

نقش سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در تامین مالی کارآفرینانه

فریبا مرادزاده انگیزی^۱. دکتر سعید زرنندی^۲

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

۲. استادیار دانشگاه علامه طباطبائی. ایران

چکیده

ما اکنون در مراحل اولیه انقلاب بازاریابی زندگی می‌کنیم که رهبران کسب و کارها نیاز به تطابق و هماهنگی و موفق شدن در مواجهه با تقاضاهای در حال ظهور قرن بیست و یکم دارند. این تقاضاها برای رهبران و سازمان‌های آگاه خیلی تعجب برانگیز نخواهد بود و از سویی دیگر محدودیت‌های منابع، تقاضا برای زنجیره تامین کارا تر و قابل هم پوشانی را نسبت به گذشته بیشتر می‌کند؛ لذا در این زمان بسیاری از شرکت‌ها، نیاز به حضور افرادی دارند که متوجه جهت‌گیری‌های جهان باشند و به آنها کمک کنند تا در عین مواجهه 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 تامین 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» در ۸ ژوئن سال ۲۰۱۶، ۱۰۰ نفر از بزرگترین تاجران و سرمایه‌گذاران جهان در متروپولین در نزدیکی کلیسای 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^۱ گنگ و مبهم است. مطابق با آمار ارایه شده توسط مرکز سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی جهانی^۲، روند سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در شرکت‌های استارت‌آپ^۳ رو به رشد است و شرکت‌های بزرگی در صنایع مختلفی از آی بی ام تا خرده‌فروشی‌هایی همانند سون^۴ به صورت مستقیم و به طور خاص از طریق واحدهای سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر مشخص شده^۵ در داخل مجموعه‌هایشان به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های استارت‌آپ پرداخته‌اند. به گونه‌ای که ایجاد چنین واحدهای خودگردان^۶ 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^۷ به طور قابل توجهی از سرمایه‌گذاری مستقیم در صنعت و بیوتکنولوژی به سوی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های استارت‌آپ روی آورده‌اند در این زمان بود که توجه بسیاری از تحلیلگران بر این مساله جلب شد که چرا بسیاری از شرکت‌های ۵۰۰ فورچون^۸ واحدهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر را در داخل مجموعه‌هایشان ایجاد کرده‌اند، که به کمک آنها به سرمایه‌گذاری بر روی محصولات و خدمات تست نشده شرکت‌های کوچک و دارای ریسک، می‌پردازند. در این زمان سوالاتی همچون اینکه: آیا این واقعیت دارد که شرکت‌های بزرگ تصور می‌کنند که با گرفتن سهام^۹ در شرکت‌های استارت‌آپی به راحتی می‌توانند به تکنولوژی‌های نوآور^{۱۰} و مدل‌های کسب و کاری^{۱۱} این شرکت‌ها، دست پیدا کنند. آیا این شرکت‌های بزرگ و واحدهای تازه تاسیساتشان برای سرمایه‌گذاری می‌توانند با متخصصین خیره و بزرگان عرصه سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر همانند ویلسون^{۱۲} 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

در خصوص این مدل از سرمایه گذاری، نیاز برای کسب ادراک تاریخچه سرمایه گذاری خطر پذیر شرکتی، بیش از پیش احساس گردد (CBinsights,2016).

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۱- تعاریف سرمایه گذاری خطر پذیر شرکتی^{۱۶}

سرمایه گذاری خطر پذیر شرکتی^{۱۷} اشاره به مدیریت سهام سرمایه گذاری های کوچک در شرکت های مخاطره پذیر کارآفرینانه خصوصی دارد (Gompers & Lerner, 1998) که به سرمایه گذار این امکان را می دهد تا از طریق سرمایه گذاری های مناسب بر روی فرصت هایی با پتانسیل رشد بالا، ضمن کاهش میزان ریسک^{۱۸} و محدودیت ها و الزامات کاریشان، موفق به دستیابی به تکنولوژی های جدید^{۱۹} بازار جدید^{۲۰} و یا محصول جدید^{۲۱} در شرایط محیطی با عدم قطعیت بالا^{۲۲} گردد (Dushnitsky, 2006) و همچنین تحقیقات نشان می دهد که سرمایه گذاری خطر پذیر شرکتی، سرمایه گذاری هایی با فرصت های رشد بی انتها را فراهم می کند (Bowman,1992); (Allen & Hevert2007)

سرمایه گذاری مخاطره آمیز شرکتی عبارت است از نوعی سرمایه گذاری بلند مدت در شرکت های جوان، نوپا و خصوصی که توسط شرکت های مادر با هدف دستیابی به اهداف استراتژیک و مالی صورت می پذیرد (Chesbrough and tucci,2002) سرمایه گذاری خطر پذیر شرکتی شبیه به سرمایه گذاری مخاطره پذیر است اما با این تفاوت که دستیابی به اهداف استراتژیک جذابیت بیشتری از اهداف مالی دارد (Sandip basu et al, 2009).

