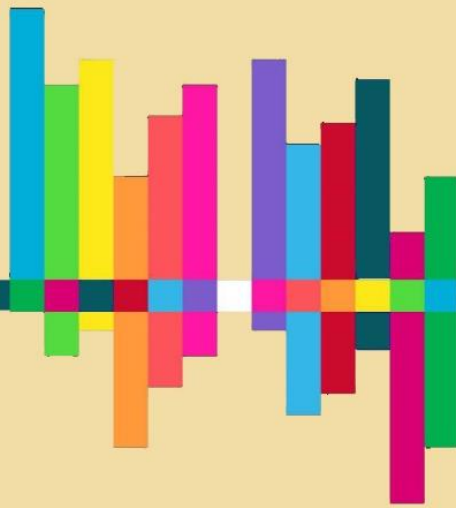


# ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها *Startup Valuation*

نسخه رایگان  
شامل فصل ۱



آکادمی چرخ  
Charkh Academy

## معرفی چرخ

چرخ با هدف توانمندسازی استارت‌آپ‌ها، سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های فعال در حوزه آی‌تی و آی‌سی‌تی در بهمن ۹۶ تأسیس شد. ابزارهای فعلی چرخ برای دستیابی به این هدف موارد زیر می‌باشند:

- ❖ تألیف کتاب
- ❖ کارگاه‌های تخصصی حضوری برای مدیران استارت‌آپ‌ها و سرمایه‌گذاران خطرپذیر در قالب «[دوره جامع سرآمد کارآفرینی و سرمایه‌گذاری جسورانه](#)»
- ❖ [دوره‌های تخصصی آنلاین](#) با همکاری «مکتب‌خونه»
- ❖ تولید [محتوای کاربردی و تخصصی](#)
- ❖ انجام پروژه‌های تحقیقات بازار، پیش‌بینی مالی و [ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها](#)
- ❖ طراحی تفاهم‌نامه سهامداری
- ❖ طراحی و پیاده‌سازی برنامه اعطای سهام به کارکنان استارت‌آپ
- ❖ تسهیل فرآیند جذب سرمایه استارت‌آپ‌ها

برای آشنایی بیشتر با تیم چرخ و خدمات آن می‌توانید به سایت و شبکه‌های اجتماعی ما مراجعه فرمایید:

- ❖ [سایت](#)
- ❖ [تلگرام](#)
- ❖ [اینستاگرام](#)
- ❖ [لینکدین](#)
- ❖ [توییتر](#)
- ❖ [آپارات](#)

## فهرست مطالب

۱. ارزش‌گذاری چیست؟ ..... ۴
- ۱ - ۱ کشف قیمت به کمک ارزش‌گذاری ..... ۵
- ۲ - ۱ بازده در مقابل ریسک ..... ۶
۲. استارت‌آپ چیست؟ ..... ۸
۳. ضرورت ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها ..... ۱۰
- ۳ - ۱ روش‌های تأمین سرمایه استارت‌آپ‌ها ..... ۱۲
۱. پول حاصل از درآمد کسب و کار ..... ۱۲
۲. جذب سرمایه از سرمایه‌گذار ..... ۱۵
۳. تأمین مالی از طریق وام ..... ۱۶
- ۳ - ۲ مراحل توسعه و دوره‌های جذب سرمایه ..... ۲۰
۱. مرحله پیش‌بذر ..... ۲۰
۲. مرحله بذر ..... ۲۳
۳. سری آ ..... ۲۵
۴. سری ب ..... ۲۵
۵. سری پ، ت و بعدتر ..... ۲۶
۴. کیفیت ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها در طول چرخه عمر ..... ۳۱
۵. تفاوت ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها با ارزش‌گذاری‌های سنتی ..... ۳۵
- ۵ - ۱ تفاوت ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها را با کسب و کارهای سنتی ..... ۳۶
۱. خرید سهام و افزایش سرمایه ..... ۳۶
۲. داده‌ها و اطلاعات در دسترس ..... ۳۷
۳. روش‌های ارزش‌گذاری ..... ۳۷
۶. بیش‌ارزش‌گذاری در مقابل کم‌ارزش‌گذاری ..... ۳۹
- بیش‌ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها ..... ۳۹
- دلایل بیش‌ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها ..... ۳۹

۱. نیاز به جذب سرمایه زیاد ..... ۳۹
۲. بازارهای عمومی صعودی ..... ۴۰
۳. رقابت نابرابر و عدم تعادل بین عرضه و تقاضا ..... ۴۱
- کم ارزش گذاری استارت‌آپ‌ها ..... ۴۴
- دلایل کم ارزش گذاری استارت‌آپ‌ها ..... ۴۴
۱. رقابت نابرابر و نبود تعادل بین عرضه و تقاضا ..... ۴۴
۲. نبود دانش کافی در میان موسسان ..... ۴۴
۳. دیدگاه سنتی سرمایه‌گذار ..... ۴۵
۷. ارزش‌گذاری پیش از جذب سرمایه و پس از جذب سرمایه ..... ۴۸



## ۱. ارزش‌گذاری چیست؟

به فرآیند تعیین ارزش اقتصادی شرکت یا کسب و کار [ارزش‌گذاری](#) می‌گویند. در هنگام خرید و فروش سهام، [جذب سرمایه](#) و یا در فرآیند ادغام و تملیک<sup>۱</sup> شرکت‌ها، نیازمند آگاهی از ارزش منصفانه<sup>۲</sup> کسب و کار هستیم که این امر به وسیله ارزش‌گذاری انجام می‌شود.

در زمان ارزش‌گذاری یک شرکت، عوامل اقتصادی مختلف مربوط به کسب و کار آن ارزیابی می‌شوند. به همین سبب ارزش‌گذاری کسب و کار تصویری صحیح و نزدیک به واقعیت را از وضعیت اقتصادی شرکت برای سرمایه‌گذاران فعلی یا بالقوه فراهم می‌کند.

هر دارایی<sup>۳</sup>، کسب و کار، شرکت یا استارت‌آپ ارزشی ذاتی<sup>۴</sup> دارد. ارزش ذاتی ارزشی است که با داشتن تمام اطلاعات یک دارایی و با استفاده از بی‌عیب و نقص‌ترین روش‌های ارزش‌گذاری محاسبه می‌شود. هدف اصلی از ارزش‌گذاری، یافتن ارزش ذاتی یک دارایی یا شرکت است، اما واقعیت تلخ این است که اطلاعات در دسترس از دارایی و یا روش ارزش‌گذاری استفاده شده ممکن است کامل و بی‌عیب و نقص نباشند. در واقع هیچ تحلیل‌گری وجود ندارد که بتواند رقم دقیق ارزش ذاتی را محاسبه کند. بنابراین تمام تلاش تحلیل‌گر این است که تا جایی که می‌تواند برآورد خود را از ارزش دارایی به ارزش ذاتی نزدیک کند. زبده‌ترین تحلیل‌گران و دقیق‌ترین روش‌های ارزش‌گذاری، فاصله میان ارزش برآوردی با ارزش ذاتی را به کم‌ترین مقدار خود می‌رسانند.

اگر بخواهیم با جسارت بیش‌تری درباره [ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها](#) صحبت کنیم باید بگوییم که ارزش ذاتی در خصوص استارت‌آپ‌ها مطرح نمی‌شود. زیرا در واقع ارزش استارت‌آپ انعکاس تفکرات و پنداشت‌های صاحبان و سرمایه‌گذاران از آینده کسب و کار استارت‌آپ است.

<sup>1</sup> Merger and acquisition

<sup>2</sup> Fair value

<sup>3</sup> Asset

<sup>4</sup> Intrinsic value

## ۱ - ۱ کشف قیمت به کمک ارزش‌گذاری

قیمت را همواره خریداران و فروشندگان تعیین می‌کنند. برای نمونه، فرض کنید استارت‌آپی فرضی در حوزه خدمات آنلاین بیمه در حال خدمت‌رسانی است و صاحبان آن مایل به فروش استارت‌آپ خود به ارزش چهل میلیارد تومان هستند. خریداران و سرمایه‌گذاران جدید از راه‌های گوناگونی این استارت‌آپ را ارزیابی و ارزش‌گذاری می‌کنند. برخی از معیارهایی که در زمان ارزش‌گذاری استارت‌آپ ارزیابی می‌شوند شامل نوع فناوری استفاده شده، آینده صنعت بیمه، اندازه بازار این صنعت، قدرت تیم مدیریتی استارت‌آپ، رقبای فعلی موجود در بازار، جذابیت ایده و وضعیت سایر استارت‌آپ‌های موجود در سبد سرمایه‌گذار است. چنانچه بهترین خریدار استارت‌آپ، مایل به پرداخت پنجاه میلیارد تومان برای این استارت‌آپ باشد، طرفین معامله با بازه‌ای از قیمت مواجه هستند. در واقع استارت‌آپ ممکن است به هر قیمتی بین چهل تا پنجاه میلیارد تومان به فروش برسد و قیمت نهایی این معامله با مذاکره و چانه‌زنی طرفین تعیین می‌شود. اگر چندین استارت‌آپ مشابه برای خرید پیش‌روی خریدار باشد، قدرت چانه‌زنی خریدار بالاتر خواهد رفت و وی می‌تواند قیمت را تا نزدیکی چهل میلیارد تومان پایین بیاورد. مثلاً وی می‌تواند قیمت چهل و یک میلیارد تومان را پیشنهاد دهد. چنین معامله‌ای برای هر دو طرف معامله سودآور است. موسسان استارت‌آپ از اینکه استارت‌آپ خود را به قیمتی بالاتر از حداقل انتظار خود فروخته‌اند، راضی هستند و سرمایه‌گذار نیز از اینکه استارت‌آپ را به قیمتی پایین‌تر از حداکثر ارزش مورد انتظار خود خریده است، خوشحال است. علاوه بر سود طرفین از این معامله، می‌توان ادعا کرد که استارت‌آپ با پیاده‌سازی کسب و کار خود، خلق ارزش کرده است. این ارزش خلق شده در جامعه به تمام ذی‌نفعان مانند مشتریان، موسسان و سرمایه‌گذاران سود می‌رساند.

## ۱ - ۲ بازده در مقابل ریسک

قاعده‌ای کلی در بازارهای مالی و کارآمد وجود دارد که بر اساس آن، هیچ کس توانایی کسب بازده بیش از مقدار ریسکی که تقبل کرده ندارد. یعنی در هر سطحی از ریسک، تنها می‌توان به بازده یا سود مشخصی رسید و افراد نمی‌توانند با ریسک‌های یکسان به سودهای متفاوت برسند. مثلاً اگر فرض کنیم نرخ سود سپرده بانکی (بدون ریسک) در ایران ۲۰ درصد باشد و در عین حال، سرمایه‌گذاری در بازار سهام تهران دارای بازده مورد انتظار ۳۰ درصد باشد، این پرسش مطرح می‌شود که چرا سرمایه‌گذاران تمام سرمایه خود را در بورس سرمایه‌گذاری نمی‌کنند و ترجیح می‌دهند تنها بخشی از سرمایه خود را وارد بازار سهام کرده و مابقی را در جاهای دیگر مثل بانک سپرده‌گذاری کنند.

پاسخ این پرسش در این حقیقت نهفته است که ۱۰ درصد سود اضافه به دست آمده در بازار سهام، در صورتی حاصل خواهد شد که سرمایه‌گذار سرمایه خود را به مدت طولانی‌تر و با پذیرش ریسک بیش‌تر در این بازار حفظ کند، به طوری که حتی امکان زیان در کوتاه مدت برای این سرمایه‌گذار وجود دارد. در نتیجه، دستیابی به سود بیش‌تر از طریق سرمایه‌گذاری در بازار سهام به سطح ریسک‌پذیری سرمایه‌گذار بستگی دارد.

مفهومی که توصیف شد، بیانی از مفهوم هزینه سرمایه<sup>۵</sup> بود. هزینه سرمایه یا بازده مورد انتظار<sup>۶</sup> به این معنی است که سرمایه‌گذار با تحمل سطح مشخصی از ریسک می‌تواند چه میزان بازده را در یک پروژه اقتصادی کسب کند. برای مثال، اگر شخصی در ایران سرمایه خود را در صنعت املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری کند، حدود ۲۷ درصد سود کسب خواهد کرد؛ در حالی که این مقدار برای یک سرمایه‌گذار خطرپذیر<sup>۷</sup> ممکن است بیش از ۱۰۰ درصد باشد. بنابراین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران خطرپذیر عموماً از بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران سنتی بیش‌تر است.

اهمیت بازده مورد انتظار در بحث ارزش‌گذاری هنگامی مشخص خواهد شد که به ذهنی<sup>۸</sup> بودن فرآیند ارزش‌گذاری پی ببریم. به عبارت بهتر، ارزش یک

<sup>5</sup> Cost of capital

<sup>6</sup> Required rate of return

<sup>7</sup> Venture capitalist

<sup>8</sup> Subjective



استراتاپ بسته به بازده مورد انتظار خریدار ممکن است تغییر کند. این موضوع را در بخش‌های آتی کتاب در هنگام بررسی نرخ تنزیل بیش‌تر تشریح خواهیم کرد.

در نهایت با جمع‌بندی مطالب ذکر شده، می‌توان نتیجه گرفت که ارزش‌گذاری فرآیندی پیچیده و وابسته به عوامل متعدد مرتبط با ویژگی‌های درونی استراتاپ، وضعیت کلان اقتصاد کشور و شرایط طرفین معامله است.

نکته: انتخاب معادل صحیح فارسی کلمه Valuation ممکن است انتخابی چالش‌برانگیز باشد، اما در این کتاب با اطلاع از اینکه معادل‌هایی چون ارزشیابی، قیمت‌گذاری و ارزیابی نیز می‌تواند برای این واژه مناسب باشد، به دلیل مصطلح‌تر بودن، از عبارت «ارزش‌گذاری» استفاده خواهیم کرد.



برای یادگیری عمیق‌تر مباحث مربوط به کارآفرینی و سرمایه‌گذاری خطرپذیر از دوره‌های آموزشی آنلاین آکادمی چرخ با تدریس محمدرضا فرحی دیدن کنید



## ۲. استارتاپ چیست؟

از مخاطب این کتاب انتظار می‌رود که برداشت صحیحی از معنای واژه استارتاپ داشته باشد، اما به دلیل تازگی مبحث استارتاپ‌ها، در حال حاضر شاهد تحریف‌ها و تکرر تعاریف و مفاهیم استارتاپی در اکوسیستم استارتاپی فعلی کشور هستیم؛ بنابراین لازم است نگاهی مشترک بین مخاطب و مؤلف این کتاب در خصوص تعریف واژه استارتاپ شکل گیرد. به همین منظور بعد از ارائه چند تعریف از افراد و اشخاص مرجع، تعریف کتاب از استارتاپ ارائه خواهد شد.

