

عرضه اولیه سهام استارت‌آپ‌ها در ایران و آمریکا



صندوق مالی توسعه
تکنولوژی ایران



TECHRASA فارسی

۳ | مقدمه

۴ | معرفی همکار تحقیقاتی

بخش اول - بورس نزدک و نیویورک آمریکا

۷ | چرا باید به عرضه اولیه سهام فکر کرد؟

۹ | با عرضه اولیه سهام با چه چالش‌هایی روبه‌رو خواهیم شد؟

۱۰ | ۸ گام برای عرضه اولیه سهام در بورس آمریکا

۱۶ | آمار عرضه اولیه استارت‌آپ‌ها در سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹ در بورس نزدک و نیویورک

بخش دوم - بازار سرمایه ایران

۲۲ | بازار سرمایه در ایران

۲۳ | مراحل ورود به بازار سرمایه ایران

۲۴ | قوانین ورود به بورس اوراق بهادار

۲۵ | قوانین ورود به فرابورس

۲۶ | ارزش‌گذاری شرکت‌ها در عرضه اولیه سهام

۲۹ | شرکت‌های فناوری‌محور ایرانی حاضر در بازار سرمایه

بخش سوم - بررسی عرضه اولیه سهام استارت‌آپ‌های ایرانی

۴۱ | مقایسه استارت‌آپ‌های ایرانی با نمونه‌های مشابه خارجی

۴۴ | نظر کارشناسان درباره عرضه اولیه سهام استارت‌آپ‌ها در ایران

۵۲ | ضمیمه

۶۱ | منابع

۶۲ | معرفی تیم

● ● مقدمه ● ●

تأمین منابع مالی کافی یکی از ارکان مهم رشد و توسعه سریع استارت‌آپ‌هاست. بیشتر استارت‌آپ‌های نسل اول ایران که از سرمایه‌گذاران خارجی جذب سرمایه کرده بودند، با تشدید تحریم‌ها و وضعیت اقتصادی نامناسب کشور همانند گذشته به منابع مالی خارجی دسترسی نداشتند. به همین دلیل بازار سرمایه مورد توجه بسیاری استارت‌آپ‌ها قرار گرفته است. یکی از راه‌های تأمین مالی برای استارت‌آپ‌ها استفاده از قابلیت‌های موجود در بازار سرمایه است. اما باید به این موضوع توجه کرد که آیا استارت‌آپ‌های ایران شرایط لازم برای ورود به بازار سرمایه ایران را دارند یا تحت جو حاکم بر جامعه به این کار علاقه‌مند شده‌اند؟

ورود استارت‌آپ‌های ایرانی به بازار سرمایه موضوعی است که شاید چندان عمیق به آن پرداخته نشده است. به همین دلیل در تکراسا با حمایت صندوق مالی توسعه تکنولوژی ایران بر آن شدیم تا گزارشی در این مورد تهیه کنیم. برای درک بهتر این موضوع در بخش اول، شرایط ورود به بورس نزدک (Nasdaq) و نیویورک، بزرگ‌ترین بازارهای سرمایه جهان، را مورد بررسی قرار داده‌ایم.

سپس به بررسی عرضه اولیه استارت‌آپ‌ها در بورس نزدک و نیویورک پرداختیم که با ۷۵ عرضه اولیه، ۲۰٪ کل عرضه اولیه سهام در این دو بازار را تشکیل می‌دهند. در این بخش، تصویر دقیقی از وضعیت استارت‌آپ‌های وارد شده به بورس نزدک و نیویورک برای خوانندگان ارائه می‌شود. در بخش دوم این گزارش به بازار سرمایه ایران پرداخته‌ایم و شرایط ورود به بورس و فرابورس را بررسی کرده‌ایم. ورود استارت‌آپ‌های ایرانی به بازار سرمایه پدیده‌ای جدید در کشور است. نزدیک‌ترین شرکت‌هایی که شاید قابل مقایسه با استارت‌آپ‌ها باشند، شرکت‌های فناوری‌محوری هستند که پیش از این وارد بازار سرمایه شده‌اند. لذا برای درک بهتر عرضه اولیه سهام استارت‌آپ‌ها، عملکرد ۱۶ شرکت فناوری‌محور ایرانی حاضر در بازار سرمایه در طی سال‌های گذشته بررسی شده است.

در بخش سوم، وضعیت سهام استارت‌آپ‌ها مشابه دیجی‌کالا، تپسی، کافه‌بازار و شیپور در سطح جهان بررسی شده‌اند که به ترتیب در حوزه‌های خرده‌فروشی آنلاین، تاکسی آنلاین، بازار اپلیکیشن‌ها و نیازمندی‌های آنلاین فعالیت دارند. موارد موجود در بخش اول و دوم، تصویر کلی خوبی از ورود استارت‌آپ‌های خارجی و شرکت‌های فناوری‌محور ایرانی به بازار سرمایه را به ما ارائه می‌دهند. اما شاید نتوان با این داده‌ها دقیقاً سرنوشت استارت‌آپ‌های ایرانی و ورود آن‌ها به بازار سرمایه را پیش‌بینی کرد. به همین دلیل در این بخش به سراغ متخصصان این حوزه، دکتر بابک تدین و دکتر پیمان مولوی، رفتیم تا فرصت‌ها و چالش‌های پیش‌روی استارت‌آپ‌های ایرانی در ورود به بازار سرمایه را بررسی کنیم.

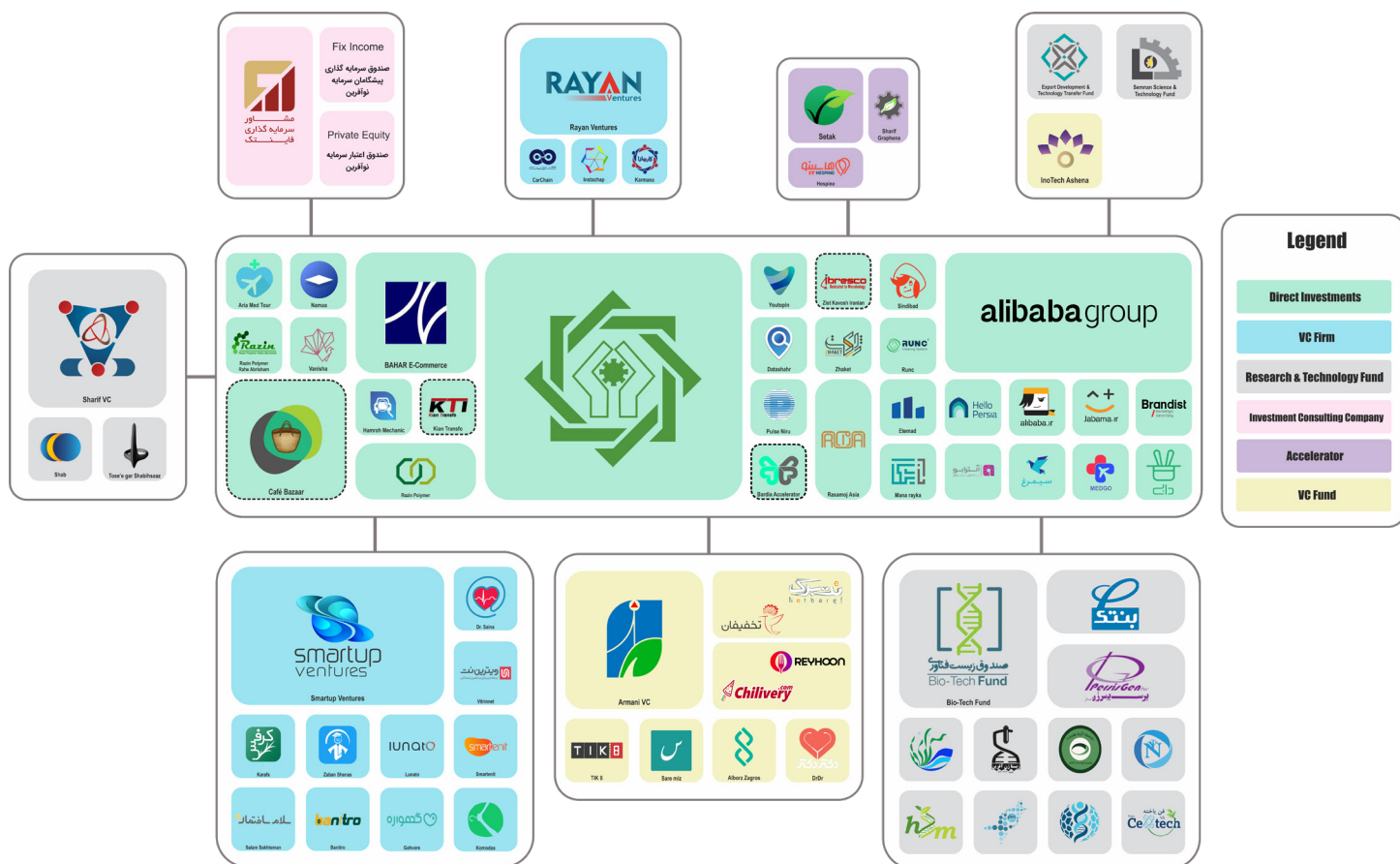
محمدرضا ازلی صفت
هم‌مؤسس تکراسا

● ● معرفی همکار تحقیقاتی ● ●

صندوق مالی توسعه تکنولوژی ایران به عنوان یک شرکت سرمایه‌گذاری از دی ماه ۱۳۶۸ مشغول به فعالیت است. این صندوق به عنوان یک نهاد سرمایه‌گذاری خطرپذیر با طراحی و پیاده‌سازی مدل‌های بومی از سرمایه‌گذاری خطرپذیر و با پشتوانه نزدیک به سه دهه تجربه، در طول این سال‌ها نقش بسزایی در شکل‌گیری و توسعه اکوسیستم کارآفرینی کشور داشته است و در حال حاضر به یکی از مهم‌ترین نهادهای فعال کشور در این حوزه تبدیل شده است. سرمایه‌گذاری خطرپذیر در طرح‌های نوآورانه و استارت‌آپ‌ها و در پی آن کمک به رشد و توسعه اکوسیستم کارآفرینی کشور از مهم‌ترین اهداف صندوق در این راستا است. در طی این مدت، سرمایه‌گذاری بسیاری در حوزه‌های مختلف و با گرد هم آمدن شبکه همکاری قوی و نیروی انسانی متخصص صورت پذیرفته است که از این میان می‌توان به استارت‌آپ‌های بزرگی همچون کافه بازار، هلدینگ توشا (علی بابا، جاباما و سایر استارت‌آپ‌های زیرمجموعه)، همراه مکانیک، تجارت الکترونیک بهار، ژاکت، آریامدتور و اشاره نمود. صندوق مالی توسعه تکنولوژی ایران علاوه بر سرمایه‌گذاری، با نقش‌آفرینی مؤثر و فعال در مدیریت و توسعه برنامه‌های استراتژیک و جامع کسب‌وکار، حمایت همه‌جانبه خود را از شرکت‌ها و استارت‌آپ‌های موجود در پورتفولیوی خود به عمل می‌آورد. در کنار این موارد و با توجه به مسئولیت اجتماعی تعریف شده صندوق، ارائه خدمات مشاوره هم برای استارت‌آپ‌ها و هم برای سایر نهادهای مالی و غیرمالی از مهم‌ترین اولویت‌ها و برنامه‌های صندوق بوده است.