۲- تاریخچه سرمایه گذاری خطر پذیر شرکتی

زمانیکه به اعماق تاریخ می روید درمیابید که از همان ابتدا، تناقضات^{۲۳} و تنش هایی^{۲۴} پیرامون اولویت و اهمیت اهداف مالی و استراتژیک این مدل از سرمایه گذاری مطرح بوده است. همچنین شواهد موجود حاکی بر آن است که بسیاری از سرمایه گذاری ها با هدف برون سپاری فعالیت های سرمایه گذاری تحقیق و توسعه در شرکت های استارتاپ و یا فراهم سازی شرایطی برای رقابت^{۲۵} با رقبای در فعالیت های 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 صورت‌پذیرفته ۴ عصر را به شرح ذیل پشت سر گذاشته است:

مبدا^۱: ۱۹۱۴ GM and DuPont
 اولین موج^۲: 1960-1977 Conglomerate Venture Capital,
 دومین موج^۳: 1978-1994 Silicon Valley,
 سومین موج^۴: 1995-2001 Irrational Exuberance,
 چهارمین موج^۵: 2002 to Present The Unicorn Era,

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

در برخی موارد، مبدا سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی را می‌توان به اولین روزهای غول‌های کسب و کاری آمریکا^{۳۳} نسبت داد.^{۳۴} در سال ۱۹۱۴، زمانیکه شرکت پیر اس. دوپونت^{۳۵} نماینده صاحبان کارخانه‌های شیمیایی و پلاستیک دوپونت، بر روی یک شرکت خصوصی استیل استارتاپ ۶ ساله اتومبیل به نام جنرال موتورز^{۳۶} 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 تنیده شدند. مدیران ارشد^{۳۷} شرکت دو پونت^{۳۸} مبلغ ۲۵ میلیون دلار در شرکت جنرال موتورز^{۳۹} سرمایه‌گذاری کردند و شرط خرید نقدی شرکت جنرال الکترونیک باعث شد که رشد شرکت جنرال الکترونیک^{۴۰} سرعت بگیرد. که این امر به نوبه خود منجر به افزایش تقاضا برای کالاهای خود شرکت دو پونت که شامل چرم مصنوعی^{۴۱}، پلاستیک^{۴۲} و رنگ^{۴۳} مصنوعی نیز بود گردید و این موفقیت‌ها حاکی از این حقیقت بود که شرکت پیر اس. دوپونت بر روی اهداف استراتژیک و مالی منعطف شرط‌بندی 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

دوپونت در کنار شرکت‌هایی همانند ۳ام^{۴۴} و الکو^{۴۵} بعنوان پیشروان^{۴۶} اولیه فعال در عرصه سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی محسوب می‌شوند. در حقیقت شرکت دوپونت، برنامه‌های بزرگترین سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر شرکتی را توسعه داده‌است. و این برنامه‌ها تقریباً از اواخر دهه ۱۹۵۰ تا اوایل دهه ۱۹۶۰، همزمان با بحران‌های تورم دهه ۱۹۷۰^{۴۷} توسعه یافت (CB insight, 2016).

۲-۲: اولین موج: سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر کونگ لومریت ۱۹۷۸-۱۹۶۰

فضای غالب^{۴۸} بزرگ صنایع آمریکا در اواسط قرن ۱۹ تمایل بسیاری به تنوع بخشی فعالیت‌های مشارکتی در بسیاری از صنایع داشت. فشارهای ایجاد شده در پی رکود بزرگ برای تنوع بخشی^{۴۹} 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 دوپونت^{۵۰}، ۳ام^{۵۱} آل کو^{۵۲}، بوینگ^{۵۳}، داو^{۵۴}، فورد^{۵۵}، جنرال الکترونیک^{۵۶}، موبیل، جنرال داینامیک^{۵۷}، مونسانتو^{۵۸}، رالستون پورینا^{۵۹}، سینگر^{۶۰}، دبل یو گریس^{۶۱} اتحادیه کاربید^{۶۲} بودند.

سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی به بسیاری از این شرکت‌ها نه به دلیل اینکه در طول تاریخ نوعی برند بوده و یا هستند 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 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^{۶۶} رشد دهند تا منجر به فعالیت‌های جدید^{۶۷} بشود. علاوه بر این، این شرکت‌ها در استارت‌آپ‌های خارجی نیز سرمایه‌گذاری می‌کردند. معمولاً بنگاه‌هایی همانند شرکت‌های دوپونت و ۳ ام به دنبال این بودند که نیازها و یا اهداف استراتژیک شرکت‌های مادرشان را پوشش دهند. اما می‌توان ادعا نمود که اولین برنامه بسیار موفق سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی را شرکت ۳ ام به عمل و اجرا درآورد. اولین موج دوره تنوع‌پذیری به طور گسترده در سال ۱۹۷۳ به پایان می‌رسد. اگرچه برخی شرکت‌ها به فعالیتشان تا پایان این دهه ادامه دادند. اما دلیل اصلی این کاهش سقوط اقتصادی^{۶۸} شوک‌های نفتی^{۶۹} و بحران تورم و رکود^{۷۰} بوده‌است که منجر به نابودی بازار بورس^{۷۱} و خشک شدن^{۷۲} جریان‌های نقدینگی^{۷۳} غنی که در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی^{۷۴} سرمایه‌گذاری می‌کردند، گردید. متوسط برنامه‌های 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 اواخر 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^{۷۵} و سرمایه‌گذاری‌های خارجی^{۷۶} برای تنوع بخشی به فعالیت‌هایشان رفته بودند موج دوم با شناسایی تغییرات دوره‌ای که به وسیله کامپیوترها معرفی می‌شدند، شناخته شد که در نتیجه این حس پدید آمده بود که شرکت‌ها یا باید خودشان را درگیر این فعالیت‌ها کنند و یا اینکه نابود شوند^{۷۷}. تکنولوژی به یک صنعت مصرفی^{۷۸} تبدیل شده بود و سیلیکون ولی در اوایل دهه ۱۹۸۰ به دره سیلیکون ولی^{۷۹} تبدیل و معروف گردید. و مجله تایم^{۸۰} کامپیوتر را بعنوان ماشین سال^{۸۱} در 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 Valley⁷⁹
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 پایین‌ترین 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 لوپ و حلقه مثبتی را ایجاد شد به طوریکه بین سال‌های ۱۹۷۷ الی ۱۹۸۲ ما شاهد افزایش حجم سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی از ۰.۲ میلیارد دلار به ۷.۶ میلیارد 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 استارت‌آپی که در آن سرمایه‌گذاری شده است، سود آور نبودند و نیستند. به طور مثال شرکت جنرال موتور، در ۵ شرکت ماشین‌سازی سرمایه‌گذاری کرد تا تکنولوژی را ایجاد کند که بتواند اجزا به طور خودکار، در خط مونتاژ بازرسی 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 پی‌درپی آنها تصمیم گرفتند که علاوه بر راه‌سازی 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 اسکپ کامیونیکیشنز^{۸۴} 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 بیش از ۲۰ گروه سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی مطابق با آمارهای سی بی اینسایت^{۸۵} سرمایه‌گذاریشان را شروع کردند و حدود ۱۰۰ سرمایه‌گذار خطرپذیر شرکتی اولین سرمایه‌گذاریشان را در بازه زمانی سال‌های ۱۹۹۵ الی ۲۰۰۱ انجام داده‌اند.

84. Netscape Communications

85. CB Insights

کل میزان دلاری که در جریان سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در سال ۲۰۰۰ سرمایه‌گذاری گردید حدود ۱۷ میلیارد دلار بود که معادل ۲۵ درصد از تأمین بودجه آن به پشتوانه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در همین سال بوده است. اگرچه در همین زمان سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی بین‌المللی 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).

۵-۲: 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 برون‌سپاری کنند. شرکت‌های رسانه‌ای و تبلیغاتی از جمله رویترز، نیو کورپ،^{۸۶} رد الزویور،^{۸۷} دلبیو پی پی گروپ 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^{۸۸} با سیستم‌های چندگانه باشد طراحی می‌کنند سرمایه‌گذاران این صندوق شامل سیسکو سیستم،^{۸۹} کامپاگ کامپیوتر،^{۹۰} ای بی ام، جامعه نت اسکپ،^{۹۱} اوراکل، سان میکرو سیستم‌ها و شرکت تلکامینیکیشن^{۹۲} بود (CB insight, 2016).