- استارتاپ سازمانی است موقت که به دنبال یافتن یک مدل کسب و کار تکرارپذیر<sup>۹</sup>، مقیاس‌پذیر<sup>۱۰</sup> و سودآور است. ([استیو بلنک](#)<sup>۱۱</sup>، استاد دانشگاه استنفورد و کارآفرین)
- استارتاپ موسسه‌ای است که برای خلق محصول یا خدمتی نو در وضعیت عدم قطعیت، ایجاد شده است. ([اریک ریز](#)<sup>۱۲</sup>: کارآفرین و نویسنده کتاب نوپای ناب<sup>۱۳</sup>)
- استارتاپ موجودیتی است که درباره سه مسئله سردرگم است: ۱. محصولش؛ ۲. مشتریانش؛ ۳. اینکه چگونه پول در بیاورد؛ همین که به هر سه چیز پی ببرد، از استارتاپ بودن خارج و به کسب و کاری واقعی تبدیل می‌شود. متأسفانه در بیش‌تر مواقع، این اتفاق نمی‌افتد. ([دیو مک کلور](#)<sup>۱۴</sup>: کارآفرین، سرمایه‌گذار و موسس شتاب‌دهنده ۵۰۰ Startups)
- استارتاپ شرکتی است که برای رشد سریع طراحی شده است. صرفاً تازه تأسیس بودن به معنای استارتاپ بودن نیست. استارتاپ بودن محدود به فناوری نیست. برای استارتاپ بودن لزومی ندارد از موسسات سرمایه‌گذاری خطرپذیر سرمایه جذب شود یا شرکت فروش ویژه‌ای داشته باشد. تنها ویژگی اساسی برای استارتاپ بودن، رشد است. هر خصلت

<sup>9</sup> Repeatable

<sup>10</sup> Scalable

<sup>11</sup> Steve blank

<sup>12</sup> Eric Ries

<sup>13</sup> Lean startup

<sup>14</sup> Dave McClure

دیگری که به استارت‌آپ‌ها نسبت می‌دهیم، از رشد می‌آید. ([پال گراهام](#))<sup>۱۵</sup>:

سرمایه‌گذار و از هم‌بنیان‌گذاران شتاب‌دهنده ([Y Combinator](#))

• استارت‌آپ شرکت جوانی است که سعی دارد پیوسته توسعه یابد. استارت‌آپ‌ها معمولاً کوچک هستند و یک یا چند نفر آن را اداره می‌کنند. این شرکت‌ها محصولات یا خدماتی را ارائه می‌دهند که در حال حاضر، یا در جای دیگری در بازار ارائه نمی‌شود یا در صورت ارائه، بنیان‌گذاران استارت‌آپ‌ها مدعی هستند آن محصول یا خدمات را بهینه‌تر عرضه می‌کنند. ([Investopedia](#))

• استارت‌آپ شرکتی است که برای حل مسئله‌ای فعالیت می‌کند که پاسخ آن بدیهی و مشخص نیست و موفقیت در تشخیص این پاسخ هم تضمین نمی‌شود. ([نیل بلومنثال](#))<sup>۱۶</sup>: موسس و مدیرعامل برند واربی پارکر<sup>۱۷</sup>

اگر نگاهی دقیق به تعاریف ذکر شده بیندازیم، ملاحظه می‌شود که تمامی تعاریف در چند ویژگی مشترک هستند: ۱. مقیاس‌پذیری بالا؛ ۲. استفاده از فناوری‌های نوین در ارائه ارزش پیشنهادی؛ ۳. قابل ملاحظه بودن میزان نوآوری به‌کار رفته؛ ۴. رشد سریع.

در این کتاب، استارت‌آپ را کسب و کاری مبتنی بر خلاقیت و نوآوری و دارای چابکی زیاد تعریف می‌کنیم که پتانسیل رشد شدید، قدرت مقیاس‌پذیری بالا با استفاده از فناوری‌های نوین و دغدغه یافتن مناسب‌ترین راه حل برای مشکلی که شناسایی کرده است دارد.

<sup>15</sup> Paul Graham

<sup>16</sup> Neil Blumenthal

<sup>17</sup> Warby Parker



ویدیوکست رادیکال برای توانمندسازی کارآفرینان و سرمایه‌گذاران خطرپذیر ایرانی و به اشتراک‌گذاری دانش و تجارب خبرگان این حوزه به وجود آمده. با لمس تصویر بالا از اپیزود یازدهم این ویدیوکست با موضوع «[اهمیت رشد برای استارت‌آپ‌ها](#)» دیدن کنید.

### ۳. ضرورت ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها

زمانی [ارزش‌گذاری](#) استارت‌آپ اهمیت می‌یابد که قرار است بخشی از سهام آن استارت‌آپ معامله شود؛ مثلاً زمانی که صاحبان و موسسان استارت‌آپ در قبال دریافت سرمایه، بخشی از سهام استارت‌آپ خود را به یک سرمایه‌گذار واگذار خواهند کرد. در چنین موقعیتی، ارزش‌گذاری استارت‌آپ با هدف تعیین میزان سهام اختصاص داده شده به سرمایه‌گذار انجام می‌شود. البته معامله سهام یک استارت‌آپ صرفاً در زمانی که استارت‌آپ به سرمایه نیاز داشته باشد انجام نمی‌گیرد. برای نمونه ممکن است صرفاً در هنگام خرید و فروش سهام یک استارت‌آپ نیازمند ارزش‌گذاری آن باشیم. درباره این مبحث در فصول بعدی بیشتر صحبت خواهیم کرد.

در مراحل اولیه<sup>۱۸</sup> چرخه عمر یک استارت‌آپ، ارزش حقیقی آن نزدیک به صفر است! اما بعید است استارت‌آپی را پیدا کنیم که با ارزشی معادل صفر تومان سرمایه جذب کرده باشد! پس حتی در مراحل اولیه استارت‌آپ، ارزش‌گذاری آن باید بالاتر از صفر باشد. این تناقض را با مثالی بررسی می‌کنیم: فرض کنید به عنوان موسس یک استارت‌آپ به دنبال جذب سرمایه مرحله بذر<sup>۱۹</sup> به مقدار ۲۰۰

<sup>18</sup> Early stages

<sup>19</sup> Seed money



میلیون تومان، در ازای واگذاری ۱۰ درصد سهام استارتاپ خود هستید. با این فرضیات ارزش استارتاپ شما پس از جذب سرمایه ۲۰۰ میلیون تومانی، برابر با ۲۰۰۰ میلیون تومان خواهد بود (۲۰۰ میلیون تومان تقسیم بر ۱۰ درصد). بنابراین ارزش استارتاپ شما پیش از جذب سرمایه برابر با ۱۸۰۰ میلیون تومان (۲۰۰۰ میلیون تومان ارزش پس از جذب سرمایه منهای ۲۰۰ میلیون تومان سرمایه جذب شده) است. اما متأسفانه این ارزش‌گذاری به این معنی نیست که استارتاپ شما در حال حاضر (پیش از جذب سرمایه) ۱۸۰۰ میلیون تومان می‌ارزد و به احتمال زیاد نمی‌توانید کل استارتاپ خود را به این قیمت بفروشید. اما چرا یک سرمایه‌گذار حاضر خواهد بود برای ۱۰ درصد از سهام استارتاپ شما، ۲۰۰ میلیون تومان سرمایه در اختیار شما قرار دهد؟ در یک کلام: به دلیل رویای زیبایی که احتمالاً در آینده به واقعیت تبدیل خواهد شد! بنابراین ارزش‌گذاری در مراحل اولیه یک استارتاپ بیش‌تر از آن که ناظر بر وضعیت فعلی استارتاپ باشد، ناظر به آینده و پتانسیل رشد آن است.

تا اینجا این نتیجه حاصل شده که ارزش‌گذاری فرآیندی است که مشخصات و شرایط معامله بین خریدار (معمولاً سرمایه‌گذار) و فروشنده (معمولاً موسسان) سهام استارتاپ را تعیین می‌کند. اما آیا همه استارتاپ‌ها به سرمایه‌گذار نیاز دارند؟

هر استارتاپی در آغاز راه خود و پیش از شروع درآمدزایی، برای راه‌اندازی و برآورده‌کردن نیازهای خود شامل فضای کار، جذب استعداد و نیروهای متخصص، هزینه‌های ارتقای محصول، تحقیق و توسعه و ... به سرمایه اولیه احتیاج دارد. در چنین مرحله‌ای، استارتاپ‌ها سه گزینه در پیش روی خود دارند: ۱. استفاده از سرمایه شخصی یا سرمایه حاصل از درآمد کسب و کار؛ ۲. جذب سرمایه از سرمایه‌گذار (تأمین مالی سهامی<sup>۲۰</sup>)؛ ۳. تأمین مالی از طریق وام (تأمین مالی بدهی<sup>۲۱</sup>). چنین چالشی تا زمانی که درآمد استارتاپ کفاف هزینه‌های آن را بدهد، دائماً با موسسان استارتاپ همراه خواهد بود. حتی بعدها زمانی که استارتاپ به موقعیتی دست یابد که درآمدش امکان پوشش هزینه‌ها را بدهد، موسسان باز هم برای توسعه بیش‌تر استارتاپ خود ناگزیر از انتخاب بین

<sup>20</sup> Equity financing

<sup>21</sup> Debt financing

گزینه‌های ذکر شده هستند. بنابراین مسلم است موسسان با چنین تصمیمات استراتژیکی در تمامی مراحل رشد استارتاپ خود مواجه هستند. این موضوع تحت تأثیر شاخص‌های مختلفی همچون صنعت کسب و کار، مدل درآمدی استارتاپ، مدل رشد استارتاپ، میزان دسترسی به سرمایه، وضعیت اقتصاد کلان کشور، دیدگاه بنیان‌گذاران، میزان سرمایه شخصی موسسان و حتی سبک زندگی موسسان است. در ادامه روش‌های تأمین سرمایه مورد نیاز برای استارتاپ را همراه با جنبه‌های منفی و مثبت هر کدام تشریح می‌کنیم:

### ۳ - ۱ روش‌های تأمین سرمایه استارتاپ‌ها

#### ۱. پول حاصل از درآمد کسب و کار<sup>۲۲</sup>

در این روش، استارتاپ عمدتاً با پول موسسان راه‌اندازی می‌شود و سپس در طول رشد استارتاپ، از سود آن برای تأمین سرمایه مورد نیاز برای ادامه فعالیت استارتاپ استفاده می‌شود. بنابراین در این روش برای شروع کسب و کار سرمایه محدودی موجود است. در چنین روشی، راه‌اندازی و مدیریت استارتاپ به نظم مالی بیش‌تری نیاز دارد، اما در عوض، کنترل و نظارت کامل استارتاپ را در اختیار بنیان‌گذاران آن قرار می‌دهد؛ چرا که سهمی از استارتاپ به شخصی ثالث فروخته نمی‌شود. به تجربه دیده شده است که بیش‌تر کسب و کارهای کوچک و سنتی از این روش برای برطرف کردن نیاز مالی خود استفاده کرده‌اند؛ از جمله آن‌ها می‌توان به شرکت‌های کاریابی، آژانس‌های تبلیغاتی، شرکت‌های پخش و توزیع محصولات، پیمانکاران و کسب و کارهای خدماتی اشاره کرد. لازم است استفاده از این روش، داشتن سرمایه اولیه قابل توجه و حداقل به میزانی است که بتوان مایحتاج اولیه راه‌اندازی استارتاپ را تأمین کرد. علاوه بر این، زمانی که موسسان این روش را برمی‌گزینند، به طور ضمنی اولویت اول استارتاپ خود را به جای رشد استارتاپ، درآمدزایی انتخاب می‌کنند. در مقابل، استارتاپ‌هایی که با استفاده از سرمایه شرکت‌های خطرپذیر رشد کرده‌اند، رشد را در اولویت

<sup>22</sup> Bootstrapping

بالا تر از درآمدزایی قرار می‌دهند و حتی حاضرند برای رشد بیش‌تر، متحمل زیان ناخالص<sup>۲۳</sup> هم بشوند.

برای مثال ممکن است یک استارت‌آپ فعال در صنعت تحویل غذا با هدف افزایش تعداد سفارش‌های خود که عامل اصلی رشد آن است، به مشتریان تخفیف دهد. در چنین موقعیتی ممکن است استارت‌آپ به ازای هر سفارش متحمل زیان شود. در نقطه مقابل، استارت‌آپ‌هایی که قصد استفاده از پول حاصل از درآمد کسب و کار را دارند، برای بقا نیازمند درآمدزایی از ابتدای فعالیت خود هستند. در نتیجه این استارت‌آپ‌ها باید به بازار محصول بسیار نزدیک باشند، در غیر این صورت این نوع از کسب و کارها دوامی نخواهند داشت. معمولاً با اولویت دادن به درآمدزایی در مقابل رشد، موسسان با بده‌بستان حفظ و کنترل مالکیت استارت‌آپ در مقابل افزایش سهم بازار<sup>۲۴</sup> مواجه هستند. برای درک بیش‌تر این بده‌بستان، به مثال زیر توجه کنید:

فرض کنید یک استارت‌آپ فعال در صنعت فروش آنلاین بیمه بین دو گزینه جذب سرمایه از سرمایه‌گذار یا استفاده از درآمد حاصل از استارت‌آپ باید تصمیم بگیرد. اندازه بازار حوزه فعالیت این استارت‌آپ (صنعت بیمه) ۳۵۰۰ میلیارد تومان ارزش دارد. در صورتی که این استارت‌آپ در تمام مراحل توسعه خود بخواهد از سرمایه‌گذاران سرمایه جذب کند، موسسان در نهایت در وضعیت بلوغ استارت‌آپ خود، سهمی برابر با ۳۰ درصد از کل شرکت را خواهند داشت<sup>۲۵</sup>. در چنین موقعیتی فرض کنید استارت‌آپ به ۲۰ درصد سهم بازار خواهد رسید. اگر ارزش‌گذاری این استارت‌آپ معادل دو برابر درآمد سال بلوغ خود باشد، داریم:

**ثروت موسسان در شرایط جذب سرمایه از سرمایه‌گذاران بیرونی:**

ارزش‌گذاری استارت‌آپ  $\times 30$  درصد = سهم بازار بلوغ  $\times 2 \times$  اندازه بازار  $\times 30$  درصد

=  $20$  درصد  $\times 2 \times 3500 \times 30$  درصد = ۴۲۰ میلیارد تومان

<sup>23</sup> Gross loss

<sup>24</sup> Market share

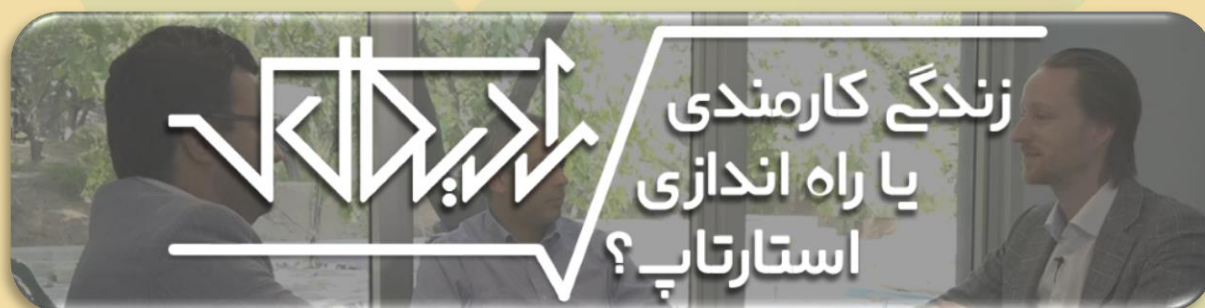
<sup>25</sup> ۷۰ درصد از سهام استارت‌آپ در ازای تأمین مالی به سرمایه‌گذاران در دوره‌های مختلف اعطا خواهد شد.



برای آن که ثروت موسسان در وضعیت عدم جذب سرمایه از سرمایه‌گذاران بیرونی برابر با حالت جذب سرمایه از سرمایه‌گذاران بیرونی باشد، داریم:

$$\text{سهم بازار} = \frac{\text{ثروت موسسان}}{\text{اندازه بازار}} = \frac{\frac{420}{2}}{3500} = 6\% \text{ درصد}$$

ملاحظه می‌شود که موسسان باید بتوانند بدون جذب سرمایه معادل ۶ درصد از کل اندازه بازار صنعت فروش بیمه آنلاین را تصاحب کنند تا در شرایط بی‌تفاوتی با حالت جذب سرمایه قرار بگیرند. پیش‌فرض نهفته در این مثال و آنچه باعث شده چنین قیاسی برای ما ممکن و معنادار شود، فرض یکسان بودن مدت زمان رسیدن به سهم بازار نهایی در دو حالت است. این فرض لزوماً فرض درستی نیست. در واقع مطلوبیت موسسان در وضعیتی که استارت‌آپ با جذب سرمایه در طول مثلاً پنج سال به ۲۰ درصد سهم بازار دست یابد، با حالتی که بدون جذب سرمایه و در طول همان پنج سال به ۶ درصد سهم بازار برسد، یکسان است. البته فرض یکسان بودن مدت زمان رسیدن به سهم بازار نهایی لزوماً فرض درستی نیست. اما فارغ از صحت و سقم چنین فرضی، هدف از ارائه این مثال مقایسه بین داشتن سهم اندک از رویایی بزرگ و داشتن سهم زیاد از رویایی کوچک است.



ویدیوکست رادیکال برای توانمندسازی کارآفرینان و سرمایه‌گذاران خطرپذیر ایرانی و به اشتراک‌گذاری دانش و تجارب خبرگان این حوزه به وجود آمده. با لمس تصویر بالا از اپیزود نهم این ویدیوکست با موضوع «[زندگی کارمندی یا راه‌اندازی استارت‌آپ؟](#)» دیدن کنید.