صندوق مالی توسعه تکنولوژی ایران به منظور حمایت گسترده‌تر و همچنین بهره‌مندی بیشتر از ظرفیت‌های بالقوه موجود در زیست‌بوم نوآوری کشور، اقدام به سرمایه‌گذاری و حضور در ترکیب سهام‌داران چندین نهاد سرمایه‌گذاری جسورانه و تخصصی بورسی و غیر بورسی نیز کرده است که از مهم‌ترین آن‌ها می‌توان به صندوق زیست‌فناوری، صندوق آرمانی، صندوق شریف، صندوق مبادلات فناوری و شرکت سرمایه‌گذاری اسمارت‌آپ اشاره نمود. علاوه بر این، به منظور تکمیل چرخه سرمایه‌گذاری و استفاده از ظرفیت بازار سرمایه برای کسب‌وکارهای در مرحله بلوغ، صندوق مالی توسعه تکنولوژی ایران اقدام به راه‌اندازی شرکت مشاوره سرمایه‌گذاری فاین‌تک با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار نموده است که آماده‌سازی‌های لازم جهت ورود کسب‌وکارهای نوپا پورتفولیو به بورس را بر عهده خواهد داشت.

صندوق مالی توسعه تکنولوژی ایران با ترسیم چشم‌انداز پیش روی خود در قالب تبدیل شدن به بزرگ‌ترین سرمایه‌گذار خطرپذیر در کشور و نیز ورود به حوزه بین‌الملل با پورتفولیوی متشکل از برترین استارت‌آپ‌های کشور، اقدام به طراحی و توسعه برنامه‌های استراتژیک سرمایه‌گذاری در جهت تقویت پورتفولیوی فعلی خود و همسویی با مأموریت‌های تدوین شده، نموده است. در این راستا پایبندی به ارزش‌های سازمانی شامل خلاقیت و نوآوری، تمامیت، کارگروهی، صداقت و تعهد، مهم‌ترین اولویت صندوق است.



بخش اول

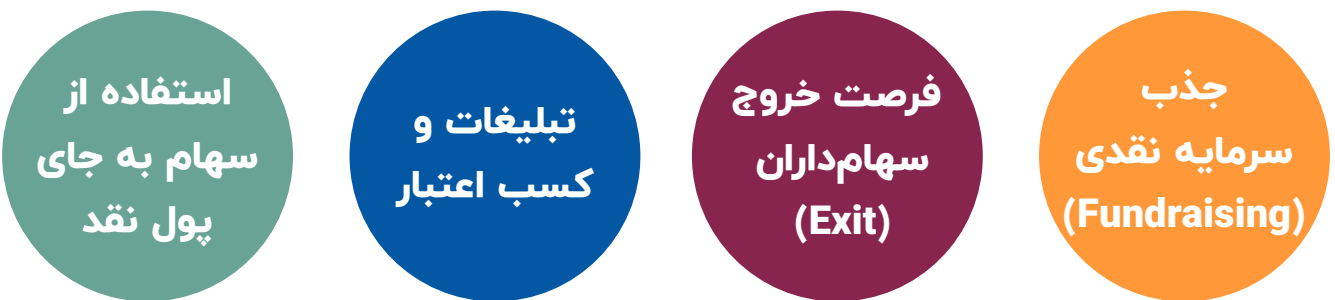
بورس نزدک و

نیویورک آمریکا

عرضه اولیه سهام (IPO - Initial public offering)، هدف اصلی بسیاری از استارت‌آپ‌ها است. بنیان‌گذاران، سرمایه‌گذاران و مردم همواره در این مورد سؤال‌هایی از خود می‌پرسند؛ «چه زمانی سهام این استارت‌آپ در بورس عرضه خواهد شد؟»، «ارزش سهام این استارت‌آپ در زمان عرضه اولیه چقدر خواهد بود؟» و «چرا این استارت‌آپ هنوز برای عرضه اولیه سهام خود اقدام نکرده است؟». با اینکه عرضه اولیه سهام یک هدف ارزشمند است و مزایای بالقوه‌ای دارد، اما می‌تواند با خطرها و ضررهای فراوانی نیز همراه باشد.

اگرچه بسیاری از مردم اعتقاد دارند که هر شرکت موفق باید وارد بورس شود؛ اما ممکن است عرضه اولیه سهام برای هر کسب‌وکاری مناسب نباشد. شرکت‌های زیادی مانند دل (Dell)، اسپیس‌اکس (SpaceX) و کارگیل (Cargill) وجود دارند که به صورت خصوصی اداره می‌شوند و موفق نیز هستند.

● ● چرا باید به عرضه اولیه سهام فکر کرد؟ ● ●



● جذب سرمایه نقدی (Fundraising)

عمده‌ترین مزیت عرضه اولیه سهام، تزریق منابع مالی جدید به شرکت است. پولی که از این راه تأمین می‌شود، مقدار قابل توجهی است و می‌تواند به روش‌های مختلفی به یک شرکت در حال رشد سود برساند. شرکت‌ها می‌توانند از این منابع مالی برای تحقیق و توسعه، استخدام کارمندان جدید، ساختن ساختمان‌ها، کاهش بدهی، دستیابی به فناوری جدید و اکتساب (Acquisition) شرکت‌های دیگر استفاده کنند.

● فرصت خروج سهام‌داران (Exit)

هر کسب‌وکاری دارای سهام‌دارانی است که مقادیر قابل توجهی از زمان، پول و منابع را به امید پایه‌گذاری یک شرکت موفق سرمایه‌گذاری کرده‌اند. این بنیان‌گذاران و سرمایه‌گذاران سال‌ها بدون هیچ آورده مالی همراه شرکت بوده‌اند. عرضه اولیه سهام فرصتی برای سهام‌داران است تا از این طریق مبلغ هنگفتی پول به دست آورند یا حداقل مقداری از سرمایه را که خود را به پول نقد تبدیل کنند.

هر شرکت برای ادامه رشد نیاز دارد که خود را به مشتریان بالقوه معرفی کرده و اعتماد آن‌ها را جلب کند. عرضه اولیه سهام می‌تواند شرکت را در کانون توجه مردم قرار دهد تا بتواند خود را به مشتریان بیشتری معرفی کند. همچنین در زمان عقد قرارداد، مشتریان دوست دارند از وعده‌ها و گزارش‌های شرکت اطمینان داشته باشند. شاید به همین دلیل است که افراد تمایل بیشتری دارند تا با شرکت‌های سهامی عام و دولتی وارد قرارداد شوند. عرضه اولیه سهام می‌تواند یک دلیل محکم برای معتبر بودن شرکت و محصولاتش باشد.

شرکت‌های سهامی عام باید گزارش‌های مالی خود را به صورت مداوم منتشر کنند. این گزارش‌ها مطابق استانداردهای خاصی بوده و توسط حسابرسان تأیید می‌شوند. این موضوع در زمان اقدام به جذب منابع مالی مانند دریافت وام می‌تواند ضامن اعتبار شرکت باشد. به این دلیل که گزارش‌ها و فعالیت‌های یک شرکت سهامی عام توسط نهادهای مختلفی تأیید شده و مورد پذیرش نهادهای مالی دیگر نیز است.

استفاده از سهام به جای پول نقد

امکان پیشنهاد سهام به کارمندان می‌تواند یک مزیت عالی برای استخدام افراد با استعداد نسبت به رقبا باشد. با اهدای سهام به کارمندان علاوه بر اینکه می‌توان حقوق پایین‌تری نسبت به رقبا پرداخت کرد، میزان وفاداری و تعهد به کار در کارمندان نیز افزایش می‌یابد. کارمندان با عرضه اولیه سهام قادر به فروش سهام و مشاهده نتایج تلاش‌های خود خواهند بود.

اكتساب شرکت‌های دیگر یکی از راه‌های رایج برای دستیابی به فناوری‌های نو و رشد مستمر است؛ اما این کار معمولاً گران تمام می‌شود. زمانی که یک شرکت سهامی عام است، این گزینه را پیش رو دارد که از سهام خود به جای پرداخت مقدار بسیار زیادی پول نقد استفاده کند.



● ● با عرضه اولیه سهام با چه چالش‌هایی روبه‌رو خواهیم شد؟

از دست دادن
کنترل بالقوه

تفاوت دیدگاه
فعالین بورس
و بنیانگذاران

الزامات
قانونی و افشای
اطلاعات

● الزامات قانونی و افشای اطلاعات

برخلاف شرکت‌های خصوصی، شرکت‌های سهامی عام موظف هستند که صورت‌های مالی خود را در بازه‌های زمانی مشخص ثبت و به صورت عمومی منتشر کنند. این صورت‌های مالی باید مطابق با اصول و استانداردها تهیه شده و توسط یک شرکت حسابداری عمومی حسابرسی شوند. اجرای چنین فرآیندی طاقت‌فرسا و پرهزینه است.

انتشار عمومی صورت‌های مالی مستلزم آن است که شرکت بتواند کنترل‌های مالی بیشتری را انجام دهد؛ افراد مورد نیاز برای تهیه گزارش مالی و کمیته حسابرسی را استخدام کند؛ گزارش‌های مالی فصلی و سالانه تهیه شود؛ با یک شرکت حسابرس عمومی قرارداد منعقد کرده و صدها کار دیگر انجام دهد. چنین فرایند کاری به هزاران ساعت کاری و مقدار قابل توجهی منابع مالی نیاز دارد.

● تفاوت دیدگاه فعالین بورس و بنیان‌گذاران

بنیان‌گذاران استارت‌آپ‌ها تمایل دارند یک دیدگاه بلندمدت داشته باشند؛ دیدگاهی نشأت گرفته از تأثیری که شرکت آن‌ها بر جهان خواهد گذاشت. در طرف دیگر، فعالین بورسی دیدگاه کوتاه‌مدت و سودمحور دارند. بعد از عرضه عمومی سهام، تمامی تحلیلگران و سرمایه‌گذاران به یک سؤال علاقه‌مند هستند: «آیا این شرکت به اهداف سودآوری فصلی خود دست خواهد یافت؟». در صورتی که این اهداف محقق شوند، سهام شرکت با ارزش‌تر خواهد شد؛ در غیر این صورت، ارزش شرکت کاهش خواهد یافت.