۳- اهداف سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی

برای اهداف سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی طبقه‌بندی‌های 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

۳-۱: طبقه بندی اهداف بر مبنای زمان

نمودار ۱: طبقه بندی اهداف و اولویت های صندوق های سرمایه گذاری خطرپذیر شرکتی (والونز، صندوق مک آرتور و همکاران، ۲۰۱۳).

اهداف بلند مدت	اهداف آینده ساز
ارایه مدل های جدید کسب و کار از طریق دسترسی به بازارهای جدید	اختراع مجدد مدل های کسب و کار از طریق بهره گیری از اکوسیستم ها و فضاها کسب و کار منعطف

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

۳-۲: طبقه بندی اهداف بر مبنای اهداف

سرمایه گذاران خطرپذیر شرکتی از ایجاد صندوق های سرمایه گذاری و سرمایه گذاری در استارت آپ ها دارای دو هدف عمده به شرح ذیل هستند (Chesbrough, 2002):

۳-۲-۱: اهداف مالی

سرمایه گذاران خطرپذیر شرکتی با پذیرش ریسک به دنبال کسب سودآوری زیاد مالی از طریق افزایش موجودی نقد در شرکت ها و مشخص کردن جهت گیری های مالی هستند.

۳-۲-۲: اهداف استراتژیک

بسط و توسعه ظرفیت ها، دسترسی به بازارهای جدید متناسب با استراتژی های بلندمدت شرکت های سرمایه گذار و یا بازاریابی برای شرکت های سرمایه گذار متناسب با استراتژی های بلندمدت شان، از جمله اهداف استراتژیکی است که صندوق های سرمایه گذاری خطرپذیر شرکتی از طریق ایجاد واحدهای چندگانه سرمایه گذاری به دنبال تمرکز بر روی آنها هستند. سرمایه گذاری خطرپذیر شرکتی اهداف استراتژیک را شناسایی و ایجاد می کنند تا از این طریق بین خودشان و شرکت مخاطره پذیر هم افزایی 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 ضرورتر و حیاتی‌تر به شمار می‌آید. لذا تصمیم‌گیری در خصوص ایجاد توازن بین خروجی‌های مالی و استراتژیکی به صورت منحصر به خود صندوق بستگی دارد.

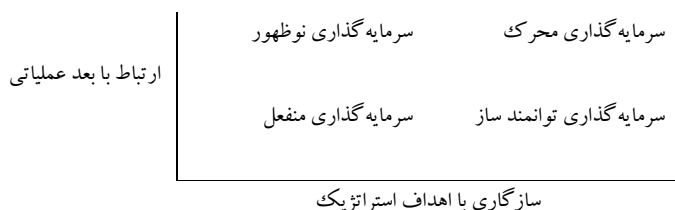
۴- انواع مدل‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی

۴-۱: تقسیم‌بندی 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^{۹۴} (Chesbrough, 1999).



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

سرمایه‌گذاری محرک

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 ناپک.

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 ونچر^{۹۵} و فیت بیت^{۹۶}.

94. Align with core strategies

95. SAP Ventures

96. Fitbit

سرمایه‌گذاری توانمندساز

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 پیرسون و امگا اسکول.

سرمایه‌گذاری نوظهور

سرمایه‌گذاری نوظهور نوعی سرمایه‌گذاری است که از بعد استراتژیک و کسب اهداف منفی‌چندانی 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.

