

شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم به خروج سرمایه گذاران مخاطره پذیر

نرگس ایمانی پور*^۱ - مهدی کنعانی^۲

۱. استادیار دانشکده کارآفرینی دانشگاه تهران

۲. کارشناس ارشد مدیریت کارآفرینی دانشگاه تهران

(تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۷/۱۲/۳، تاریخ تصویب: ۱۳۸۸/۶/۱۲)

چکیده

تخصص سرمایه گذاران مخاطره پذیر در تأمین مالی بنگاه‌های نوپا و با ریسک بالا، اما نوآور و کارآفرینانه است. آن‌ها در شرکت‌های نوپای دارای پتانسیل رشد بالا سرمایه گذاری می‌کنند و پس از تحقق ارزش افزوده مورد نظر، سرمایه خود را به همراه سود حاصل از شرکت سرمایه پذیر خارج و در طرح پرسود، اما ریسک آمیز و کارآفرینانه دیگری سرمایه گذاری می‌کنند. این تحقیق کاربردی و نتیجه گرا بوده و در آن از ترکیبی از روش‌های کیفی استفاده شده است. محققین بر مبنای مرور کتابخانه‌ای تحقیقات پیشین "فهرست پایه شاخص‌ها" را پی‌ریزی کردند. این فهرست از طریق "مصاحبه ساختاریافته" با تیمی از نخبگان ایرانی موضوع (تیم مرجع) تصحیح و "فهرست دور اول دلفی" حاصل شد. سپس از طریق اجرای ۳ "دور دلفی" و با همکاری ۱۰ نفر از کارشناسان اجرایی و خبرگان علمی موضوع در ایران (گروه داوران) فهرست نهایی شاخص‌ها با ۱۴ شاخص تصحیح و تکمیل شد. از شاخص‌های نهایی ۵ مورد به عملکرد شرکت سرمایه پذیر، ۴ مورد به سرمایه گذار، ۳ مورد به عوامل محیطی و ۲ مورد به کارآفرین (ان) مرتبط است. داوران در دوره‌های اول تا سوم به ترتیب با امتیازات ۵، ۳۴، ۶۵ و ۷۱ درصد فهرست شاخص‌ها را مورد تأیید قرار دادند که نصاب حاصل در دور سوم برای تحقق هم‌گرایی مورد نظر در داوران، تأیید نتایج و خاتمه تحقیقات دلفی معتبر است. نتایج این تحقیق نشان‌گر آن است که در نظر گرفتن ترکیبی از این شاخص‌ها در هنگام اتخاذ تصمیم به خروج ضروری است. به ویژه، عدم توجه به عوامل مربوط به کارآفرینان، چالش‌های جدی در مدیریت فرآیند خروج را موجب می‌شود. این تحقیق، زمینه‌ای پژوهشی برای شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری در سایر فرآیندهای کاری سرمایه گذاران مخاطره پذیر فراهم آورده است.

واژگان کلیدی: سرمایه گذاری مخاطره پذیر، کارآفرین سرمایه پذیر، خروج بنگاه‌های نوآور

نوپا، روش دلفی

مقدمه

تبدیل به نقد کردن سرمایه و سود حاصل از آن، پایانی طبیعی برای هر نوع سرمایه‌گذاری است و روزی خواهد رسید که سرمایه‌گذار به دنبال تصمیم‌گیری برای خروج و فروش سهام یا کاهش سهم خود باشد. دی‌کلرک و همکارانش^۱ فرآیند سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر را به ۳ مرحله پیش از سرمایه‌گذاری^۲، پس از سرمایه‌گذاری^۳ و مرحله خروج^۴ تقسیم کرده‌اند (دی‌کلرک و همکاران، ۲۰۰۶، ۷۴). بررسی‌های جامع لندستروم^۵ درباره پژوهش‌های انجام‌شده در خصوص خروج سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر، نشان‌گر آن است که این موضوع در زمره زمینه‌های پژوهشی‌ای است که تحقیقات نظری و کاربردی اندکی روی آن انجام شده است و هنوز جای تحقیق بیشتری دارد (لندستروم، ۲۰۰۷، ۷۰).

سؤال اصلی این پژوهش این است که: "چه عواملی بر تصمیم به خروج از سرمایه‌گذاری مؤثر است؟". به عبارت دقیق‌تر، سرمایه‌گذار در مرحله خروج با در نظر گرفتن چه شاخص‌هایی به خروج کامل یا تدریجی از سرمایه‌گذاری‌های خود تصمیم می‌گیرد؟ هدف اصلی تحقیق جلب توجه سرمایه‌گذاران به شاخص‌ها و بهره‌گیری از این شاخص‌ها توسط سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر (به ویژه در ایران) است. در این مقاله، ابتدا به تشریح مراحل فرآیند سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر و سایر مفاهیم کلیدی مورد بررسی، پرداخته شده و پس از مروری بر تحقیقات پیشین، و در ادامه روش تحقیق مورد استفاده در انجام پژوهش تبیین شده است. بخش پایانی مقاله نیز به تشریح دستاوردهای پژوهش، بحث و تحلیل در خصوص یافته‌ها و ارائه پیشنهاد‌های پژوهشی آتی اختصاص دارد.