حتی اگر مدیرعامل آنچه را که در بلندمدت به نفع شرکت است انجام دهد، عدم تحقق اهداف کوتاه‌مدت سهام‌داران ممکن است موجب کاهش ارزش شرکت و حتی از دست رفتن جایگاه مدیرعامل شود. بنیان‌گذارانی که اهداف کوتاه‌مدت را دوست ندارند، باید با دقت در مورد عرضه اولیه سهام فکر کنند.

بعد از عرضه اولیه سهام امکان دارد که بنیان‌گذاران کنترل شرکت خود را از دست دهند که از معایب اصلی این کار محسوب می‌شود. با اینکه راه‌هایی برای اطمینان از حفظ قدرت تصمیم‌گیری بنیان‌گذاران وجود دارد؛ اما زمانی که یک شرکت سهامی عام است، مدیرعامل باید تمامی سهام‌داران را خوشحال نگه دارد.

از آنجایی که سهام‌داران پول زیادی به شرکت داده‌اند، انتظار دارند که شرکت در جهت منافع آن‌ها عمل کند. حتی اگر موضوع به معنای انتخاب مسیری باشد که بنیان‌گذاران، آن را دوست ندارند.

● ● ۸ گام برای عرضه اولیه سهام در بورس آمریکا ● ●

در این بخش به توضیح روند کلی عرضه اولیه سهام در بورس آمریکا می‌پردازیم. البته در خلال آن به عملکرد فیس‌بوک در عرضه اولیه خود در سال ۲۰۱۲ اشاره‌هایی خواهیم کرد. در آن زمان، فیس‌بوک به عنوان بزرگ‌ترین شرکت فناوری در آمریکا اقدام به عرضه اولیه سهام خود کرد. در واقع فیس‌بوک برخی از روندهای معمول را طی نکرد و پیشرفت بیشتری نسبت به سایر شرکت‌های فناوری داشت. روند عرضه اولیه سهام در آمریکا به شکل زیر است.



۱ یافتن متعهد خرید اوراق بهادار

هنگامی که یک کسب‌وکار قصد عرضه اولیه سهام دارد، اولین قدم انتخاب یک متعهد خرید اوراق بهادار (Underwriter) است تا به عنوان واسطه بین شرکت و بازار سرمایه عمل کند. توصیه می‌شود که صاحبان کسب‌وکار ابتدا تعدادی از بانک‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب کنند. سپس آن‌ها را بر اساس شهرت، تجربه کاری، تجربه در صنعت، شبکه ارتباطی و سوابق پشتیبانی ارزیابی کنند.

بعد از تعیین بانک‌های منتخب، نوبت به جلسه‌های مذاکره برای معرفی شرکت به بانک‌های سرمایه‌گذاری می‌رسد. یک بانک به عنوان متعهد اصلی خرید اوراق بهادار یا به اصطلاح بوک رانر (Book Runner) و سایر بانک‌ها به عنوان متعهدان فرعی خرید اوراق بهادار یا به اصطلاح هم‌مدیر (Co-Manager) انتخاب می‌شوند. این انتخاب‌ها بر اساس تصمیمات مدیران شرکت، مذاکره‌ها و سابقه بانک‌ها صورت می‌گیرند. بیشتر شرکت‌هایی که عرضه اولیه سهام می‌شوند، یک یا دو بوکرانر و تعداد اندکی هم‌مدیر دارند. جالب است که فیس بوک، ۱۲ بانک را برای این کار انتخاب کرد.

۲ جلسات ارزیابی

قدم بعدی در روند عرضه اولیه سهام، ایجاد یک تیم متشکل از وکلا، حسابداران مستقل و یک متخصص تولید محتوا در زمینه مالی است. وکلا پیش‌نویس همه توافق‌نامه‌ها را تهیه می‌کنند. همچنین در مورد رعایت کلیه مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (SEC) مشاوره می‌دهند. حسابداران مستقل برای اطمینان دادن به سرمایه‌گذاران بالقوه، نظرات خود را در مورد صورت‌های مالی شرکت ابراز می‌کنند. نویسندگان مالی نیز محتواهای متنی موردنیاز در فرایند عرضه اولیه برای پیشنهاد سهام شرکت را آماده می‌کنند.

همه کسانی که درگیر فرایند عرضه اولیه سهام هستند؛ مانند مدیران شرکت، حسابداران، بانک‌های منتخب و وکلا باید در جلسه ارزیابی شرکت کنند. در این جلسه مباحث بیشتر درباره پیشنهادها و فرم‌های حقوقی موردنیاز است و تعیین می‌شود که چه کسی چه کاری را انجام دهد.

▼ ارزیابی صلاحیت به‌طور پیوسته

پس از اولین جلسه ارزیابی، همه اعضای جلسه بایستی با دقت زیاد امور مربوط به وظایف خود را صحت‌سنجی کنند. عموم این ارزیابی‌ها شامل موارد زیر می‌شوند.

ارزیابی حقوقی

این قسمت را وکلا انجام خواهند داد که شامل بررسی قراردادها، اساسنامه‌ها و سایر فایل‌های مربوطه است.

ارزیابی بازار و صنعت

باید با بخش تحقیقات بازار و صنعت ارتباط گرفته و بررسی کنید که چه مسائلی ممکن است در آینده بازار پیش بیاید.

ارزیابی مالی و مالیاتی

این قسمت را هم حسابداران انجام می‌دهند. این کار متشکل از بررسی صورتهای مالی شرکت از ابتدای تأسیس، مالیات پرداخت شده، بی‌نظمی‌ها و مواردی از این قبیل است.

تماس با مشتریان

این کار احتمالاً یکی از جذاب‌ترین کارها خواهد بود. زیرا گاهی اوقات مشکلات و مواردی را از مشتریان دریافت خواهید کرد که تا به حال متوجه آن نشده بودید.

ارزیابی از طریق تماس با مشتریان در جریان عرضه اولیه سهام فیس‌بوک رخ داد. بانک‌های همکار آن با شرکت‌های بزرگی که در فیس‌بوک تبلیغ می‌کردند، ارتباط گرفته و سؤالاتی مانند موارد زیر را پرسیدند:

آیا قصد دارید که هزینه تبلیغات در فیس‌بوک را کاهش یا افزایش دهید؟

رابطه شما با فیس‌بوک در طول این مدت چطور بوده است؟

احتمال می‌دهید در آینده با چه مخاطراتی روبه‌رو شوید؟

به جز فیس‌بوک در چه شبکه‌های اجتماعی دیگری تبلیغ می‌کنید و چه نظری راجع به آن‌ها دارید؟

میزان سهام برای عرضه اولیه ▼

یکی دیگر از مواردی که همواره مورد بحث است، میزان درصد سهامی است که عرضه اولیه خواهد شد. این مقدار به طور کلی حدود ۲۰٪ تا ۳۰٪ سهام کل شرکت است. البته اخیراً و در استارت‌آپ‌های فناوری محور این مقدار کاهش یافته و به حدود ۱۰٪ از سهام کل شرکت رسیده است.

بیشتر سرمایه‌گذاران این موضوع را که یک شرکت مقدار اندکی از سهام خود را عرضه عمومی کرده است، خطرناک می‌دانند و علاقه چندانی برای سرمایه‌گذاری روی آن ندارند. البته برخی از شرکت‌های بزرگ و معروف مانند فیس‌بوک، سهام اندکی (۱۱٪ از سهام کل شرکت) را عرضه عمومی کردند.

یکی از مراحل که ممکن است ماه‌ها به طول بینجامد، تکمیل فرم‌های قانونی زیر نظر کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا است. فایل نهایی دفترچه‌ای است که پس از تأیید در سایت کمیسیون بورس قرار داده شده و «S-1» نام دارد. این فایل تقریباً تمامی اطلاعات موردنیاز برای شناخت شرکت را دربردارد؛ مواردی مانند صورت‌های مالی پیشین، اطلاعات کلی مشتریان، خطرات پیش رو، تحلیل مدیریت شرکت، اطلاعات بازار، تقسیم سهام شرکت و ...

این فایل باید طبق قالب مطلوب کمیسیون بورس ارسال شود و جواب آن پس از طی ۳۰ روز کاری می‌آید. در طی این مدت وکلا با کمیسیون بورس در ارتباط هستند تا تغییرات موردنیاز را در فایل اعمال کنند. پس از تأیید، این فایل در سایت کمیسیون بورس در دسترس عموم قرار می‌گیرد. هدف از این کار، اطلاع‌رسانی مناسب به سرمایه‌گذاران عمومی است. البته تکمیل این فایل‌ها برای شرکت‌هایی است که معیارهای حداقل بازار بورس را دارا باشند.

▼ قوانین ورود به بورس نزدک (NASDAQ)



بازار بورس نزدک، دومین بورس اوراق بهادار بر اساس ارزش بازار در جهان است. برای آن که یک شرکت در فهرست این بازار بورس قرار بگیرد، معیارهای زیر موردنیاز است.

۱ تکمیل و تأیید فرم‌های کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

۲ ارائه گزارش شفاف‌سازی مالی هر سهامدار عمده

۳ حداقل ارزش حقوق صاحبان سهام: ۳۰ میلیون دلاری

۴ حداقل تعداد سهام عرضه اولیه: ۱/۱ میلیون سهم

۵ حداقل قیمت پیشنهادی هر سهم: ۴ دلار

۶ حداقل ارزش سهام‌های عرضه اولیه: ۱۸ میلیون دلار

۷ حداقل ۳ بازارگردان (Market Maker)

پس از تکمیل فایل «S-1»، تیم موردنظر برای اصلاحات آن منصوب می‌گردد. شرکت می‌تواند جلسات تحلیل اولیه برای فروش را برگزار کرده و بانک‌ها و تحلیلگران روش‌های ارائه و فروش سهام به سرمایه‌گذاران عمومی را بررسی کنند.

در این حین، برخی شرکت‌ها جلساتی را برای معرفی شرکت به سرمایه‌گذاران بالقوه ترتیب می‌دهند. در این جلسات ممکن است اطلاعاتی به صورت خلاصه و کلی از فایل «S-1» به حاضرین ارائه شود. البته پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها این کار را نکنند؛ زیرا ممکن است پس از پاسخ کمیسیون بورس به فایل ارسالی، نیاز باشد تا برخی از اطلاعات مانند قیمت‌ها اصلاح شود. از این‌رو بهتر است تا بیشتر پتانسیل و داستان شرکت به سرمایه‌گذاران معرفی شود.

