

فصلنامه رویکردهای پژوهشی نو در علوم مدیریت

Journal of New Research Approaches in Management Science

سال دوم، شماره هشتم، پاییز ۱۳۹۷، صص ۱۶۹-۱۵۱ Vol 2. No 8. 2018, p 151-169

ISSN: (2588-5561)

شماره شاپا (۲۵۸۸-۰۵۶۱)

## نقش سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در تأمین مالی کارآفرینانه

فریبا موادزاده انتگری<sup>۱</sup>، دکتر سعید زندی<sup>۲</sup>

۱. دانشجو آموخته کارشناسی ارشد رشته مدیریت کارآفرینی دانشگاه علامه طباطبائی، ایران

۲. استادیار دانشگاه علامه طباطبائی، ایران

### چکیده

ما اکنون در مراحل اولیه انقلاب بازارهایی زندگی می‌کنیم که رهبران کسب و کارها نیاز به تطابق و هماهنگی و موفق شدن در مواجه با تقاضاهای در حال ظهور قرن بیست و یکم دارند. این تقاضاهای برای رهبران و سازمان‌های آگاه خیلی تعجب برانگیز نخواهد بود و از سویی دیگر محدودیت‌های منابع، تقاضا برای زنجیره تأمین کاراتر و قابل هم پوشانی را نسبت به گذاشته بیشتر می‌کند؛ لذا در این زمان بسیاری از شرکت‌های نیاز به حضور افرادی دارند که متوجه جهت‌گیری‌های جهان باشند و به آنها کمک کنند تا در عین مواجه با مشکلاتی از قبیل فقر، بیماری، افزایش مصرف جهانی، کهنسالی جمعیت و تغییرات جوی، به رشد و رونق اقتصادی و ادامه حیات بلند مدت خود دست پیدا کنند. لذا در اینجا توجه‌ها در سراسر جهان به سمت کارآفرینان و رفع نیازهای آنها جلب می‌شود. سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی یکی از شیوه‌های نوینی که علاوه بر برطرف کردن نیازهای مالی کارآفرینان، نیازهای مهارتی و تخصصی آنها را هم برطرف می‌کند، اما برای بهره‌گیری از این مدل تأمین مالی لازم است که آگاهی نسبت به شکل‌گیری و اهداف و ساختار این مدل دست یابیم.

**واژه‌های کلیدی:** سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی، اهداف سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی، ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی، فرآیند صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی.

## مقدمه:

در کنفرانس آینده «فینتک»<sup>۱</sup> در ۸ ژوئن سال ۲۰۱۶، ۱۰۰ نفر از بزرگترین تاجران و سرمایه‌گذاران جهان در متropolitain در نزدیکی کلیسا چلسی در نیویورک گرد هم آمدند تا نگاهی به فرآیند سرمایه‌گذاری در سطح جهان داشته باشند در این نشست مباحث جالبی در خصوص سرمایه‌گذاری بیان گردید که از جمله نکات ارایه شده در این نشست، که بسیاری از بزرگان فعال در عرصه سرمایه‌گذاری نیز به آن اذعان داشتند، این بود که سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر<sup>۲</sup> و مبهم است. مطابق با آمار ارایه شده توسط مرکز سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی جهانی<sup>۳</sup> روند سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در شرکت‌های استارتاپ<sup>۴</sup> رو به رشد است و شرکت‌های بزرگی در صنایع مختلفی از آی بی ام<sup>۵</sup> تا خود فروش‌هایی همانند سون<sup>۶</sup> به صورت مستقیم و به طور خاص از طریق واحدهای سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر مشخص شده<sup>۷</sup> در داخل مجموعه‌هایشان به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های استارتاپ پرداخته‌اند. به گونه‌ای که ایجاد چنین واحدهای خودگردان<sup>۸</sup> سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در شرکت‌های بزرگ تقریباً به یکی از ویژگی‌ها و خصایص رایج شرکت‌های بزرگ تبدیل شده‌است، شرکت‌هایی همانند کوکا کولا، وال مارت، شرکت کامپل سوپ<sup>۹</sup> به طور قابل توجهی از سرمایه‌گذاری مستقیم در صنعت و بیوتکنولوژی به سوی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های استارتاپ روی آورده‌اند در این زمان بود که توجه بسیاری از تحلیلگران بر این مساله جلب شد که چرا بسیاری از شرکت‌های ۵۰۰ فورچون<sup>۱۰</sup> واحدهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر را در داخل مجموعه‌هایشان ایجاد کرده‌اند، که به کمک آنها به سرمایه‌گذاری بر روی محصولات و خدمات تست نشده<sup>۱۱</sup> شرکت‌های کوچک و دارای ریسک، می‌پردازنند. در این زمان سوالاتی همچون اینکه: آیا این واقیت دارد که شرکت‌های بزرگ تصور می‌کنند که با گرفتن سهام<sup>۱۲</sup> در شرکت‌های استارتاپی به راحتی می‌توانند به تکنولوژی‌های نوآور<sup>۱۳</sup> مدل‌های کسب و کاری<sup>۱۴</sup> این شرکت‌ها، دست پیدا کنند. آیا این شرکت‌های بزرگ و واحدهای تازه تاسیس‌شان برای سرمایه‌گذاری می‌توانند با مختصین خبره و بزرگان عرصه سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر همانند ویلسون<sup>۱۵</sup> رقابت کنند؟ که با مطرح شدن چنین سوالاتی

- 
1. Fintech
  2. Venture Capital
  3. Global Corporate Venture capital association
  4. Start -up
  5. IBM
  6. Eleven
  7. Indicated CVC unit
  8. Self-managed units
  9. Campbell Soup Company
  10. Fortun
  11. Untest product- service
  12. Taking stake
  13. Innovative technologies
  14. Business model
  15. Willson

## نقش سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در تامین مالی کارآفرینان / ۱۵۳

در خصوص این مدل از سرمایه‌گذاری، نیاز برای کسب ادراک تاریخچه سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی، بیش از پیش احساس گردد (CBinsights, 2016).