## ۲. جذب سرمایه از سرمایه‌گذار

به فرآیند دریافت پول از اشخاص حقیقی یا حقوقی ثالث در قبال واگذاری بخشی از سهام استارت‌آپ **جذب سرمایه**<sup>۲۶</sup> گفته می‌شود. معمولاً در این روش، تأمین سرمایه از طریق منابع مالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر و سرمایه‌گذاران فرشته<sup>۲۷</sup> به دست می‌آید. در چینی شریطی، سرمایه‌گذار با تملک بخشی از سهم استارت‌آپ به مثابه شریک جدید وارد کسب و کار می‌شود. میزان نفوذ، کنترل، دخالت، کمک و دلسوزی سرمایه‌گذار در استارت‌آپ، بسته به نوع توافقات صورت گرفته میان طرفین، میزان سهام سرمایه‌گذار، تخصص وی و ویژگی‌های شخصیتی طرفین تعیین می‌شود. در این روش از جذب سرمایه، میان سرمایه‌گذار و موسسان استارت‌آپ هم‌راستایی منافع رخ می‌دهد و طرفین برای رشد و افزایش ارزش سهام استارت‌آپ تلاش می‌کنند.

در این روش از تأمین سرمایه، درصد سهام موسس استارت‌آپ با هر دور جذب سرمایه کاهش می‌یابد؛ چرا که موسسان در هر دور باید بخشی از سهام خود را در ازای دریافت سرمایه به سرمایه‌گذار جدید منتقل کنند. در این وضعیت، درصد **سهام موسسان** به علت ورود سرمایه‌گذاران جدید رقیق<sup>۲۸</sup> می‌شود، اما اگر همه چیز خوب پیش رفته باشد، ارزش سهام موسسان در هر دور جذب سرمایه افزایش یافته است. علاوه بر این موضوع، غالباً سهامی که به سرمایه‌گذار اختصاص می‌یابد، می‌تواند از نوع سهام ممتاز<sup>۲۹</sup> و دارای امتیازاتی متعدد، در مقایسه با سهام عادی موسسان باشد.

انتخاب این روش جذب سرمایه علاوه بر ملاحظات بالا، به نوع صنعتی که استارت‌آپ در آن فعال است، نیز بستگی دارد. برخی از صنایع خاص بیش از دیگر صنایع به جذب سرمایه نیاز دارند. برای مثال، شرکت‌های فعال در صنایع زیست‌فناوری و دارویی به دلیل هزینه‌های زیاد تحقیق و توسعه و طولانی بودن فرآیندهای دریافت تأییدیه‌های نظارتی، از لحظه آغاز به کار تا رسیدن به درآمد زمان زیادی را سپری می‌کنند. همین موضوع باعث می‌شود چنین

<sup>26</sup> Fundraising

<sup>27</sup> Angel

<sup>28</sup> Dilute

<sup>29</sup> Preferred stock

استارت‌آپ‌هایی اصطلاحاً استارت‌آپ‌های سرمایه‌بر<sup>۳۰</sup> باشند و به جذب سرمایه بیش‌تر از سرمایه‌گذاران نیاز داشته باشند. بر اساس گزارش انجمن ملی سرمایه‌گذاری خطرپذیر<sup>۳۱</sup>، در سال ۲۰۱۶ میانگین سرمایه‌گذاری به ازای هر استارت‌آپ در زمینه زیست‌فناوری ۱۲ میلیون دلار بوده است، این در حالی است که برای صنعت نرم‌افزار، این مبلغ تنها سه میلیون دلار گزارش شده است. در صنایع و استارت‌آپ‌های سرمایه‌بر، میزان سرمایه در دسترس استارت‌آپ یکی از کلیدی‌ترین مزیت‌های رقابتی<sup>۳۲</sup> در مقایسه با رقبا محسوب می‌شود؛ چرا که این موضوع موجب افزایش مقیاس<sup>۳۳</sup> کسب و کار می‌شود. برای مثال استارت‌آپ اوبر<sup>۳۴</sup> توانسته است با جذب سرمایه درخور توجه (بیش از ۲۱ میلیارد دلار) از عده کثیری از سرمایه‌گذاران، رهبر بازار تاکسی آنلاین در دنیا باشد.

### ۳. تأمین مالی از طریق وام

یکی دیگر از راهکارهایی که موسسان استارت‌آپ می‌توانند از طریق آن سرمایه لازم استارت‌آپ خود را تأمین کنند، دریافت وام است. منظور از وام انواع روش‌های تأمین مالی است که در قالب بدهی<sup>۳۵</sup> صورت می‌گیرد. فارغ از مزایا و معایب این روش تأمین مالی، دسترسی استارت‌آپ‌ها، مخصوصاً استارت‌آپ‌های مراحل اولیه به منابع مالی تزریق‌پذیر از طریق وام، بسیار اندک است. این موضوع برخاسته از جنس این نوع تأمین مالی است. معمولاً وام‌های بانکی موجود به آن دسته از کسب و کارهایی اختصاص می‌یابد که سابقه فعالیت شایان توجه‌ای داشته باشند و ثابت کنند توانایی پرداخت اقساط وام را دارند. علاوه بر این، معمولاً درصد زیادی از دارایی استارت‌آپ‌ها در قالب دارایی‌های نامشهود است؛ بنابراین امکان وثیقه‌گذاری دارایی ثابت یا سایر وثیقه‌های استاندارد و مورد پذیرش سیستم‌های اعتباری و تسهیلاتی بانک‌ها برای استارت‌آپ‌ها وجود ندارد.

<sup>30</sup> Capital intensive

<sup>31</sup> National Venture Capital Association (NVCA)

<sup>32</sup> Competitive advantage

<sup>33</sup> Scaling

<sup>34</sup> Uber

<sup>35</sup> Debt



دریافت وام تأثیری در ساختار سهام‌داری<sup>۳۶</sup> استارت‌آپ ندارد؛ ولی ساختار سرمایه<sup>۳۷</sup> شرکت را اهرمی<sup>۳۸</sup> می‌کند. اهرمی بودن شرکت به معنی داشتن نسبت بالایی از بدهی در مقایسه با حقوق صاحبان سهام آن است<sup>۳۹</sup>. همین موضوع سبب افزایش ریسک اعتباری می‌شود. تعهد استارت‌آپ به بازپرداخت وام در قالب اقساط موجب حفظ کنترل و مالکیت شرکت برای موسسان می‌شود، اما در عین حال باعث کاهش انعطاف در اجرای طرح‌های خطرپذیرتر خواهد شد. از سوی دیگر، در این روش تأمین مالی، برخلاف جذب سرمایه از سرمایه‌گذاران، پس از انجام تأمین مالی، رابطه میان تأمین‌کننده پول (وام دهنده) و تأمین‌شونده پول (وام‌گیرنده) صرفاً در قالب تراکنش‌های مربوط به پرداخت اقساط خواهد بود و عملاً وام دهنده هرگز درگیر میزان موفقیت استارت‌آپ نخواهد بود.

در جدول زیر، مزایا و معایب هر کدام از روش‌های تأمین مالی شرح داده شده است:

معایب	مزایا	روش تأمین مالی
کاهش مالکیت بر استارت‌آپ	قابلیت رشد سریع به علت وجود بودجه کافی	جذب سرمایه از سرمایه‌گذار بیرونی
کاهش کنترل بر امور شرکت	زمان کمتر برای رسیدن به مقیاس‌پذیری که از الزامات فضای رقابتی است	
دخالت نظرات و ترجیحات سرمایه‌گذاران در مسیر رشد	ساخت محصول اولیه با امکانات بهتر	
زمان‌بر بودن فرآیند جذب سرمایه	برخی صنایع با فناوری بالاتر برای محصولات اولیه نیازمند سرمایه بیش‌تری هستند.	

<sup>36</sup> Capitalization table

<sup>37</sup> Capital structure

<sup>38</sup> Levered

<sup>39</sup> برای دریافت اطلاعات تکمیلی در این خصوص به فصل ۸ (آشنایی با صورت‌های مالی) مراجعه کنید.

فشار بیشتر برای کاهش زمان رسیدن به اهداف تعیین شده	استفاده از تجربه انباشته، ارتباطات مفید و راهنمایی‌های راهبردی سرمایه‌گذار	
<u>نیاز به خروج برای نقد شدن سرمایه سرمایه‌گذاران</u>	برند سرمایه‌گذار موجب جذابیت برند استارت‌آپ برای جذب نیروی انسانی خیره و مشتریان جدید می‌شود.	
پیچیده بودن فرآیند جذب سرمایه	کاهش ریسک شکست استارت‌آپ به علت وجود سرمایه‌گذار باتجربه	
	الزامی بر بازپرداخت سرمایه در صورت شکست استارت‌آپ وجود ندارد	
	دسترسی به حجم‌های بزرگ سرمایه ورودی به شرکت به واسطه شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر	
	برای مدل‌های کسب و کار مبتنی بر اثر شبکه‌ای <sup>۴۰</sup> که نیازمند تزریق حجم شایان توجهی از سرمایه به استارت‌آپ است، ضروری است.	
	برای استارت‌آپ‌هایی که از منظر رقابت‌پذیری، رهبر بازار یا اولین <sup>۴۱</sup> نیستند، جذب سرمایه ضروری است.	
نیاز به درآمدزایی از ابتدای مسیر رشد استارت‌آپ	در اختیار داشتن کنترل شرکت	سرمایه حاصل از درآمد استارت‌آپ
محدود شدن رشد شرکت و لزوم حذف برخی از فعالیت‌های سودآور به علت نداشتن بودجه کافی	تمرکز موسسان و مدیران بر امور اجرایی استارت‌آپ	
	کنترل بیشتر بر روی هزینه و خرج استارت‌آپ	

<sup>40</sup> Network effect

<sup>41</sup> First mover

زمان دیرتر برای رسیدن به مقیاس‌پذیری	نظم مالی استارت‌آپ	
کمبود ارتباطات مؤثر به دلیل ارتباط نداشتن با سرمایه‌گذار بیرونی	در صورتی که موسسان از پشتوانه مالی شخصی مناسبی برخوردارند، این گزینه ممکن است مفید باشد	
برندینگ ضعیف‌تر به واسطه ارتباط نداشتن با سرمایه‌گذار بیرونی		
عدم استفاده از تجربه کارآفرینانی که اکنون در نقش سرمایه‌گذار بیرونی در اکوسیستم حضور دارند.		
برخی از مدل‌های کسب و کار نیازمند سرمایه‌اند و این روش تأمین مالی به آن‌ها توصیه نمی‌شود.		
افزایش احتمال خروج نیروی انسانی کلیدی به علت سطح پایین‌تر پرداخت حقوق و دستمزد		
نیاز به چندین سال سابقه کار و سودآوری برای رسیدن به حداقل ریسک اعتباری دریافت وام	در اختیار داشتن کنترل شرکت	
افزایش هزینه‌های ثابت استارت‌آپ در قالب هزینه مالی	کاهش مالیات پرداختی	
افزایش ریسک مالی شرکت	دسترسی آسان	
ممکن است وام دهنده در صورت عدم پرداخت شدن وام، مالک بخشی از استارت‌آپ یا دارایی‌های آن شود.	وام دهنده تا زمانی که پرداخت‌های به موقع خود را دریافت می‌کند، نباید در امور شرکت دخالت کند	تأمین مالی از طریق وام (بدهی)
نیاز به حداقل درآمدزایی ثابت برای پرداخت هزینه‌های مالی	تأمین از طریق دوستان، آشنایان و خانواده (در حجم پایین)	
نامناسب برای استارت‌آپ‌هایی که در مراحل اولیه هستند، به دلیل نرسیدن به درآمدی پایدار	وجود برخی وام‌های کم‌هزینه دولتی برای حمایت از استارت‌آپ‌ها	
به دلیل اینکه در دیدگاه سنتی، استارت‌آپ ارزشی ندارد، ممکن است		



در اعتبارسنجی استارتاپ و پرداخت وام مشکلاتی ایجاد شود		
الزام به بازپرداخت حتی در صورت شکست استارتاپ		

زمانی که استارتاپ تصمیم می‌گیرد از روش جذب سرمایه از سرمایه‌گذار بیرونی به جای وام یا درآمد خود استفاده کند، مجبور است در ازای دریافت سرمایه بخشی از سهام کسب و کار خود را به سرمایه‌گذار بفروشد. تعیین مبلغ معامله و درصد سهام سرمایه‌گذار در این معامله توسط ارزش‌گذاری انجام خواهد شد.

نکته مهم این است که استارتاپ‌ها در فرآیند رشد و توسعه کسب و کار لزوماً تنها به یک بار جذب سرمایه اکتفا نمی‌کنند. استارتاپ‌ها در مراحل مختلف و بسته به جنس نیاز خود، مجبور به جذب سرمایه هستند و به تبع آن، به ارزش‌گذاری نیاز پیدا می‌کنند. به طور کلی، چرخه عمر استارتاپ‌ها را در شرایط عمومی می‌توان به پنج مرحله توسعه<sup>۴۲</sup> تقسیم‌بندی کرد. نمی‌توان ادعا کرد تمامی استارتاپ‌ها لزوماً همین مسیر را پیش می‌روند، اما به واسطه استاندارد شدن ادبیات استارتاپ‌ها، بعید است در جلسات مذاکره میان موسسان و سرمایه‌گذاران، صحبتی از مراحل توسعه و دوره‌های جذب سرمایه<sup>۴۳</sup> استارتاپ نشود.

### ۳ - ۲ مراحل توسعه و دوره‌های جذب سرمایه

در چرخه عمر استارتاپ‌ها عموماً پنج دور جذب سرمایه وجود دارد که در ادامه به تفصیل به آن‌ها می‌پردازیم:

#### ۱. مرحله پیش‌بذر<sup>۴۴</sup>

این دور معمولاً نخستین دور جذب سرمایه استارتاپ است. با وجود ریسک بالای استارتاپ یا به عبارت بهتر، ریسک بالای تیم در این مرحله، سرمایه‌گذاران

<sup>42</sup> Stages of development

<sup>43</sup> Investment rounds

<sup>44</sup> Pre-seed

سنتی با افزایش و رشد تعداد استارت‌آپ‌ها بینش مناسبی پیدا کرده‌اند که پول خود را در دقیقاً کجا سرمایه‌گذاری کنند.

دور پیش‌بذر عادی (نرمال) با جذب سرمایه اندک همراه خواهد بود تا موسسان استارت‌آپ بتوانند محصول اولیه‌ای بسازند و به چند هدف کوچک دست پیدا کنند. استارت‌آپ‌هایی که از این دور جذب سرمایه موفق بیرون بیایند، برای دور سرمایه‌گذاری واقعی آماده می‌شوند که در آن اعضای حرفه‌ای‌تری استخدام شده یا محصولات بهبودیافته‌تری عرضه می‌شود.

غالباً در دور پیش‌بذر عادی پیش از وجود محصول، موسسان برای رسیدن به یک یا چند هدف کوچک و دست یافتنی و در عین حال جذاب، مثل استخدام یک نیروی کلیدی یا تولید نمونه اولیه از محصول، سرمایه کوچکی را دریافت می‌کنند تا خود را برای سرمایه‌گذاری بذر حقیقی و اصلی آماده کنند. تأمین سرمایه پیش‌بذر اغلب به رهبری سرمایه‌گذارانی صورت می‌گیرد که قصد آماده‌کردن استارت‌آپ برای جذب سرمایه در دور بعد و سرمایه‌گذاری مجدد در استارت‌آپ را دارند.

سه منبع عمده تأمین مالی در این مرحله از این قرار است:

• گروه دوستان، خانواده و ساده‌لوح‌ها<sup>۴۵</sup>

این سه گروه افرادی هستند که بیش‌تر در مراحل پیش‌بذر و به طور کلی در مراحل آغازین یک استارت‌آپ، ممکن است به آن کمک کرده و از لحاظ مالی، هرچند اندک، سرمایه مورد نیاز آن را تأمین کنند. بر اساس آمار کشور آمریکا، تنها یک درصد از استارت‌آپ‌ها قادر به جذب سرمایه از سرمایه‌گذاران خطرپذیر واقعی هستند. بنابراین دوستانی که صرفاً به دلیل علاقه شخصی به موسسان استارت‌آپ، به سرمایه‌گذاری تمایل پیدا کنند، خانواده‌ای که به دلیل تعلق خاطر یا از سر اجبار حاضر به سرمایه‌گذاری می‌شود یا افراد غیرمطلع عادی که تحت تأثیر ارائه خوب موسسان استارت‌آپ بر روی آن سرمایه‌گذاری می‌کنند، تنها منابعی خواهند بود که در این مرحله می‌توان به آن دست پیدا کرد. به واسطه

<sup>45</sup> Fools

وجود احساس و عاطفه میان موسسان و سرمایه‌گذاران این مرحله، به پول دریافتی از این منبع در اصطلاح پول عشق<sup>۴۶</sup> هم گفته می‌شود. این اصطلاح در مقابل عبارت پول هوشمند<sup>۴۷</sup> که معمولاً از جانب متخصصان یک صنعت به استارت‌آپ تزریق می‌شود، بیش‌تر معنا پیدا می‌کند.

