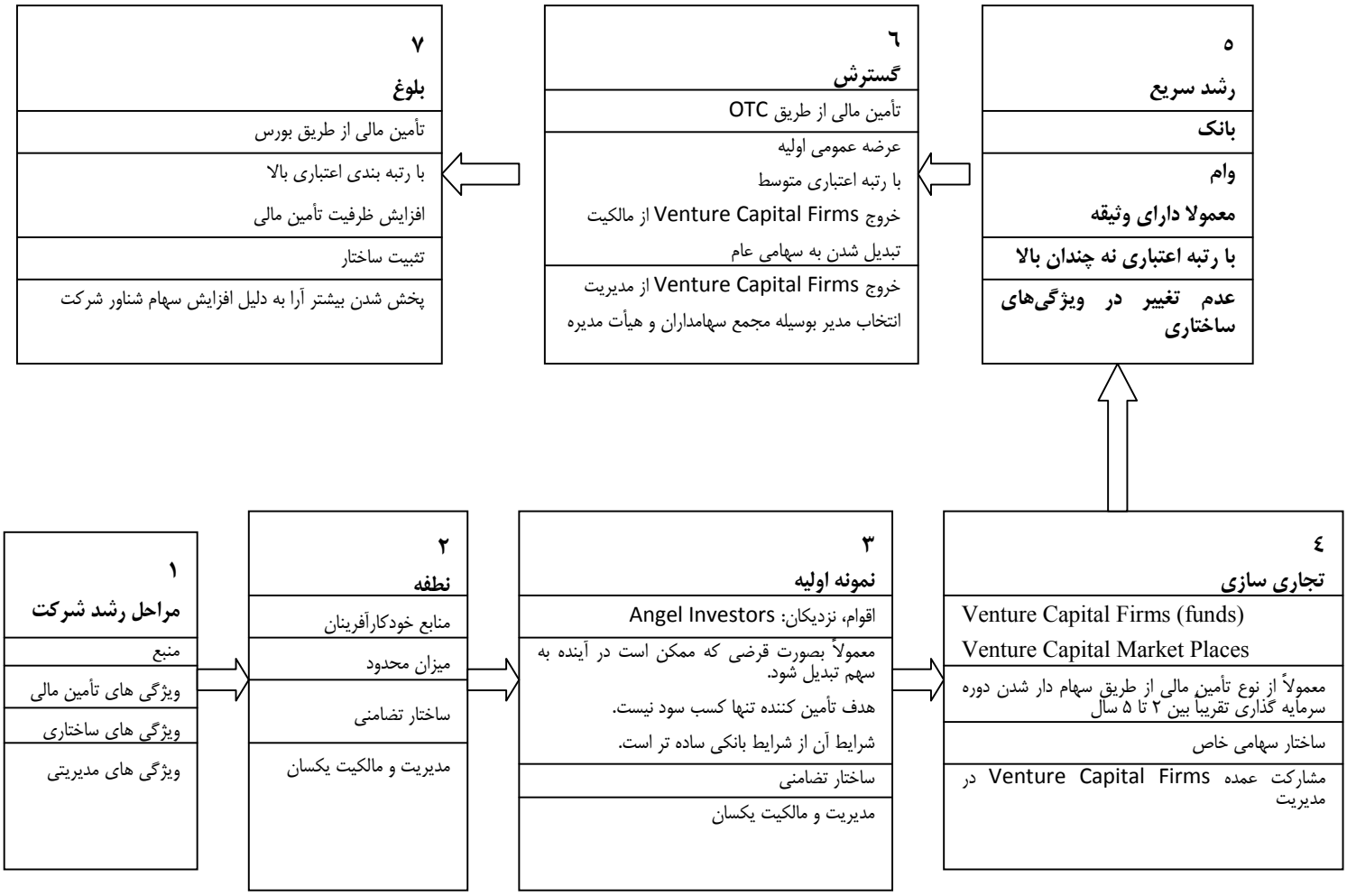
نمودار ۳. نمودار مقایسه‌ای نشان‌دهنده حجم سرمایه‌گذاری هر یک از منابع تأمین مالی



نمودار۴. نمودار مقایسه‌ای نشان‌دهنده افق سرمایه‌گذاری هر یک از منابع تأمین مالی

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

نمودار ۵. تطبیق شرایط و نیازهای کسب و کار و ویژگی های منابع تأمین مالی



[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

۴. تطبیق ویژگی‌های منابع تامین سرمایه و نیازهای کسب و کارهای نیازمند سرمایه

با توجه به اینکه تا این مرحله ویژگی‌های کسب و کارها و نیازهای آنان و ویژگی‌های منابع تأمین مالی به تفکیک توضیح داده شد هم اکنون می‌توان با تطبیق دادن این ویژگی‌ها منابع تأمین مالی مناسب هر کسب و کار را مشخص نمود. این موضوع در نمودار زیر مشخص گردیده است:

۵. منابع تأمین مالی در هر مرحله، بازارها، ابزارها و نهادهای مرتبط با آن

۵-۱. مرحله نطفه

این مرحله در واقع همان زمانی است که کارآفرین در مورد کاربردی بودن ایده خود به درجه‌ای از اطمینان رسیده است. منبع تأمین سرمایه اصلی در این مرحله منابع مالی خود کارآفرین است. هرمقدار پول کمی که هر روز جمع‌آوری می‌شود به چند دلیل با اهمیت است:

- هنگامی‌که کارافرین پول اولیه مورد نیاز را جمع‌آوری کرد یکی از مراحل مهم به سمت استقلال مالی را پشت سرگذاشته است.
- پس انداز بخشی از درآمد روزانه نیازمند نظم است و کارآفرین به نظم احتیاج دارد.
- هنگامی‌که کارافرین پول خود را در ایده خود سرمایه‌گذاری می‌کند منجر به ایجاد اطمینان برای سایر سرمایه‌گذاران بالقوه می‌شود.