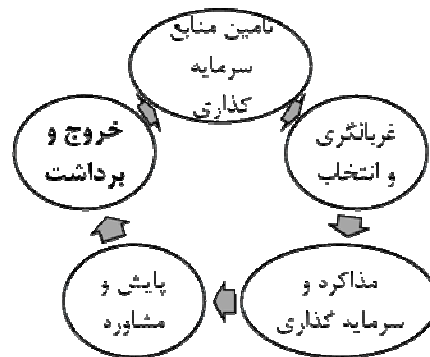
-
1. De clerq & et al
 2. Pre investment
 3. Post investment
 4. Exit phase
 5. Landstrom

مرور پیشینه پژوهش

سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر سرمایه‌گذاری نمی‌کنند تا سود فوری ببرند، بلکه آن‌ها شرکت را حمایت می‌کنند تا ارزش سرمایه‌گذاریشان بالا برود. بنابراین، آن‌ها علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کوچک و متوسط نوآوری هستند که رشدی سریع داشته باشند. دوره سرمایه‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر معمولاً در دامنه ۴ تا ۱۲ سال است و در جستجوی معاملاتی هستند که سرمایه‌شان ۱۰ تا ۲۰ برابر شود (صمدآقایی، ۱۳۸۷، ۲۲-۲۳). آن‌ها به امید سود بیش‌تر از معمول، در مخاطرات کسب و کارهای نوآورانه شریک می‌شوند، اما چه کارآفرین موفق شود و چه اهداف طراحی‌شده حاصل نشود، لازم است تا سرمایه‌گذار در مرحله‌ای از چرخه عمر کسب و کار سرمایه‌خود را به نقد تبدیل کند. این فرآیند "خروج" نامیده می‌شود (دیوید گلاستون و لورا گلاستون^۱، ۲۰۰۴، ۳۱۰). مطالعه موردی دباغیان و همکاران نشان‌گر چالش‌های متعدد سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر ایرانی در تصمیمات مربوط به مرحله خروج است. به عنوان نمونه، مؤسسه توسعه فناوری نخبگان در اولین تجربیات خروج خود با مذاکراتی دامنه‌دار و پرچالش با کارآفرینان سرمایه‌پذیر درگیر شده و هر یک از طرفین، شاخص‌ها و معیارهایی متفاوت را برای تعیین ارزش سهم سرمایه‌گذار و کارآفرین مدنظر داشته‌اند (دباغیان و همکاران، ۱۳۸۵، ۱۴). بررسی موردی چالش‌های رخ داده در فرآیند خروج یکی از سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر ایرانی توسط استیری و همکارانش نیز مؤید این موضوع است (استیری و همکاران، ۱۳۸۵، ۳-۷). لندستروم مرحله خروج را آخرین مرحله از مراحل ۵ گانه سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر می‌داند. نمودار شماره ۱ فرآیندی را ارائه می‌کند که از تأمین منابع سرمایه‌گذار^۲ شروع شده و با انتخاب کارآفرینان و طرح‌های سرمایه‌پذیر مناسب^۳ و مذاکره و توافق^۴ با آن‌ها ادامه می‌یابد. شروع

1. Gladstone, David & Gladstone, Laura
2. Fundraising
3. Screening/Selection
4. Negotiation/Investing

سرمایه گذاری با پیش و مشاوره^۱ مداوم برای کارآمدی شرکت ادامه می‌یابد و در نهایت سرمایه گذار از شرکت خارج^۲ می‌شود (لندستروم، ۲۰۰۷، ۷۰).



نمودار ۱. مراحل مختلف سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر

محققان از زوایای مختلف به تشریح شاخص‌های مؤثر بر خروج از سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. برکری^۳ ۵ شاخص اصلی: "روش‌های خروج امکان‌پذیر و در دسترس"; "جایگاه آن در چرخه عمر کسب و کار"; "دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌رو"; "سود قابل تقسیم سهام فعلی" و "تصمیمات استراتژیک برای کاهش حضور در یک شرکت" را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار یا کارآفرین در واگذاری سهام و خروج مؤثر می‌داند (برکری، ۲۰۰۷، ۳۱۷).

هاوکی^۴ تأثیر ۸ شاخص در فرآیند خروج را، طبق جدول شماره ۱، تشریح کرده است. از نظر او مهمترین عامل "علت خروج" است که هم روش و هم زمان خروج را تحت تأثیر قرار می‌دهد (هاوکی، ۲۰۰۲، ۳).

1. Monitoring/Advising
2. Exit/Harvestin
3. Berkery Demort (2007)
4. Hawkey

جدول ۱. شاخص‌های مؤثر بر انتخاب زمان و روش خروج

ردیف	شاخص	تفسیر
۱	علت خروج	اصلی‌ترین تعیین‌کننده زمان و شیوه خروج
۲	ارزش حاصل	روشی که بیشترین سود و ارزش افزوده را نصیب کند
۳	ریسک	میزان درجه ریسک در هنگام انتقال کسب و کار با روش مورد نظر
۴	کنترل	میزان کنترل بر فرآیند واگذاری و همچنین میزان کنترل بر مدیریت کسب و کار پس از واگذاری
۵	انتظارات و برنامه‌های مالی	کارآمدی روش انتخابی در برآورده کردن برنامه‌ها و انتظارات مالی
۶	پرداخت مالی مطمئن ^۱	شرایط پرداخت مبلغ و اطمینان از پرداخت کل مبلغ توسط خریدار
۷	انعطاف در توافق نامه ^۲	میزان انعطاف‌پذیری خریدار در مذاکرات و توافقات
۸	رضایت‌مندی	روش مورد نظر، چه میزان رضایت‌مندی (فراتر از ابعاد مالی) را به همراه می‌آورد