### مبانی نظری و مروری بر پژوهش

#### ۱- تعاریف سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی<sup>۱۶</sup>

سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی<sup>۱۷</sup> اشاره به مدیریت سهام سرمایه‌گذاری‌های کوچک در شرکت‌های مخاطره‌پذیر کارآفرینانه خصوصی دارد Gompers & Lerner, 1998 که به سرمایه‌گذار این امکان را می‌دهد تا از طریق سرمایه‌گذاری‌های مناسب بر روی فرصت‌های باپتنسیل رشد بالا، ضمن کاهش میزان ریسک<sup>۱۸</sup> و محدودیت‌ها و الزامات کاریشان، موفق به دستیابی به تکنولوژی‌های جدید<sup>۱۹</sup> بازار جدید<sup>۲۰</sup> یا محصول جدید<sup>۲۱</sup> در شرایط محیطی با عدم قطعیت بالا<sup>۲۲</sup> گردد (Dushnitsky, 2006) و همچنین تحقیقات نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی، سرمایه‌گذاری‌هایی با فرصت‌های<sup>۲۳</sup> رشد بی‌انتها را فراهم می‌کند (Allen & Hevert 2007); (Bowman, 1992) سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز شرکتی عبارت است از نوعی سرمایه‌گذاری بلند مدت در شرکت‌های جوان، نوپا و خصوصی که توسط شرکت‌های مادر با هدف دستیابی به اهداف استراتژیک و مالی صورت می‌پذیرد (Chesbrough and tucci, 2002) سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی شبیه به سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر است اما با این تفاوت که دستیابی به اهداف استراتژیک جذابیت بیشتری از اهداف مالی دارد (Sandip basu et al, 2009).

#### ۲- تاریخچه سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی

زمانیکه به اعماق تاریخ می‌روید در میابید که از همان ابتدا، تناقضات<sup>۲۴</sup> و تنش‌هایی<sup>۲۵</sup> پیرامون اولویت و اهمیت اهداف مالی و استراتژیک این مدل از سرمایه‌گذاری مطرح بوده است. همچنین شواهد موجود حاکی بر آن است که بسیاری از سرمایه‌گذاری‌ها با هدف برونوپاری<sup>۲۶</sup> فعالیت‌های سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه در شرکت‌های استارتاپ و یا فراهم‌سازی شرایطی برای رقبات<sup>۲۷</sup> رقبا در فعالیت‌های سودآور و دارای جذابیت صورت پذیرفته است.

- 16. Corporate Venture Capital(CVC)
- 17. Corporate Venture Capital
- 18. Low risk
- 19. New technologies
- 20. New market
- 21. New product
- 22. High uncertainty
- 23. Alternative
- 24. Contradictory
- 25. Tensions
- 26. Out sourcing
- 27. Competing

سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی مطابق با مطالعات صورت پذیرفته<sup>۲۸</sup> عصر را به شرح ذیل پشت سر گذاشته است:

#### مبدأ: GM and DuPont ۱۹۱۴<sup>۲۹</sup>

اولین موج<sup>۳۰</sup>: Conglomerate Venture Capital, 1960-1977

دومین موج<sup>۳۱</sup>: Silicon Valley, 1978-1994<sup>۳۲</sup>

سومین موج<sup>۳۳</sup>: Irrational Exuberance, 1995-2001<sup>۳۴</sup>

چهارمین موج<sup>۳۵</sup>: The Unicorn Era, 2002 to Present<sup>۳۶</sup>

### ۱-۲: مبدأ: جنرال موتورز و دوپونت (GM and DuPont)

در برخی موارد، مبدأ سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی را می‌توان به اولین روزهای غول‌های کسب و کاری آمریکا<sup>۳۷</sup> نسبت داد.<sup>۳۸</sup> در سال ۱۹۱۴، زمانیکه شرکت پیر اس. دوپونت<sup>۳۹</sup> تأمینده صاحبان کارخانه‌های شیمیایی و پلاستیک دوپونت، بر روی یک شرکت خصوصی استیل استارتاپ<sup>۴۰</sup> ساله اتومبیل به نام جنرال موتورز<sup>۴۱</sup> سرمایه‌گذاری کرد؛ در آن زمان ارزش سهام‌ها به خاطر افزایش نیاز به اتومبیل به دلیل مصادف بودن این سرمایه‌گذاری با جنگ جهانی اول، ۷ برابر گردید. بعد از جنگ حتی شرکت‌ها بیشتر با یکدیگر درهم تبیده شدند. مدیران ارشد<sup>۴۲</sup> شرکت دو پونت<sup>۴۳</sup> مبلغ ۲۵ میلیون دلار در شرکت جنرال موتورز<sup>۴۴</sup> سرمایه‌گذاری کردند و شرط خرید نقدی شرکت جنرال الکترونیک باعث شد که رشد شرکت جنرال الکترونیک<sup>۴۵</sup> تسرعت بگیرد. که این امر به نوبه خود منجر به افزایش تقاضا برای کالاهای خود شرکت دو پونت که شامل چرم مصنوعی<sup>۴۶</sup> و پلاستیک<sup>۴۷</sup> و رنگ<sup>۴۸</sup> مصنوعی نیز بود گردید و این موفقیت‌ها حاکی از این حقیقت بود که شرکت پیر اس. دوپونت بر روی اهداف استراتژیک و مالی منعطف شرط‌بندي کرده بود، استراتژی‌های ترکیبی که بعدها به دنبال آن زمینه تعریف و ایجاد واحدهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی را به طور رسمی فراهم گردانید (CB insight, 2016). شرکت

28. The Origins

29. First Wave

30. The Second Wave

31. The Second Wave

32. Fourth Wave:

33. The earliest days of America's business giants

34. Track

35. Pierre S. DuPont

36. General Motors

37. Board of directors

38. DuPont

39. General motors

40. General Electronic

41. Artificial leather

42. Plastics

43. Paints

دوبونت در کنار شرکت‌های همانند<sup>۴۳</sup> الکوا<sup>۴۵</sup> بعنوان پیشروان<sup>۴۶</sup> اولیه فعال در عرصه سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی محسوب می‌شوند. در حقیقت شرکت دوبونت، برنامه‌های بزرگترین سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر شرکتی را توسعه داده است. و این برنامه‌ها تقریباً از اواخر دهه ۱۹۵۰ تا اوایل دهه ۱۹۶۰، همزمان با بحران‌های تورم دهه ۱۹۷۰ توسعه یافت<sup>۴۷</sup> (CB insight, 2016).