پس‌انداز افزایش حقوق‌ها، پاداش‌ها، صرفه‌جویی‌هایی ناشی از کاهش هزینه‌های زندگی و مسایل تفریحی منابع اصلی کارآفرین را جهت فراهم کردن پول اولیه اجرای ایده تشکیل می‌دهند. لذا بازار خاصی درمورد این منبع تأمین سرمایه وجود ندارد. این نوع سرمایه‌گذاری از نوع مالکیتی می‌باشد. یکی از روش‌های بکارگیری سرمایه دیگران در طرح در این مرحله اجاره کردن تجهیزات مورد نیاز یا محل مورد نظر است.

در این مرحله کارآفرین ایده خود را به نام خود ثبت می‌کند و لذا در این مرحله مالکیت و مدیریت طرح یکسان می‌باشند. تمام ریسک‌های مربوط به پروژه میز بر عهده شخص کارآفرین می‌باشد لذا ساختار شرکت به‌صورت تضامنی خواهد بود.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

۵-۲. نمونه اولیه

در این مرحله نمونه اولیه از ایده کارآفرین ساخته شده است اما هنوز به مرحله تجاری‌سازی نرسیده است. منابع مالی مورد نیاز در این مرحله توسط فرشتگان سرمایه‌گذار تأمین می‌شود.

۵-۳. نهادهای مرتبط با تأمین مالی در مرحله نمونه اولیه

الف) فرشتگان سرمایه‌گذاری

فرشتگان سرمایه‌گذار اشخاص ثروتمند و خانواده‌هایی هستند که علاقه‌مند هستند تا در طرح‌های با ریسک بالایی پیشنهاد شده توسط افرادی که مورد تحسین آنها هستند و تمایل به همکاری با آن‌ها را دارند سرمایه‌گذاری کنند.

فرشتگان سرمایه‌گذاری همچنین شامل سرمایه‌گذاران خصوصی[1] (اشخاصی که در شرکت‌های غیر سهامی عام سرمایه‌گذاری می‌کنند) می‌شود که تمایل دارند سرمایه اولیه طرح‌ها و ایده‌های جدید و خوش آتیه را تأمین کنند.

ب) بازارها مرتبط

بازار سرمایه‌گذاران خصوصی[2] برخی از سرمایه‌گذاران خصوصی که در جستجوی کارآفرینان خوش آتیه در اطراف شهرک‌های صنعتی یا محیط‌های دانشگاهی و تحقیقاتی تجمع می‌کنند و شبکه‌های ارتباطی را که کارآفرینان بتواند از آن طریق ایده‌های خود را مطرح نموده و فرشتگان سرمایه‌گذاری را جذب کنند ایجاد می‌کنند. برخی ازآنها انجمن‌هایی را نیز تشکیل داده‌اند که درقالب آن به تعامل با کارآفرینان و سایر سرمایه‌گذاران خصوصی می‌پردازند که از جمله آنها می‌توان به انجمن فرشتگان سرمایه (ACA) [3]در امریکای شمالی اشاره کرد که بیش از ۳۳۰ فرشته سرمایه‌گذاری را از ایالات متحده امریکا و کانادا به هم مرتبط کرده است. آنها با برگزاری نشست‌های سالانه و فصلی به تبادل اطلاعات با یکدیگر می‌پردازند و درضمن می‌توانند برآوری از وضعیت کلی بازار ارائه نمایند. بسیاری از این بازارها به‌صورت مجازی و اینترنتی تشکیل می‌شوند

1. Private Investors
2. Private Investor Market
3. Angel Capital Association

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

تا هزینه‌های اجرایی آنها پایین باشد و امکان تبادل اطلاعات بروز در آنها وجود داشته باشد که یکی از آن‌ها AngelCpitalMarket.com می‌باشد.

ج) قراردادها و ابزارهای مرتبط

قراردادهایی که بین کارآفرینان و فرشتگان سرمایه‌گذاری انعقاد می‌شود صورت استاندارد و یکسانی نداشته و بسته به مواردی بایکدیگر متفاوت می‌باشد. برخی از قراردادهای اصلی که در این میان مورد استفاده قرارمی‌گیرند شامل موارد زیرمی‌باشد:

- سفته[1] به همراه اختیار تبدیل آن به اوراق مالکیت

در شرایط اعمال اختیار مورد نظر مواردی نظیر میزان فروش در ابتدای فعالیت و عملکرد سودآوری کسب و کار گنجانیده می‌شوند.

- سهام ممتاز با سود تجمعی و قابل تبدیل به اوراق بدهی یا سهام عادی

این ابزار به فرشتگان سرمایه‌گذاری امکان می‌دهد که اگر در سال‌های اولیه فعالیت کسب و کار سود ده نبود سود سهام ممتاز آن‌ها انباشته شده و در دوره سودآوری کسب و کار سودهای پیشین نیز اخذ شوند.

- سهام عادی

فرشتگان سرمایه‌گذاری که می‌خواهند در کسب و کار جدید نقش فعال‌تری داشته باشند درقالب خرید سهام در کسب و کار سرمایه‌گذاری می‌کنند.

۵-۳. مرحله تجاری سازی

در این مرحله ایده کارآفرین تکمیل شده و زمان تجاری سازان فرا رسیده است. در این مرحله هنوز شرکت به سودآوری نرسیده است بلکه میزان منابع مالی مورد نیاز آن بسیار زیاد می‌باشد زیرا نیازمند خرید تجهیزات مورد نیاز و پرداخت هزینه‌های تبلیغات می‌باشد. این مرحله از کسب و کار از ریسک بالایی برخوردار است.