این فرایند معمولاً ۲ تا ۳ هفته طول می‌کشد. در طی این مدت تحلیلگران در ارتباط مستقیم با سرمایه‌گذاران، از علاقه و نیازهای آنان باخبر شده و بازه قیمت پیشنهادی هر سهم نیز تقریباً مشخص می‌شود.

۵ برگزاری جلسات پیش‌فروش

پس از طی مرحله قبل که به نوعی پیش‌بازاریابی به حساب می‌آید، بانک‌های همکار قیمت پیشنهادی خود را اعلام می‌کنند. در این مرحله مدیران شرکت برای یک تا دو هفته به نقاط مختلف سفر (Roadshow) می‌کنند تا با سرمایه‌گذاران بالقوه سهام شرکت خود دیدار کنند. این کار برای پاسخگویی به سؤالات سرمایه‌گذاران و شفافیت بیشتر در مورد قیمت سهام شرکت است.

البته مارک زاکربرگ (Mark Zuckerberg)، بنیان‌گذار فیس‌بوک، به جایی سفر نکرد و جلسه‌ای در این مورد برگزار نکرد. اما برای شرکت‌های معمولی‌تر این فرایند مهم است؛ زیرا در طی این فرایند، سرمایه‌گذاران عمومی پاسخ سؤالات خود را نیز خواهند گرفت.

در طول برگزاری این جلسات، بانک‌ها از صحت اطلاعات خود در مورد قیمت‌گذاری سهام مطمئن‌تر و دقیق‌تر خواهند شد. همچنین با توجه به بازخوردها ممکن است تعداد سهام عرضه اولیه شرکت بالاتر برود. البته این تغییرات نباید سریع و زیاد باشند؛ زیرا سرمایه‌گذاران فکر می‌کنند که شرکت نمی‌داند که قرار است چه کند. بنابراین، اعتماد خود را نسبت به شرکت از دست می‌دهند.

پس از اتمام کارهای مربوط به فایل «S-1»، برگزاری رودشو (Roadshow) و جلسات پیش‌فروش، هیئت‌مدیره و بانک‌ها باید بر سر قیمت نهایی به توافق برسند.

اگر بازخورد سرمایه‌گذاران و میزان تمایل آن‌ها زیاد بود، قیمت پیشنهادی بالاتر می‌رود. در نقطه مقابل، در صورت پایین بودن تمایل یا در حقیقت تقاضای سرمایه‌گذاران، قیمت پیشنهادی پایین‌تر می‌آید.

اغلب شرکت‌ها، عمداً قیمتی پایین‌تر از قیمت واقعی را در روز اول معامله پیشنهاد می‌دهند تا معاملات در روزهای ابتدایی رشد قیمتی را نشان دهد. قیمت ابتدایی برای شرکت فیس‌بوک، ۳۸ دلار بود که نشان‌دهنده بازخورد بسیار مناسب سرمایه‌گذاران بود.

۷ واگذاری سهام

پس از قیمت‌گذاری، نوبت به واگذاری (Allocation) سهام می‌رسد. اتحادیه صنفی بانک‌ها (Syndicate)، سهام را به سرمایه‌گذاران واگذار می‌کند. در حالی که بانک‌ها در تلاش هستند تا سهام را به سرمایه‌گذارانی واگذار کنند که قصد سرمایه‌گذاری بلندمدت دارند، ممکن است وسوسه شوند که دفعات تکرار سرمایه‌گذاری را بالاتر ببرند تا کارمزد بیشتری دریافت کنند.

۸ شروع معامله

زمانی که سهام واگذار شد، معاملات در بازار بورس شروع شده و خرید و فروش سهام شرکت انجام می‌شود.



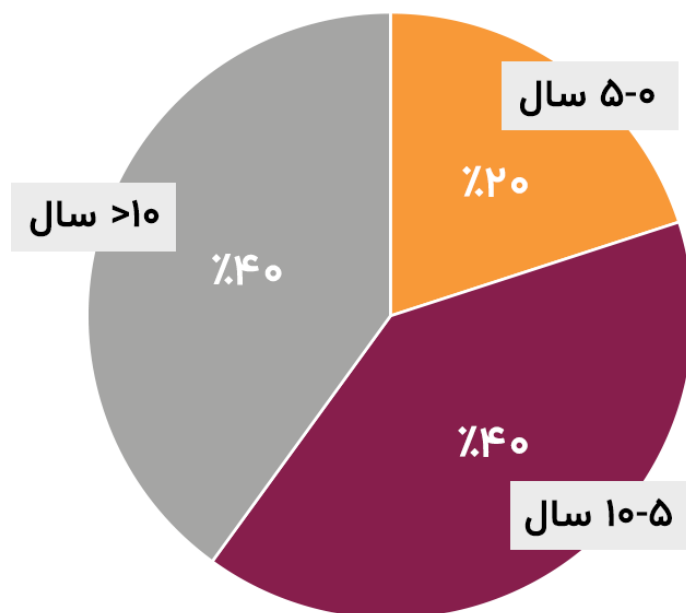
● ● آمار عرضه اولیه استارت‌آپ‌ها در سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹ ● ● در بورس نزدک و نیویورک

در سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹ به طور کلی ۳۵۱ عرضه اولیه سهام اتفاق افتاده که از این میان سهم استارت‌آپ‌ها ۷۵ عرضه بوده است. مجموع ارزش اولیه این استارت‌آپ‌ها در بورس نیویورک و نزدک، ۴۰۶ میلیارد دلار بوده و در تاریخ ۱۳ خرداد ۱۳۹۹ به ۶۲۸ میلیارد دلار رسیده است. ارزش سهام عرضه شده در این دو بازار به‌طور میانگین برای هر استارت‌آپ ۶۶۲ میلیون دلار بوده است. در ادامه با توجه به عواملی مانند ارزش اولیه، ارزش فعلی و عمر استارت‌آپ‌ها در زمان عرضه اولیه، به بررسی عرضه اولیه سهام استارت‌آپ‌ها در بورس نیویورک و نزدک خواهیم پرداخت.

● توزیع عمر استارت‌آپ‌ها در زمان عرضه اولیه

میانگین عمر استارت‌آپ‌های عرضه شده در بورس نیویورک و نزدک ۱۰ سال برآورد شده است. از میان این استارت‌آپ‌ها، ۲۰٪ از آن‌ها عمری کوتاه‌تر از ۵ سال داشته‌اند. سهم استارت‌آپ‌ها با عمر ۵ تا ۱۰ سال با سهم استارت‌آپ‌هایی با عمر بیش از ۱۰ سال برابر بوده و ۴۰٪ استارت‌آپ‌ها را شامل می‌شوند.

توزیع عمر استارت‌آپ‌ها در زمان عرضه اولیه



▼ توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۱۳ خرداد ۱۳۹۹ است.

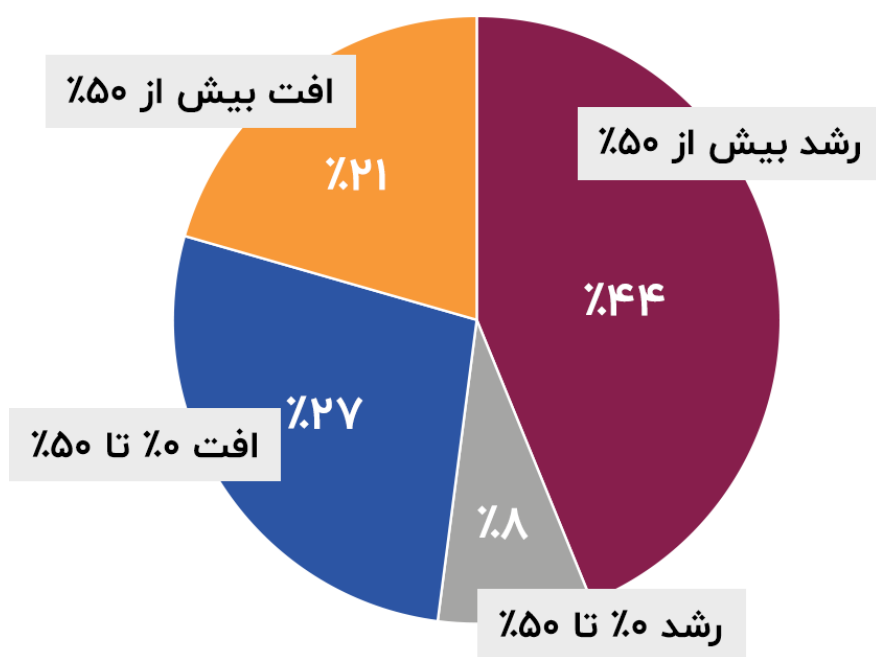
▼ نکته: آمار مربوط به عرضه‌های اولیه سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹ در بورس نیویورک و نزدک است.

عملکرد استارت‌آپ‌ها بعد از عرضه اولیه

یکی از راه‌های بررسی میزان موفقیت عرضه‌های اولیه سهام، مقایسه ارزش اولیه و ارزش فعلی استارت‌آپ‌هاست. در صورتی که استارت‌آپ، عملکرد مالی مناسبی از خود به جای بگذارد، ارزشش افزایش خواهد یافت. در غیر این صورت، شاهد افت ارزش خود خواهد بود.

به طور تقریبی نیمی از استارت‌آپ‌های عرضه شده، رشد ارزش داشته‌اند. نکته جالب توجه در آمار این بوده است که ۴۴٪ از استارت‌آپ‌ها (۳۲ استارت‌آپ) رشد ارزش بیش از ۵۰٪ داشته‌اند. در سمت مقابل، ۲۱٪ استارت‌آپ‌ها (۱۵ استارت‌آپ) پس از عرضه اولیه بیش از ۵۰٪ افت ارزش را تجربه کرده‌اند که می‌تواند ضربه بزرگی را به سهام‌داران و سرمایه‌گذاران جدید شرکت وارد کند.

مقایسه ارزش فعلی و ارزش اولیه استارت‌آپ‌ها



توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۱۳ خرداد ۱۳۹۹ است.