#### • سرمایه‌گذاران فرشته<sup>۴۸</sup>

سرمایه‌گذاران فرشته اغلب بنیان‌گذاران سابق یک یا چند استارت‌آپ هستند که از آن خارج شده و می‌خواهند این بار در قامت سرمایه‌گذار در یک استارت‌آپ جدید حضور یابند. البته فرشتگان ممکن است سرمایه‌گذارانی باشند که پیشینه دانشی مناسبی در آن فناوری خاص ندارند، اما تصمیم می‌گیرند با توجه به پتانسیل خوب بازار و وجود موقعیت مناسب رشد برای استارت‌آپ، بر آن سرمایه‌گذاری کنند. در واقع آنچه به ایشان در انتخاب بهترین استارت‌آپ‌ها کمک می‌کند، تجربه، دانش و گاهی شرم اقتصادی بالایشان است. ایشان برخلاف سرمایه‌گذاران خطرپذیر، با استفاده از سرمایه شخصی و در پرخطرترین مراحل استارت‌آپ سرمایه‌گذاری می‌کنند.

#### • شتاب‌دهنده‌ها<sup>۴۹</sup>

تا پنج یا شش سال پیش، به ندرت شتاب‌دهنده‌ای در ایران وجود داشت. اما امروزه در شهرهای بزرگ کشور شتاب‌دهنده‌های فعال متعددی وجود دارند. این نهادها در ازای درصد مشخصی از سهام استارت‌آپ‌ها که معمولاً بین ۵ تا ۲۰ درصد است، سرمایه، مربی‌گری<sup>۵۰</sup> و فضای کاری در اختیار آن‌ها قرار می‌دهند. شاید بتوان گفت شتاب‌دهنده‌ها کمونیست‌ترین سرمایه‌گذاران فضای کارآفرینی به حساب می‌آیند؛ چرا که پس از غربال‌گری اولیه، با همه استارت‌آپ‌های منتخب رفتاری یکسان دارند. از شناخته‌شده‌ترین شتاب‌دهنده‌ها می‌توان به Y-combinator، ۵۰۰ Techstars و Startups اشاره کرد.

<sup>46</sup> Love money

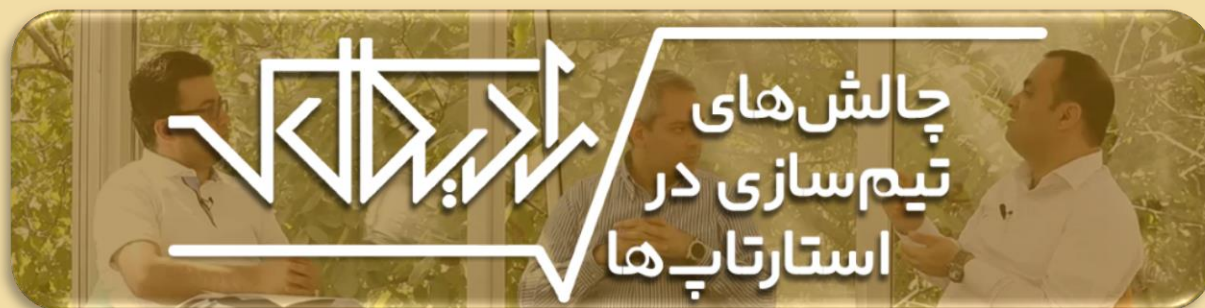
<sup>47</sup> Smart money

<sup>48</sup> Business angels

<sup>49</sup> Accelerators

<sup>50</sup> Mentorship





ویدیوکست رادیکال برای توانمندسازی کارآفرینان و سرمایه‌گذاران خطرپذیر ایرانی و به اشتراک‌گذاری دانش و تجارب خبرگان این حوزه به وجود آمده. با لمس تصویر بالا از اپیزود سوم این ویدیوکست با موضوع «[چالش‌های تیم‌سازی در استارت‌آپ‌ها](#)» دیدن کنید.

## ۲. مرحله بذر<sup>۵۱</sup>

**جذب سرمایه** مرحله بذر، اغلب به بهبود فرآیند توسعه محصول و توسعه سرمایه انسانی کمک می‌کند. جذب سرمایه در این مرحله حتی گاهی موجب ایجاد اولین جریان‌های درآمدی استارت‌آپ نیز می‌شود. زمانی که این دور از سرمایه‌گذاری انجام می‌شود، انتظار می‌رود که محصولی متناسب با بازار عرضه شود و شاهد رشد مداوم هفتگی یا ماهیانه تا زمانی که موعد جذب سرمایه مرحله بعدی برسد، باشیم. در گذشته عموماً در این مرحله بیش‌تر سرمایه‌گذاران فرشته حضور داشتند، اما در سال‌های گذشته، افزایش رقابت‌پذیری، افزایش میزان منابع مالی و تغییر ذائقه و سطح ریسک‌پذیری، سرمایه‌گذاران خطرپذیر را مجاب کرده است که در این مرحله سرمایه‌گذاری کنند.

همین موضوع باعث افزایش واریانس در حجم سرمایه تزریق شده به استارت‌آپ‌ها در این مرحله شده است. پیش‌تر، متوسط سرمایه‌گذاری در مرحله بذر توسط سرمایه‌گذاران فرشته در سیلیکون ولی<sup>۵۲</sup> ۱۵۰ هزار دلار بوده است در

<sup>51</sup> Seed

<sup>52</sup> Silicon Valley

حالی که این عدد برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر به یک و نیم میلیون دلار می‌رسد و این یعنی حضور سرمایه‌گذاران خطرپذیر در این مرحله، حجم سرمایه‌گذاری را ده برابر افزایش داده است. برای مثال در سال ۲۰۱۵ بزرگ‌ترین سرمایه‌گذاری در این حوزه در حدود ۱۰ میلیون دلار بوده است. سرمایه‌گذاران مرحله بذر عمدتاً سرمایه‌گذاران فرشته، سرمایه‌گذاران خطرپذیر فعال در مراحل اولیه و شتاب‌دهنده‌ها هستند. البته جذب سرمایه از طریق تأمین مالی دسته‌جمعی<sup>۵۳</sup> نیز در این مرحله متداول است.



تیم آکادمی چرخ تجربه ارزش‌گذاری روبیکا، تپلیغ، جاب‌ویژن و چند استارتاپ دیگر را بر عهده داشته است. برای ارزش‌گذاری استارتاپ خود کفایت اطلاعات خود را برای ما بفرستید تا با شما تماس بگیریم.

<sup>53</sup> Crowdfunding

### ۳. سری آ<sup>۵۴</sup>

رشد درآمدی مشخصه اصلی این دور از جذب سرمایه است. در این مرحله، انتظار می‌رود که استارت‌آپ محصول کامل‌تر و متناسب‌تری برای بازار داشته باشد. این امر به معنای ظرفیت زیاد رشد درآمد از طریق درگیر کردن مشتریان و همچنین افزایش میانگین درآمد از هر مشتری است. به عبارت بهتر، استارت‌آپ پس از گذراندن دو مرحله توسعه‌یافتگی قبلی و پس از دریافت بازخورد مناسب از بازار، آماده فروش محصول یا خدمت خود در سطح وسیع‌تر است. سرمایه مورد نیاز این مرحله به مثابه سوخت استارت‌آپ برای رسیدن به اهداف درآمدی و فروش اولیه است.

در این مرحله، بازاریابی و فروش دیجیتال و استفاده بهینه از فناوری اطلاعات اهمیت پیدا می‌کند. تا قبل از این مرحله، عرضه محصول یا فروش خدمت تنها از طریق یک یا چند کانال محدود رخ می‌داده است؛ اما حال وقت آن رسیده که کانال‌های بازاریابی و سیستم پشتیبانی جدید در فرآیندهای فروش ایجاد شده تا با دسترسی به مشتریان جدید سرعت رشد استارت‌آپ افزایش یابد.

سرمایه‌گذاران فرشته نیز عموماً در این مرحله بر روی استارت‌آپ‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. البته مهم‌ترین سرمایه‌گذاران این مرحله سرمایه‌گذاران خطرپذیر هستند. مشابه مرحله قبل، افزایش حضور سرمایه‌گذاران خطرپذیر در سری آ نیز باعث افزایش متوسط سرمایه تزریق‌شده به استارت‌آپ‌ها می‌شود. برای مثال، در سال ۲۰۱۵ یک استارت‌آپ حوزه حمل و نقل آنلاین به نام کارهو<sup>۵۵</sup> موفق شد در این مرحله از یک سرمایه‌گذار خطرپذیر حدود ۲۵۰ میلیون دلار سرمایه جذب کند.

### ۴. سری ب<sup>۵۶</sup>

به دومین مرحله اصلی جذب سرمایه سری ب گفته می‌شود که در آن، هم شرکت‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی<sup>۵۷</sup> و هم شرکت‌های [سرمایه‌گذاری خطرپذیر](#) مشارکت می‌کنند. در این مرحله از جذب سرمایه، استارت‌آپ‌ها عموماً به مرحله

<sup>54</sup> Series A

<sup>55</sup> Karhoo

<sup>56</sup> Series B

<sup>57</sup> Private Equity



معناداری از پیشرفت رسیده و اهداف خاصی را برای توسعه کسب و کار خود برآورده کرده‌اند؛ به همین سبب در این مرحله، ارزش‌گذاری استراتاپ افزایش پیدا کرده است. در جذب سرمایه سری ب، استارتاپ‌ها به دنبال دستیابی به مرحله بعدی رشد هستند، به گونه‌ای که بتوانند این توانایی را پیدا کنند تا هر چه را که آموخته‌اند، در مقیاس بزرگ‌تر اجرا کنند. سرمایه جذب شده در سری ب به استارتاپ‌ها کمک می‌کند کارمندان جدیدی را در بخش‌های مختلف نظیر بخش توسعه کسب و کار، استراتژی، بازاریابی و ... به صورت گسترده استخدام کنند تا به بخش‌های گوناگون بازار وارد شوند و حتی در برخی نمونه‌ها، کسب و کارهایی را که مزیت رقابتی دارند، بخرند.

در این مرحله استارتاپ سرشار از داده‌های تاریخی و بازخوردهای بازار و محصول است و بنابراین گزارش‌ها و صورت‌های مالی آن می‌تواند با دقت در خور ملاحظه‌ای، منعکس‌کننده وضعیت واقعی کسب و کار باشد. هنگامی که استارتاپ به سری ب می‌رسد، به یک محصول و مدل کسب و کار اثبات شده دست پیدا می‌کند، به همین سبب به سرمایه کافی برای ارائه محصول در بازارهای وسیع‌تر نیاز دارد. وجود داده‌های تاریخی و گزارش‌های مدونی که به صورت جامع عملکرد استارتاپ را نمایش می‌دهد، موسسان استارتاپ را قادر می‌سازد تا بتوانند حجم سرمایه قابل توجه، در مقایسه با دوره‌های قبلی را از سرمایه‌گذاران دریافت کنند.

## ۵. سری پ، ت و بعدتر<sup>۵۸</sup>

سری پ، ت و ... عناوین دوره‌های دیگر جذب سرمایه هستند که برای توسعه بیش‌تر و مهاجمانه‌تر استارتاپ و وارد شدن به فضای مقیاس‌پذیری رخ می‌دهند. برای مثال، ورود به یک بازار جدیدتر به خصوص بازارهای بین‌المللی یا خرید یک استارتاپ کوچک‌تر و ایجاد رشد غیر ارگانیک<sup>۵۹</sup> از نمونه‌های توسعه‌یافتگی این بخش است. پس از سری پ، از لحاظ تئوری هیچ محدودیتی برای تعداد دوره‌های سرمایه‌گذاری در استارتاپ وجود ندارد. حتی بعضی شرکت‌ها

<sup>58</sup> Series C, D, and more

<sup>59</sup> Inorganic growth

به افزایش سرمایه‌گذاری از طریق سری ث<sup>۶۰</sup> و فراتر از آن هم ادامه می‌دهند. بدیهی است به دلیل خطر شکست استارت‌آپ‌ها در مراحل مختلف، تعداد کمی از استارت‌آپ‌ها به این نقطه (دور پ و بعد از آن) از جذب سرمایه می‌رسند. همچنین میزان حجم سرمایه‌گذاری در این مراحل بسیار متفاوت و با واریانس بالاست و هر استارت‌آپ با استارت‌آپ دیگر متفاوت است.

در مراحل آخر جذب سرمایه، از ریسک استارت‌آپ به اندازه کافی کاسته شده است و در چنین موقعیتی، نهادهای مالی بزرگ حاضر می‌شوند تا منابع مالی خود را وارد چنین سرمایه‌گذاری‌هایی کنند. برای مثال، در فوریه ۲۰۱۶، استارت‌آپ مجیک‌لیپ<sup>۶۱</sup> در دور پ خود، ۷۹۳.۵ میلیون دلار جذب کرد که سرمایه‌ای باور نکردنی به حساب می‌آید. به نوعی می‌توان گفت بزرگ‌ترین سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر در طول تاریخ، سرمایه‌گذاری‌هایی هستند که در این مرحله رخ می‌دهند. در مثالی دیگر، استارت‌آپ ایربی‌ان‌بی<sup>۶۲</sup> توانسته است تا سری ج<sup>۶۳</sup> سرمایه جذب کند. اوپر، بزرگ‌ترین استارت‌آپ سهامی خاص در دنیا در سال ۲۰۱۶، در مرحله چ<sup>۶۴</sup> سرمایه جذب کرده است.

متداول‌ترین سرمایه‌گذاران این مراحل عبارت‌اند از: شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر مراحل آخر<sup>۶۵</sup>، شرکت‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی، صندوق‌های پوشش ریسک<sup>۶۶</sup>، صندوق‌های بازنشستگی و بانک‌ها. البته باید خاطرنشان کرد در این مرحله و حتی در مراحل قبلی، به واسطه بالا بودن حجم سرمایه مورد نیاز، ممکن است جذب سرمایه به صورت سندیکایی<sup>۶۷</sup> و با مشارکت چند سرمایه‌گذار و هم‌زمان صورت پذیرد.

پس از گذر موفقیت‌آمیز استارت‌آپ از این مراحل، قاعدتاً استارت‌آپ باید به شرایط بلوغ خود رسیده باشد. در چنین وضعیتی، می‌توان ادعا کرد ارزش استارت‌آپ در بالاترین میزان ممکن خود قرار دارد. بدیهی است در این شرایط، سرمایه‌گذاران دوره‌های قبلی به خروج و شناسایی سود حاصل از رشد قیمت

<sup>60</sup> Series E

<sup>61</sup> Magic Leap

<sup>62</sup> AirBnB

<sup>63</sup> Series F

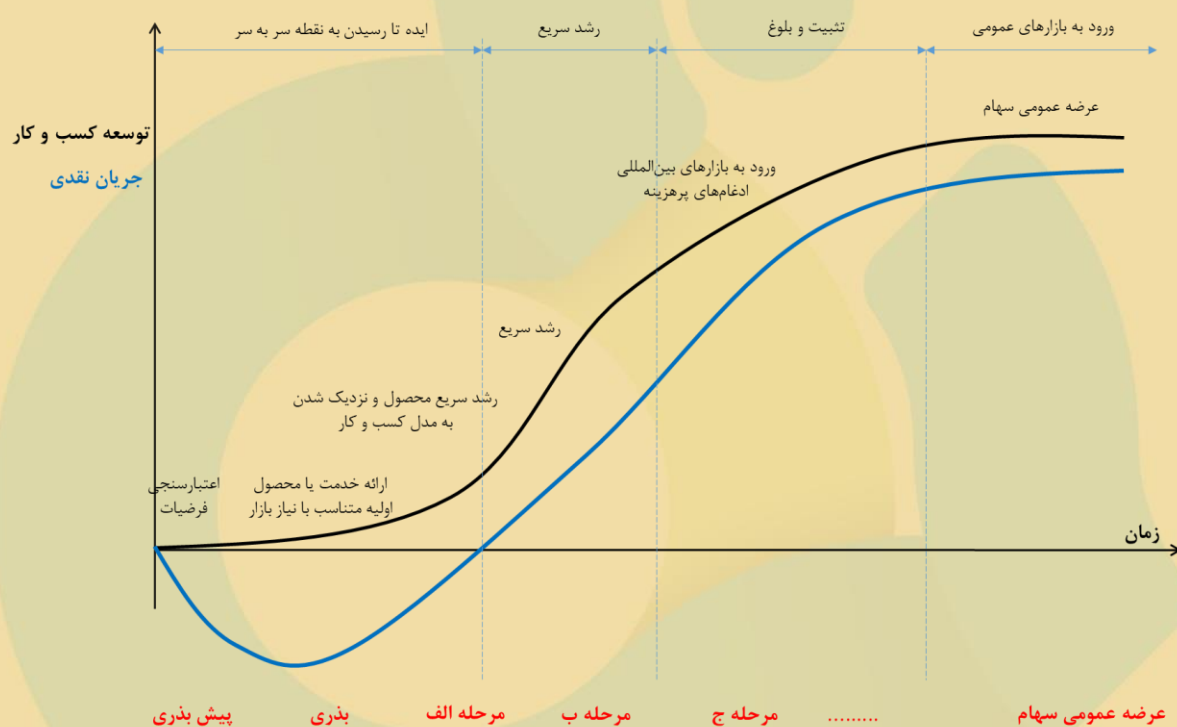
<sup>64</sup> Series G

<sup>65</sup> Late-stage VCs

<sup>66</sup> Hedge funds

<sup>67</sup> Syndication

سهام خود تمایل پیدا می‌کنند. خروج از استارتاپ ممکن است در قالب‌های زیر انجام شود: عرضه اولیه عمومی سهام<sup>۶۸</sup> و فروش سهام استارتاپ در بورس یا فروش بخش اعظمی از سهام استارتاپ به کسب و کارهای عظیمی که امکان ایجاد هم‌افزایی با خرید استارتاپ مذکور را دارند. در چنین موقعیتی ارزش‌گذاری استارتاپ همچنان اهمیت دارد، اما احتمالاً در این حالت از روش‌های ارزش‌گذاری شرکت‌های بزرگ و بالغ استفاده خواهد شد. در تصویر زیر می‌توان مراحل توسعه یک استارتاپ در تأمین مالی خود را از ابتدای ایجاد تا زمانی که به پایداری کافی و بلوغ می‌رسد، مشاهده کرد.