1. Promissory Notes

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

۵-۴. نهادهای مرتبط با این مرحله جهت تأمین مالی

نهادهای تأمین‌کننده منابع مالی در این مرحله نیز جزئی سرمایه‌گذاران خصوصی به شمار می‌آیند اما تفاوت آنها با فرشتگان سرمایه‌گذاری در این است که آنها ریسک‌پذیری کمتری دارند. بازده بالایی مطالبه می‌کنند، در مدیریت کسب و کار دخالت می‌کنند و حجم سرمایه در دسترس آنها نیز بسیار بالاتر از فرشتگان سرمایه‌گذاری است. از جمله نهادهایی که این نوع سرمایه‌گذاری را انجام می‌دهند می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:



الف) سرمایه‌گذاران حقیقی

سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر طیف متنوعی از نهادها را در بر می‌گیرند، حتی اشخاص حقیقی ثروتمند هم می‌توانند جزء این تأمین‌کنندگان سرمایه قرار گیرند. در دهه‌های ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰، عمده سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر اشخاص حقیقی بودند. امروزه بیشتر نوع پیشرفته شرکت‌های مخاطره‌پذیر وجه غالب سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر را به خود اختصاص داده‌اند هر چند تعداد

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

سرمایه‌گذاران حقیقی نیز در سال‌های اخیر مجدداً افزایش یافته است. به هر حال سرمایه‌گذاران حقیقی یکی از منابع مهم تأمین منابع مالی در سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر محسوب می‌شوند.

ب) شرکت‌های مخاطره‌پذیر[1]

شرکت‌های مخاطره‌پذیر، گستره متنوعی از شرکت‌های کوچک چند میلیون دلاری که برای تأمین سرمایه بنیان‌گذاری شرکت‌ها فعالیت می‌کنند تا شرکت‌های بزرگ چند میلیارد دلاری که در صنایع مختلف و در کشورهای متفاوت سرمایه‌گذاری می‌کنند را در برمی‌گیرند. در آمریکا بیشترین مقدار سرمایه‌گذاری پرمخاطره در صنایع با تکنولوژی برتر[2] و پس از آن کالاهای صنعتی، ساختمان و خدمات تجاری انجام می‌شود.

شرکت‌های مخاطره‌پذیر نوعاً ساختاری با مالکیت محدود دارند و به امید دستیابی به بازده بالا در دامنه زمانی ۷-۳ سال در شرکت‌هایی که از پتانسیل بالایی برای پیشرفت برخوردارند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. این قبیل سرمایه‌گذاران با بررسی فرصت‌های بسیار سرمایه‌گذاری، چند شرکت را انتخاب کرده و با مشارکت فعال در مدیریت، بازاریابی استراتژیک و سایر موارد اجرایی و راهبردی باعث پیشرفت هر چه بیشتر آن می‌شوند. در حقیقت نقش اصلی این سرمایه‌گذاران کمک به کارآفرینی[3] و تأمین منابع مالی است.

انواع متفاوتی از شرکت‌های مخاطره‌پذیر وجود دارند، اما نوع معمول این شرکت‌ها به صورت مستقل فعالیت می‌کنند و شرکت‌های خصوصی مستقل[4] نامیده می‌شوند. همچنین این شرکت‌ها می‌توانند به سایر نهادهای مالی همچون شرکت‌های بیمه، بانک‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری وابسته باشند و از سوی آنها سرمایه‌گذاری کنند. به علاوه ممکن است این شرکت‌ها به عنوان توابع شرکت‌های صنعتی و غیرمالی اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند که در این صورت سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر شرکتی[5] نامیده می‌شوند. دیگر شرکت‌های مخاطره‌پذیر وابسته به دولت هستند که به راه‌اندازی شرکت‌های مربوط به برنامه‌های دولتی کمک می‌کنند.

1. Venture Firms or Company
2. High Technology
3. Entrepreneurship
4. Private Independent Firm
5. Corporate Venture Investors

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

هرچند اغلب شرکت‌های مخاطره‌پذیر در آمریکا به صورت شرکت‌های تضامنی محدود[1] شکل می‌گیرند در چند سال گذشته قوانین مالیاتی آمریکا اجازه شکل‌گیری این شرکت‌ها را در غالب شرکت‌های تضامنی با مسئولیت محدود[2] و شرکت‌های با مسئولیت محدود[3] را نیز داده است که این نوع ساختارها در کاهش میزان ریسک سرمایه‌گذاران در این شرکت‌ها بسیار مؤثر هستند زیرا بیشترین مسئولیت هر سرمایه‌گذار محدود به میزان سرمایه‌اش در شرکت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر می‌باشد.

ج)صندوق‌های مخاطره‌پذیر[4]

به صندوق‌های سرمایه‌گذاری گفته می‌شود که منابع مالی سرمایه‌گذارانی را که به دنبال سرمایه‌گذاری و کسب مالکیت در شرکت‌های غیرسهامی‌عام و مؤسسات کوچک تا متوسط (SMEs)[5] دارای پتانسیل رشد بالا هستند یک کاسه کرده و اقدام به سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌آمیز با این منابع می‌کنند. این نوع سرمایه‌گذاری‌ها اغلب به عنوان فرصت‌های داری ریسک بالا و بازده بالا شناخته می‌شوند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر از لحاظ تئوری به سرمایه‌گذاران فردی امکان می‌دهند تا بتوانند در مراحل اولیه رشد یک شرکت و یا فرصت‌هایی که در آنها امکان رشد ناگهانی و چشمگیر وجود دارد، سرمایه‌گذاری کنند.

سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر تمام جنبه‌های تکنیکی و تجاری شرکت‌های هدف را در نظر می‌گیرند با دید بلندمدت برروی درصد کوچکی از هر شرکت با سرمایه‌گذاری می‌کنند. این قبیل سرمایه‌گذاران معمولاً در یک صندوق مخاطره‌پذیر پرتفویی از شرکت‌های نوپا تشکیل می‌دهند و با این کار ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهند. به این منظور در بسیاری مواقع با دیگر شرکت‌های مخاطره‌پذیر به سرمایه‌گذاری مشترک می‌پردازند و اغلب به‌طور همزمان چند صندوق را مدیریت می‌کنند.

1. Limited Partnership
2. Limited Liability Partnership
3. Limited Liability Company
4. Venture Fund
5. Small and Medium-Size Enterprises

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

به دلیل اینکه سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر نوعی سرمایه‌گذاری با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت محسوب می‌شود سرمایه‌گذاران این صندوق‌ها مجبور نیستند که درهمان ابتدا کل سرمایه اسمی‌صندوق را پرداخت کنند بلکه با توجه به نیازهای صندوق میزان سرمایه‌ای را که تعهد کرده‌اند در چند نوبت به صندوق پرداخت می‌کنند و صندوق نیز به همین ترتیب با ادامه رشد شرکت‌های نوپای داخل پرتفوی خود در زمان‌های معینی که این شرکت‌ها به پول نیاز دارند، منابع مالی را به آنها تزریق می‌کنند. فرایندی که طی آن شرکت‌های مخاطره‌پذیر از سرمایه‌گذاران برای تأمین سرمایه صندوق تعهد می‌گیرند تشکیل صندوق[1] نامیده می‌شود. این تعهد هنگام شکل‌گیری صندوق انجام می‌شود و طی آن شرکت برنامه خود را برای سرمایه‌گذاران تشریح می‌کند و امیدنامه خود را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد. تشکیل صندوق ممکن است از چند هفته تا چند ماه به طول انجامد.

معمولاً سرمایه‌گذاران نهادی، بنیادهای خیریه و افراد ثروتمندی که خواهان سرمایه‌گذاری در فرصت‌های پرمخاطره جهت به دست آوردن بازده بالاتر هستند،اقدام‌به‌تشکیل‌صندوق مخاطره‌پذیر می‌کنند. حداقل میزان تعهد اولیه سرمایه‌گذاران بسیار زیاد است و به دلیل ریسک بالا و قابلیت نقدشوندگی پایین معمولاً تعداد اشخاص حقیقی که وارد این نوع فعالیت می‌شوند بسیار کم است. تعداد سرمایه‌گذاران به‌طور معمول و بسته به اندازه صندوق متفاوت است.

پس از تشکیل صندوق، شرکت سرمایه‌گذاران محدود خود را دعوت به تسلیم سرمایه می‌کند. در آمریکا و در سال‌های گذشته این شرکت‌ها در سه دوره زمانی مشخص در طول سه سال درخواست افزایش سرمایه از سرمایه‌گذاران کرده‌اند. امروزه شرکت در دوره‌های زمانی مشخص و زمانی که احتیاج به سرمایه دارند این کار را انجام می‌دهند.

شرکت‌های مخاطره‌پذیر ممکن است در هر زمان بیش از یک صندوق داشته باشند یا پس از بسته‌شدن یک صندوق، صندوق جدیدی تأسیس کند. مشاهده شرکت‌های موفقی که ۷-۶ صندوق را به صورت هم‌زمان در طول ۱۵-۱۰ سال مدیریت می‌کنند امر غیرمعمولی محسوب نمی‌شود. هرصندوق مستقلاً مدیریت می‌شود و سرمایه‌گذاران مخصوص خود را دارد. استراتژی و تنوع هر صندوق نیز می‌تواند متفاوت باشد.

1. Corporate Venturing

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

شرکای صندوق‌های مخاطره‌پذیر می‌دانند که این نوع سرمایه‌گذاری بلندمدت است و سوددهی آن چندین سال به طول می‌انجامد. در بسیاری موارد سرمایه حتی بین ۱۰-۷ سال مسدود خواهد ماند. در سال‌های اخیر نوع جدیدی از این شرکت‌ها تأسیس شدند که به آنها شرکای ثانویه[1] می‌گویند. این نوع شرکت‌ها در خرید شرکت‌های موجود در پرتفوی شرکت‌های مخاطره‌پذیر تخصص دارند و نقدینگی دارایی سرمایه‌گذاران اولیه را تأمین می‌کنند. شرکای ثانویه به امید بازدهی بسیار در شرکت‌هایی که از نظر آنان زیر قیمت واقعی مبادله می‌شوند، سرمایه‌گذاری می‌کنند.

۵-۵. ساختار قراردادی مورد استفاده سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر

بدین خاطر که سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز علاوه بر تأمین مالی در مدیریت کسب و کار نیز مشارکت می‌کنند انواع قراردادهایی که آنها برای تأمین مالی منعقد می‌کنند با سایر انواع قراردادهای تأمین مالی از سایر منابع متفاوت است. ساختار قراردادی سرمایه‌گذاری بصورت مرحله‌ای به شرح زیر است:

۱. در ابتدا که کارآفرین و سرمایه گذار به توافقات اولیه می رسند یک تفاهم نامه[2] بایکدیگر امضا می نمایند که مسایل کلی در مورد قصد طرفین جهت مشارکت و سرمایه گذاری را شامل می شود.