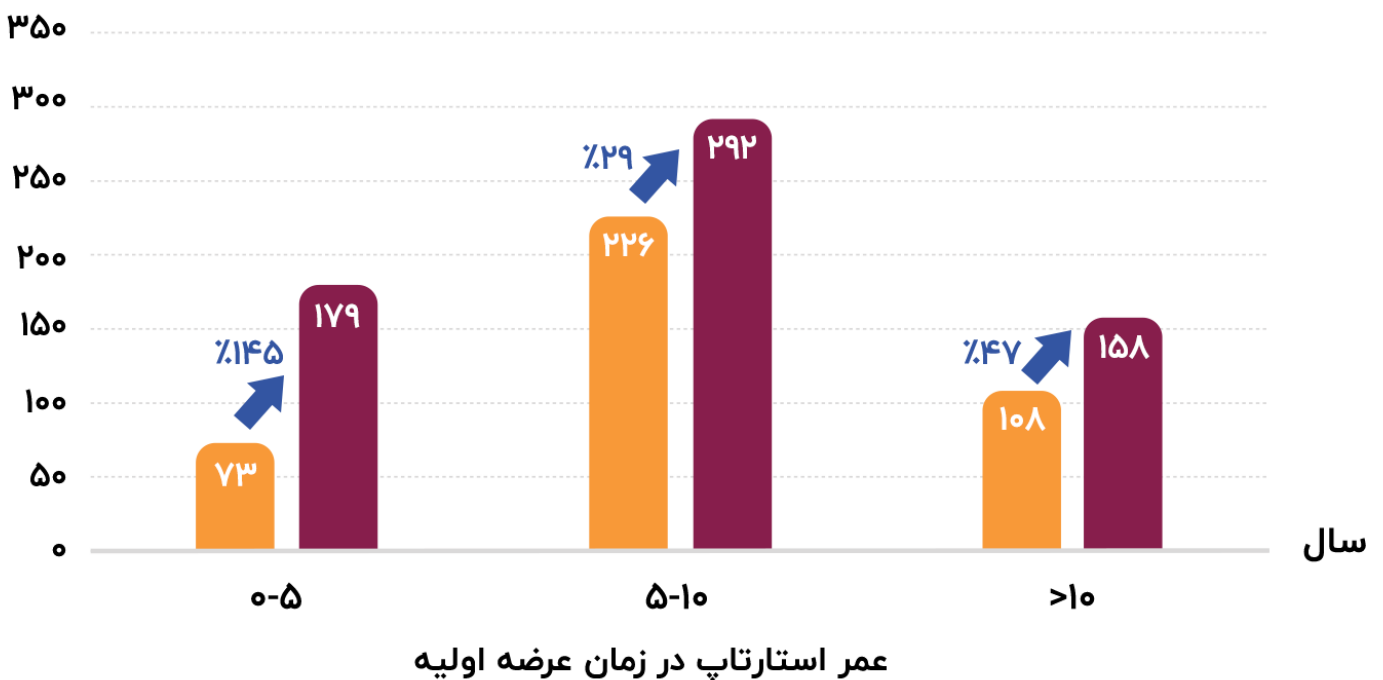
نکته: آمار مربوط به عرضه‌های اولیه سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹ در بورس نیویورک و نزدک است.

مقایسه مجموع ارزش اولیه و فعلی استارت‌آپ‌های عرضه شده بر اساس عمر

همان طور که در نمودار مشاهده می‌کنید، مجموع ارزش اولیه استارت‌آپ‌های عرضه شده با طول عمر ۵ تا ۱۰ سال بیشتر از دیگر استارت‌آپ‌ها ثبت شده است. با وجود اینکه مجموع ارزش اولیه استارت‌آپ‌ها با طول عمر ۰ تا ۵ سال کمتر از استارت‌آپ‌ها با طول عمر ۵ تا ۱۰ سال بوده است؛ اما ارزش فعلی آن‌ها نسبت به ارزش اولیه خود بیش از ۱۴۵٪ رشد داشته که ۵ برابر میزان رشد استارت‌آپ‌های ۵ تا ۱۰ ساله بوده است.

مقایسه مجموع ارزش استارت‌آپ‌های عرضه شده بر اساس عمر

میلیارد دلار



● مجموع ارزش فعلی ● مجموع ارزش اولیه

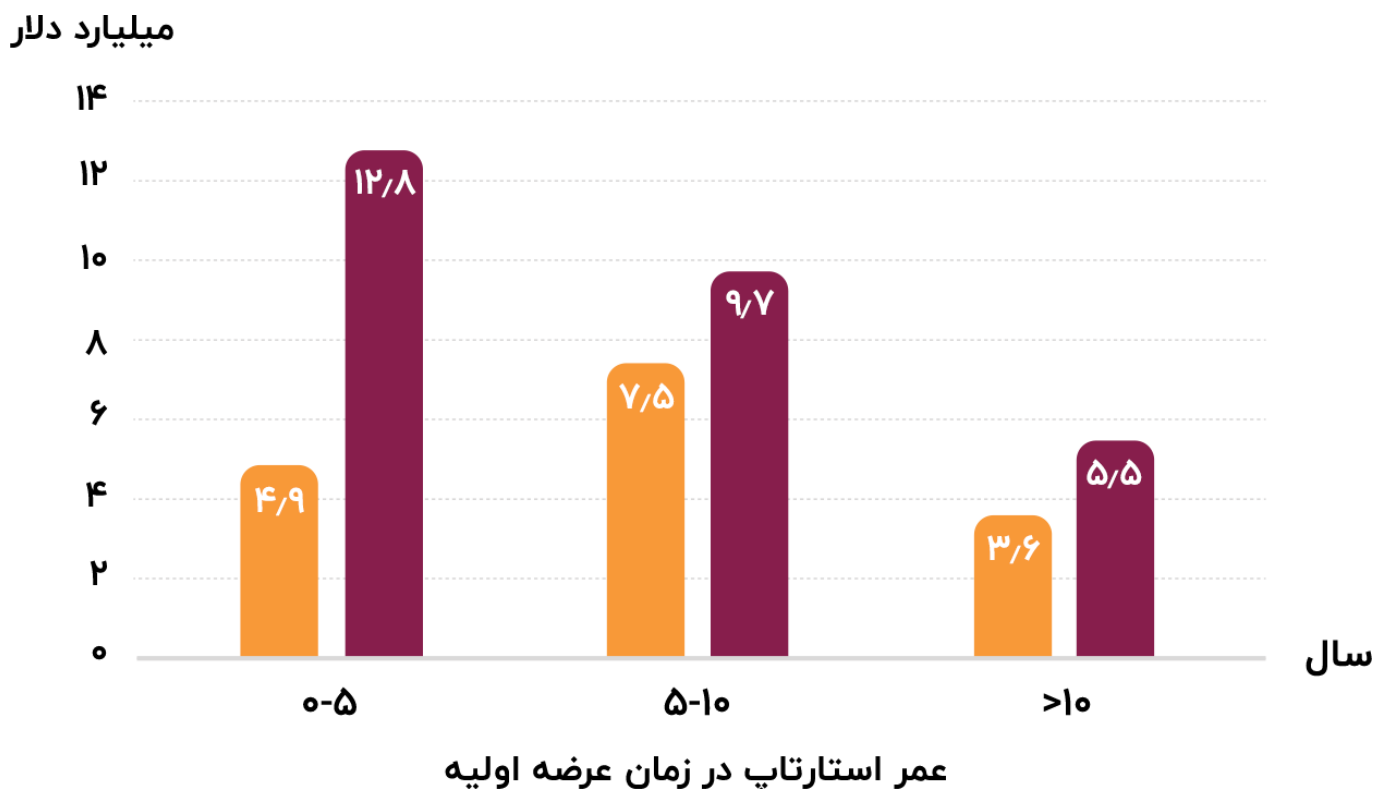
▼ توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۱۳ خرداد ۱۳۹۹ است.

▼ نکته: آمار مربوط به عرضه‌های اولیه سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹ در بورس نیویورک و نزدک است.

● مقایسه میانگین ارزش استارت‌آپ‌های عرضه اولیه شده بر اساس عمر

با وجود اینکه میانگین ارزش اولیه استارت‌آپ‌های ۵ تا ۱۰ ساله از استارت‌آپ‌های جوان‌تر بیشتر بوده است؛ اما آمار نشان می‌دهد که میانگین ارزش فعلی استارت‌آپ‌های جوان‌تر بیشتر است. به نظر می‌رسد استارت‌آپ‌های جوان‌تر بیشتر موردعلاقه سرمایه‌گذاران هستند و در طی سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹ به خرید سهام این استارت‌آپ‌ها با قیمت بیشتری تمایل داشته‌اند.

مقایسه میانگین ارزش فعلی و اولیه استارت‌آپ‌ها بر اساس عمر



● میانگین ارزش اولیه ● میانگین ارزش فعلی

▼ توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۱۳ خرداد ۱۳۹۹ است.

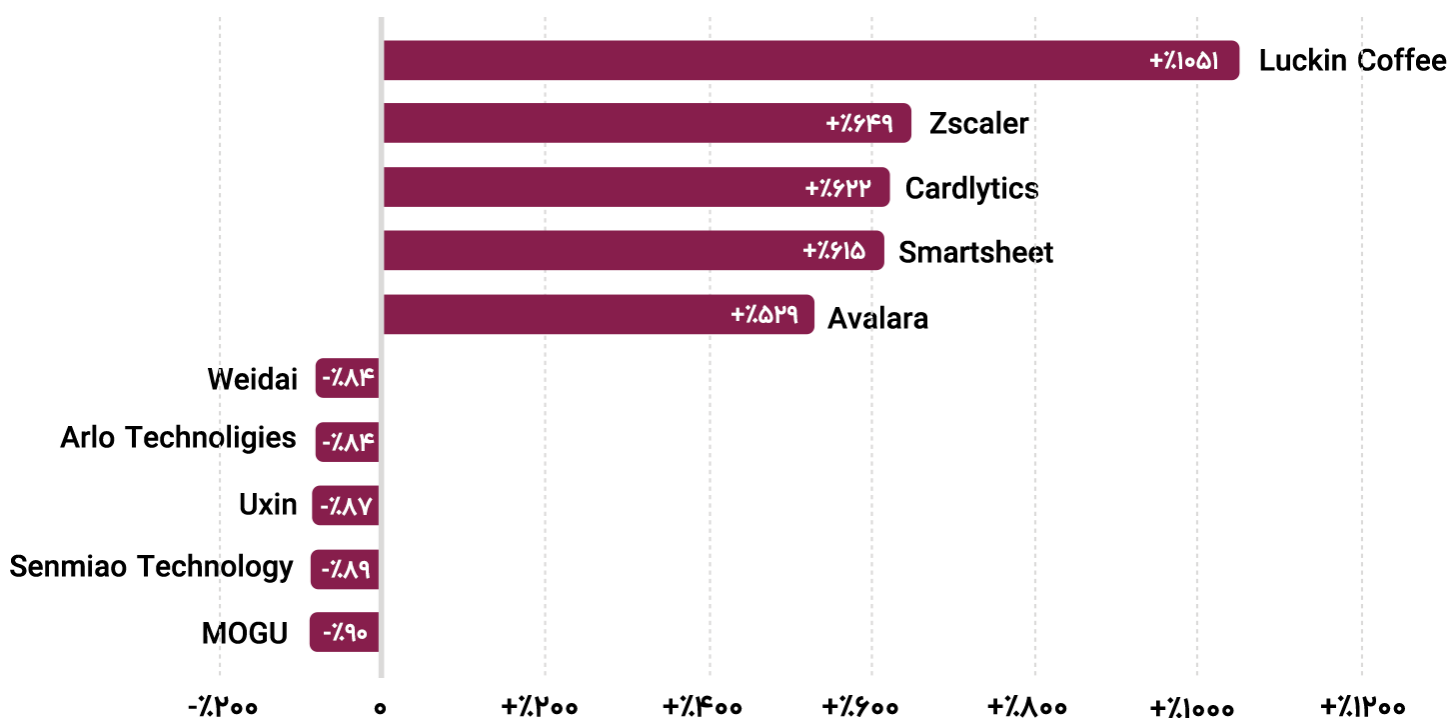
▼ نکته: آمار مربوط به عرضه‌های اولیه سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹ در بورس نیویورک و نزدک است.