باقری و همکارانش شاخص "جایگاه شرکت در چرخه عمر خود" را مؤثرترین عامل در فرآیند خروج سرمایه‌گذاران می‌دانند و اشاره می‌کنند وقتی شرکت کارآفرین در ابتدای چرخه عمر خود و در حد یک ایده است، قیمت ناچیزی دارد، اما وقتی محصول تجاری شد و مشتری‌ها دور کارآفرین جمع شدند، شرکت وی ارزش زیادی پیدا می‌کند (باقری و همکاران، ۱۳۸۸، ۳۰۱).

کوراتکو و هارنزی^۳ نیز "ارزیابی مداوم عملکرد و وضعیت شرکت سرمایه‌پذیر توسط سرمایه‌گذار" را عامل کلیدی می‌دانند و حتی اشاره می‌کنند که سرمایه‌گذاران برای پیش‌گیری از شرایط اضطراری با محاسبه‌ی شاخص Z-آلتمن^۴ - که احتمال وقوع ورشکستگی شرکت در آینده نزدیک را رصد می‌کند - برای ضرورت یا عدم ضرورت

1. Assuring payment
2. Deal flexibility
3. Kuratko & Hornsby

4. Z-Score عددی است که از جمع چند شاخص مالی و حسابداری شرکت به دست می‌آید و پیش‌بینی‌کننده‌ی وضعیت مالی شرکت و احتمال ضعیف یا زیاد رخداد ورشکستگی برای آن است.

خروج پیش از موعد^۱ تصمیم می‌گیرند (کوراتکو و هارنزی، ۲۰۰۹، ۲۲۰).
 فرید و گونر^۲ به سنجش ارتباط میان حق کنترل سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر و انتخاب
 روش خروج پرداختند. بر اساس نتایج تحقیقات پیمایشی آنها، سرمایه‌گذاران مخاطره-
 پذیر هنگام اخذ تصمیم برای خروج عمل‌گرایانه رفتار می‌کنند و برای آن‌ها سود و
 دستاورد از روش خروج مهم‌تر است. در حالی که، فرآیند خروج و تبعات آن برای
 کارآفرینان از اهمیت بیشتری برخوردار است. همین امر موجب می‌شود تا سرمایه-
 گذاران از اختیارات ممتاز برای سهام خود استفاده کنند (فرید و گونر، ۲۰۰۶، ۹۶۷-
 ۱۰۲۵).

هلمن و همکارانش^۳ با بررسی تجربه خروج سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر آمریکایی از
 ۳۰۴۷ شرکت در فاصله زمانی سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۴، به بررسی ۲ شاخص "زمان
 سپری‌شده از سرمایه‌گذاری" و "سود ناشی از خروج" پرداختند (هلمن و همکاران،
 ۲۰۰۵، ۸).

طریق‌الله‌خان و بن‌جیلالی^۴ توافقات سرمایه‌گذار و کارآفرین (ان) سرمایه‌پذیر
 در خصوص حقی به نام "اختیار خرید"^۵ را نیز شاخصی مؤثر می‌دانند. مطابق این حق،
 قرارداد سرمایه‌گذاری شامل بندی است که به موجب آن سرمایه‌گذار از نظر قانونی و
 تحت شرایط زمانی و قیمتی مشخص، ملزم است به صورت دوره‌ای و متناوب، خرید
 بخشی خاص از سهام خود را به کارآفرین پیشنهاد کند. با این حال، کارآفرین، از نظر
 قانونی، به خرید این سهم ملزم نیست. در صورت عدم خرید توسط کارآفرین، سرمایه-
 گذار می‌تواند سهام خود را به اشخاص دیگر واگذار کند. آن‌ها همچنین "انتظارات
 کارآفرین" و "سود حاصل از خروج برای سرمایه‌گذار" را نیز عوامل مؤثری می‌دانند
 (طریق‌الله‌خان و بن‌جیلالی، ۲۰۰۳، ۳-۶).

-
1. Premature Exit
 2. Fried & Ganor
 3. Hellman & et al
 4. Tariqhollah k. & benjilali
 5. Call option