**۲-۲: اولین موج: سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر کونگ لومریت ۱۹۶۰-۱۹۸۹**  
فضای غالب<sup>۴۸</sup> بر صنایع بزرگ آمریکایی در اواسط قرن ۱۹ تمايل بسیاری به تنوع بخشی فعالیت‌های مشارکتی در بسیاری از صنایع داشت. فشارهای ایجاد شده در پی رکود بزرگ برای تنوع بخشی،<sup>۴۹</sup> از یک سو مانع از این می‌شد که شرکت‌ها بتوانند کنترل بسیاری را بر روی بازارهایی که ایجاد کرده بودند، داشته باشند و از سویی دیگر آنها را مجبور می‌کرد که به فرصت‌های موجود توجه داشته باشند تا بتوانند سودشان را افزایش دهند. در این زمان برای بسیاری از شرکت‌ها، سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی، راهی طبیعی برای دستیابی به بخش‌ها و صنایع مختلف بود تا بتوانند مجموعه‌هایشان را توسعه دهند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر شرکتی در اوایل این دوره بسیاری از غول‌های صنعتی آمریکایی همانند دوبونت،<sup>۵۰</sup> آلم کوا،<sup>۵۱</sup> بوینگ<sup>۵۲</sup> داو،<sup>۵۳</sup> فورد<sup>۵۴</sup> جنرال الکترونیک<sup>۵۵</sup> موبیل، جنرال داینامیک،<sup>۵۶</sup> مونسانتو،<sup>۵۷</sup> رالston پورینا،<sup>۵۸</sup> سینگر،<sup>۵۹</sup> دبل یو گریس،<sup>۶۰</sup> اتحادیه کاربید<sup>۶۱</sup> بودند.

سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی به بسیاری از این شرکت‌های نه به دلیل اینکه در طول تاریخ نوعی برنده بوده و یا مستند بلکه در حقیقت به دلیل اینکه بسیاری از آن‌ها برنامه‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی را اجرا و پیاده‌سازی نموده‌اند که تاکنون توانسته‌اند زنده باقی بمانند، و در حال حاضر، نیز جز شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی هستند. سرمایه‌گذاران اولیه سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی مدل‌های

44. 3M

45. Alcoa

46. Pioneer

47. Stagflation crises of the seventies

48. Stretched

49. Conglomerate

50. Prevailing spirit

51. Diversification

52. DuPont

53. 3M

54. Alcoa

55. Boeing

56. Dow

57. Ford

58. GE

59. General Dynamics

60. Monsanto

61. Ralston Purina

62. Singer

63. WR Grace

64. Union Carbide

مختلفی<sup>۱۰</sup> از سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی را اغلب در یک زمان مشابه به کار گرفتند. اغلب آنها بر روی فعالیت‌های مخاطره‌آمیز کارمندانشان سرمایه‌گذاری می‌کردند و تلاش می‌کردند که این فعالیت‌ها را در خانه‌های تکنولوژی<sup>۱۱</sup> رشد دهنده تا منجر به فعالیت‌های جدید<sup>۱۲</sup> شود. علاوه بر این، این شرکت‌ها در استارت‌اپ‌های خارجی<sup>۱۳</sup> سرمایه‌گذاری می‌کردند. معمولاً بنگاه‌هایی همانند شرکت‌های دوبیونت و ۳ ام به دنبال این بودند که نیازها و یا اهداف استراتژیک شرکت‌های مادرشان را پوشش دهنند. اما می‌توان ادعا نمود که اولین برنامه بسیار موفق سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی را شرکت ۳ ام به عمل و اجرا درآورد.

اولین موج دوره تنوع پذیری به طور گستردۀ در سال ۱۹۷۳ به پایان می‌رسد. اگرچه برخی شرکت‌ها به فعالیتشان تا پایان این دهه ادامه دادند. اما دلیل اصلی این کاهش سقوط اقتصادی<sup>۱۴</sup>، شوک‌های نفتی<sup>۱۵</sup>، بحران تورم و رکود<sup>۱۶</sup> بوده است که منجر به نابودی بازار بورس<sup>۱۷</sup> و خشک شدن<sup>۱۸</sup> جریان‌های نقدینگی<sup>۱۹</sup> غنی که در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی<sup>۲۰</sup> سرمایه‌گذاری می‌کردند، گردید. متوسط برنامه‌های<sup>۲۱</sup> سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در طی اولین موج به مدت ۴ سال به طول انجامید.

### ۲-۳: موج دوم: سیلیکون ولی از سال ۱۹۷۸ الی ۱۹۹۴

انتشار اولین کامپیوترهای شخصی در اوخر دهه ۱۹۷۰ یک رویداد کلیدی در به جریان انداختن موج دوم سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر شرکتی به شمار می‌آید. در حالیکه شرکت‌ها در موج اول به سمت نوآوری‌ها<sup>۲۲</sup> و سرمایه‌گذاری‌های خارجی<sup>۲۳</sup> تنوع بخشی به فعالیت‌هایشان رفته‌بودند موج دوم با شناسایی تغییرات دوره‌ای که به وسیله کامپیوترها معرفی می‌شدند، شناخته‌شد که در نتیجه این حس پدید آمده بود که شرکت‌ها یا باید خودشان را درگیر این فعالیت‌ها کنند و یا اینکه نابود شوند.<sup>۲۴</sup> تکنولوژی به یک صنعت مصرفی<sup>۲۵</sup> بدل شده بود و سیلیکون ولی در اوایل دهه ۱۹۸۰ به دره سیلیکون ولی<sup>۲۶</sup> بدل و معروف گردید. و مجله تایم<sup>۲۷</sup> کامپیوتر را بعنوان ماشین سال<sup>۲۸</sup> سال ۱۹۸۳ معرفی کرد؛ افزایش اعتیاد به

- 
- 65. Variety of CVC models
  - 66. House technologies
  - 67. New ventures
  - 68. External startups
  - 69. Economy Down turn
  - 70. Oil Shock
  - 71. Stagflation Crisis
  - 72. IPO market
  - 73. Dry up
  - 74. Cash flow
  - 75. CVC activity
  - 76. The average
  - 77. Innovation
  - 78. Invested externally
  - 79. Obsolescence
  - 80. Consumer-facing industry
  - 81. Silicon Valley<sup>۲۹</sup>
  - 82. Time Magazine
  - 83. Machine of the year

استفاده از این کامپیوترهای شخصی باعث شد که در این دوره و زمان، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی رشد پیدا کنند.

سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر خصوصی در سال ۱۹۷۸ زمانیکه مالیات برآورده سرمایه به طور محسوس و قابل توجهی کاهش پیدا کرد نیرو و قدرت زیادی یافتند و در سال ۱۹۸۰ زمانیکه مالیات بر سرمایه مجدداً کاهش یافت تا جاییکه در پایین ترین سطح خودش قرار گرفت انگیزه سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری افزایش یافت و در نتیجه سرمایه‌گذاران خطرپذیر شرکتی نیرو و انرژی مضاعف یافتند؛ با افزایش منابع در دسترس کارآفرینان، به کارآفرینان هم انگیزه بیشتری بخشیده شد و یک لوب و حلقه مشبّتی را ایجاد شد به طوریکه بین سال‌های ۱۹۷۷ الی ۱۹۸۲ ما شاهد افزایش حجم سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی از ۵٪ تا ۲۰٪ بیلیون دلار به ۷ بیلیون دلار هستیم (CB insight, 2016).

انگیزه‌های پشت موج دوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی به طور گسترده در برگیرنده انگیزه‌های موج اولیه است. برخی از این انگیزه‌های ارایه شده که تعیین کننده و جهت‌دهنده استراتژی‌های شرکت‌های مادر بودند، همیشه برای شرکت استارت‌اپی که در آن سرمایه‌گذاری شده است، سود آور نبودند و نیستند. به طور مثال شرکت جنرال موتور، در ۵ شرکت ماشین سازی سرمایه‌گذاری کرد تا تکنولوژی را ایجاد کند که بتواند اجزا به طور خودکار، در خط مونتاژ بازرگانی شوند اما این شرکت‌ها استراتژی‌های توسعه محصولاتشان را به منظور پاسخ‌گویی به نیازهای جنرال موتور تدوین کرده بودند اما در نهایت به دلیل اشتباهات مکرر و استراتژی‌های نادرست و شکست‌های پی در پی آنها تصمیم گرفتند که علاوه بر رهاسازی استراتژی دستیابی به تکنولوژی‌های جدید دست از تولید محصولات فعلیشان نیز بکشند (CB insight, 2016).

#### ۴-۲: موج سوم؛ کثرت و غنای غیر معقول در سالهای ۱۹۹۵ الی ۲۰۰۱

در ۹ آگوست سال ۱۹۹۵ شرکت نت اسکیپ کامپونیکیشنز<sup>۴۴</sup> وارد بورس شد و سهامش در اولین روزهای فعالیت، دو برابر گردید و این برای شرکتی که تاکنون هیچ سودی را کسب نکرده بود غیر قابل پیش‌بینی بود. اگر پیدایش کامپیوترهای شخصی بعنوان هدایت کننده موج دوم فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در کسب موفقیت تکنولوژی بوده است اینترنت بدون شک انگیزه اصلی پشت موج سوم بوده است که از موج‌های پیش از خود، هم در افق دید و هم در اندازه سبقت گرفته است. در سال ۲۰۰۰ صرفاً پیش از ۲۰ گروه سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی مطابق با آمارهای سی بی اینسایت<sup>۴۵</sup> سرمایه‌گذاریشان را شروع کردند و حدود ۱۰۰ سرمایه‌گذار خطرپذیر شرکتی اولین سرمایه‌گذاریشان را در بازه زمانی سال‌های ۱۹۹۵ الی ۲۰۰۱ انجام داده‌اند.

کل میزان دلاری که در جریان سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در سال ۲۰۰۰ سرمایه‌گذاری گردید حدود ۱۷ بیلیون دلار بود که معادل ۲۵ درصد از تأمین بودجه آن به پشتونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در همین سال بوده است. اگرچه در همین زمان سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی بین المللی گردید اما همچنان ایالات متحده آمریکا بعنوان مهمترین و فعالترین بازار در این عرصه بود. در حدود سال‌های ۱۹۹۰ الی ۱۹۹۹، ۷۱ درصد از سرمایه‌گذاران خطرپذیر شرکتی و ۷۵ درصد از بنگاه‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در ایالات متحده آمریکا مستقر بودند (CB insight, 2016).

## ۲-۵: موج چهارم

سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر شرکتی یک راه طبیعی برای جایگزینی فعالیت‌های تحقیق و توسعه‌ای بود و به شرکت‌ها این امکان را می‌داد که حداقل بخشی از تحقیقات و توسعه خود را توسط شرکت‌های استارت‌آپ و کوچکتر برونو سپاری کنند. شرکت‌های رسانه‌ای و تبلیغاتی از جمله رویترز، نیو کورپ<sup>۸۶</sup>، رد الزیور<sup>۸۷</sup>، دبليو پی گرپ نیز در این میان برای اولین بار وارد عرصه سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی شدند. اما علی‌رغم رشد سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی، صندوق‌ها و یا سرمایه‌گذاران به دلیل نداشتن ساختار جبران خدمات فعالیت‌ها از درون دچار چالش شده بودند که این امر عملکرد آنها را هم تحت تاثیر قرار می‌داد.

برخلاف این تنش‌ها در این دوره مشارکت‌های بسیار نزدیکی نسبت به موج‌های سال قبل بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر شرکتی و سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر مستقل داشتند. برای مثال کلینر پرکینز صندوق جاوا را بعنوان راهی برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که برنامه‌های کاربردی بر مبنای سیستم عامل جاوا به گونه‌ای که سازگار<sup>۸۸</sup> با سیستم‌های چندگانه باشد طراحی می‌کنند سرمایه‌گذاران این صندوق شامل سیسکو سیستم<sup>۸۹</sup>، کامپاگ کامپیوتر<sup>۹۰</sup>، ای بی ام، جامعه نت اسکیپ<sup>۹۱</sup> اوراکل، سان میکرو سیستم‌ها و شرکت تلکامینیکیشن<sup>۹۲</sup> بود (CB insight, 2016).