بهترین و بدترین عملکرد استارت‌آپ‌ها بعد از عرضه اولیه

در حالی که آمار کلی نشان‌دهنده رشد ارزش استارت‌آپ‌های عرضه شده است؛ اما تمامی عرضه‌های اولیه در سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹ موفق نبوده‌اند. استارت‌آپ‌های موگو (MOGU)، سنمیاو (Senmiao Technology)، آکسین (Uxin)، آرلو (Arlo Technologies) و ویدای (Weidai) بیش از ۸۰٪ افت ارزش داشته‌اند. میانگین عمر این ۵ استارت‌آپ در زمان عرضه اولیه سهام، ۶ سال بوده است.

از طرفی، ارزش استارت‌آپ‌های لاکین کافی (Luckin Coffee)، اسکیلر (Zscaler)، کاردلیتیکس (Cardlytics)، اسمارت‌شیت (Smartsheet) و آوالارا (Avalara) بیش از ۶ برابر رشد داشته است. میانگین عمر این استارت‌آپ‌ها در زمان عرضه اولیه سهام، ۱۰ سال بوده است. در میان این ۵ مورد تنها لاکین کافی عمری کمتر از ۱۰ سال دارد. این استارت‌آپ تنها ۲ سال پس از شروع فعالیت خود اقدام به عرضه اولیه سهام کرد.

بهترین و بدترین عملکرد استارت‌آپ‌ها بعد از عرضه اولیه



میزان تغییر ارزش فعلی نسبت به ارزش اولیه

▼ **توجه:** آخرین زمان به روزرسانی آمار ۱۳ خرداد ۱۳۹۹ است.

▼ **نکته:** آمار مربوط به عرضه‌های اولیه سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹ در بورس نیویورک و نزدک است.

بخش دوم

بازار سرمایه ایران

این روزها کمتر کسی پیدا می‌شود که درباره ورود به بازار سرمایه و معامله سهام فکر نکند. در یک سال گذشته بورس با شیب صعودی قابل توجهی رشد کرده و میزان رشد شاخص کل بیش از ۶۰۰٪ بوده است. به همین علت استارت‌آپ‌هایی مانند دیجی‌کالا، کافه بازار، علی بابا، تپسی، شیپور و ... که به عنوان نسل اول استارت‌آپ‌های ایرانی شناخته می‌شوند؛ از علاقه خود به عرضه اولیه سهام خود در بازار سرمایه خبر داده‌اند. در ادامه این گزارش سعی خواهیم کرد شرکت‌های فناوری محوری که قبلاً وارد بازار سرمایه ایران شده‌اند را بررسی کنیم. همچنین شرایط ورود به بازارهای بورس و فرابورس را بررسی خواهیم کرد و نظر کارشناسان درباره عرضه اولیه استارت‌آپ‌ها در ایران را با شما در میان خواهیم گذاشت.



● ● بازار سرمایه در ایران ● ●

بازار سرمایه به عنوان یکی از ارکان اقتصادی کشور، نقش مهمی در جذب سرمایه‌های خرد مردم و استفاده از آن‌ها در جهت تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی دارد. بازار سرمایه ایران شامل ۴ بازار بورس اوراق بهادار تهران، فرابورس، بورس کالا و بورس انرژی است. دو بازار بورس و فرابورس بخشی از بازار سرمایه ایران است که در زمینه‌های مختلفی با هم تفاوت دارند.

با وجود سابقه ۵۰ ساله از حضور بازار سرمایه در ایران، بورس اوراق بهادار تهران به شکل جدید و سهامی عام انتفاعی در آذر ۱۳۸۴ بر پایه قانون جدید بازار اوراق بهادار تشکیل شد. در بورس اوراق بهادار تهران، دارایی‌های مختلف مالی یا به اصطلاح کاغذی (مانند سهام شرکت‌ها، اوراق قرضه، اوراق مشارکت و ...) مورد معامله قرار می‌گیرند.

بازار فرابورس ایران در آبان ۱۳۸۷ فعالیت خود را تحت نظارت سازمان بورس اوراق بهادار آغاز کرد. از مهم‌ترین وظایف این بازار، سامان‌دهی و هدایت بخشی از بازار سرمایه است که شرایط ورود به بورس اوراق بهادار را ندارند و یا می‌خواهند سریع‌تر به بازار سرمایه وارد شوند. سازوکارهای ساده‌تر و تنوع در شرایط پذیرش شرکت‌ها در فرابورس، این امکان را به بنگاه‌های اقتصادی می‌دهد تا با حداقل شرایط لازم و در سریع‌ترین زمان ممکن وارد این بازار شده و از مزایای آن بهره‌مند گردند.

● ● مراحل ورود به بازار سرمایه ایران ● ●

در بخش‌های قبل شرایط ورود به بورس نزدک آمریکا بررسی شد. فرایند عرضه اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس نیز کم‌وبیش با بورس نزدک شباهت دارد. در تصویر زیر می‌توانید مراحل عرضه اولیه سهام و ورود به بازار بورس اوراق بهادار و فرابورس ایران را مشاهده کنید.

فرایند پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران



منبع: بورس اوراق بهادار تهران ▼

فرایند پذیرش در فرابورس ایران



منبع: فرابورس ایران ▼



● ● قوانین ورود به بورس اوراق بهادار ● ●

بازار بورس شامل دو بازار اول و دوم است و هر کدام قوانین خاص خود را برای ورود شرکتها دارند. با توجه به تصویر زیر، می‌توان گفت این بازار برای استارت‌آپ‌هایی مناسب است که سودآور هستند و هیچ گونه زیان انباشته‌ای نداشته باشند. همچنین برای ورود به بازار اول و دوم، مدیران شرکت باید در نظر داشته باشند که شرکت حداقل ۱۰٪ از سهام خود را در بورس عرضه کنند. حداقل دو دوره جریان خالص وجه نقد مثبت و سیستم حسابداری مطلوب از نظر سازمان بورس از دیگر قوانین سرسختانه برای ورود به این بازار است.

شرایط لازم برای عرضه اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران

شرط	بازار اول - تابلو اصلی	بازار اول - تابلو فرعی	بازار دوم
حداقل سرمایه ثبت شده (میلیارد ریال)	۱۰۰۰	۵۰۰	۲۰۰
نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی	٪۳۰	٪۲۰	٪۱۵
حداقل سهام شناور	٪۲۰	٪۱۵	٪۱۰
حداقل تعداد سهام‌داران	۱۰۰۰	۷۵۰	۲۵۰
حداقل سابقه فعالیت (سال) *	۳	۳	۲
سودآوری **	حداقل ۲ دوره	۲ دوره مالی آخر	۱ دوره مالی آخر
حداقل دوره دارای مجموع جریان خالص وجه نقد مثبت و سود عملیاتی باکیفیت	۲	۲	۲
زیان انباشته	×	×	×
سهام ممتاز	×	×	×
مطلوبیت سیستم حسابداری	✓	✓	✓
دعاوی حقوقی مؤثر بر صورت‌های مالی	×	×	×
سابقه محکومیت قطعی کیفری اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل	×	×	×
گزارش حسابرس	مردود یا عدم اظهار نظر نباشد	مردود یا عدم اظهار نظر نباشد	مردود یا عدم اظهار نظر نباشد
موافقت کتبی بورس و هیئت پذیرش برای هر گونه انتقال بیش از ۵۰٪ سهام سهام‌داران عمده (به جز انتقال قهری)	✓	✓	✓

* در طی این مدت تغییر موضوع فعالیت نداشته باشد و از مدت مأموریت حداقل ۲ مدیر فعلی، ۶ ماه گذشته باشد

** باید چشم‌انداز روشنی از تداوم سودآوری و فعالیت شرکت در صنعت وجود داشته باشد

منبع: بورس اوراق بهادار تهران ▼

● ● قوانین ورود به فرابورس ● ●

فرابورس دارای ۹ بازار است که چهار بازار اول، دوم، پایه و کسب‌وکارهای کوچک و متوسط (SME) در این گزارش بررسی شده است. در بازارهای اول، دوم و کسب‌وکارهای کوچک و متوسط، پذیرش و معاملات سهام شرکت‌های سهامی عام صورت می‌گیرد. بازار پایه نیز در جهت اجرای ماده ۳۶ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور ایجاد شده است. در این بازار معاملات سهام شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس انجام می‌شود.

طبق قوانین، شرایط ورود به فرابورس آسان‌تر بوده و استارت‌آپ‌ها برای ورود به این بازار مشکل زیادی نخواهند داشت. یکی از مشکلات اصلی استارت‌آپ‌ها سودآوری و زیان انباشته است که به جز بازار اول فرابورس، در دیگر بازارها محدودیت خاصی ندارند. با این وجود، مشابه شرایط ورود به بورس صورت‌های مالی استارت‌آپ‌ها باید مطلوبیت موردنظر سازمان فرابورس را داشته باشند و توسط حسابرس مورد تأیید قرار گیرد.