جدول ۲. شاخص‌های مؤثر بر خروج ذکر شده در تحقیقات مختلف

ردیف	منبع	مهمترین شاخص‌های مورد بررسی یا اشاره
۱	دی بتیگنیس ^۱ (۶۶، ۲۰۰۸)	میزان رضایت کارآفرینان از فرآیند خروج
۲	کومینگ و جوهان ^۲ (۲۰۰۷)، (۱۸-۳)	شرایط طرح کسب و کار و میزان ارزش خالص فعلی ^۳ پیش‌بینی‌شده در آن، اختیارات ممتاز سرمایه‌گذار، میزان کنترل توافق‌شده سرمایه‌گذار بر شرکت
۳	بایر و چمانور ^۴ (۱۹، ۲۰۰۶)	توان خریدار سهام در حفظ یا توسعه سوددهی شرکت در سال‌های آتی و حفظ اعتبار سرمایه‌گذار در بازار به‌واسطه عملکرد مثبت شرکت پس از واگذاری
۴	هلن (۶۵۵، ۲۰۰۶)	میزان رضایت سرمایه‌گذار و میزان رضایت کارآفرین
۵	کومینگ (۱۳، ۲۰۰۵)	ارزیابی عملکرد شرکت سرمایه‌پذیر و میزان کنترل سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر
۶	کاپلان و استرومیرگ ^۵ (۲۹۵، ۲۰۰۴)	ارتباطات حرفه‌ای میان سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر و کارگذاران فروش سهام، میزان شناخته‌شده بودن سرمایه‌گذار در بازار
۷	اسچیوینبایر ^۶ (۶۴، ۲۰۰۴)	انتخاب راهبرد خروج، با توجه به شرایط فعلی سرمایه‌گذار، ملاحظات بلندمدت و کوتاه‌مدت سرمایه‌گذار، شرایط ویژه هر شرکت
۸	کاپلان و اسکور ^۷ (۲۰۰۳)، (۴۲)	توان مالی کارآفرین(ان) برای بازخرید ^۸ سهام سرمایه‌گذار
۹	کاپلان و استرومیرگ (۲۹۴، ۲۰۰۳)	میزان کنترل سرمایه‌گذار بر شرکت و اختیارات ممتاز به وی
۱۰	لی و واهال ^۹ (۵، ۲۰۰۲)	تجربیات پیشین سرمایه‌گذار، سابقه سرمایه‌گذار در بازار، ابعاد سرمایه‌گذاری

گلاستون‌ها میزان استفاده سرمایه‌گذار از حقی به نام "اختیار فروش"^{۱۰} را در تصمیم سرمایه‌گذار به فروش سهام خود شاخص مؤثری می‌دانند. مطابق این حق، این امتیاز به سرمایه‌گذار داده می‌شود تا چنانچه در دوره‌های زمانی مشخص، به فروش سهام خود تصمیم گرفت، سایر سهام‌داران شرکت موظف باشند سهام وی را با قیمت یا فرمولی از

1. De Bettignies
2. Cumming & Johan
3. Net Present Value (NPV)
4. Bayar & Chemmanur
5. Kaplan & Strömberg
6. Schwiendbacher
7. Kaplan & scholar
8. Buyback
9. Lee & Wahal
10. Put Option

پیش تعیین شده خریداری کنند^۱ (دیوید گلاستون و لورا گلاستون، ۲۰۰۴، ۳۱۹). شاخص‌های مورد بررسی یا به دست آمده در ۱۰ مورد از دیگر پژوهش‌های مرتبط طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۸ به شرح جدول شماره ۲ است.

روش‌شناسی تحقیق

روش‌های تحقیقات حوزه علوم رفتاری دسته‌بندی‌های گوناگون، مانند "کمی/کیفی"؛ "نتیجه‌گرا/تصمیم‌گرا"^۲ و "بنیادی/کاربردی/تحقیق/توسعه" دارد (سرمد، بازرگان و حجازی، ۱۳۸۶، ۷۸-۹). این تحقیق از نوع "کیفی"، "نتیجه‌گرا" و "کاربردی" است. روش تحقیق در این پژوهش، مطابق نمودار شماره ۲، ترکیب ۳ روش کتابخانه‌ای، مصاحبه ساختاریافته و دلفی است.



نمودار ۲. مراحل و روش‌های مختلف مورد استفاده در تحقیق و خروجی‌های هر یک

۱. کارآفرین(ان) برای جلوگیری از ورود شریک جدید و کاهش اختیار و کنترل خود بر شرکت، در استفاده از اختیار حق تقدم خرید، تلاش خواهند کرد. آن‌ها همچنین مالک درصد بیشتری از سهام شرکت خود می‌شوند و سود بیشتری را می‌برند. این امر، برای سرمایه‌گذار نیز مفید است، زیرا او نیز با خروجی ساده و سریع، به طی مراحل مختلف جذب سرمایه‌گذار جدید و انتقال سهام به وی دچار نخواهد شد (دیوید گلاستون و لورا گلاستون، ۲۰۰۴، ۳۱۹).

2 Conclusion oriented vs. Decision oriented

با توجه به شناخته شده بودن ۲ روش نخست، توضیحاتی در مورد روش دلفی^۱ ضروری به نظر می‌رسد.

ابداع روش دلفی نقطه عطفی در تاریخچه‌ی روش‌های تحقیق کیفی است. این روش، بر اساس گردآوری و هم‌گرایی نظرات گروهی از متخصصان (گروه دلفی) با محوریت یک نفر هماهنگ‌کننده (عادل و مؤمنی، ۱۳۸۶، ۳۲۴/۲) و مشاوره جمع کوچکی از خبرگان موضوع و روش تحقیق (گروه مرجع دلفی) بنا شده و هدف آن رسیدن به اتفاق نظر جمعی صاحب‌نظر درباره موضوعی خاص است. (فدایی، نقشینه و خسروجردی، ۱۳۸۷، ۱۹). این اتفاق نظر از طریق فرآیندی نظام‌یافته، با تعریف مسأله از جانب هماهنگ‌کننده و هدایت گروه مرجع شروع شده است و با دریافت نظرات متخصصان عضو گروه دلفی در خصوص مسأله ادامه می‌یابد. جمع‌بندی نظرات به گروه دلفی بازگردانده و دوباره نظرات آن‌ها اخذ می‌شود. هر تکرار از "فرآیند اخذ نظر و ارائه بازخورد" یک "دور دلفی" را تشکیل می‌دهد. این دورها تا آنجا ادامه می‌یابد که حداقل حدود دوسوم اعضای گروه دلفی در خصوص موضوع مورد بحث به اتفاق نظر برسند (بنیاد توسعه فردا، ۱۳۸۵، ۷۵).