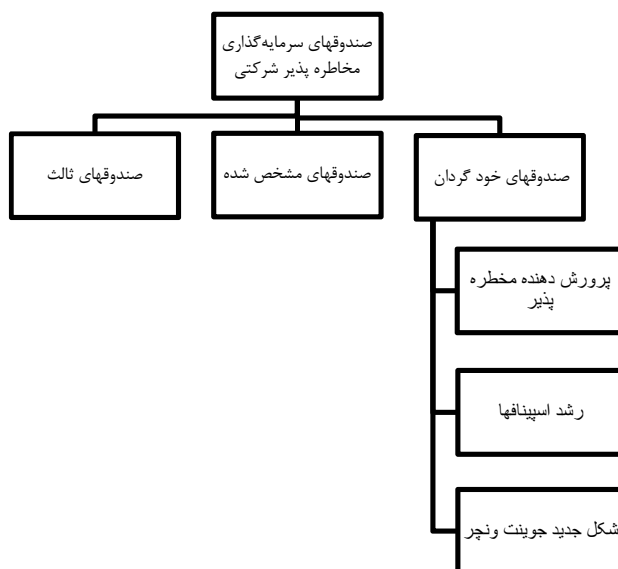
سرمایه‌گذاری مستقیم / مشارکتی (ترازنامه)	صندوق‌های داخلی ایجاد شده مدل GP	صندوق‌های خارجی مدل LP	
دستیابی به تکنولوژی‌ها و کسب و کارهای مستقیم از طریق آزمون و تجربه در مناطق در حال ظهور	ظهور کسب و کارها و تکنولوژی‌های جدید با اختیار بیشتر نسبت به نمونه‌های ارایه شده.	توسعه و ارتقا توانایی‌های سرمایه‌گذاری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

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

۲-۴. تقسیم بندی بر مبنای نوع مدل ساختار:

۵- ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر شرکتی^{۹۸}

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر شرکتی واحدهای جداگانه‌ای^{۹۹} هستند که معمولاً به صورت مستقل اداره می‌شوند و به سرمایه‌گذاری‌هایی که توسط صندوق‌های خودگردان صورت می‌گیرد، سرمایه‌گذاری‌های مستقیم گفته می‌شود. و از سویی دیگر سرمایه‌گذاری‌هایی که توسط صندوق‌های ثالث^{۱۰۰} یا صندوق‌های مشخص شده^{۱۰۱} با مدیریت سرمایه‌گذاران خطرپذیر مستقل صورت می‌گیرد متعاقباً^{۱۰۲} سرمایه‌گذاری غیرمستقیم معرفی می‌گردند (فورگلگ و فیلیپ دودوراشات، ۲۰۱۳)



شکل ۱: ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (فورگلگ و فیلیپ دودوراشات، 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

- غربالگری استراتژیک
- غربالگری مالی
- تشکیل سندیکا
- حمایت‌های مخاطره آمیز
- خروج



شکل ۲: فرآیند سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی (فورگلگ و فیلیپ دودوراشنات، ۲۰۱۳)

در گزارش اخیر بی سی جی انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر انگلستان مرکز سرمایه‌گذاری مخاطره پذیر شرکتی جهانی^{۱۱} بیان کرده‌اند 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 متشکل از افرادی است که قابلیت بهره‌گیری از نهایت توانمندی‌هایشان را دارند و می‌توانند هماهنگی 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 سرمایه‌گذاری وجود دارند که تیم سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی را مورد حمایت قرار می‌دهند تا بتوانند به موفقیت دست پیدا نمایند. (Keil, 2002)

104. Global Corporate venture
105. Other CVCs and VCs

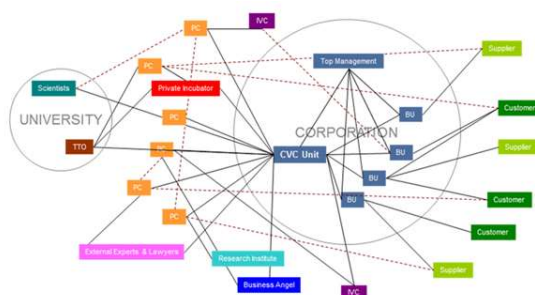
اکوسیستم ۱۰۶

اجزا تشکیل دهنده اکوسیستم سرمایه گذاری خطر پذیر شرکتی عبارتند از:

– کارآفرینان^{۱۰۷}

– شتاب دهندگان^{۱۰۸} و انکیباکتورها^{۱۰۹}

– موسسات علمی^{۱۱۰}



شکل ۴: اکوسیستم سرمایه گذاری خطر پذیر شرکتی (فورگلگ و فیلیپ دودوراشات، ۲۰۱۳)

۸- حجم سرمایه گذاری مخاطره پذیر شرکتی در جهان

۸-۱: جذابترین صنایع برای سرمایه گذاری خطر پذیر شرکتی

جذابترین صنایع برای سرمایه گذاری در صنعت خطر پذیر شرکتی عبارتند از:

– تکنولوژی های 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 ریسک‌پذیری شرکتی در سال ۲۰۱۳ پراکنندگی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر شرکتی در جهان به شرح ذیل است:

– آمریکا

– ژاپن

– آلمان و انگلستان

(Global Corporate Venturing, 2013 Data Analysis)

– چین

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 میلیارد دلار در حدود ۱.۳۵۲ تعداد کسب و کار از طریق سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی تأمین مالی شده‌اند.