۲. پس از اینکه طرح کارآفرین مورد پذیرش متخصصان شرکت سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز قرار گرفت، برگه شرایط مفاد برگه شرایط[3] از طرف سرمایه‌گذار مخاطره به کارآفرین ارائه شده به تصویب طرفین رسیده و امضا می‌شود. برگه شرایط یک قرارداد نیست بلکه بیشتر یک برنامه یا دستورالعمل است. موارد زیر در برگه شرایط مشخص می‌شوند:

میزان سرمایه‌گذاری

- هدف سرمایه‌گذاری
- محملی که سرمایه‌گذاری برپایه آن انجام خواهد گرفت

1. Secondary Partnerships
2. Letter of Intent
3. Term Sheet

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

- تعداد سهامی که در اختیار سرمایه‌گذار قرار خواهد گرفت
- مؤلفه‌های سرمایه‌گذاری مانند آن بخشی که به‌صورت سهام عادی خواهد بود، بخشی که به‌صورت اوراق بهادار قابل تبدیل خواهد بود و بخشی که در قالب سهام ممتاز خواهد بود.
- میزان سرمایه‌گذاری هر یک از سایر سرمایه‌گذاران و مالکان کنونی شامل شخص کارآفرین
- مسائل مربوط له انتخاب اعضای هیأت مدیره
- هزینه‌هایی که شخص سرمایه‌پذیر می‌بایست متقبل شود، مانند هزینه گزارشات حسابداری انجام شده و مخارج قانونی این سرمایه‌گذاری
- زمان پیش‌بینی تحقق یافتن اهداف سرمایه‌گذاری
- تفاسیر قانونی: این امر به‌ویژه در مواقعی که رژیم ثانونی مختلف درگیر این سرمایه‌گذاری باشند اهمیت می‌یابد.

۳. بنابراین به توافق رسیدن در خصوص برگه شرایط قراردادهای اصلی سرمایه‌گذاری امضا می‌شوند. این قراردادها به این شرح می‌باشند.

- قرارداد خرید سهام، این قرارداد شامل موارد زیر می‌شود:

- قیمت و تعداد سهامی که قرار است توسط سرمایه‌گذار خریداری شود.
- ارائه وضعیت مالی و عملیاتی شرکت. این امر بسیار مهم است زیرا در صورت وجود هرگونه مغایرت در آن با واقعیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز می‌توانند از آن به عنوان راهی جهت خارج شدن از این سرمایه‌گذاری و عمل نکردن به تعهدات خود استفاده کنند.
- شرایط مختلفی که شرکت باید رعایت کند

- اعلامیه ثبت و اساسنامه بازنگری شده

اعلامیه ثبت و اساسنامه جزئیات ساختار سرمایه و سهام شرکت را مشخص می‌کند. وضعیت سهام عادی و ممتاز دراین گواهی مشخص می‌شوند.

- قرارداد حقوق سرمایه‌گذار

این قرارداد حقوق هریک از سرمایه‌گذاران را در صورت وقوع عرضه اولیه عمومی اوراق بهادار (IPO) مشخص می‌کند. این قرارداد همچنین اختیارات هرکدام از سهامداران را در عرضه عمومی

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

کردن سهام خود مشخص می‌کند. این قرارداد معمولاً پس از هردوره تزریق سرمایه توسط سرمایه‌گذاران به شرکت مورد بازنگری قرار می‌گیرد.

نمودار زیر روند انجام‌سرمایه‌گذاری‌و قراردادهای‌مورداستفاده درآن را به‌طورخلاصه‌نشان‌می‌دهد:



۵-۵-۱.ابزارهای مالی مورد استفاده در سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز

ابزارهایی که سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر از طریق آنها در شرکت سرمایه‌گذاری می‌کند شامل موارد زیر می‌شوند:

- سهم ممتاز قابل تبدیل به سهام عادی
- اسناد بدهی قابل تبدیل به سهام ممتاز

در فاصله دفعات تزریق سرمایه به شرکت می‌توان از این اسناد جهت قرض‌دادن به شرکت و سپس درصورت پیشرفت مناسب کار تبدیل آن به سهام استفاده کرد.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

۵-۵-۲. بازارهای سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز

سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز نیز در بازارهای سرمایه‌گذاری خصوصی که در بخش فرشتگان سرمایه‌گذاری به آن اشاره شد فعال هستند.

۵-۶. مرحله رشد سریع

در این مرحله شرکت به سودآوری رسیده است و رشد سریع خود را آغاز نموده است البته به دلیل رشد بالا سود حاصل از فعالیت‌های آن کفاف تأمین مالی آن رانمی‌دهد. در این مرحله شرکت دارای دارایی‌هایی نظیر زمین و ساختمان می‌باشد که امکان وثیقه قراردادن آنها وجود دارد و همچنین سابقه فعالیتی دارد که جهت دریافت وام از بانک اعتبار لازم را داشته باشد. از طرفی چون سرمایه‌گذاران مخاطره پذیر به عنوان قیم شرکت حضور دارند بانک‌ها با اعتماد به اعتبار آنها می‌توانند به شرکت وام دهند. لذا نهادهای تامین سرمایه در این مرحله را بانک‌ها تشکیل می‌دهند.

۵-۶-۱. ابزارهای مالی در تأمین مالی شرکت طی مرحله رشد سریع

این ابزارهای می‌توانند شامل انواع وام‌های دارای وثیقه و قرار داد مضاربه باشند.

بازار متشکلی برای دریافت تسهیلات از بانک‌ها وجود ندارد و تامین مالی از این طریق نیازمند جستجو و مذاکره با بانک‌ها می‌باشد.