کیفیت نتایج روش دلفی، به انتخاب درست تیم مرجع و گروه داوران بستگی دارد (فدایی، نقشینه و خسروجردی، ۱۳۸۷، ۱۳) از همین رو، برای انتخاب تیم مرجع از رؤسا یا مدیران ارشد ۴ مؤسسه و صندوق فعال در حوزه سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر و مؤلف نخستین کتاب فارسی در این حوزه دعوت شد^۲. سپس با مشورت تیم مرجع، گروه داوران انتخاب شدند. در انتخاب این گروه، به این نکته توجه شد که «در بیشتر مطالعات دلفی از گروههای داورى حداقل ۱۵ نفره استفاده می‌شود. با این پیش‌فرض که حدود ۳۵

1. Delphi Method

۲. انجام این تحقیق مرهون همکاری و داوری نخبگان ایرانی فعال در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر، به‌ویژه مؤسسه توسعه فناوری نخبگان، شبکه شرکت‌های فناوری نانو، صندوق تحقیق و توسعه صنایع و معادن و شرکت گسترش کارآفرینی و نیز متخصصان موضوع در بنیاد توسعه فردا (ناشر اولین کتاب تألیفی در خصوص سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر) است.

تا ۷۵ درصد مدعوین در مطالعه شرکت خواهند کرد. همچنین، باید به انصراف اعضا، حین مطالعه دلفی توجه داشت. بالاترین میزان افت پاسخها، معمولاً در دور اول اتفاق می افتد» (بنیاد توسعه فردا، ۱۳۸۵، ۷۴). از این رو، در این تحقیق نیز ابتدا ۳ نفر از هر یک از ۵ گروه انتخاب شدند که با ریزشهای رخ داده در هر مرحله، این تعداد به ۱۰ نفر کاهش یافت. پژوهشگران نیز نقش هماهنگ کننده و مدیریت نظرات گروه و تیم را ایفا می کردند.

طی ۳ دور اجرای دلفی، داوران به فهرست ارائه شده در هر دور، امتیازی بین صفر تا ۲۰ اختصاص می دادند. همچنین در هر دور، داوران پیشنهادهای اصلاحی خود را ارائه می کردند. این پیشنهادهای در دور بعد به رأی داوران گذاشته می شد تا در صورت تأیید در فهرست دور بعد اعمال شود. جدول شماره ۳، گزیده‌ای از شاخصهای آماری مربوط به دوره‌های مختلف دلفی را نشان می دهد.

جدول ۳. روند تغییر در شاخصهای تصمیم و آماره‌های پراکندگی مرتبط با دوره‌های مختلف دلفی

شاخصها	دور اول	دور دوم	دور سوم
تعداد پیشنهاد تصحیح یا افزودن جهت اعمال در دور آتی	۴	۱	صفر
تعداد نهایی شاخصها	۹	۱۳	۱۴
میانگین امتیازات	۶٫۹	۱۳٫۰	۱۴٫۲
درصد توافق	۳۴٫۵	۶۵	۷۱
تغییر در توافق	+۳۴٫۵	+۳۰٫۵	+۶

ملاک خاتمه دوره‌های دلفی، عدم ارائه پیشنهاد جدید از سوی داوران یا تحقق بیش از ۶۶٪ توافق میان داوران است (بنیاد توسعه فردا، ۱۳۸۵، ۷۵). با توجه به این که، در دور سوم هر دوی این شروط محقق شده بود و فهرست نهایی با امتیازی معادل ۷۱٪ به تأیید داوران رسید. دوره‌های دلفی خاتمه یافته و فهرست ۱۴ شاخص، به عنوان نتیجه نهایی تحقیق شناخته شد.

یافته‌ها

فهرست نهایی مورد تأیید داوران دلفی، نشان‌دهنده‌ی تأثیر ۱۴ عامل کلیدی در تصمیم‌گیری مدیران سرمایه‌گذار برای خروج است. این شاخص‌ها در جدول شماره ۴ ذکر شده است. ۴ دسته‌بندی کلیدی انجام‌شده، نشان‌دهنده‌ی ابعاد مختلف تصمیم به خروج است.

جدول ۴. فهرست نهایی شاخص‌های مؤثر بر تصمیم به خروج سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر

شاخص تصمیم	دسته شاخص‌ها
۱. دوره بازگشت سرمایه‌پویا و این که شرکت سرمایه‌پذیر از آن گذشته است یا خیر؛ ۲. جایگاه شرکت سرمایه‌پذیر در چرخه‌عمر و این که از مرحله رشد سریع گذشته یا خیر؛ ۳. قیاس عملکرد با طرح کسب و کار به‌روزشده؛ ۴. قیاس عملکرد با معیارهای کیفی یا کمی موردنظر سرمایه‌گذار؛ ۵. پیش‌بینی عملکرد آتی و احتمال ورشکستگی با محاسبه Z-آلتمن.	عوامل مربوط به عملکرد شرکت سرمایه‌پذیر
۱. جذابیت فرصت‌های سرمایه‌گذاری جایگزین در قیاس با تداوم سرمایه‌گذاری فعلی؛ ۲. موجودی منابع مالی سرمایه‌گذار و نیاز آن به نقدینگی؛ ۳. میزان تمایل سرمایه‌گذار به استفاده از "اختیار فروش"؛ ۴. در دسترس‌بودن مشتریان مناسب برای واگذاری سهام (به‌ویژه به منظور عدم انحراف سرمایه‌پذیر از مسیر رشد و حفظ سابقه مثبت سرمایه‌گذار در بازار).	عوامل مربوط به سرمایه‌گذار
۱. میزان توان مالی و آمادگی تیم کارآفرین برای خرید سهام سرمایه‌گذار و استفاده از "اختیار خرید"؛ ۲. پتانسیل کارآفرینان برای جذب منابع مالی جدید از سرمایه‌گذار، به منظور نوآوری، توسعه مجدد و شروع دوباره چرخه‌ی عمر محصول یا خدماتی جدید.	عوامل مربوط به کارآفرین(ان)
۱. اولویت‌ها و رویکردهای تأمین‌کننده(گان) منابع مالی سرمایه‌گذار؛ ۲. محدودیت‌های قانونی (قانون تجارت، بورس و ...) به منظور فروش و واگذاری سهام؛ ۳. تغییرات در درجه جذابیت بازار محصولات و خدمات موضوع طرح کسب و کار.	عوامل محیطی

از میان این شاخص‌ها، ۵ مورد به وضعیت و عملکرد شرکت سرمایه‌پذیر مربوط است. در برخی از منابع، این شاخص‌ها مرتبط با کارآفرین شمرده شده‌اند. این درحالی است که، عملکرد شرکت ترکیبی از دستاورد کارآفرین(ان) و نماینده(گان) سهام

سرمایه‌گذار و حتی متأثر از کمیت و کیفیت تزریق مالی توسط سرمایه‌گذار است. نکته مهم دیگر، مقایسه عملکرد شرکت با طرح کسب و کار به روز شده است. در واقع، طرح کسب و کار ارائه‌شده به سرمایه‌گذار با آنچه که در واقعیت و بازار اتفاق می‌افتد تفاوت‌هایی دارد و سرمایه‌گذار در هنگام تصمیم به خروج، عملکرد شرکت را با طرح به‌روزشده، می‌سنجد. معیارهای کیفی مورد نظر سرمایه‌گذار نیز عوامل حمایتی یا استراتژیک مدنظر او است. به عنوان مثال، در میان مؤسسات هم‌یار این پژوهش، صندوق تحقیق و توسعه صنایع و معادن ترکیبی از منابع دولتی و خصوصی را در اختیار دارد و کمتر به رویکردهای غیر انتفاعی می‌اندیشد. در حالی که، شبکه شرکت‌های نانو، با بودجه‌ای کاملاً دولتی، به منظور تداوم رویکرد استراتژیک دولت در توسعه فعالیت‌های تجاری در حوزه نانو، حتی در شرایط عملکرد ضعیف نیز از شرکت‌های فعال در این حوزه حمایت می‌کند. شاخص چرخه عمر نیز به منظور کسب سود کارآفرینانه بررسی می‌شود. سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر تا زمانی در شرکت می‌مانند که سود آن جهشی باشد و از رشد اولیه آن منتفع شوند. با رسیدن شرکت به رشد تدریجی و سودهای مرسوم، سرمایه‌گذار ترجیح می‌دهد پول خود را خارج و در شرکت نوپای دیگری که پتانسیل سوددهی جهشی دارد، سرمایه‌گذاری کند.

در میان شاخص‌های مربوط به سرمایه‌گذار، جذابیت فرصت‌های جایگزین، به این معنا است که در شرایط یکسان، امکان دارد سرمایه‌گذار از یک شرکت با عملکرد ضعیف خارج شود و در فرصت جذاب جایگزین سرمایه‌گذاری کند، اما زمانی دیگر از شرکت دومی، با همان عملکرد ضعیف خارج نشود. به این دلیل که، از نظر اقتصادی، طرح‌های در دست بررسی یا فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود جذاب‌تر نباشد. همچنان است وقتی که سرمایه‌گذار به علت نبود مشتری ناگزیر است سهام خود را در شرکتی ضعیف حفظ کند.

در میان شاخص‌های مربوط به کارآفرینان، پتانسیل توسعه طرح بسیار کلیدی است. مثلاً مؤسسه توسعه فناوری نخبگان، شاید ترجیح دهد به جای سرمایه‌گذاری بر روی فعالیت کارآفرینان جدید، که طرحی با جذابیت تا حدودی بیشتر دارند، اما هنوز امتحان

خود را پس نداده‌اند، به سرمایه‌گذاری بر روی فعالیت کارآفرینان سرمایه‌پذیر پیشین خود، که شناخت لازم را از آن‌ها به دست آورده، تداوم بدهد.