همان‌گونه که مشخص است، دو نمودار در شکل ارائه شده است: نمودار آبی رنگ تغییرات جریان‌های نقدی یک کسب و کار و نمودار مشکی رنگ توسعه کسب و کار را در طول زمان نشان می‌دهند. باید توجه کرد که این الگو برای حوزه‌های مختلف فعالیت استارتاپ‌ها ممکن است متفاوت باشد و آنچه در این نمودار نشان داده شده، میانگین حوزه‌های مختلف است. چرخه عمر یک کسب و کار را در حالت کلی می‌توان به چهار بخش تقسیم کرد که هر کدام به صورت نقطه‌چین‌های عمودی در شکل قابل مشاهده هستند. در هر کدام از این مراحل،



شرایط توسعه محصول، بازیگران و سرمایه‌گذاران و همچنین وضعیت جریان‌های نقدی متفاوت خواهد بود که در ادامه، هر کدام به تفکیک شرح داده شده‌اند:

#### ❖ ایده تا رسیدن به نقطه سر به سر

این مرحله از توسعه کسب و کار که از آن با نام دره مرگ<sup>۶۹</sup> نیز یاد می‌شود، مرحله‌ای است که در نیمه اول آن موسسان بدون داشتن درآمد، سعی در تولید نمونه اولیه متناسب با نیازهای بازار می‌کنند و با ارائه محصول به بازار و دریافت بازخورد در نیمه دوم این مرحله، مرتب در حال بهبود خدمت یا محصول خود هستند. از آنجایی که توسعه محصول هزینه‌های زیادی دارد و کسب و کار نیز درآمد چندانی در این مرحله ندارد، طبیعتاً جریان نقدی همواره منفی و منفی‌تر خواهد شد تا جایی که به منفی‌ترین مقدار خود (پایین دره مرگ) رسیده و از اینجا است که کسب و کار در مقیاس بسیار کوچک شروع به کسب درآمد می‌کند و قادر خواهد بود تا رسیدن به نقطه سر به سر، بخشی از هزینه‌های خود را با این درآمدها پوشش دهد و از منفی بودن جریان نقدی خود بکاهد. این مرحله از کسب و کار، معمولاً دو تا سه مرحله افزایش سرمایه را به همراه خواهد داشت که پیش‌تر به آن اشاره شد.

#### ❖ رشد سریع

در این مرحله، استارت‌آپ نقطه سر به سر را رد کرده و به شدت در حال افزایش سهم خود از بازار و به دنبال آن، افزایش کاربران و درآمد خود است. کسب و کارها در بیش‌تر موارد، رقبایی جدی در بازار دارند و برای توسعه محصول و بازار خود و همچنین استمرار این رشد سریع، به افزایش سرمایه در مقایسه بزرگ‌تر از قبل نیاز خواهند داشت. در این مرحله است که مراحل سوم تا پنجم افزایش سرمایه با حضور صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر رخ خواهد داد. همچنین در این مرحله و مرحله بعد، این احتمال وجود خواهد داشت که استارت‌آپ توجه رقبای بزرگ‌تر را جلب کند و با کسب و کارهایی دیگر ادغام شود یا به تملک استارت‌آپی دیگر درآید.

<sup>69</sup> Valley of death

## ❖ تثبیت و بلوغ

رشد استارت‌آپ در این مرحله نیز همچنان ادامه خواهد داشت؛ هرچند همان‌گونه که در نمودار مشخص است، شتاب آن کاهش خواهد بود. کسب و کار به واسطه تصمیم به حفظ و توسعه سهم بازار فعلی خود یا حتی ورود به بازارهای جدید بین‌المللی، قطعاً به مراحل دیگری از افزایش سرمایه نیاز خواهد داشت و از اینجا به بعد است که بسته به ماهیت و استراتژی توسعه کسب و کار، مراحل ششم به بعد افزایش سرمایه با حضور صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و سایر نهادهای مالی رخ خواهد داد. حجم سرمایه‌های تزریق شده در این مرحله بسیار بالا بوده و در بسیاری از نمونه‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها از نوع سرمایه‌گذاری مشترک چند نهاد مالی خواهد بود. علاوه بر این، همان‌گونه که پیش از این نیز بیان شد، در این مرحله احتمال ادغام و تملیک استارت‌آپ وجود خواهد داشت.

## ❖ ورود به بازارهای عمومی

کسب و کار در این مرحله کاملاً بالغ شده و ثبات و سودآوری خود را در بازه سه تا پنج سال قبل نشان داده است. در این مرحله که آخرین بخش از بلوغ کسب و کار است، افزایش سرمایه از طریق عرضه عمومی سهام استارت‌آپ صورت می‌پذیرد. در این بخش است که سرمایه‌گذاران مراحل قبل قادر خواهند بود سرمایه خود را نقد کنند.



ویدیوکست رادیکال برای توانمندسازی کارآفرینان و سرمایه‌گذاران خطرپذیر ایرانی و به اشتراک‌گذاری دانش و تجارب خبرگان این حوزه به وجود آمده. با لمس تصویر بالا از اپیزود پنجم این ویدیوکست با موضوع «[چالش‌های حقوقی استارت‌آپ‌ها](#)» دیدن کنید.

#### ۴. کیفیت ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها در طول چرخه عمر

استارت‌آپ موجود زنده‌ای است که در طول چرخه عمر خود از نقطه صفر شروع به کار کرده و با گذراندن مراحل توسعه متعدد نهایتاً به بلوغ می‌رسد. در طول این چرخه استارت‌آپ بسته به استراتژی توسعه و رشد و سایر عوامل درونی و محیطی، برای جذب سرمایه چندین بار ارزش‌گذاری می‌شود. کیفیت و دقت ارزش‌گذاری در طول این مسیر یکسان نیست. یک استارت‌آپ در ابتدای مسیر خود، بدون داشتن ذره‌ای پیشینه و داده تاریخی قابل اطمینان باید ارزش‌گذاری شود. اما به تدریج در ادامه مسیر توسعه و با کسب تجربه و بازخورد بازار، داده‌هایی تولید می‌شود که در کیفیت و دقت ارزش‌گذاری استارت‌آپ تاثیرگذار است. بنابراین هر چه ارزش‌گذاری با فاصله بیش‌تری نسبت به نقطه صفر استارت‌آپ صورت گیرد، استفاده از روش‌های ارزش‌گذاری مبتنی بر داده<sup>۷۰</sup> میسرتر می‌شود. این امر تا جایی می‌تواند ادامه پیدا کند که چندین متخصص ارزش‌گذاری با داشتن داده‌های یکسان، به اعداد بسیار نزدیکی از ارزش یک کسب و کار می‌رسند. اما این موضوع در مراحل اولیه چرخه عمر استارت‌آپ‌ها صادق نیست. مواردی مانند نبود داده‌های تاریخی کافی، نبود راهبرد دقیق توسعه محصول، بازار و کسب و کار، امکان ایجاد چرخش‌های استراتژیک<sup>۷۱</sup> متعدد به واسطه ذات چابک و زنده استارت‌آپ و تغییر مداوم موضوع فعالیت یک استارت‌آپ، همه و همه موجب می‌شود تا درباره ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها در مراحل اولیه نتوان به صورت دقیق نظر داد. به عبارت بهتر، در مراحل میانی و پایانی<sup>۷۲</sup> مسیر توسعه استارت‌آپ‌ها، به قدری ارزش داده‌ها، الگوها، روندها، بازخوردها و اطلاعاتی که برخاسته از ویژگی‌های ذاتی استارت‌آپ‌ها و تصمیم‌های مدیران و موسسان آنهاست، زیاد است که ارزش‌گذاری صورت گرفته خاص آن استارت‌آپ خواهد بود. اما اگر استارت‌آپ فاقد هرگونه اطلاعات پیشین باشد، چه عاملی می‌تواند متمایز کننده ارزش آن از سایر استارت‌آپ‌های هم‌سن و سال آن باشد؟

<sup>70</sup> Data-driven

<sup>71</sup> Pivot

<sup>72</sup> Mid and late stages



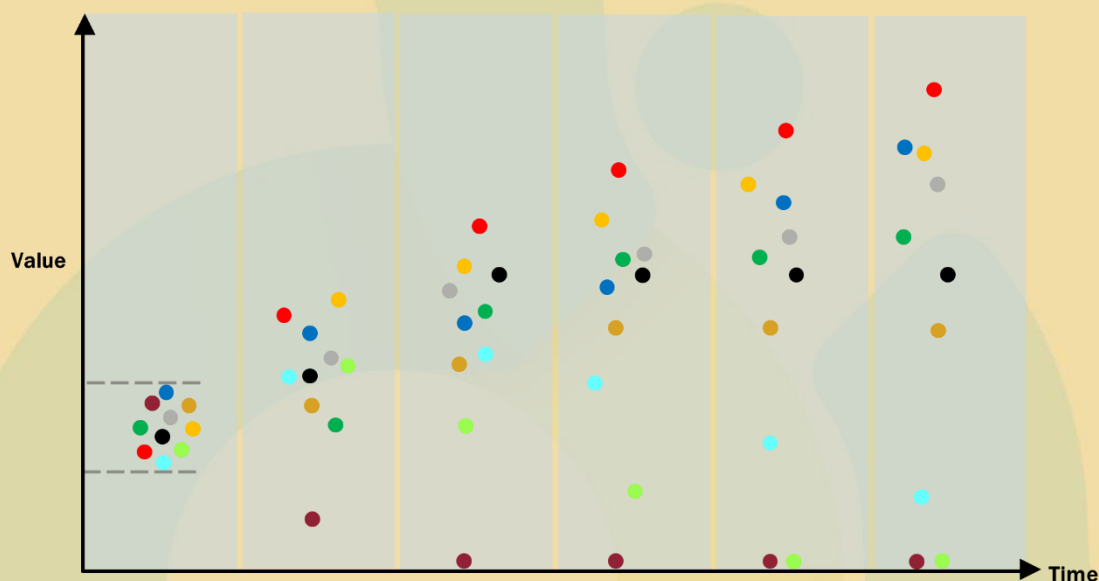
متخصصان ارزش‌گذاری در ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌های مراحل اولیه، به همه استارت‌آپ‌ها با دیدی کمونیستی و برابر نگاه می‌کنند. دو استارت‌آپ را فرض کنید که هر دو در مرحله تیم‌سازی قرار دارند. استارت‌آپ اول صرفاً یک فرضیه را در حوزه ارائه خدمات آنلاین نظافت منزل در ذهن می‌پروراند و استارت‌آپ دوم فرضیه‌ای در خصوص امکان اعتبارسنجی مشتریان بانک‌ها و موسسات مالی اعتباری به کمک هوش مصنوعی دارد. این دو استارت‌آپ برای سرمایه‌گذار چندان تفاوتی از منظر ارزش‌گذاری ندارند. در واقع سرمایه‌گذار در هر دوی این استارت‌آپ‌ها صرفاً با مقایسه دو تیم روبه‌روست و آنچه این دو استارت‌آپ را متمایز می‌کند، بیش‌تر از اینکه ایده آن‌ها باشد، تجربه، تخصص و انگیزه تیم‌هاست. در چنین وضعیتی سرمایه‌گذاران فارغ از حوزه فعالیت و صنعت استارت‌آپ، آن را ارزش‌گذاری می‌کنند. اما رفته‌رفته و در مراحل بعدی چرخه عمر استارت‌آپ و با افزایش داده‌های تاریخی و داده‌های عملکردی<sup>۷۳</sup>، وضوح<sup>۷۴</sup> استارت‌آپ بیش‌تر می‌شود و سرمایه‌گذار به جای فضای مه‌آلود و ناشفاف، این بار با کسب و کاری با سابقه مواجه است. در چنین مرحله‌ای، ارزش‌گذاری متأثر از اتفاقات گذشته و پنداشت وی از آینده آن کسب و کار خواهد بود.

برای شفاف‌تر شدن این مسئله فرض کنید فرآیند تولد و رشد استارت‌آپ مشابه تولد و رشد کودک است. بیش‌تر مواقع و به صورت آماری دیده شده است که درصد شایان توجهی از کودکان تازه متولد، با واریانس نسبتاً پایینی، وزنی در حدود ۳.۵ کیلوگرم و قد ۵۰ سانتی‌متر دارند (اگر شرایط خاصی چون کودکان ناقص‌الخلقه و با ویژگی‌های خاص را کنار بگذاریم). استارت‌آپ‌ها نیز تا مدتی پس از زمان تولد خود چنین وضعیتی دارند. بنابراین واریانس ارزشی که می‌توان به آن‌ها نسبت داد خیلی زیاد نیست. اما استارت‌آپ مانند کودکی در حال رشد به مرور توسعه پیدا می‌کند و بسته به شرایط محیطی و داخلی آن، نسبت به هم سن و سالان خود قد می‌کشد، چاق می‌شود، لاغر یا کوتاه می‌ماند. در مراحل میانی و انتهایی، حجم و کیفیت زیاد داده‌های تولید شده از استارت‌آپ‌ها انعکاس جامع و دقیقی از وضعیت استارت‌آپ و به تبع آن،

<sup>73</sup> Track record

<sup>74</sup> Resolution

ارزش گذاری استارتاپ را ایجاب می‌کند. نمودار زیر به صورت کیفی همین مسئله را نشان می‌دهد. در مراحل ابتدایی توسعه استارتاپ‌ها، ارزش گذاری صورت گرفته واریانس زیادی نسبت به میانگین ارزش گذاری استارتاپ‌های مشابه از نظر چرخه عمر ندارد. اما با گذشت زمان و طی مراحل توسعه، ارزش گذاری استارتاپ وابستگی زیادی به عملکرد آن خواهد داشت.



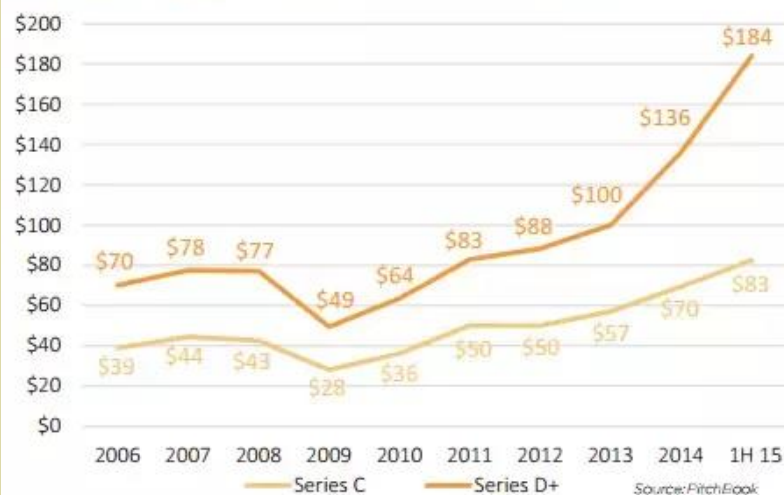
در ادامه، میانه<sup>۷۵</sup> ارزش گذاری استارتاپ‌ها در آمریکا به تفکیک مراحل ابتدایی (بذر، سری آ، سری ب) و مراحل انتهایی (سری پ، سری ت و بعدتر) در خلال سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۵ آورده شده است.