## ۳- اهداف سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی

برای اهداف سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی طبقه بندی‌های گوناگونی وجود دارد که به دو دسته عمده قابل تقسیم است:

- 86. News Corp
- 87. Reed Elsevier
- 88. Compatible
- 89. Cisco Systems
- 90. Compaq Computer
- 91. Netscape Communications
- 92. Tele-Communications Inc

### ۱-۳: طبقه‌بندی اهداف بر مبنای زمان

نمودار ۱: طبقه‌بندی اهداف و اولویت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی  
(والونز، صندوق مک آرتور و همکاران، ۲۰۱۳).

اهداف بلند مدت	اهداف آینده‌ساز
ارایه مدل‌های جدید کسب و کار از طریق دسترسی به بازارهای جدید	اختراع مجدد مدل‌های کسب و کار از طریق بهره‌گیری از اکوسیستم‌ها و فضاهای کسب و کار منعطف

اهداف کوتاه مدت	اهداف میان مدت
توسعه محصول و خدمات از طریق دسترسی به نوآوری IP و	ارایه خدمات و محصولات جدید با استفاده از مدل‌های فعلی کسب و کار از طریق توسعه تکنولوژی

### ۲-۳: طبقه‌بندی اهداف بر مبنای اهداف

سرمایه‌گذاران خطرپذیر شرکتی از ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری در استارتاپ‌ها دارای دو هدف عمده به شرح ذیل هستند (Chesbrough, 2002):

#### ۱-۲-۳: اهداف مالی

سرمایه‌گذاران خطرپذیر شرکتی با پذیرش ریسک به دنبال کسب سودآوری زیاد مالی از طریق افزایش موجودی نقد در شرکت‌ها و مشخص کردن جهت‌گیری‌های مالی هستند.

#### ۲-۲-۳: اهداف استراتژیک

بسط و توسعه ظرفیت‌های دسترسی به بازارهای جدید متناسب با استراتژی‌های بلندمدت شرکت‌های سرمایه‌گذار یا بازاریابی برای شرکت‌های سرمایه‌گذار متناسب با استراتژی‌های بلند مدت‌شان، از جمله اهداف استراتژیکی است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی از طریق ایجاد واحدهای چندگانه سرمایه‌گذاری به دنبال تمرکز بر روی آنها هستند. سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی اهداف استراتژیک را شناسایی و ایجاد می‌کنند تا این طریق بین خودشان و شرکت مخاطره‌پذیر هم‌افزایی ایجاد کنند (Volans et al, 2013).

علیرغم اهمیت اهداف مالی اما دستیابی به اهداف استراتژیک در کسب موفقیت‌های بلند مدت در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری امری بسیار ضروریتر و حیاتی تر به شمار می‌آید. لذا تصمیم‌گیری در خصوص ایجاد توازن بین خروجی‌های مالی و استراتژیکی به صورت منحصر ابه خود صندوق سستگی دارد.

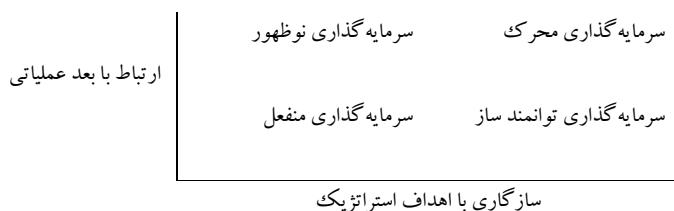
#### ۴- انواع مدل‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی

##### ۱- تقسیم بندی بر مبنای نوع فعالیت

به طور کلی می‌توان بر مبنای دو معیار ذیل تمامی سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر شرکتی را در ۴ دسته کلی طبقه‌بندی نمود:

میزان تناسب و نزدیکی تکنولوژیکی به کار رفته در فعالیت‌های عملیاتی بین شرکت مادر (شرکت سرمایه‌گذار) و شرکت سرمایه‌پذیر.

#### اهداف استراتژیک سرمایه‌گذاری<sup>۳</sup> (Chesbrough, 1999)



#### نمودار ۲: انواع سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (Chesbrough, 1999)

##### سرمایه‌گذاری محرك

در این شکل از سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی ارتباط تنگاتنگی بین شرکت مادر و شرکت سرمایه‌پذیر در بعد فعالیت‌های عملیاتی و همچنین اهداف استراتژیکی وجود دارد. همانند شرکت نایک.

##### سرمایه‌گذاری منفعل

سرمایه‌گذاری منفعل نوعی سرمایه‌گذاری است که در آن ارتباط چندانی بین اهداف استراتژیک و زمینه فعالیت‌های تکنولوژیکی و عملیاتی دو مجموعه سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر وجود ندارد و صرفاً این سرمایه‌گذاری منجر به افزایش توان مالی شرکت سرمایه‌گذار می‌گردد. همانند سپ و نچر<sup>۴</sup> و فیت بیت<sup>۵</sup>.

94. Align with core strategies  
95. SAP Ventures  
96. Fitbit

### سرمایه‌گذاری توانمند ساز

ساختاری از سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی می‌باشد که شرکت مادر سرمایه‌گذاری را اساساً به منظور اهداف استراتژیک انجام می‌دهد اما تناسب و ارتباط تنگاتنگی از بعد عملیاتی و تکنولوژیکی بین شرکت مادر و شرکت سرمایه‌پذیر وجود ندارد. همانند پرسون و امگا اسکول.

### سرمایه‌گذاری نوظهور

سرمایه‌گذاری نوظهور نوعی سرمایه‌گذاری است که از بعد استراتژیک و کسب اهداف منافع چندانی برای شرکت سرمایه‌گذار ندارد بلکه میتواند منجر به دستیابی به نوع جدیدی از تکنولوژی در عرصه فعالیت شرکت سرمایه‌گذار گردد؛ لذا این نوع سرمایه‌گذاری عمدتاً با هدف کسب منافع مالی صورت می‌پذیرد.