۵-۷. مرحله گسترش

در این مرحله شرکت به اندازه‌ای رشد یافته است که بتوان سهام آن را به بازار ارائه کرد. سابقه عملکردی آن باعث می‌شود که بتواند رتبه اعتباری مناسبی کسب کند و ریسک آن برای فعالان بازار چندان بالا نباشد. در این مرحله سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر از شرکت خارج شده و سهام خود را در بازارهای خارج از بورس عرضه می‌کنند. لذا بازارهایی که در این مرحله تامین مالی از طریق آنها انجام می‌شود شامل بازارهای خارج از بورس می‌باشند.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

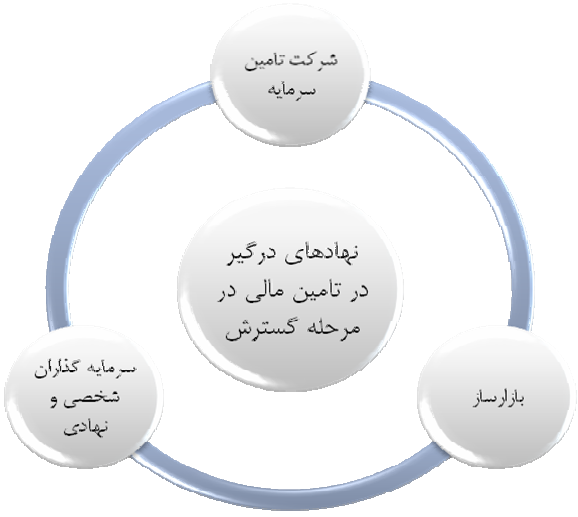
۵-۷-۱. نهادهای مشارکت‌کننده در تأمین مالی در مرحله گسترش

یکی از نهادهای اصلی که در این مرحله وارد فرایند تأمین مالی می‌شود شرکت‌های تأمین سرمایه هستند که شرکت را جهت عرضه سهام آن در بازارهای خارج از بورس آماده می‌کنند.

نهاد دیگری که نقش مهم دارد بازارسازان[1] سهام شرکت در بازار خارج از بورس هستند که مظنه‌گذاری سهم را برعهده دارند.

در این مرحله سرمایه‌گذارانی که در شرکت‌های عمومی سرمایه‌گذاری می‌کنند تأمین مالی شرکت را انجام می‌دهند. انواع این سرمایه‌گذاران می‌توانند شامل موارد زیر باشند:

- سرمایه‌گذاران شخصی
- شرکت‌های سرمایه‌گذاری
- انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک
- سایر مؤسسات مالی نظیر شرکت‌های بیمه
- مؤسسات مالی



ابزار مورد استفاده برای تأمین مالی در این مرحله شامل سهام عادی و اوراق قرضه می باشد.

1. Market Maker

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

۵-۸. مرحله بلوغ

در این مرحله شرکت سابقه عملکردی مناسبی را از خود به جای گذاشته است و حجم سهام آن به اندازه‌ای است که امکان معامله آن در بورس‌ها وجود داشته باشد.

در این مرحله نقش بازارساز در مظنه‌گذاری قیمت سهم حذف می‌شود و به جای آن از بازارگردان[1] می‌توان استفاده کرد. ابزارهای تأمین مالی در این مرحله نیز سهام عادی و اوراق قرضه هستند با این تفاوت که ریسک آنها نسبت به مرحله قبل کمتر شده است.

۶. سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز حلقه گمشده در اقتصاد ایران

همان‌طور که نمودار بخش قبلی نشان می‌دهد یکی از منابع اصلی تأمین مالی کسب و کارها که برای رشد و سودآور شدن کسب و کارها ضروری است سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز می‌باشد که کسب و کارها در مرحله‌ای از چرخه عمر خود با توجه به شرایط و ویژگی‌هایی که دارند به آن نیاز پیدا می‌کنند.

یکی از تفاوت‌های اصلی این منبع سرمایه با سایر منابع، تحولات مدیریتی است که این منبع در ساختار کسب و کار سرمایه‌پذیر ایجاد می‌کند و پایه‌های رشد و بلوغ شرکت را جهت دسترسی به سایر منابع عظیم‌تر سرمایه فراهم می‌سازد. سایر منابع سرمایه نظیر بانک‌ها فاقد این ویژگی هستند و لذا نمی‌توان وظیفه سرمایه‌گذاری‌های مخاطره آمیز را در اقتصاد به بانک‌ها سپرد.

متأسفانه در کشور به مسئله سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز توجه جدی نشده است و در برخی موارد تلاش بر این بوده است که بانک‌ها جایگزین آنها شوند و وظایف آنها را بر عهده گیرند که این امر با توجه به ویژگی‌های بانک‌ها و نقش حساسی که در اقتصاد بر عهده دارند عاقلانه نمی‌باشد.

در ادامه این متن جهت آشنایی بیشتر با سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز، انواع آن و ساز و کارهای آن به توضیحاتی در این زمینه پرداخته شده است.