<sup>75</sup> Median

### EARLY STAGE MEDIAN VALUATIONS BY YEAR (\$M)



### LATE STAGE MEDIAN VALUATIONS BY YEAR (\$M)

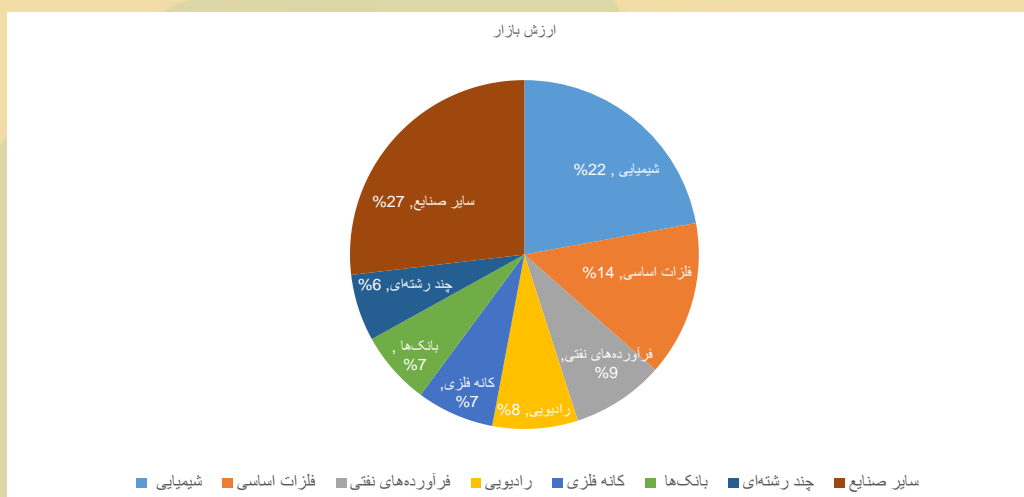


همان‌طور که در نمودارها مشخص است، ارزش‌گذاری در مرحله‌های انتهایی واریانس بیشتری دارد، اما در مراحل ابتدایی این عدد طی نه سال تغییر خاصی نکرده است. علت این مسئله نبود سوابق مالی در مراحل ابتدایی فعالیت کسب و کار، تعیین نسبی عرف بازار در قیمت استارت‌آپ‌های این مرحله و از طرف دیگر، پرچالش بودن ارزش‌گذاری کسب و کارها در مراحل آخر است.



## ۵. تفاوت ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها با ارزش‌گذاری‌های سنتی

در این بخش قصد داریم تفاوت ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها را با ارزش‌گذاری‌های سنتی بررسی کنیم. با تعریفی که از استارت‌آپ در بخش ۲ بیان کردیم، عملاً به صورت ضمنی تعریفی از کسب و کارهای سنتی نیز ارائه شد. در واقع هر کسب و کاری که فاقد عناصر کلیدی تعریف استارت‌آپ‌ها باشد، در زمره کسب و کارهای سنتی قرار می‌گیرد. عمده ارزش‌گذاری‌های صورت گرفته در بازارهای مالی (بورس و فرابورس) نیز به دلیل سنتی بودن صنایع و کسب و کارهای حاضر در بورس، از روش‌های سنتی ارزش‌گذاری انجام می‌شود. برای درک این موضوع نمودار ارزش بازار<sup>۷۶</sup> بورس اوراق بهادار تهران نمایش داده شده است.



در تاریخ ۸ اسفند ۱۳۹۷، مجموع ارزش بازار بورس اوراق بهادار تهران برابر با ۶ میلیون و ۳۱۳ هزار و ۶۱۲ میلیارد ریال بوده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، بزرگ‌ترین صنایع در بورس ایران به ترتیب صنایع شیمیایی (پتروشیمی‌ها)، فلزات اساسی، فرآورده‌های نفتی (پالایشگاه‌ها)، صنعت رادیویی، کانه‌های فلزی، بانک‌ها و صنعت چند رشته‌ای هستند. همین هفت صنعت بزرگ بورس اوراق بهادار تهران، بالغ بر ۷۳ درصد از ارزش بازار را تشکیل می‌دهند. همین موضوع باعث شده است که فعالان بازار سهام در ایران، آشنایی زیادی با شرکت‌های فناورانه و با نرخ رشد بالا نداشته باشند. این موضوع زمانی پر رنگ‌تر می‌شود که بورس آمریکا را با بورس ایران مقایسه کنیم. بزرگ‌ترین شرکت‌های درج شده در

<sup>76</sup> Market capitalization

بورس آمریکا را شرکت‌های فناورانه‌های چون اپل<sup>۷۷</sup>، گوگل<sup>۷۸</sup>، آمازون<sup>۷۹</sup>، مایکروسافت<sup>۸۰</sup>، سیسکو<sup>۸۱</sup>، اینتل<sup>۸۲</sup> و ... تشکیل می‌دهند؛ شرکت‌هایی که به واسطه نرخ رشد بالای خود، هر روز از فناوری‌های جدیدی رونمایی می‌کنند و میزان سود تقسیمی سهامشان<sup>۸۳</sup> اغلب بسیار اندک است. اینکده روش‌های ارزش‌گذاری استراتاپ‌ها تفاوت فاحشی با روش‌های ارزش‌گذاری کسب و کارهای سنتی دارد، ادعای درستی نیست؛ چرا که جزئیات و فلسفه روش‌ها تقریباً یکسان هستند. اما آنچه این دو را از هم متمایز می‌سازد، نحوه استفاده از روش‌های ارزش‌گذاری است. البته چندین روش ارزش‌گذاری سنتی وجود دارد که به دلیل ماهیت ذاتی استراتاپ‌ها چندان کاربردی ندارند. در ادامه قصد داریم تفاوت ارزش‌گذاری استراتاپ‌ها را با کسب و کارهای سنتی شرح دهیم:

## ۵ - ۱ تفاوت ارزش‌گذاری استراتاپ‌ها را با کسب و کارهای سنتی

### ۱. خرید سهام و افزایش سرمایه

معمولاً زمانی که می‌خواهیم کسب و کارهای سنتی یا شرکت‌های درج شده در بورس را ارزش‌گذاری کنیم، با موضوع خرید سهام روبه‌رو هستیم. کسب و کارهای سنتی به ندرت مراحل توسعه استراتاپ‌ها را طی می‌کنند و کمتر به ارزش‌گذاری در هر دور از سرمایه‌گذاری نیاز دارند. در واقع متخصص ارزش‌گذاری زمانی که یک شرکت بورسی را ارزش‌گذاری می‌کند، قصد دارد ارزش ذاتی سهام آن شرکت را با هدف شناسایی فرصت خرید یا فرصت فروش سهام آن تعیین کند. در چنین موقعیتی، موضوعی با عنوان ارزش‌پیش از جذب سرمایه و ارزش پس از جذب سرمایه مطرح نیست و وضعیت شرکت همان‌طور که هست بررسی و ارزش‌گذاری می‌شود. این در حالی است که در ارزش‌گذاری استراتاپ‌ها

<sup>77</sup> Apple

<sup>78</sup> Google

<sup>79</sup> Amazon

<sup>80</sup> Microsoft

<sup>81</sup> Cisco

<sup>82</sup> Intel

<sup>83</sup> Dividend

وضعیت آتی استارتاپ با فرض تزریق حجم در خور توجهی از سرمایه به آن، بررسی می‌شود.

## ۲. داده‌ها و اطلاعات در دسترس

ارزش‌گذاری‌های سنتی که بیش‌تر در بازارهای مالی مانند بورس و ... استفاده می‌شوند، اکثراً بر اساس بررسی صورت‌های مالی گذشته یک شرکت انجام می‌شوند؛ به این صورت که تحلیل‌گر با بررسی ترازنامه و صورت سود و زیان در سال‌های گذشته، درآمد و بدهی و دارایی‌های یک شرکت را محاسبه کرده و بر اساس سابقه آن شرکت، سود هر سهم<sup>۸۴</sup> را تخمین زده و آینده شرکت را پیش‌بینی می‌کند. در این وضعیت معمولاً موقعیتی که از آینده ترسیم می‌شود، تفاوت فاحشی نسبت به شرایط فعلی یا گذشته آن ندارد و روند گذشته شرکت مبنایی بر ترسیم روند آینده آن خواهد بود.

اما وقتی یک شرکت نوپا باشد، سابقه مالی چندانی از آن در دسترس نخواهد بود که به وسیله آن بتوان با روش‌های سنتی، آینده شرکت را پیش‌بینی کرد. پس چه می‌توان کرد؟

موضوعی که در ارزش‌گذاری یک شرکت نوپا به آن توجه می‌شود، نه سابقه طولانی‌مدت شرکت، بلکه روشن بودن آینده شرکت است. در ارزش‌گذاری استارتاپ‌ها بر درآمدهای آینده و پتانسیل رشد یک شرکت و امثال آن تمرکز می‌شود. همگی این گزینه‌ها مربوط به پیش‌بینی آینده یک شرکت نوپاست. ترسیم آینده استارتاپ بسیار دشوارتر از ترسیم آینده کسب و کار سنتی و بالغ است. در واقع در ارزش‌گذاری کسب و کارهای سنتی بار اصلی ارزش بر دوش داده‌های تاریخی آن است؛ اما در استارتاپ، بار اصلی ارزش بر دوش پیش‌بینی‌های آینده استارتاپ است.

## ۳. روش‌های ارزش‌گذاری

یکی دیگر از تفاوت‌های ارزش‌گذاری کسب و کارهای سنتی با ارزش‌گذاری استارتاپ‌ها تفاوت در روش‌های ارزش‌گذاری مورد استفاده در هر کدام است. برای درک این موضوع نیاز است تا مخاطب با [روش‌های ارزش‌گذاری مختلف](#)

<sup>84</sup> Earnings per share (EPS)



آشنا باشد. اما در این بخش صرفاً به این تفاوت‌ها اشاره‌ای می‌کنیم. در ارزش‌گذاری کسب و کارهای سنتی و بالغ، روش‌های ارزش‌گذاری مبتنی بر سود خالص و سود نقدی قابل استفاده هستند. اما در ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها به واسطه قربانی کردن سود خالص برای دستیابی به رشد بیشتر، عملاً امکان استفاده از روش‌های ارزش‌گذاری مبتنی بر سود خالص وجود ندارد. برای مثال، عده کثیری از فعالان بازار سهام، برای ارزش‌گذاری شرکت‌های بورسی از روش‌هایی چون تنزیل سودهای نقدی<sup>۸۵</sup> یا نسبت قیمت به سود<sup>۸۶</sup> استفاده می‌کنند. پژوهش دقیق و منسجمی در خصوص استفاده از روش‌های ارزش‌گذاری توسط فعالان بازار سهام وجود ندارد؛ ولی به صورت تجربی دیده شده است که فعالان بازار سهام، حداقل در ایران، تکیه بسیار زیادی به روش‌های ارزش‌گذاری مبتنی بر سود خالص (چون تنزیل سودهای نقدی و نسبت قیمت به سود) دارند. این در حالی است که سود خالص برای قشر عظیمی از استارت‌آپ‌ها بی‌معناست. حتی اگر استارت‌آپ‌ها سود خالص هم داشته باشند، به واسطه رشد بالای خود ترجیحی به پرداخت سود نقدی ندارند و بنابراین چنین روش‌های ارزش‌گذاری برای آن‌ها قابل استفاده نیست.

<sup>85</sup> Dividend Discount Model (DDM)

<sup>86</sup> Price-to-earnings ratio (P/E)

## ۶. بیش‌ارزش‌گذاری<sup>۸۷</sup> در مقابل کم‌ارزش‌گذاری<sup>۸۸</sup>

**ارزش‌گذاری** صحیح استارت‌آپ‌ها باید بر اساس اعداد و ارقام تحقیق شده، پیش‌فرض‌ها و انتظارات مناسب باشد و از آنجایی که استارت‌آپ‌ها یا سابقه عملکرد مالی ندارند یا این سابقه خیلی قابل اتکا و توجه نیست تا بر مبنای آن ارزیابی صورت بگیرد، همواره این خطر وجود خواهد داشت که ارزش واقعی استارت‌آپ بسیار بیش‌تر یا خیلی کم‌تر از آن چیزی باشد که ارزش‌گذار گزارش کرده است. چنین اشتباهی در تعیین ارزش استارت‌آپ خطرهایی به وجود می‌آورد که ممکن است بنیان‌گذاران و سرمایه‌گذاران را به چالش‌هایی جدی بکشاند که در ادامه به تشریح آن‌ها پرداخته خواهد شد.

### بیش‌ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها

برخلاف تصور غلطی که ممکن است موسسان استارت‌آپ‌ها داشته باشند و بیش‌ارزش‌گذاری استارت‌آپ خود را نوعی موفقیت در مذاکرات جذب سرمایه تلقی کنند، این اتفاق برای موسسان و سرمایه‌گذاران مفید نیست. در این بخش علاوه بر اشاره به دلایل بیش‌ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها، معایب این موضوع تشریح می‌شود.

### دلایل بیش‌ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها

#### ۱. نیاز به جذب سرمایه زیاد

وقتی استارت‌آپ در موقعیتی است که جریان نقدی خالص منفی دارد، برای به دست آوردن سهم بازار، بازاریابی و مدیریت کمپین‌های خود که معمولاً باعث ایجاد جریان نقدی منفی‌تر می‌شود، نیازمند جریان ثابت پول هستند. استارت‌آپ تا زمانی که این جریان نقدی منفی، مثبت نشده است، باید سرمایه جذب کند که این امر تنها با افزودن سرمایه‌گذاران بیش‌تر به دست می‌آید. با افزایش تعداد دوره‌های سرمایه‌گذاری، به مرور سهام بیش‌تری از تملک موسسان خارج می‌شود و به تملک سرمایه‌گذاران در خواهد آمد. در این موقعیت، موسسان به صورت غریزی و طبیعی تمایل دارند میزان سهام انتقالی به سرمایه‌گذاران را

<sup>87</sup> Overvaluation

<sup>88</sup> Undervaluation

کنترل کنند. میزان سهام اختصاص داده شده به سرمایه‌گذار در یک دور سرمایه‌گذاری با میزان سرمایه تزریقی سرمایه‌گذار رابطه مستقیم و با ارزش‌گذاری استارت‌آپ رابطه معکوس دارد. موسسان برای دستیابی به اهداف رشد خود نمی‌توانند سرمایه‌ای را که از سرمایه‌گذار نیاز دارند، محدود کنند؛ بنابراین به ناچار سعی می‌کنند با بالا نشان دادن ارزش‌گذاری استارت‌آپ خود سهم کمتری به سرمایه‌گذار اختصاص دهند. همین امر باعث می‌شود تا استارت‌آپ‌ها در هنگام جذب سرمایه ارزش‌گذاری را بالا و بالاتر ببرند تا در ازای واگذاری سهام کم‌تر، سرمایه بیش‌تری جذب کنند!

## ۲. بازارهای عمومی<sup>۸۹</sup> سعودی

بخشی از روش‌های ارزش‌گذاری به وضعیت بازارهای عمومی (بازار سهام) وابسته است، زیرا برخی از شاخصه‌های مورد نیاز در ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها از داده‌ها و روندهای بازارهای عمومی استخراج می‌شوند. بنابراین بدیهی است رشد شایان توجه قیمت سهام در بازارهای عمومی، بر ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها نیز تأثیر گذاشته و موجب بیش‌ارزش‌گذاری می‌شود.