شرایط لازم برای عرضه اولیه سهام در فرابورس ایران

شرط	بازار اول	بازار دوم	بازار کسب‌وکارهای کوچک و متوسط (SME)	بازار پایه
حداقل سرمایه ثبت شده (میلیارد ریال)	۲۰۰	۲۰۰	حداقل ۱ / حداکثر ۵۰۰	-
نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی	٪۱۵	-	-	-
حداقل سهام شناور	٪۱۰	٪۵	به تشخیص هیئت پذیرش	-
حداقل سابقه فعالیت (سال)	۲	۱	۱	-
سودآوری	✓	-	-	-
زیان انباشته	✗	دارای برنامه عملیاتی مناسب برای خروج از زیان	دارای برنامه عملیاتی مناسب برای خروج از زیان	-
سهام ممتاز	✗	✗	✓	✓
مطلوبیت سیستم حسابداری	✓	✓	✓	-
دعاوی حقوقی مؤثر بر صورت‌های مالی	✗	✓	افشا شود	-
سابقه محکومیت قطعی کیفری اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل	✗	✗	✗	-
گزارش حسابرس	مردود یا عدم اظهار نظر نباشد	مردود یا عدم اظهار نظر نباشد	مردود یا عدم اظهار نظر نباشد	-
حسابرس معتمد سازمان بورس	✓	✓	انتخاب در اولین مجمع عمومی	-
ثبت در فرابورس	✓	✓	✗	✓
سهام با نام	✓	✓	✗	✗
محدودیت قانونی برای نقل و انتقال سهام	✗	✗	✗	✗
پرداخت بهای اسمی	✓	✓	✓	✗

منبع: فرابورس ایران ▼

● ● ارزش‌گذاری شرکت‌ها در عرضه اولیه سهام ● ●

پس از طی مراحل قانونی عرضه اولیه سهام در بازار سرمایه ایران، نوبت به اطلاع‌رسانی عمومی شرکت برای عرضه اولیه می‌رسد. در این مرحله شرکت اطلاعیه‌ای را منتشر می‌کند که شامل کف و سقف قیمت هر سهام، زمان ورود برای ثبت سفارش و حداکثر سهمیه مجاز برای هر کد حقیقی و حقوقی است.

قیمت سهام برای عرضه اولیه توسط شرکت‌ها و حسابرسی تعیین می‌شود که از روش‌های مختلف برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها استفاده می‌کنند. در ایران معمولاً روش‌های زیر برای ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها در عرضه اولیه صورت می‌گیرد.

● مدل تنزیل سود تقسیمی (DDM)

مدل تنزیل سود تقسیمی یک روش کمی است که برای پیش‌بینی قیمت سهام یک شرکت استفاده می‌شود. این مدل بر اساس تئوری ارزش‌گذاری شرکت بر اساس سودهای پرداختی آینده ساخته شده است. این مدل در تلاش است تا ارزش منصفانه سهام شرکت را بدون در نظر گرفتن شرایط حاکم بر بازار سرمایه حساب کند. در حالت کلی اگر ارزش به دست آمده از این روش بیشتر از قیمت معاملات فعلی سهام باشد، سهام کم‌ارزش و واجد شرایط خرید می‌شود و بالعکس.

برآورد سود سهام آینده شرکت، کاری پیچیده است. تحلیلگران و سرمایه‌گذاران ممکن است در این روش مفروضات خاصی را در نظر گیرند یا سعی کنند روندهای مبتنی بر پرداخت سود در گذشته را برای تخمین سود سهام آینده استفاده کنند. به هر حال، فرمول کلی محاسبه ارزش شرکت بر اساس این مدل به شکل زیر است:

$$\text{قیمت هر سهم} = \frac{D}{r - g}$$

D = میزان تخمینی سود تقسیمی بین سهام‌داران در سال آینده

r = هزینه سرمایه سهام (Cost Of Capital Equity)

g = نرخ ثابت رشد سود سهام

برای مثال فرض کنیم که میزان سود تقسیمی سهام در سال آینده ۱۰۰۰ ریال باشد. نرخ ثابت رشد سود سهام سالانه ۵٪ و هزینه سرمایه سهام شرکت هم ۷٪ باشد. ارزش هر سهم از شرکت مذکور ۵۰۰۰۰ ریال خواهد بود.

روش تنزیل درآمد باقیمانده (RIV)

فرمول روش تنزیل درآمد باقیمانده، بسیار شبیه به مدل تنزیل سود تقسیمی است. در این روش، درآمد باقیمانده (Residual Income) با سود سهام در سال آینده جایگزین می‌شود. بنابراین می‌توان از این روش به عنوان جایگزینی مناسب برای مدل تنزیل سود تقسیمی استفاده کرد.

درآمد باقیمانده، درآمدی است که یک شرکت پس از محاسبه هزینه سرمایه تولید می‌کند. بنابراین اولین گام برای ارزش‌گذاری شرکت به این روش، پیش‌بینی درآمد باقیمانده در آینده مشخص است. سپس، با استفاده از فرمول زیر ارزش شرکت در حال حاضر به دست می‌آید.

$$\text{ارزش شرکت} = BV_0 + \sum \frac{RI_t}{(1+r)^t}$$

BV_0 = ارزش دفتری حال حاضر شرکت (Book value)

RI_t = درآمد باقیمانده در آینده (در زمان t)

t = زمان | r = هزینه سهام (Cost Of Equity)

در عبارت دوم معادله، نشانه مجموع (سیگما) به کار رفته است. این یعنی یک زمان مشخص در آینده، مثلاً دو سال بعد به دوره‌هایی زمانی تقسیم می‌شود که درآمد باقیمانده و هزینه سهام در آن دوره را پیش‌بینی کرده‌ایم. بنابراین مجموع این پیش‌بینی‌ها به علاوه ارزش دفتری شرکت در حال حاضر ارزش را تعیین می‌کند.

روش نسبت قیمت به سود (P/E)

این روش شناخته‌شده‌تر از روش قبلی است. روش نسبت قیمت به سود توسط بسیاری از سرمایه‌گذاران بورسی در ایران به کار می‌رود. به صورت ساده، این نسبت برابر است با قیمت هر سهم تقسیم بر سود پیش‌بینی شده سال آینده (EPS). برای مثال اگر در حال حاضر قیمت هر سهم شرکت ۵۰۰۰ ریال باشد و سود پیش‌بینی شده (EPS) برای سال جاری ۱۰۰۰ ریال باشد، نسبت قیمت به سود این شرکت مطابق عبارت زیر می‌شود:

$$P = EPS \times P/E$$

P = قیمت هر سهم

EPS = سود پیش‌بینی شده سال آینده

P/E = نسبت قیمت به سود

برای مثال اگر سود پیش‌بینی شده سال آینده هر سهم شرکت ۱۰۰۰ ریال باشد و نسبت قیمت به سود شرکت‌های مشابه ۵ باشد، ارزش هر سهم شرکت ۵۰۰۰ ریال خواهد بود.

به این معنی که هر سرمایه‌گذار حاضر است در ازای دریافت ۱۰۰۰ ریال سود از هر سهم، ۵۰۰۰ ریال بابت خرید سهام شرکت پرداخت کند. البته این روش علاوه بر قیمت‌گذاری سهام در زمان عرضه اولیه، برای تحلیل سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه هم استفاده می‌شود. در ارزش‌گذاری سهام عرضه اولیه، پس از بررسی نسبت قیمت به سود شرکت‌های مشابه و تقاضای سرمایه‌گذاران و سود پیش‌بینی شده، قیمت عرضه اولیه هر سهم را تعیین می‌کنند. روش نسبت قیمت به سود، بیشترین تأثیر را در پیشنهادات قیمت عرضه اولیه سهام در ایران دارد.

روش نسبت قیمت به ارزش دفتری (P/B)

سرمایه‌گذاران از این روش برای مقایسه ارزش بازاری یک شرکت با ارزش دفتری (Book Value) آن استفاده می‌کنند. این نسبت با تقسیم قیمت هر سهم بر ارزش دفتری هر سهم (BVPS) محاسبه می‌شود. سرمایه‌گذارانی که پتانسیل سرمایه‌گذاری در آینده شرکت‌های مختلف را می‌سنجند از این روش استفاده می‌کنند.

ارزش دفتری در ترازنامه مالی شرکت‌ها مشخص است. این کمیت برابر است با ارزش ویژه (حقوق صاحبان سهام) تقسیم بر تعداد سهام شرکت. برای محاسبه قیمت هر سهم می‌توانیم ارزش دفتری هر سهم را در نسبت P/B ضرب کنیم. این نسبت معمولاً کمتر از ۳ در نظر گرفته می‌شود.

$$P = BVPS \times P/B$$

فرض کنید که ارزش دفتری هر سهم شرکت را برابر ۱۰۰۰ ریال قرار دهیم. اگر نسبت P/B این شرکت را ۲ در نظر بگیریم، قیمت هر سهم ۲۰۰۰ ریال خواهد بود. این عدد به این معناست که سرمایه‌گذاران در ازای ارزش دفتری ۱۰۰۰ ریالی هر سهم، برای خرید هر سهم شرکت تمایل به پرداخت ۲۰۰۰ ریال دارند. در ارزش‌گذاری عرضه اولیه سهام از این روش همانند روش نسبت قیمت به سود استفاده می‌شود.

بعد از محاسبه ارزش شرکت از طریق هر یک از روش‌های ذکر شده، ضریب اتکایی برای هر روش در نظر گرفته می‌شود و با محاسبه میانگین وزنی بر اساس ضرایب اتکا، ارزش هر سهم شرکت مشخص می‌شود.

● ● شرکت‌های فناوری محور ایرانی حاضر در بازار سرمایه ● ●

در این گزارش ۱۶ شرکت فناوری محور* در بورس و فرابورس بررسی شده‌اند. با سابقه‌ترین شرکت فناوری محور در بازار سرمایه ایران، شرکت داده‌پردازی ایران با ۱۹ سال سابقه حضور در بورس است. قدیمی‌ترین شرکت نیز شرکت ایران ارقام با سابقه فعالیت ۴۹ ساله است که ۱۵ سال از عرضه اولیه آن در بورس می‌گذرد. اطلاعات کامل این شرکت‌ها در ضمیمه وجود دارد.

شرکت‌های فناوری محور در بورس و فرابورس

کارت اعتباری ایران کیش (رکیش) بازار دوم بورس	گروه فن آوا (فن آوا) بازار پایه فرابورس	تجارت الکترونیک پارسیان کیش (تاپکیش) بازار دوم فرابورس
خدمات انفورماتیک (رانفور) بازار اول بورس	آتیه داده‌پرداز (اپرداز) بازار دوم فرابورس	ایران ارقام (مرقام) بازار دوم بورس
به‌پرداخت ملت (پرداخت) بازار دوم بورس	پرداخت الکترونیک سامان کیش (سپ) بازار دوم فرابورس	همکاران سیستم (سیستم) بازار اول بورس
داده‌پردازی ایران (مداران) بازار اول بورس	داده‌گستر عصر نوین - های وب (های وب) بازار دوم بورس	آسان پرداخت پرشین (آپ) بازار دوم بورس
مبین وان کیش (اوان) بازار دوم فرابورس	توسعه فناوری اطلاعات خوارزمی (مفاخر) بازار دوم فرابورس	افرانت (افرا) بازار اول فرابورس

*در زمان تهیه گزارش شرکت رایان هم‌افزا در فرابورس عرضه اولیه شد. اطلاعات مربوط به این شرکت در این گزارش بررسی نشده است.