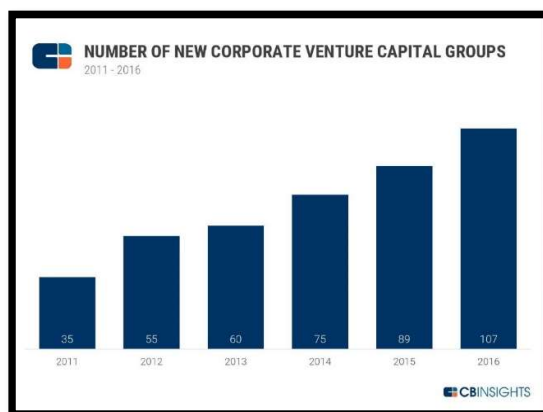
۱-۳-۸: تعداد سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر شرکتی



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

طبق آمار ارائه شده توسط سی بی اینسایت در سال ۲۰۱۷، ۲۰۴ عدد سرمایه‌گذاری خطرپذیر شرکتی در ربع سوم سال ۲۰۱۶ صورت پذیرفته‌است 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 نچرا^{۱۱۱} صندوق نوآوری سانی^{۱۱۲}.

111. JetBlue Technology venture
112. Sony innovation fund

۵-۳-۸: 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 کپیتال ^{۱۱۳}
۲	گوگل ونچر ^{۱۱۴}
۳	سیلز فورس ^{۱۱۵}
۴	کام کست ونچر

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

۹- بحث و نتیجه‌گیری:

پویایی محیط اقتصادی سبب گردیده‌است که بسیاری از شرکت‌ها برای ادامه حیات، به پیش‌بینی تقاضاهای آتی و سرمایه‌گذاری برای حفظ جایگاه رقابتی خود بپردازند اما بسیاری از شرکت‌های بزرگ چالاکي و چابکی لازم برای پاسخ‌گویی سریع به این تغییرات را ندارند و از سویی دیگر بسیاری از شرکت‌کوچک و کارآفرین که چالاکي و چابکی لازم را دارند اما منابع مالی و مدیریتی کافی برای رویایی با این بازارهای پیچیده را ندارند لذا در نتیجه توجه خبرنگان 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 فعال در سرمایه‌گذاری می‌گردد. لذا در این پژوهش، محقق به معرفی یکی از شیوه‌های نوین تامین مالی کارآفرینان -

- 113. Intel capital
- 114. Google venture
- 115. Sales force venture
- 116. Intel
- 117. Google venture
- 118. Corporate Venture Capital (CVC)
- 119. Salesforce ventures
- 120. Comcast Venture

سرمایه گذاری خطرپذیر شرکتی - پرداخته است که می تواند جایگزین شیوه های سنتی تامین مالی گردد و بیان می گردد که سرمایه گذاری خطرپذیر شرکتی عبارت است از نوعی سرمایه گذاری بلند مدت در شرکت های جوان، نوپا و خصوصی که توسط شرکت های مادر^{۲۱} که با هدف دستیابی به اهداف استراتژیک^{۲۲} و مالی^{۲۳} صورت می پذیرد (چسبرو و توسی، ۲۰۰۲) و همچنین آنچه که این گروه از سرمایه گذاران را از سرمایه گذاران خطرپذیر شرکتی مستقل^{۲۴} متمایز می کند، تمرکز اصلی آنها هم بر روی بازگشت مالی و هم تطابق استراتژیک با شرکت های مادر^{۲۵} است (والونز، صندوق مک آرتور و همکاران، ۲۰۱۳) اما لازمه بهره گیری کارا از این مدل تامین مالی آشنایی با تاریخچه، ضرورت، تعاریف، اهداف، ساختار و طبقه بندی انواع این مدل تامین مالی است لذا با مطالعات کتابخانه ای 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 مآخذ

- ___ Allen, S. A. , Hevert, K. T. , 2007. Venture capital investing by information technology companies: did it pay? *Journal of Business Venturing* 22, 262–282.
- ___ Cbinsights. (2016). THE HISTORY OF CVC.
- ___ Cbinsights. (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
- ___ www.Global Corporate Venturing.com