برای مثال، در ابتدای سال ۲۰۱۶ شاخص NASDAQ<sup>۹۰</sup> به بالاترین میزان خود در تاریخ رسید. سهام شرکت‌هایی چون اپل، آلفابت<sup>۹۱</sup> (گوگل)، فیسبوک و آمازون رشد فوق‌العاده‌ای کردند. در کنار این موضوع، قرار بود سهام شرکت اسنپ‌چت<sup>۹۲</sup> در ماه‌های ابتدایی سال ۲۰۱۷ نیز برای ورود به بازار عرضه شود. شرایط آن دوره از بازار سهام آمریکا امیدوار کننده به نظر می‌رسید و به همین ترتیب، روند سعودی بر جو سرمایه‌گذاری بر بازار سهام حکم‌فرما بود و طبیعتاً این موضوع باعث شد بازار ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها نیز داغ شود و بیش‌ارزش‌گذاری صورت بگیرد.

<sup>89</sup> Public market

<sup>۹۰</sup> بورس اوراق بهادار آمریکا بعد از بورس نیویورک، بزرگ‌ترین بورس اوراق بهادار دنیاست.

<sup>91</sup> Alphabet

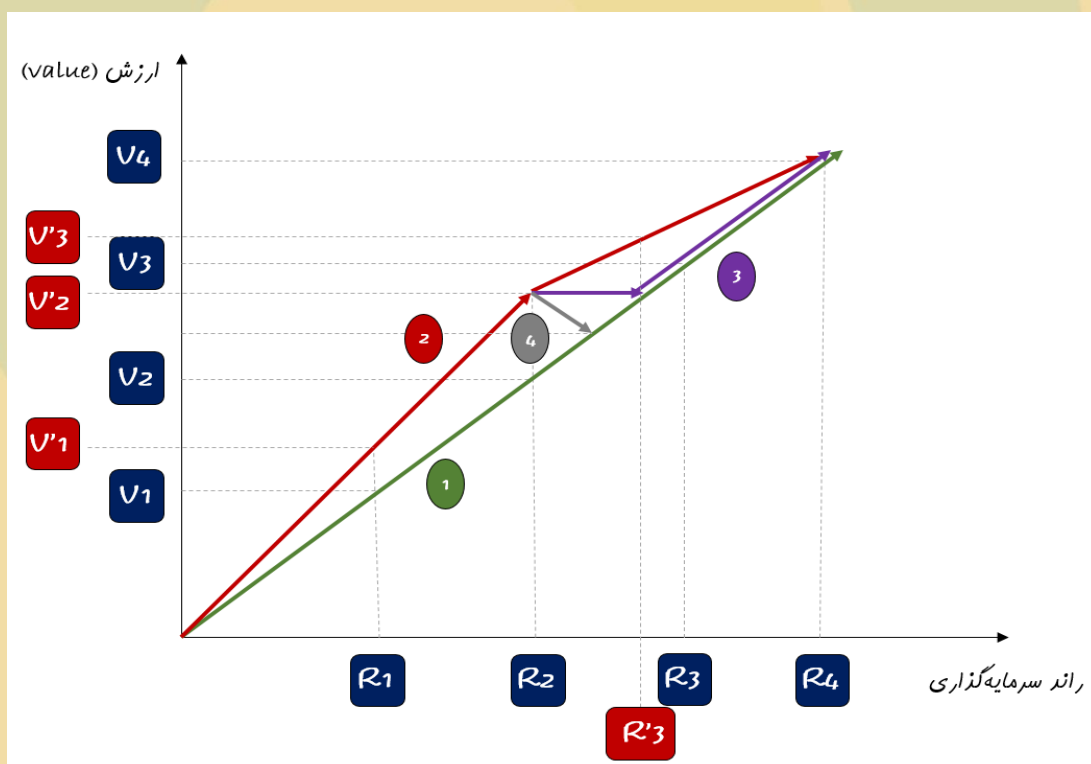
<sup>92</sup> Snapchat



### ۳. رقابت نابرابر و عدم تعادل بین عرضه و تقاضا

در یک اکوسیستم استارت‌آپی، تعداد سرمایه‌گذاران و تعداد تیم‌های استارت‌آپ‌ها تأثیر مهمی در به تعادل رسیدن اکوسیستم دارند. اگر تعداد سرمایه‌گذاران و حجم سرمایه در اختیارشان در مقایسه با تعداد تیم‌ها و ایده‌های قوی و مناسب زیاد باشد، در این شرایط با بیش‌ارزش‌گذاری روبه‌رو خواهیم بود. در حقیقت در چنین موقعیتی، سرمایه‌گذاران وارد چرخه رقابت می‌شوند تا استارت‌آپ‌های مناسب را شکار کنند و همین رقابت بیش‌ارزش‌گذاری را به وجود می‌آورد.

دلایل ذکر شده بخش مهمی از عوامل مؤثر در بیش‌ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌هاست. مهم‌ترین تهدیدی که در اثر این اتفاق، پیش روی بنیان‌گذاران و سرمایه‌گذاران استارت‌آپ قرار خواهد گرفت، احتمال سقوط ارزش استارت‌آپ در مراحل بالاتر است. برای درک بیشتر این مفهوم به نمودار زیر دقت کنید:



استارت‌آپی فرضی در نمودار یک (سبز رنگ) در چهار مرحله افزایش سرمایه (R1 تا R4)، رشد منطقی خود را طی کرده و در هیچ مرحله‌ای بیش‌ارزش‌گذاری انجام

نشده است. در واقع نمودار سبز، روند رشد منطقی، طبیعی و واقعی ارزش استراتاپ را نشان می‌دهد. حال اگر فرض شود همان استراتاپ در مراحل ابتدایی دچار بیش‌ارزش‌گذاری شده باشد، از آنجایی که آخرین مرحله تزریق سرمایه جایی است که ارزش واقعی استراتاپ تعیین خواهد شد، در چنین شرایطی، سه سناریوی محتمل پیش روی استراتاپ خواهد بود:

• **سناریوی اول (بهترین سناریو): نمودار قرمز رنگ**

استراتاپ در مرحله اول و دوم بیش‌ارزش‌گذاری شده است و برای مراحل بعدی مجبور است رشد ارزش کم‌تری را تجربه کند (نسبت به نمودار سبز رنگ) تا در مرحله آخر (مرحله چهارم) به ارزش  $V^4$  برسد. در این سناریو کار استراتاپ بسیار سخت می‌شود، زیرا باید رشد بسیار زیادی داشته باشد. در مرحله سوم جذب سرمایه ( $R^3$ ) ارزش واقعی استراتاپ  $V^3$  است، اما استراتاپ به دلیل ارزش‌گذاری زیاد، برای رسیدن به ارزش نهایی  $V^4$  باید در مرحله سوم سرمایه‌گذاری خود ( $R^3$ )، به ارزش  $V^3$  برسد که ارزشی بالاتر از  $V^3$  دارد. بنابراین این استراتاپ باید از دور  $R^2$  به بعد نیز رشد زیادی کند و اعضای تیم تلاش فوق‌العاده‌ای از خود نشان دهند تا به این هدف برسند و سناریوهای مشابه نمودار قرمز رنگ را طی کنند. در واقع در نمودار قرمز رنگ به دلیل بیش‌ارزش‌گذاری صورت گرفته در مراحل اول و دوم، ارزش استراتاپ با سرعت بیش‌تری نسبت به شاخص‌های رشد استراتاپ افزایش پیدا کرده است و برای جبران این فاصله، استراتاپ در مراحل بعدی باید تلاشی مضاعف انجام دهد تا دچار نشیب<sup>۹۳</sup> در مراحل بعدی نشود.

• **سناریوی دوم (سناریوی عادی): نمودار بنفش**

در این حالت، استراتاپ اگر مطابق با رشد عادی که داشته است پیش برود، در مرحله سوم ( $R^3$ ) به ارزش واقعی خود ( $V^2$ ) برمی‌گردد و اگر در این مرحله با همین ارزش سرمایه‌گذاری شود، باقی رشد خود را به صورت واقعی و درست ادامه خواهد داد. همان‌طور که از نمودار پیداست، استراتاپ بیش‌ارزش‌گذاری شده از دور دوم تا سوم از نظر شاخص‌های

<sup>93</sup> Downround

عملکردی رشد داشته، اما ارزش آن ثابت مانده است. در واقع در این سناریو، جبران فاصله بین رشد ارزش‌گذاری و رشد شاخص‌های کلیدی عملکرد در مراحل قبلی، با ثابت ماندن ارزش استارت‌آپ ولی با رشد شاخص‌های کلیدی عملکرد در این مرحله همراه بوده است. هیچ استارت‌آپی علاقه ندارد رشد ارزشی بین دو دور سرمایه‌گذاری را تجربه نکند و ارزشش ثابت بماند.

- **سناریوی سوم (بدترین سناریو): نمودار طوسی**

حالتی است که در مرحله سوم سرمایه‌گذاری، ارزش استارت‌آپ کم‌تر از مرحله دوم ارزیابی شود. معمولاً این حالت رخ نمی‌دهد مگر اینکه در مرحله‌های قبلی ارزش یک استارت‌آپ زیاد برآورد شود یا اینکه استارت‌آپ عملکرد ضعیفی داشته باشد. در این صورت:

- **استارت‌آپ خریداری نخواهد داشت!**

با بیش‌ارزش‌گذاری علاوه بر سقوط ارزش استارت‌آپ در مراحل بعدی جذب سرمایه، استارت‌آپ دیگر نخواهد توانست از یک مرحله به بعد، سرمایه‌اش را افزایش بدهد؛ چرا که سرمایه‌گذار این خطر را می‌بیند که ممکن است ارزش سهامش در آینده سقوط کند.

- **ممکن است استارت‌آپ در خرج کردن زیاده‌روی کند!**

بسیاری از استارت‌آپ‌های بیش‌ارزش‌گذاری شده، با دریافت مقدار زیادی سرمایه به ازای دادن سهام کم، دچار این گرفتاری می‌شوند. از جمله این ولخرجی‌ها می‌توان به هزینه زیاد و بیش از حد بازاریابی، خرید یا اجاره دفتر گران و بسیار لوکس، حقوق بسیار زیاد و ... اشاره کرد که این موضوع باعث هدررفت منابع و سرمایه استارت‌آپ می‌شود.

در واقع در این سناریو، استارت‌آپ بیش‌ارزش‌گذاری شده برای همگام شدن با رشد واقعی (نمودار سبز) تن به کاهش ارزش‌گذاری (نشیب) می‌دهد. این اتفاق بدترین اتفاقی است که ممکن است استارت‌آپ تجربه کند، زیرا سرمایه‌گذاران



مراحل قبلی نه تنها بازدهی کسب نمی‌کنند، بلکه در ارزش سهام خود زیان می‌بینند.

## کم‌ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها

کم‌ارزش‌گذاری برخلاف تصور غلطی که برخی از سرمایه‌گذاران دارند و آن را جذاب و به منزله موفقیتی در انجام معاملات سهام استارت‌آپ‌ها می‌دانند، برای هیچ‌کدام از طرفین (استارت‌آپ و سرمایه‌گذار) مفید نیست. کم‌ارزش‌گذاری به طور بدیهی برای موسسان استارت‌آپ جذاب نخواهد بود، زیرا ایشان در مقام فروشنده و با در نظر گرفتن فلسفه عقلانیت اقتصادی<sup>۹۴</sup> علاقه‌ای به فروش ارزان سهام خود ندارند.

## دلایل کم‌ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها

### ۱. رقابت نابرابر و نبود تعادل بین عرضه و تقاضا

در اکوسیستم استارت‌آپی و در وضعیتی که سرمایه‌گذار خطرپذیر کافی برای عرضه سرمایه وجود نداشته باشد، تیم‌های استارت‌آپی مجبور خواهند شد برای دسترسی به منابع مالی محدود موجود در اکوسیستم، تن به کم‌ارزش‌گذاری بدهند. در واقع در نبود سرمایه‌گذاران خطرپذیر متعدد در اکوسیستم، قدرت چانه‌زنی صاحبان سرمایه افزایش می‌یابد.

### ۲. نبود دانش کافی در میان موسسان

در صورتی که موسسان استارت‌آپ دانش کافی در حوزه ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها نداشته باشند، ممکن است در تله کم‌ارزش‌گذاری سرمایه‌گذار بیفتند. ویژگی‌های تأثیرگذار در ارزش استارت‌آپ در برخی روش‌های ارزش‌گذاری، به قدری زیاد است که در صورت آشنا نبودن موسسان استارت‌آپ با این موضوع‌ها، سرمایه‌گذار قادر خواهد بود با دست‌کاری این ویژگی‌ها موسسان را درباره کم‌ارزش‌گذاری استارت‌آپ قانع کند.

<sup>94</sup> Economic rationality

### ۳. دیدگاه سنتی سرمایه‌گذار

معمولاً سرمایه‌گذاران سنتی که پیش‌تر تجربه سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌ها را نداشته‌اند، در قبول ارزش‌گذاری‌های استارت‌آپ‌ها دچار مشکل و تردید می‌شوند. سرمایه‌گذاران سنتی معمولاً درک کافی از ارزش تیم، ارزش دارایی‌های نامشهود و ارزش محصول استارت‌آپ‌ها ندارند و این موضوع موجب می‌شود تا ایشان با استارت‌آپ‌ها رفتاری مشابه با کسب و کارهای سنتی و دارایی‌محور داشته باشند و ارزش پایینی را برای استارت‌آپ‌ها تصور کنند.

پس از تشریح دلایل کم‌ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها، آنچه نیاز به شرح بیش‌تر دارد، اشاره به دلایلی است که لازم است سرمایه‌گذاران در عقاید خود در خصوص فواید کم‌ارزش‌گذاری بازنگری کنند:

- کم‌ارزش‌گذاری برای استارت‌آپ مفید نیست، زیرا موجب کمبود بودجه شده و تمام شدن بودجه در نیمه راه نیز مانع رشد برنامه‌ها می‌شود.
- کم‌ارزش‌گذاری باعث خواهد شد بنیان‌گذاران و کارکنان انگیزه‌های خود را برای ادامه استارت‌آپ از دست بدهند، چرا که با کم‌ارزش‌گذاری، بنیان‌گذاران مجبورند سهام زیادی را در ازای پولی که می‌خواهند، واگذار کنند و در مراحل بعدی سرمایه‌گذاری، سهام آن‌ها رقیق‌تر خواهد شد و در نهایت، سهام زیادی نخواهند داشت که به آن‌ها انگیزه ادامه کار بدهد.
- کم‌ارزش‌گذاری برای سرمایه‌گذار هم ممکن است خطرناک باشد، زیرا در دوره‌های بعدی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران جدید با فهمیدن کم‌ارزش‌گذاری دور قبل و با توجه به سهام کم بنیان‌گذاران، آینده استارت‌آپ را بد قلمداد خواهند کرد و از سرمایه‌گذاری دوری می‌کنند! بنابراین بدون افزایش سرمایه جدید، کسب و کار شکست می‌خورد.

به مثال زیر دقت کنید:

جدول اول نشان دهنده ساختار سهام‌داری استارت‌آپ در حالتی که کم‌ارزش‌گذاری شده است و جدول دوم جدول سهام‌داری بر اساس ارزش‌گذاری منصفانه را نشان می‌دهد.

Round #	۱	۲	۳	۴	۵
New investors' share	۳۰%	۳۰%	۲۰%	۱۵%	۱۰%
Total investors' share	۳۰%	۵۱%	۶۰.۸%	۶۶.۶۸%	۷۰.۰۱%
Founders' share	۶۰%	۴۲%	۳۳.۶%	۲۸.۵۶%	۲۵.۷%
ESOP	۱۰%	۷%	۵.۶%	۴.۷۶%	۴.۲۸%

Round #	۱	۲	۳	۴	۵
New investors' share	۲۰%	۲۰%	۱۵%	۱۰%	۵%
Total investors' share	۲۰%	۳۶%	۴۵.۶%	۵۱.۰۴%	۵۳.۴۹%
Founders' share	۷۰%	۵۶%	۴۷.۶%	۴۲.۸۴%	۴۰.۷%
ESOP	۱۰%	۸%	۶.۸%	۶.۱۲%	۵.۸۱%

فرض کنید یک استارت‌آپ طبیعی برای رسیدن به بلوغ و تکمیل چرخه عمر خود به پنج مرحله **جذب سرمایه** نیاز دارد. اگر در مراحل جذب سرمایه میزان سهامی که به دلیل ارزش‌گذاری پایین به سرمایه‌گذار اعطا می‌شود، بیش‌تر از حالت منصفانه باشد، نهایتاً درصد سهامی که برای موسسان در انتهای پنج مرحله جذب سرمایه باقی می‌ماند، اختلافی فاحش نسبت به حالتی دارد که استارت‌آپ دچار کم‌ارزش‌گذاری نشده است. مطابق جدول‌های بالا، چنانچه استارت‌آپ کم‌ارزش‌گذاری شده باشد، میزان **سهام موسسان** پس از ۵ دور جذب سرمایه برابر با ۲۵.۷ درصد و در صورت ارزش‌گذاری منصفانه، سهام موسسان ۴۰.۷ درصد خواهد بود.