1. Specialist

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

۶-۱. مرحله ورود سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر

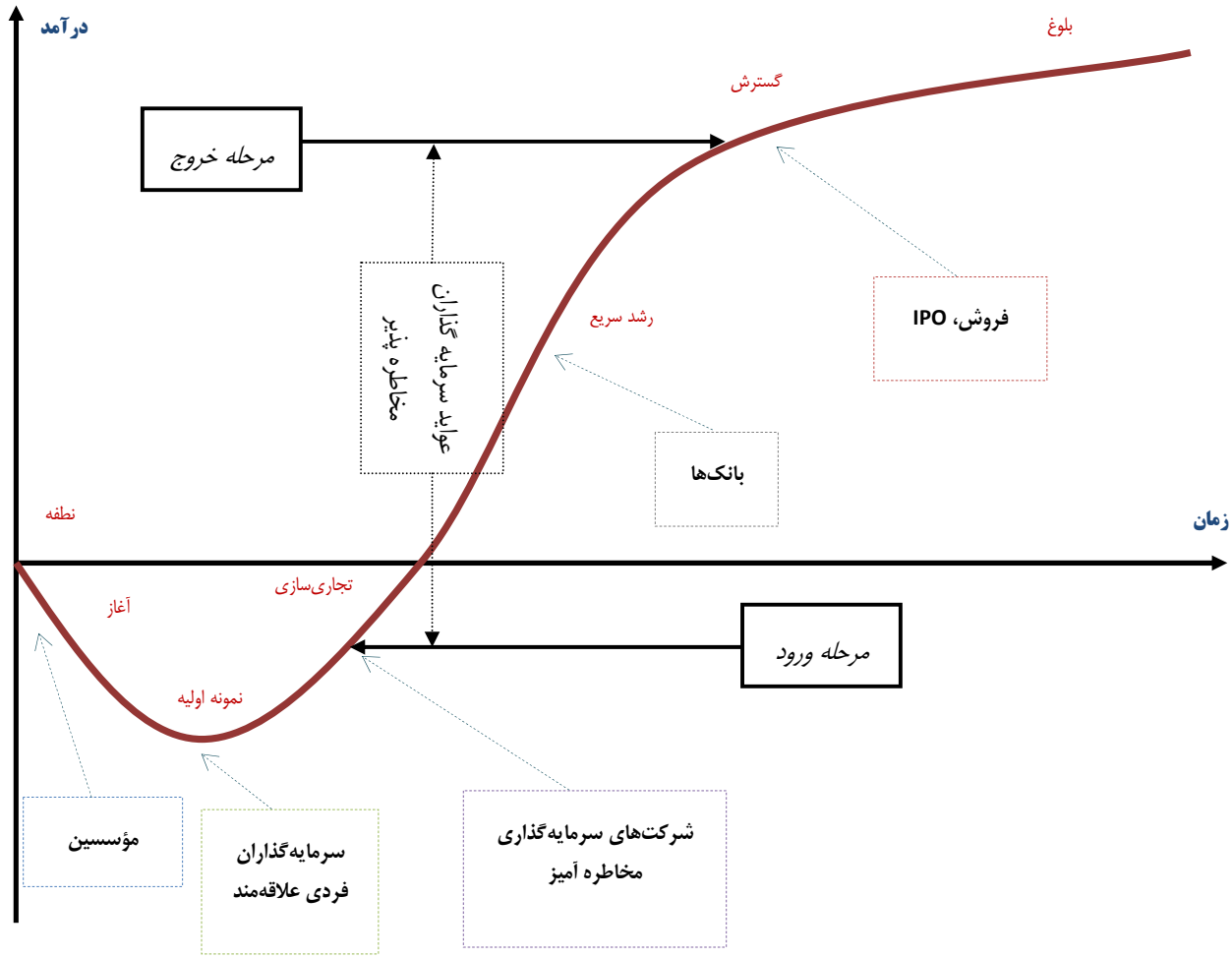
نمودار زیر همزمان با نشان دادن مراحل رشد و تبدیل‌شدن یک ایده به یک کسب و کار تثبیت شده، منابع تأمین مالی در هر دوره زمانی رشد شرکت را نشان می‌دهد که در مراحل اولیه آغاز به کار شرکت یکی از منابع اصلی سرمایه مخاطره‌پذیر می‌باشد.

۶-۲. سود سرمایه‌گذاران مخاطره آمیز

در نمودار زیر وضعیت درآمدی و سرمایه یک شرکت از بدو تولد تا زمان بلوغ نشان داده شده است. سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر در دورانی که شرکت از بیشترین میزان رشد درآمد برخوردار است به شرکت وارد شده و از این رشد چشمگیر شرکت منتفع می‌شوند. نمودار زیر این موضوع را نشان می‌دهد:

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

نمودار ۶. زمان‌بندی ورود و خروج سرمایه‌گذاران مخاطره پذیر



[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

۷. استراتژی‌های خروج سرمایه

همان‌گونه که در مباحث پیشین اشاره شد چگونگی خروج سرمایه یا به عبارت دیگرنقدکردن و بازگشت وجوه سرمایه‌گذاری شده به سرمایه‌گذاران از عوامل مهم و تأثیرگذار در فرایند سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر به شمار می‌رود و جزء پایانی آن را شکل می‌دهد. وجود راه‌ها و روش‌های مشخص و کارامد در پایان دادن به سرمایه‌گذاری و برگشت سرمایه یکی از نگرانی‌های جدی سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر است و حتی می‌تواند به عنوان یکی از پارامترهای تعیین‌کننده در آغاز سرمایه‌گذاری نیز تلقی شود. سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر با علم به نقدشوندگی اندک سرمایه مخاطره‌پذیر به طور معمول پس از گذشت ۶-۳ سال از آغاز سرمایه‌گذاری اقدام به خروج سرمایه خود می‌کنند و در این راه از شیوه‌ها و استراتژی‌های گوناگونی بهره می‌برند که عمده موارد آن در جدول (۱) مشهود است.