از میان عوامل محیطی نیز تغییر در درجه جذابیت طرح، عاملی کلیدی است. به عنوان مثال، یکی از مؤسسات سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر ایرانی، که با بودجه دولتی اداره می‌شود و طرح کسب و کاری را با توجیه اقتصادی مناسب مورد تأیید قرار داده بود، چند ماه بعد از شروع سرمایه‌گذاری با واردات محصول موردنظر آن طرح از کشور چین (با قیمتی بسیار ارزان‌تر از قیمت تمام‌شده‌ی تولید داخل) مواجه و همین امر، عدم توجیه - اقتصادی ادامه سرمایه‌گذاری و خروج زود هنگام را موجب شد.

نتیجه

یکی از مهمترین مسائل برای سرمایه‌گذاران، زمان و شکل خروج از سرمایه‌گذاری و سود حاصل از آن است، زیرا این سرمایه‌گذاران، علاوه بر بازیافت سرمایه اولیه خود، سود حاصل از آن را نیز دریافت می‌کنند و می‌توانند وارد تأمین مالی کسب و کار کارآفرینانه دیگری شوند (اسلامی و کاظمیان، ۱۳۸۴، ۲۱). مرور تحقیقات مختلف، همراهی فرآیند خروج با تصمیمی چندمعیاره را نشان می‌دهد. مطالعات مورد بررسی از سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر ایرانی، نشان‌گر پیچیده بودن حصول توافق میان سرمایه‌گذار و کارآفرین (ان) سرمایه‌پذیر است. تحقیقات مختلف، ابعادی متعدد از شاخص‌های مؤثر بر خروج را برشمرده‌اند. غالب این تحقیقات، بر خروج موفق و برنامه‌ریزی شده تمرکز کرده‌اند. محققینی نیز بوده‌اند که خروج برنامه‌ریزی شده و خروج پیش از موعد، هر دو، را مورد بررسی قرار داده‌اند. در این میان، به عوامل محیطی و موارد مربوط به تأمین‌گر مالی سرمایه‌گذار کمتر توجه شده است. همچنین اختیارات ممتاز توافق‌شده میان کارآفرین (ان) و سرمایه‌گذاران در تعداد معدودی از مطالعات پیشین مورد بررسی، مدنظر قرار گرفته است.

تحقیق حاضر، با نگاهی جامع به موضوع، کلیه موارد اشاره‌شده در پژوهش‌های پیشین را مدنظر قرار داده است. نکته ویژه این تحقیق، تأکید بر حق "اختیار فروش"

برای سرمایه گذار و توجه به شاخص Z-آلتمن، به منظور پیش گیری از ورشکستگی و خروج پیش از موعد است، اما تفکیک شاخص های مربوط به کارآفرین از عوامل مرتبط با شرکت سرمایه پذیر و نیز شناسایی ۳ شاخص محیطی، از دستاوردهای متمایز این تحقیق نسبت به پژوهش های مورد بررسی است.

جمع بندی و پیشنهادها

تحقیق حاضر، شاخص های مستخرج از ادبیات موضوع را طی ۳ دور دلفی با نظرات اصلاحی و تکمیلی تیم مرجع و گروه داوران تکمیل و فهرستی جامع مشتمل بر ۱۴ شاخص کلیدی شناسایی کرده است. این شاخص ها در قالب ۴ دسته (جدول شماره ۴) قابل تفکیک هستند. از این ۴ دسته، عوامل مربوط به سرمایه گذار و عملکرد شرکت در غالب تحقیقات مورد بررسی مورد لحاظ قرار گرفته، و شاخص های محیطی و عوامل مربوط به کارآفرین با جزئیات و دقتی بیشتر ذکر شده است. توصیه تحقیق حاضر به مدیران، کارشناسان و مشاوران صندوق های سرمایه گذاری مخاطره پذیر این است که هنگام تصمیم به خروج، ترکیبی از کلیه عوامل شناسایی شده را در نظر بگیرند. نتایج تحقیق، چندمعیاره بودن تصمیم به خروج را نشان می دهد و به سرمایه گذار اعلام می دارد که به جز شاخص های مربوط به خود و طرح سرمایه گذاری شده، باید به عوامل مربوط به کارآفرین (ان) سرمایه پذیر و شاخص های محیطی مؤثر نیز توجه کافی مبذول دارد.

نتایج این تحقیق، مبنایی برای پژوهش های آتی، برای شناسایی معیارهای مؤثر بر سایر تصمیم گیری های مدیران سرمایه گذار فراهم آورده است. از همین رو، به عنوان موضوعات پژوهشی آتی، شناسایی شاخص های مؤثر بر سایر مراحل سرمایه گذاری مخاطره پذیر، به ویژه عوامل مؤثر بر ارزیابی طرح های کسب و کار رسیده و انتخاب کارآفرینان و طرح های واجد شرایط برای سرمایه گذاری و نیز شناسایی شاخص های مؤثر بر ارزیابی عملکرد شرکت سرمایه پذیر توسط سرمایه گذار توصیه می شود.

به منظور تکمیل تحقیق حاضر، اولویت بندی و وزن دهی شاخص ها و نیز شناسایی زیرشاخص های هر یک از عوامل ۱۴ گانه ی شناسایی شده، مفید خواهد بود.