شایان ذکر است به بخشی از سهام استارت‌آپ که معمولاً بین ۵ تا ۲۵ درصد سهام شرکت است، سهام تشویقی کارکنان<sup>۹۵</sup> گفته می‌شود که برای تشویق حضور و فعالیت مؤثر کارکنان کلیدی به ایشان اعطا می‌شود. همان‌گونه که در جدول‌ها نیز نشان داده شده است، سهام تشویقی کارکنان در حالتی که کم‌ارزش‌گذاری اتفاق افتاده باشد، برابر با ۴.۲۸ درصد و در حالت منصفانه برابر با ۵.۸۱ درصد خواهد بود.

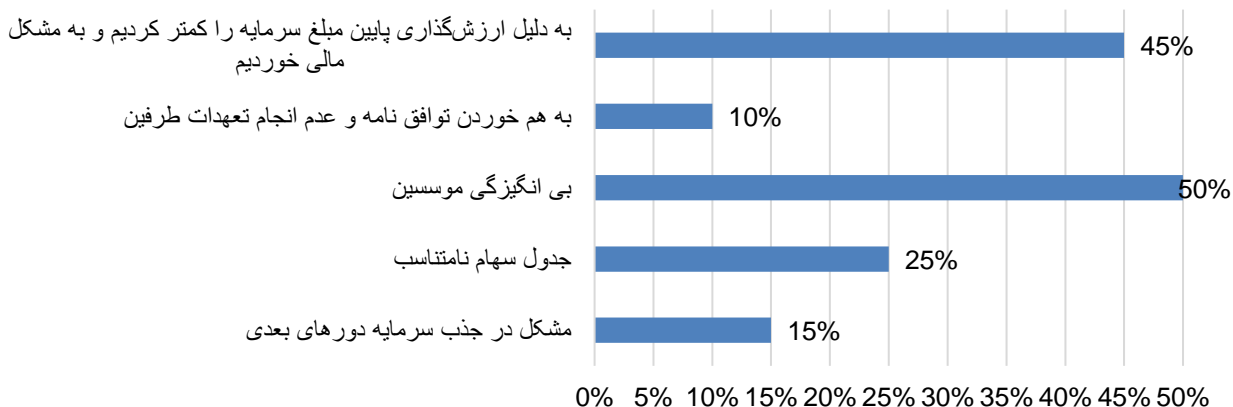
<sup>95</sup> Employee Stock Ownership Plan (ESOP)



بنابراین کم‌ارزش‌گذاری موجب خواهد شد تا در بلندمدت موسسان و کارکنان کلیدی استارت‌آپ که مستحق دریافت سهام تشویقی کارکنان هستند، سهام کم‌تری از آنچه منصفانه به نظر می‌رسد، به دست آورند و همین موضوع موجب کاهش انگیزه و نهایتاً دست کشیدن از کسب و کاری خواهد شد که تا مدتی زندگی خود را صرف آن کرده بودند.

مطابق پژوهشی که درباره اکوسیستم استارت‌آپی ایران صورت گرفته، تنها ۱۷/۹ درصد از صاحبان استارت‌آپ‌ها اعتقاد دارند که در همه مراحل پیشین جذب سرمایه‌شان، ارزش‌گذاری منصفانه اتفاق افتاده است. این در حالی است که به اعتقاد ۷۱/۴ درصد از این گروه، در دوره‌های پیشین جذب سرمایه، استارت‌آپ‌ها دچار کم‌ارزش‌گذاری شده است. نهایتاً تنها ۱۰/۷ درصد از صاحبان استارت‌آپ‌ها قائل به بروز بیش‌ارزش‌گذاری در برخی از مراحل پیشین جذب سرمایه هستند. در ادامه این پژوهش، پیاپی مد‌های بروز کم‌ارزش‌گذاری و بیش‌ارزش‌گذاری نیز سوال شده است. نمودار زیر پیامدهای آن را نشان می‌دهد:

### پیامدهای بیش‌ارزش‌گذاری/کم‌ارزش‌گذاری در دوره‌های پیشین جذب سرمایه از نگاه صاحبان استارت‌آپ



از سوی دیگر، بیش از ۵۵ درصد از جامعه آماری سرمایه‌گذاران خطرپذیر در این پژوهش، معتقدند که در هیچ‌کدام از دوره‌های جذب سرمایه پیشین استارت‌آپ‌های خود، بیش‌ارزش‌گذاری یا کم‌ارزش‌گذاری رخ نداده است.



برای آشنایی با دوره جامع سرآمد کارآفرینی و سرمایه‌گذاری جسورانه، اولین مجموعه کارگاه‌های تخصصی برای آموزش صفر تا صد راه‌اندازی یا سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ بر روی تصویر بالا کلیک کنید.

## ۷. ارزش‌گذاری پیش از جذب سرمایه<sup>۹۶</sup> و پس از جذب سرمایه<sup>۹۷</sup>

پیش از آغاز به تشریح این بحث، لازم است درباره تفاوت دو موضوع خرید سهام<sup>۹۸</sup> و افزایش سرمایه<sup>۹۹</sup> صحبت کنیم. خرید سهام به صورت تراکنشی مالی است که در آن فروشنده در ازای فروش سهام خود به خریدار، مبلغ معامله را به صورت شخصی دریافت می‌کند و این تراکنش تأثیری در مقدار وجه نقد شرکتی که سهام آن معامله می‌شود، ندارد. به عبارت ساده‌تر، در فرآیند خرید سهام، هیچ سرمایه‌ای وارد شرکت مورد معامله نمی‌شود. فرض کنید ساختار سهام‌داری شرکتی فرضی با ۱۰۰ هزار سهم به صورت زیر باشد:

<sup>۹۶</sup> Pre-money valuation

<sup>۹۷</sup> Post-money valuation

<sup>۹۸</sup> Stock purchase

<sup>۹۹</sup> Capital increase (Fundraising)

ساختار سهامداری شرکتی فرضی		
نام سهامدار	درصد سهام	تعداد سهام
A	۴۵ %	۴۵,۰۰۰
B	۴۰ %	۴۰,۰۰۰
C	۱۵ %	۱۵,۰۰۰
مجموع	۱۰۰ %	۱۰۰,۰۰۰

سهامدار C قصد دارد سهام خود (معادل ۱۵ درصد از سهام شرکت) را به فرد D بفروشد. در واقع با انجام این تراکنش، فرد C از ساختار سهامداری شرکت خارج شده و در ازای فروش سهم خود مبلغ معادل ۱۵ درصد از سهام شرکت را از فرد D دریافت می‌کند. تراکنش مالی بدون تأثیر در وضعیت وجوه نقد شرکت، میان فرد C و فرد D اتفاق افتاده است. ساختار سهامداری بعد از انجام معامله، به صورت زیر خواهد بود:

ساختار سهامداری شرکتی فرضی		
نام سهامدار	درصد سهام	تعداد سهام
A	۴۵ %	۴۵,۰۰۰
B	۴۰ %	۴۰,۰۰۰
D	۱۵ %	۱۵,۰۰۰
مجموع	۱۰۰ %	۱۰۰,۰۰۰

این نوع معامله، در دسته خرید سهام جای می‌گیرد. در مقابل تعریف ذکر شده، تراکنش مالی افزایش سرمایه به فرآیندی گفته می‌شود که در آن با انتشار سهام جدید، فرد یا افراد جدید وارد ساختار سهامداری شرکت بشوند. در واقع مبلغ حاصل از فروش سهام جدید از طرف خریداران به حساب شرکت واریز شده و در مقدار وجوه نقد شرکت تأثیر می‌گذارد. برای شفاف شدن موضوع به مثال زیر توجه کنید: ساختار سهامداری شرکتی با ۱۰۰ هزار سهم به صورت زیر است:



ساختار سهامداری شرکتی فرضی		
نام سهامدار	درصد سهام	تعداد سهام
A	۴۵ %	۴۵,۰۰۰
B	۴۰ %	۴۰,۰۰۰
C	۱۵ %	۱۵,۰۰۰
مجموع	۱۰۰ %	۱۰۰,۰۰۰

فرض کنید شرکت در قالب افزایش سرمایه، قصد انتشار ۲۰ هزار سهم جدید برای سهامدار جدید D دارد. در این حالت فرد D با پرداخت مبلغ متناسب با ۲۰ هزار سهم و بدون خروج سهامداران فعلی (فرد A، فرد B و فرد C) وارد ساختار سهامداری شرکت می‌شود. تعداد سهام شرکت از ۱۰۰ هزار سهم به ۱۲۰ هزار سهم افزایش یافته و برخلاف ثابت ماندن تعداد سهام تمامی افراد، درصد سهام آنان دچار تغییر می‌شود. جدول زیر ساختار سهامداری شرکت را پس از افزایش سرمایه نشان می‌دهد:

ساختار سهامداری شرکتی فرضی		
نام سهامدار	درصد سهام	تعداد سهام
A	۳۷.۵ %	۴۵,۰۰۰
B	۳۳.۳ %	۴۰,۰۰۰
C	۱۲.۵ %	۱۵,۰۰۰
D	۱۶.۷ %	۲۰,۰۰۰
مجموع	۱۰۰ %	۱۲۰,۰۰۰

بدیهی است در موقعیتی که استارت‌آپ قصد جذب سرمایه داشته باشد، خرید سهام موضوعیت نداشته و مفهوم افزایش سرمایه مطرح می‌شود. حال که با مفهوم خرید سهام و افزایش سرمایه آشنا شدید، موضوع ارزش‌گذاری پیش از جذب سرمایه و ارزش‌گذاری پس از جذب سرمایه تشریح می‌شود. موضوع ارزش‌گذاری پیش از جذب سرمایه و ارزش‌گذاری پس از جذب سرمایه زمانی معنا خواهد داشت که استارت‌آپ قصد جذب سرمایه از طریق افزایش

سرمایه را داشته باشد، زیرا در موقعیت خرید سهام، تزریق سرمایه‌ای صورت نمی‌پذیرد که ارزش قبل یا بعد از آن مطرح باشد.

ارزش پیش از جذب سرمایه به ارزش استارت‌آپ قبل از جذب سرمایه از منابع مالی خارج از شرکت گفته می‌شود. در حالی که ارزش‌گذاری پس از جذب سرمایه، به ارزش استارت‌آپ با در نظر گرفتن میزان سرمایه جذب شده در آخرین مرحله از افزایش سرمایه اطلاق می‌شود. تشخیص این دو مفهوم برای تعیین سهام و سایر نکته‌های مطرح شده، در مذاکرات میان سرمایه‌گذار و موسسان استارت‌آپ بسیار حیاتی است. در این باره رابطه‌ای اساسی برقرار است که بدین شرح است:

**ارزش پس از جذب سرمایه = سرمایه‌ای که استارت‌آپ جذب می‌کند + ارزش پیش از جذب سرمایه**

برای درک بهتر این رابطه به مثال زیر توجه کنید:

سرمایه‌گذار تصمیم می‌گیرد روی استارت‌آپ حوزه فناوری سرمایه‌گذاری کند. موسسان و سرمایه‌گذار هر دو توافق کرده‌اند که این کسب و کار یک میلیارد تومان ارزش داشته باشد و سرمایه‌گذار می‌خواهد به آن ۲۵۰ میلیون تومان سرمایه تزریق کند.

در چنین وضعیتی، درصد مالکیت هر کدام به شدت به این مسئله بستگی خواهد داشت که یک میلیارد تومان، ارزش این کسب و کار پیش از جذب سرمایه است یا پس از جذب ۲۵۰ میلیون تومان. اگر یک میلیارد تومان، ارزش پیش از جذب سرمایه در نظر گرفته شود، آن‌گاه کسب و کار پیش از جذب سرمایه، یک میلیارد تومان ارزش خواهد داشت و پس از جذب سرمایه، یک میلیارد و ۲۵۰ میلیون تومان. در غیر این صورت، چنانچه ۲۵۰ میلیون تومان نیز ارزش‌گذاری کسب و کار لحاظ شده باشد، می‌توان گفت که یک میلیارد تومان ارزش‌گذاری پس از جذب سرمایه بوده است.

ارزش‌گذاری پس از جذب سرمایه			ارزش‌گذاری پیش از جذب سرمایه		
درصد	ارزش کسب و کار	سهام‌دار	درصد	ارزش کسب و کار	سهام‌دار
۷۵%	۷۵۰۰۰۰	موسسان	۸۰%	۱۰۰۰۰۰۰	موسسان
۲۵%	۲۵۰۰۰۰	سرمایه‌گذار	۲۰%	۲۵۰۰۰۰	سرمایه‌گذار
۱۰۰%	۱۰۰۰۰۰۰	مجموع	۱۰۰%	۱۲۵۰۰۰۰	مجموع

همان‌گونه که در جدول بالا مشخص است، نداشتن درک درست از این موضوع، ممکن است تفاوت‌هایی در خور ملاحظه در درصد سهام مالکیت طرفین ایجاد کند. کسب و کاری که یک میلیارد تومان ارزش‌گذاری شده باشد و ارزش آن نیز ارزش پیش از جذب سرمایه باشد، طبیعتاً بسیار ارزشمندتر از کسب و کاری خواهد بود که ارزش پس از جذب سرمایه آن، یک میلیارد تومان باشد؛ چرا که رقم سرمایه افزایش یافته در رقم ارزش‌گذاری اعلام شده تاثیرگذار نبوده است. در مثال مذکور، تفاوت درصد مالکیت در ارزش‌گذاری پیش و پس از جذب سرمایه تنها ۵ درصد است، اما باید توجه کرد که این تفاوت ۵ درصدی زمانی که کسب و کار بزرگ‌تر می‌شود، ممکن است معادل میلیاردها تومان باشد.

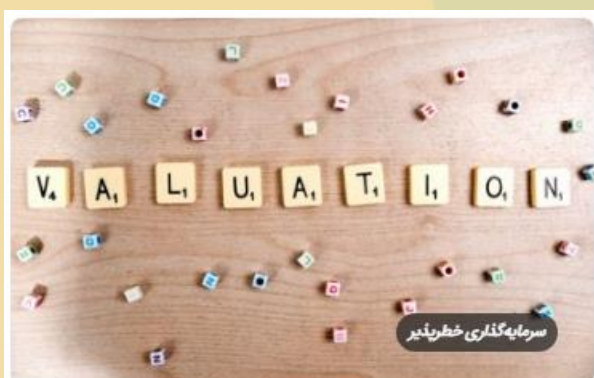
پس تا اینجا این نتیجه به دست آمده است که برای تعیین درصد سهام مالکیت سرمایه‌گذار می‌توان از رابطه زیر استفاده کرد:

درصد مالکیت سرمایه‌گذار = سرمایه در حال تزریق توسط سرمایه‌گذار تقسیم بر (ارزش پیش از جذب سرمایه + سرمایه در حال تزریق توسط سرمایه‌گذار)

خروجی هر کدام از روش‌های [ارزش‌گذاری](#) که در این کتاب مطرح خواهد شد، یکی از دو ارزش پیش از جذب سرمایه یا ارزش پس از جذب سرمایه خواهد



بود. برخی روش‌ها به واسطه ماهیت ذاتی خود ارزش پیش از جذب سرمایه را اعلام می‌کنند و ارزش‌گذار برای محاسبه ارزش پس از جذب سرمایه استارت‌آپ باید ارزش محاسبه شده را با سرمایه تزریقی جمع بزند. از سوی دیگر، روش‌هایی معرفی خواهند شد که خروجی آنان ارزش پس از جذب سرمایه استارت‌آپ است و برای محاسبه ارزش پیش از جذب سرمایه آن باید سرمایه تزریقی استارت‌آپ را از خروجی این روش‌ها کم کرد.



روش‌های ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها:  
معرفی و بررسی 13 روش ارزش‌گذاری



سرمایه‌گذاری خطرپذیر (جسورانه)  
چیست؟ مفهوم، اهمیت و بازده سرمایه  
گذاری خطرپذیر



اقیانوس آبی Ad-tech: فرصت‌های  
بازاریابی دیجیتال در دنیای استارت‌آپی



وام قابل تبدیل به سهام (Convertible Note)  
چیست و چه مزایایی دارد؟

برای آشنایی با روش‌های ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها و مطالعه مطالب بیشتر در حوزه کارآفرینی و سرمایه‌گذاری خطرپذیر به بلاگ چرخ مراجعه کنید.