جدول ۱. راه‌های عمده خروج سرمایه مخاطره‌پذیر

نام	تعریف	مزایا	معایب
عرضه عمومی‌اولیه[1]	فروش سهام شرکت به عموم برای خرید و فروش در OTCها یا بورس	نقدشدن سرمایه سرمایه‌گذاران، کنترل عمده شرکت توسط سهامداران، بازدهی بالا	شرکت باید پتانسیل رشد بالایی داشته باشد که موفق به فروش سهام خود به عموم شود، این پروسه هزینه‌بر همراه با درآمد نامطمئن است، برای سهامداران عمده محدودیت‌هایی بوجود می‌آید.
تملک[2] شرکت	شرکت، توسط شرکت دیگری خریداری می‌شود	سرمایه نقد می‌شود، معمولاً شرکای استراتژیک شرکت را خریداری می‌کنند، تصاحب مدیریت شرکت قابل بحث و توافق است.	تغییر مدیریت، از بین رفتن احتمالی جایگاه و مقام شرکت
فروش شرکت[3]	شرکت توسط شخص یا نهاد دیگری خریداری می‌شود.	سرمایه سریع نقد می‌شود	باید کسی که انگیزه کافی برای خرید دارد پیدا شود، مدیریت عوض می‌شود.
ادغام[4]	پیوست به یک شرکت موجود دیگر	ممکن است مدیریت فعلی باقی بماند، منافع مشترک بوجود می‌آید، مقداری سهام و پول نقد بدست می‌آید.	وجود شرکا و رؤسای جدید، کنترل کمتر، دریافت پول نقد کمتر
خرید کل شرکت[5]	یک یا چند سهامدار شرکت، کل آن را از بقیه می‌خرند	فروشنده پول نقد دریافت می‌کند، مالکان شرکت کنترل آن را به دست می‌گیرند.	فروشنده باید راغب به انجام این کار باشد، خریداران باید پول کافی برای خرید داشته باشند.
امتیاز مخصوص[6]	فروختن حق و خط‌مشی شرکت به دیگران برای کپی‌برداری	دریافت پول نقد، فرصت برای رشد بالاتر، برجا ماندن مدیریت فعلی	از نظر قانونی پیچیده است، باید امتیاز موجود برای فروش مناسب باشد

مأخذ: نتایج تحقیق.

1.Initial Public Offering
2.Acquisition
3.Sale of Company
4.Merger
5.Buy-out
6.Franchise

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

پذیرش شرکت‌های مخاطره‌پذیر در OTCها در کنار ادغام و تملک از راه‌های اصلی خروج سرمایه محسوب می‌شود و به این ترتیب سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر و بازار سرمایه را به یکدیگر پیوند می‌زند. ورود صنایع مخاطره‌پذیر به بازار اوراق بهادار با افزایش نقدشوندگی در این بخش بر جذابیت آن می‌افزاید و راه‌های تأمین سرمایه جدید و گسترش آن را می‌گشاید.

۸. بازار سرمایه مخاطره پذیر[1]

به دلیل اینکه اطلاعات مربوط به شرکت‌های سرمایه‌پذیر و سرمایه‌گذار در سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌پذیر چندان در دسترس نیست بازارهای سرمایه مخاطره‌پذیر بوجود آمده‌اند. در این بازارها کارآفرینانی که به دنبال جذب سرمایه مخاطره‌پذیر هستند مشخصات پروژه‌های خود را وارد می‌کنند و سرمایه‌گذاران نیز ترجیحات سرمایه‌گذاری خود را ذکر می‌کنند و از طریق این بازار شرکت‌های سرمایه‌پذیر و سرمایه‌گذار می‌توانند به مناسب‌ترین گزینه‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری دست یابند و هزینه آن نیز از هزینه جستجوی مستقیم در خارج از بازار کمتر خواهد بود.

علاوه بر این بازارها، سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر جهت همکاری بایکدیگر کانون‌های سرمایه‌گذاری مخاطره پذیر را نیز ایجاد کرده‌اند که در آنها به همکاری تبادل اطلاعات و ایجاد استانداردهایی برای حرفه خود می‌پردازند تا ریسک‌های مرتبط با فعالیت‌های خود را کاهش دهند. یک نمونه از این کانون‌ها کانون ملی سرمایه‌گذاران مخاطره پذیر امریکا[2] می‌باشد.

۹. نتیجه‌گیری

با توجه به مطالب ارائه شده در این متن مشاهده می‌شود که یکی از علل اصلی کوچک ماندن بازارهای سرمایه ایران و عدم موفقیت طرح‌های اشتغالزایی که بر فراهم آوردن سرمایه مورد نیاز جهت کسب و کارهای نوپا متمرکزند فقدان نهادهایی برای تبدیل ایده به کسب و کار جدید و پرورش شرکت‌های نوپا جهت لیست کردن آنها در بازارهای سرمایه ایران می‌باشد. بنابراین،

1. Venture Capital Marketplace
2. National Venture Capital Association (NVCA)

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

استفاده از ساز و کار سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز علاوه بر بازده بالایی که نصیب سرمایه‌گذاران خود می‌کند به رشد و توسعه بازار سرمایه ایران نیز کمک شایانی خواهد کرد.

منابع

سازمان بورس و اوراق بهادار، *سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر و بازار سرمایه*، مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه ایران.

David, E., Vance, Raising, Capital, Springer, Science & Business Media (2005), Gerald Benjamin, Joel Margulis, Angel Capital : How to Raise Early-Stage Private Equity Financing, John Wiley & Sons.

Joseph Lim, Anthony Saunders (1990), "Initial Public Offerings: The Role of Venture Capitalists", The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts.

Stephen, Bloomfield (2008), *Venture Capital Funding*, 2nd Edition, Kogan Page.

Kevin McNally (1997), "Corporate Venture Capital: Bridging the Equity Gap in the Small Business Secto"r, Routledge.

The SME Financing Gap, "Proceedings Of Brasilia Conference", Vol. 2.

Venture Capital, http://www.investopedia.com/terms/v/venturecapital.asp.

Venture Capitalist, http://www.investopedia.com/terms/v/venturecapitalist.asp.

Venture Capital Funds, http://www.investopedia.com/terms/v/vcfund.asp.

Venture Capital Firms,.
http://www.1000ventures.com/venture_financing/vc_firms_byvpa.html

The Venture Capital Industry, http://ezinearticles.com/?The-Venture-Capital-Industry---An-Overviewid=2028204.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]