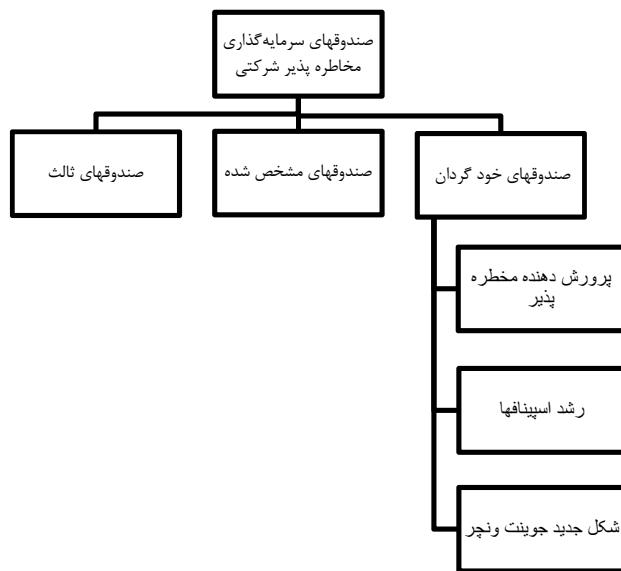
صندوquist های خارجی Mدل LP	صندوquist های داخلی ایجاد شده Mدل GP	سرمایه‌گذاری مستقیم / مشارکتی (توازنامه)	
توسعه و ارتقا توانایی‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر به منظور به دست آوردن آگاهی و درک بازار	ظهور کسب و کارها و تکنولوژی‌های جدید با اختیار بیشتر نسبت به نمونه‌های ارایه شده.	دستیابی به تکنولوژی‌ها و کسب و کارهای مستقیم از طریق آزمون و تجربه در مناطق در حال ظهور	هدف
شرکا عمومی بنگاه خارجی، مشارکت شرکا محدود در بخش سرمایه‌گذار است. تصمیم‌گیری شرکای عمومی سرمایه‌گذاری، در پارامترهای تأمین مالی است.	شرکت‌ها بعنوان شرکا محدود در صندوق‌های وابسته عمل می‌کنند و حوزه اختیارات بیشتری در تأمین مالی دارند.	سرمایه‌گذاری مستقیم، تأمین مالی هر فعالیتی که نزدیک و مرتبط به طبقه‌بندی‌های کسب و کارها و فرصت‌های آینده است.	ساختار
صندوquist های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر خبره و ناظران بالقوه شرکت‌ها	ترکیبی از سرمایه‌گذاری خطرپذیر به کارگرفته شده با استعدادهای شرکتی	استعدادهای مشارکت داخلی	استعداد
عمدتاً تراخ بازگشت داخلی	دستیابی به اهداف مالی همزمان با دستیابی به یک سطحی از اهداف استراتژیک مدنظر است	اندازه‌گیری و روادی‌های مستقیم استراتژیک	معیارهای موقتیت

جدول ۲: انواع مدل‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (Volans et al, 2013)

#### ۴- تقسیم بندی بر مبنای نوع مدل ساختار:

#### ۵- ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر شرکتی<sup>۹۸</sup>

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر شرکتی واحدهای جدآگانه‌ای<sup>۹۹</sup> هستند که معمولاً به صورت مستقل اداره می‌شوند و به سرمایه‌گذاری هایی که توسط صندوق‌های خودگردان صورت می‌گیرد، سرمایه‌گذاری‌های مستقیم گفته می‌شود. و از سویی دیگر سرمایه‌گذاری‌هایی که توسط صندوق‌های ثالث<sup>۱۰۱</sup> یا صندوق‌های مشخص شده<sup>۱۰۲</sup> با مدیریت سرمایه‌گذاران خطرپذیر مستقل صورت می‌گیرد متعاقباً<sup>۱۰۳</sup> سرمایه‌گذاری غیرمستقیم آمُرُفِی می‌گردد (فورگلگ و فیلیپ دودوراشتات، ۲۰۱۳)



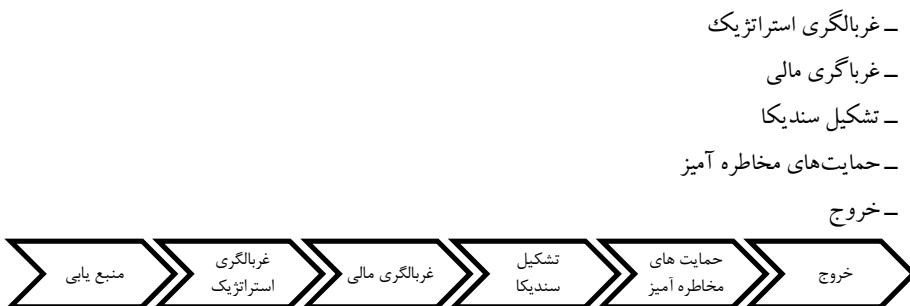
شکل ۱: ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی  
(فوردگلگ و فیلیپ دودوراشتات، ۲۰۱۳)

#### فرآیند سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر شرکتی

مراحل سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر شرکتی عبارتند از:

- منبع یابی

- 98. Corporate venture capital structure
- 99. Separate units
- 100. Third party funds
- 101. Dedicated funds
- 102. Regarded
- 103. Indirect investments



شکل ۲: فرآیند سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (فورگلک و فیلیپ دودوراشتات، ۲۰۱۳)

در گزارش اخیر بی سی جی انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر انگلستان مرکز سرمایه‌گذاری خطرپذیر مخاطره پذیر شرکتی جهانی بیان کردند که تعداد بازیگران عرصه سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی زیاد هستند اما به طور کلی می‌توان آنها را در سه دسته اصلی به شرح ذیل تقسیم‌بندی نمود:

- تیم سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی
- شرکت مادر: شرکا داخلی
- اکوسیستم: روابط خارجی



شکل ۳: نحوه ارتباط بازیگران اصلی سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (Volans et al, 2013)

#### تیم سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی

در اینجا تیم‌های سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر شرکتی متشكل از افرادی است که قابلیت بهره‌گیری از نهایت توأم‌نی‌هایشان را دارند و می‌توانند همانگی خوبی بین روابطشان در داخل و خارج از سازمان ایجاد کنند و از این روابط نهایت استفاده را کنند (Volans et al, 2013).