منابع

۱. آذر، عادل و مؤمنی، منصور (۱۳۸۶)، *آمار و کاربرد آن در مدیریت*، سمت، تهران؛
 ۲. استیری، محمد و همکاران (۱۳۸۵)، "بررسی موردی تجربه خروج موسسه توسعه فناوری نخبگان"، دومین همایش ملی صنعت سرمایه گذاری مخاطره آمیز، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران؛
 ۳. اسلامی بیگدلی، غلامرضا و کاظمیان، مهدی (۱۳۸۴)، "طراحی الگوی صندوق سرمایه گذاری ریسک پذیر با توجه به فقه امامیه"، فصلنامه تحقیقات مالی، تهران، شماره ۲۰، پاییز و زمستان؛
 ۴. باقری، سید کامران و همکاران (۱۳۸۸)، *عبور از طوفان، راهنمای کاربردی شرکت‌های نوپا در ایران*، رسا، تهران، چاپ دوم؛
 ۵. بنیاد توسعه فردا (۱۳۸۵)، *روش‌های آینده‌نگاری تکنولوژی*، گلبان، تهران؛
 ۶. دباغیان، سیدحسین و همکاران (۱۳۸۵)، "مدل‌سازی فرآیند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در مشارکت مبتنی بر خروج انگیزشی (تجربه یک خروج)"، دومین همایش ملی صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران؛
 ۷. سرمد زهره؛ بازرگان، عباس و حجازی، الهه (۱۳۸۶): *روش‌های تحقیق در علوم رفتاری*، آگاه، تهران؛
 ۸. صمدآقایی، جلیل (۱۳۸۷)، *کارآفرینی پیشرفته (کارآفرینی در کارآفرینی)*، مؤسسه کار و تأمین اجتماعی، تهران، چاپ دوم؛
 ۹. فدایی، غلامرضا؛ نقشینه، نادر و خسروجردی، محمود (۱۳۸۷)، "بررسی عوامل فرهنگی، آموزشی - پژوهشی، فنی - راهبردی و سیاستی دخیل در کارآفرینی آموزش عالی در گستره جهانی‌شدن"، ماهنامه مهندسی فرهنگی وابسته به شورای عالی انقلاب فرهنگی، تهران، سال دوم، شماره‌های ۱۵ و ۱۶؛
10. Bayar O. & T.J. Chemmanur (2006), "IPOs or Acquisitions" A Theory of the Choice of Exit Strategy by Entrepreneurs and Venture Capitalists",

journal of Boston College, Vol. 24;

11. Berkery Demort (2007), "Raising Venture capital for the Serious Entrepreneur", McGraw-Hill Publishing Limited, New York;
12. Cuming D.J & J.G. Macintosh (2003), "A Cross-country Comparison of full and partial venture capital exits", journal of banking & finance, vol.27, p.p511-548;
13. Cumming D. (2005), "Capital Structure in Venture Finance". Journal of Corporate Finance, vol 11, p.p550–85;
14. Cumming D. J., & Johan S. A. (2007), Advice and Monitoring in Venture Finance. Financial Markets and Portfolio Management 21:3–43;
15. De Bettignies J. E. (2008), Financing the Entrepreneurial Venture. Management Science 54:151–66
16. De Clercq, Drik & et al. (2006), "An Entrepreneur's Guide to the venture capital Galaxy", Academy of Management Perspectives, Vol. 20;
17. Fried J. M., Ganor M. (2006), The Vulnerability of Common Shareholders in VC-Backed Firms. New York University Law Review 81: pp967–1025;
18. Gladstone, David & Gladstone, Laura, (2004), "Venture Capital Investing: The Complete Handbook for Investing in Private Businesses for Outstanding Profits", Revised edition. Financial Times Prentice Hall;
19. Gompers Paul & J. Lerner (2004), "The Venture Capital Cycle", The MIT press, Cambridge, London 2nd edition: P 350;
20. Gompers P., Lerner J. & Scharfstein D. (2005), Entrepreneurial Spawning: Public Corporations and the Genesis of New Ventures, 1986–1999. Journal of Finance 60:577–614;
21. Hawkey John (2002), "Exit strategy planning", USA, Gower published limited press;
22. Hellmann T.F., L.A. Lindsey & M. Puri (2005), "Building Relationships Early: Banks in Venture Capital", NBER Working Paper No.W10535;
23. Hellmann T. (2006), IPOs, Acquisitions, and the Use of Convertible Securities in Venture Capital. Journal of Financial Economics 81:649–79;

24. Kaplan S.N and A. scholar (2003), "Private equity performance: returns, persistence and capital", National bureau of economic research working paper 98017;
25. Kaplan S. N. & Strömberg P. (2003), Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies* 70:281–315;
26. Kaplan S. N. & Strömberg P. (2004), Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capital Analyses. *Journal of Finance* 59:2173–206;
27. kaplan S.N & A. scholar (2003), "Private equity performance: returns, persistence and capital", National bureau of economic research working paper 98017;
28. Kuratko Donald F. & Hornsby Jeffrey S. (2009), "New venture Management: The Entrepreneur's Roadmap", USA, New Jersey, Prentice Hall publication;
29. Lee, p.m & s.wahal (2002), grandstanding certification and the underpricing of vantage capital backed ipos, unpublished working paper, economy university;
30. Landstrom hans (2007), "Handbook of Research on Venture Capital", Edward Elgar Publishing Limited;
31. Schwiendacher Armin (2004), "Innovation and Venture Capital Exits", *University of Amsterdam Journal*, Vol.3, No.11;
32. Tariqullah Khan & B.D. Binjalili (2003), "Modeling an exit strategy for Islamic venture capital finance", *International Journal of Islamic Financial Services*, Vol.4, No.2.