#### شرکت‌های مادر

در داخل شرکت‌های مادر مجموعه‌ای از تیم‌ها همانند تیم اجرایی، تیم تحقیق و توسعه، تیم استراتژی، تیم‌های توسعه شراکت، سیاستمداران، سایر شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی و سرمایه‌خطرپذیر<sup>۵</sup> دارند که تیم سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی را مورد حمایت قرار می‌دهند تا بتوانند به موفقیت دست پیدا نمایند. (Keil, 2002)

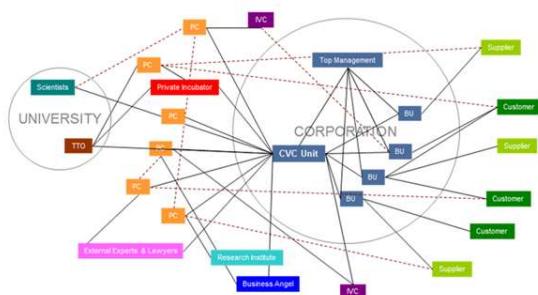
### ۱۰۶- اکوسیستم

اجزا تشکیل دهنده اکوسیستم سرمایه گذاری خطرپذیر شرکتی عبارتند از:

– کارآفرینان<sup>۱۰۷</sup>

– شتاب دهنده‌گان<sup>۱۰۸</sup> و انکاکتورها<sup>۱۰۹</sup>

– موسسات علمی<sup>۱۱۰</sup>



شکل ۴: اکوسیستم سرمایه گذاری خطرپذیر شرکتی (فورگلگ و فیلیپ دودوراشتات، ۲۰۱۳)

### ۸- حجم سرمایه گذاری مخاطره‌پذیر شرکتی در جهان

#### ۱-۸- جذابترین صنایع برای سرمایه گذاری خطرپذیر شرکتی

جذابترین صنایع برای سرمایه گذاری در صنعت خطرپذیر شرکتی عبارتند از:

– تکnولوژی‌های پاک

– آموزش

– بهداشت و درمان

– حمل و نقل و زیرساختهای شهری

– کشاورزی و تغذیه

– اطلاعات و ارتباطات (Volans et al, 2013).

- 
- 106. Ecosystem
  - 107. Entrepreneurs
  - 108. Accelerators
  - 109. Incubators
  - 110. Academic Institutions

#### ۲-۸: توزیع جغرافیایی سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی

بر مبنای گزارش سایت جهانی ریسک پذیری شرکتی در سال ۲۰۱۳ پراکندگی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر شرکتی در جهان به شرح ذیل است:

– آمریکا

– ژاپن

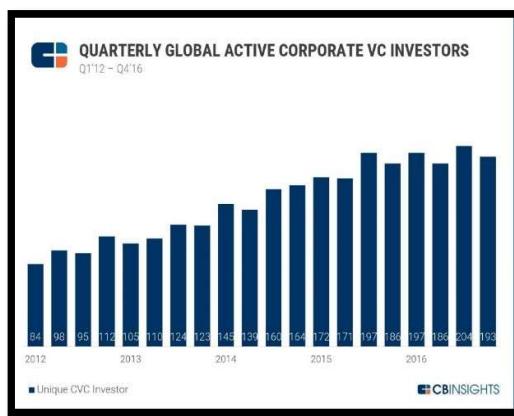
– آلمان و انگلستان

– چین

(Global Corporate Venturing, 2013 Data Analysis)

۳-۸: گزارش‌های آماری مهم در خصوص شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی آمارهای جهانی حاکی از روند رو به رشد این نوع تأمین مالی در سطح جهان هست. به طور مثال به طور جهانی در سال ۲۰۱۶ میزان ۹.۲۴ بیلیون دلار در حدود ۳۵۲ کار از طریق سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی تأمین مالی شده‌اند.

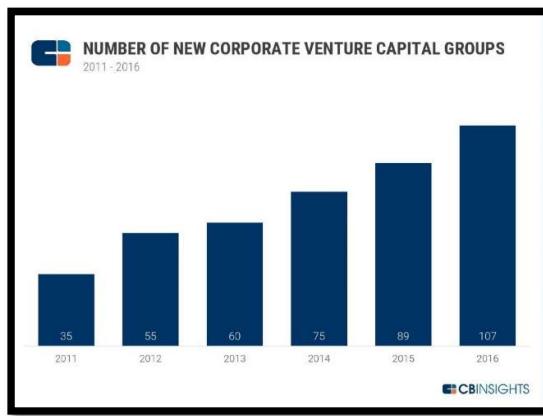
#### ۱-۳-۸: تعداد سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر شرکتی



نمودار ۳: تعداد سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر شرکتی (سی بی اینسایت، ۲۰۱۷)

طبق آمار ارایه شده توسط سی بی اینسایت در سال ۲۰۱۷، ۲۰۴ عدد سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در ربع سوم سال ۲۰۱۶ صورت پذیرفته است که این تعداد سرمایه‌گذاری از سال ۲۰۱۲ بیشترین حجم و تعداد از سرمایه‌گذاری بوده است.

### ۳-۳-۸؛ تعداد و روند رشد تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی



نمودار ۴؛ تعداد و روند رشد تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی  
(CB insight, 2017)

مطابق با آمارهای به دست آمده ۱۰۷ عدد از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی برای اولین بار در سال ۲۰۱۶ به سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند و به طور کلی تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی، یک رشد ۲۰ درصدی داشته است که این رقم نیز یک درصد بیشتر از میزان رشد تعداد صندوق‌ها در سال ۲۰۱۵ است. و از جمله صندوق‌های جدید عبارتند از: جت بلو تکنولوژی و نجر،<sup>۱۱۱</sup> صندوق نوآوری سانی.<sup>۱۱۲</sup>

۱۱۱. JetBlue Technology venture  
۱۱۲. Sony innovation fund

### ۳-۵: معرفی فعالترین شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی

جدول ۲: معرفی فعالترین شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (CB insight, 2017)

فعالترین شرکت‌های سرمایه‌گذاری در سال ۲۰۱۶	
ردیف	نام شرکت
۱	اینتل کپیال <sup>۱۱۳</sup>
۲	گوگل ونچر <sup>۱۱۴</sup>
۳	سیلز فورس <sup>۱۱۵</sup>
۴	کام کست ونچر

شرکت‌های اینتل<sup>۱۱۶</sup> و گوگل<sup>۱۱۷</sup> در صدر سرمایه‌گذاران خطرپذیر شرکتی قرار دارند. این دو شرکت فعالترین شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی<sup>۱۱۸</sup> هستند که در بیش از ۵۰ سرمایه‌گذاری مشارکت کرده‌اند. و دو شرکت سیلز فورس ونچر<sup>۱۱۹</sup> و کام کست ونچر<sup>۱۲۰</sup> در مرحله سوم و چهارم قرار گرفته‌اند که هر کدام در ۴۰ سرمایه‌گذاری شرکت کرده‌اند.

### ۹- بحث و نتیجه گیری:

پویایی محیط اقتصادی سبب گردیده است که بسیاری از شرکت‌ها برای ادامه حیات، به پیش‌بینی تقاضاهای آتی و سرمایه‌گذاری برای حفظ جایگاه رقابتی خود پردازند اما بسیاری از شرکت‌های بزرگ چالاکی و چابکی لازم برای پاسخ‌گویی سریع به این تغییرات را ندارند و از سویی دیگر بسیاری از شرکت‌کوچک و کارآفرین که چالاکی و چابکی لازم را ندارند اما منابع مالی و مدیریتی کافی برای رویابی با این بازارهای پیچیده را ندارند لذا در نتیجه توجه خبرگان حوزه‌های تامین مالی و مدیران شرکت‌ها به چگونگی حل این مساله جلب می‌گردد و از جمله راه کارهای که شناسایی و به کار گرفته می‌شود سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی است که با ایجاد روابط صحیح بین صاحبان بنگاه‌ها، تلاش می‌کنند که بنگاه‌هایی را که دارای منابع مکمل و مرتبط به یکدیگر هستند را بهم متصل کرده و با پیوند و ارتباط این مجموعه‌ها هم‌افزایی بین منابع بنگاه‌ها ایجاد کنند که در نهایت منجر به یک خروجی استراتژیک برای بنگاه‌های فعل در سرمایه‌گذاری می‌گردد. لذا در این پژوهش، محقق به معرفی یکی از شیوه‌های نوین تامین مالی کارآفرینان –

۱۱۳. Intel capital

۱۱۴. Google venture

۱۱۵. Sales force venture

۱۱۶. Intel

۱۱۷. Google venture

۱۱۸. Corporate Venture Capital (CVC)

۱۱۹. Salesforce ventures

۱۲۰. Comcast Venture

سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی - برداخته است که می‌تواند جایگزین شیوه‌های سنتی تامین مالی گردد و بیان می‌گردد که سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی عبارت است از نوعی سرمایه‌گذاری بلند مدت در شرکت‌های جوان، نوپا و خصوصی که توسط شرکت‌های مادر<sup>۱۱</sup> با هدف دستیابی به اهداف استراتژیک<sup>۱۲</sup> و مالی<sup>۱۳</sup> صورت می‌پذیرد (چسبرو و توosi، ۲۰۰۲) و همچنین آنچه که این گروه از سرمایه‌گذاران را از سرمایه‌گذاران خطرپذیر شرکتی مستقل<sup>۱۴</sup> متمایز می‌کند، تمرکز اصلی آنها هم بر روی بازگشت مالی و هم تطابق استراتژیک با شرکت‌های مادر<sup>۱۵</sup> است (والونز، صندوق مک آرتور و همکاران، ۲۰۱۳) اما لازمه بهره‌گیری کارا از این مدل تامین مالی آشنایی با تاریخچه، ضرورت، تعاریف، اهداف، ساختار و طبقه‌بندی انواع این مدل تامین مالی است لذا با مطالعات کتابخانه‌ای کتب و مقالات، اطلاعات جامعی در خصوص موارد بالا گردآوری و در این پژوهش مختصرا بیان گردید و در خاتمه آمارهای جهانی از روند رو به رشد این مدل مالی ارایه گردید.

- 
- 121. Parent Companies
  - 122. Strategic Goals
  - 123. Financial Goals
  - 124. Independent Corporate Venture Capitalists
  - 125. Parent Companies

#### فهرست منابع و مأخذ

- Allen, S. A. , Hevert, K. T. , 2007. Venture capital investing by information technology companies: did it pay? *Journal of Business Venturing* 22, 262–282.
- Cb insights. (2016). THE HISTORY OF CVC.
- Cb insights. (2017). TRENDS IN CORPORATE VENTURE CAPITAL.
- Chesbrough, H. W. (2000). Designing corporate ventures in the shadow of private venture capital. *California Management Review*.
- Dushnitsky, G. (2006). Corporate venture capital: past evidence and future directions. In: Casson, M. , et. al. (Ed.), *Oxford Handbook of Entrepreneurship*. Oxford University Press.
- Gompers, P. A. , Lerner, J. , 1998. The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities. NBER Working Paper 6725.
- Hurry, D. , Miller, A. T. , Bowman, E. H. , 1992. Calls on high-technology: Japanese exploration of venture capital investments in the United States. *Strategic Management Journal* 13, 85–101
- Li, Y. , Mahoney, J. T. , 2006. A real options view of corporate venture capital investment decisions: an empirical examination. Presented at the Annual Meeting of the Academy of Management, Atlanta.
- Basu, S. , Phelps, C. , & Kotha, S. (August 2009). Towards understanding who makes corporate venture capital investments and why.
- Keil, T. , 2002. *External Corporate Venturing: Strategic Renewal in Rapidly Changing Industries*. Green wood Publishing Group.
- volans, foundation, m. , & business, t. s. i. (2013). Investing in Breakthrough Corporate Venture Capital.
- Von, V. ,Duderstadt, P & Bonn. (februar,2013). Success factors in strategic Corporate Venturing. Berlin.
- [www.cbinsights.com](http://www.cbinsights.com)
- [www.GlobalCorporateVenturing.com](http://www.GlobalCorporateVenturing.com)