بررسی ارزش شرکت‌های فناوری‌محور در بازار سرمایه ایران

در جدول زیر ارزش اولیه و ارزش فعلی نشان داده شده است. شرکت به پرداخت ملت با ارزش اولیه ۱۶,۶۲۵ میلیارد ریال با ارزش‌ترین عرضه اولیه شرکت‌های فناوری‌محور بوده است. در صورتی که نرخ تورم را در نظر بگیریم، شرکت خدمات انفورماتیک، با ارزش‌ترین عرضه اولیه به ارزش خالص فعلی ۳۷,۴۹۰ میلیارد ریال بوده است. در حال حاضر، با ارزش‌ترین شرکت نیز خدمات انفورماتیک است که ارزشی بالغ بر ۳۸۴,۹۷۲ میلیارد ریال دارد.

ارزش اولیه و فعلی شرکت‌های فناوری‌محور فعال در بازار سرمایه ایران

میزان تغییر ارزش شرکت *	ارزش فعلی (میلیارد ریال)	ارزش خالص فعلی (NPV) ارزش اولیه (میلیارد ریال)	ارزش اولیه (میلیارد ریال)	سابقه حضور در بازار سرمایه (سال)	نام شرکت
۵۷۳%	۴۸,۰۹۶	۸۲۵	۱۶۴	۹	افرانت
۲۲۶۹%	۱۵,۲۳۱	۶۴۳	۳۴۷	۳	مبین وان کیش
۲۱۳۶%	۲۱,۴۶۷	۹۶۰	۶۸۰	۲	تجارت الکترونیک پارسیان کیش
۲۰۷۳%	۴۸,۳۰۱	۲,۲۲۳	۱,۰۹۵	۴	آتیه داده‌پرداز
۱۸۴۴%	۲۲,۱۴۰	۱,۱۳۹	۹۰	۱۵	ایران ارقام
۱۸۱۶%	۲۹,۶۰۱	۱,۵۴۵	۷۲	۱۹	داده‌پردازی ایران
۹۲۷%	۳۸۴,۹۷۲	۳۷,۴۹۰	۲,۳۳۰	۱۷	خدمات انفورماتیک
۵۸۶%	۱۴۴,۸۴۰	۲۱,۱۱۹	۱۱,۴۰۰	۳	داده‌گستر عصر نوین - های‌وب
۵۸۰%	۱۱۲,۴۱۰	۱۶,۵۲۰	۱۱,۷۰۰	۲	پرداخت الکترونیک سامان کیش
۴۴۱%	۷,۷۶۴	۱,۴۳۶	۵۰۲	۷	توسعه فناوری اطلاعات خوارزمی
۳۸۷%	۷۲,۰۲۰	۱۴,۷۹۴	۲,۹۴۰	۹	کارت اعتباری ایران کیش
۳۷۷%	۱۳,۷۳۱	۲,۸۷۹	۵۷۲	۹	گروه فن‌آوا
۳۷۴%	۹۶,۱۹۵	۲۰,۲۸۴	۹,۹۹۰	۴	آسان پرداخت پرشین
۲۵۴%	۶۳,۵۴۱	۱۷,۹۴۴	۲,۹۳۵	۱۰	تجارت الکترونیک پارسیان
۱۸۹%	۳۸,۲۴۱	۱۳,۲۱۰	۲,۶۲۵	۹	همکاران سیستم
۱۴۸%	۷۶,۳۴۳	۳۰,۷۹۹	۱۶,۶۲۵	۳	به‌پرداخت ملت

توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۲۰ مرداد ۱۳۹۹ است.

* ارزش فعلی با ارزش خالص فعلی ارزش اولیه مقایسه شده است.

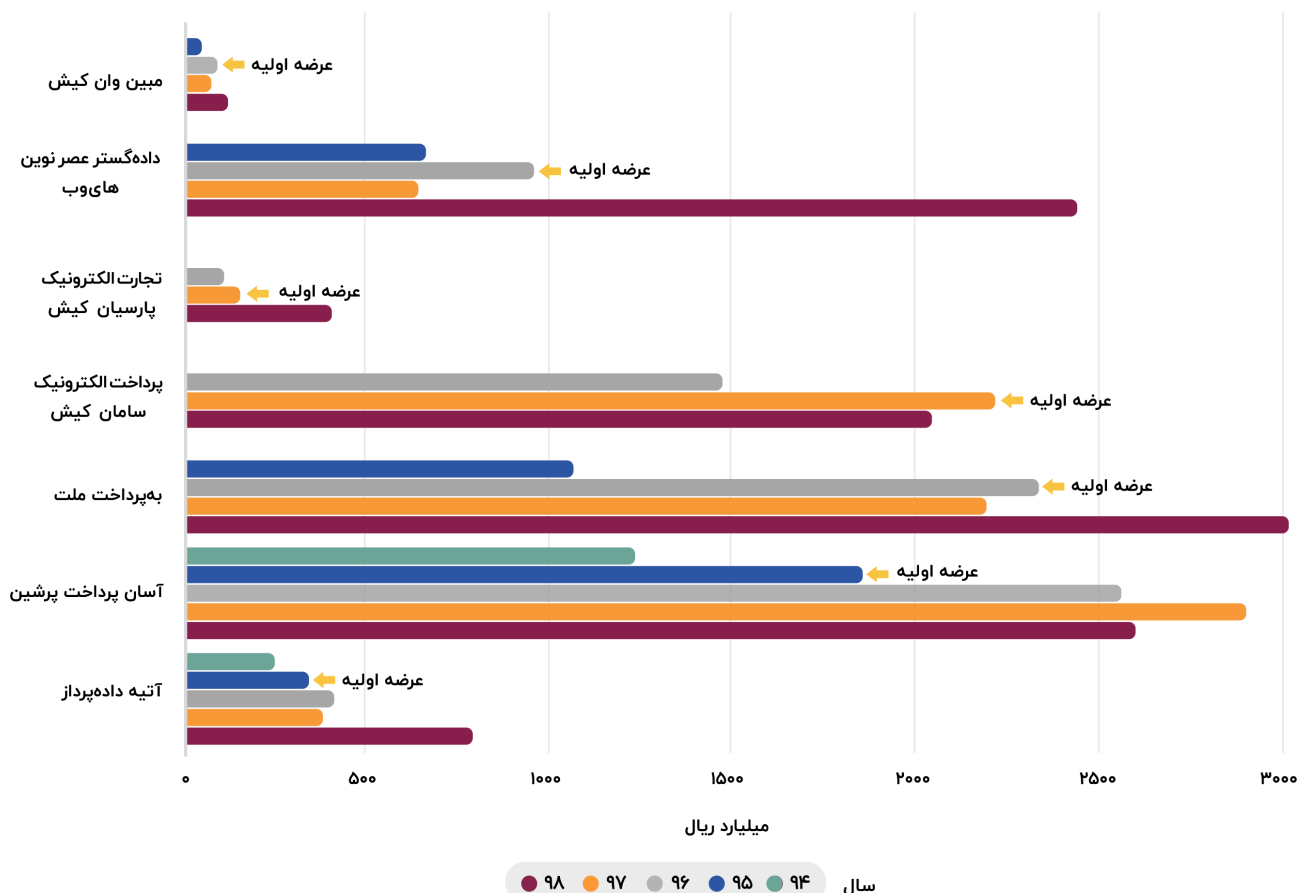
در صورتی که ارزش فعلی شرکت‌ها را با ارزش اولیه (با در نظر گرفتن تورم و محاسبه ارزش خالص فعلی) مقایسه کنیم، ارزش ۷ شرکت بیش از ۱۰ برابر رشد کرده است. ارزش شرکت افرانت پس از ۹ سال حضور در بازار سرمایه، ۵۸ برابر شده که بیشترین افزایش ارزش را داشته است. شرکت‌های مبین وان کیش، تجارت الکترونیک پارسیان کیش و آتیه داده‌پرداز با سابقه کمتر از چهار سال حضور در بازار سرمایه، به ترتیب رشد ارزش ۲۴، ۲۲ و ۲۲ برابری را تجربه کرده‌اند. شرکت به‌پرداخت ملت نیز با وجود افزایش ۲ برابری ارزش، کمترین افزایش ارزش را داشته که با توجه به ارزش اولیه بالای آن، این اتفاق دور انتظار نبوده است. شایان ذکر است که افزایش ارزش فعلی شرکت‌ها بیشتر ناشی از رشد چشمگیر بورس و فرابورس در سال اخیر است.



رشد سوددهی خالص شرکت‌های فناوری‌محور در بازار سرمایه ایران

یکی از عوامل مهم نشان‌دهنده توسعه شرکت و همچنین ارزش‌گذاری آن، میزان سوددهی شرکت است. سود خالص کسب شده توسط شرکت‌های فعال در بازار سرمایه را به دو روش می‌توان مورد بررسی قرار داد. در روش اول، می‌توان روند سودآوری خالص شرکت را در طی سالیان گذشته بررسی می‌کرد. در روش دوم نیز می‌توان با در نظر گرفتن تورم، ارزش خالص فعلی (NPV) سود خالص شرکت‌ها را محاسبه و تحلیل کرد. واضح است که در روش اول اگر شرکت عملکرد مناسبی از خود به جای گذاشته باشد، می‌توان انتظار داشت سود خالص کسب شده روند صعودی داشته باشد. اما با در نظر گرفتن تورم سالیانه مشاهده می‌شود که اکثر شرکت‌ها روند روبه‌رشدی در سودآوری نداشته‌اند. البته وضعیت اقتصادی کشور در سالیان اخیر و تورم ۳۱٪ و ۴۱٪ در سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ از دلایل اصلی افت سودآوری شرکت‌ها است. بنابراین نمی‌توان به عملکرد شرکت‌های سودده خرده گرفت؛ زیرا با وجود چنین نرخ‌های تورم بالا، سودآوری بیش از نرخ تورم کار آسانی نیست. در نمودارهای زیر، روند سودآوری خالص شرکت‌های فعال در بورس و فرابورس به تفکیک سابقه حضور در بازار سرمایه نمایش داده شده است. قابل ذکر است که در نمودار ارزش خالص فعلی (NPV) سود خالص شرکت‌های فناوری‌محور، سود خالص هر سال با توجه به نرخ تورم اعلام شده بانک مرکزی به ارزش فعلی سال ۱۳۹۸ تبدیل شده‌اند.

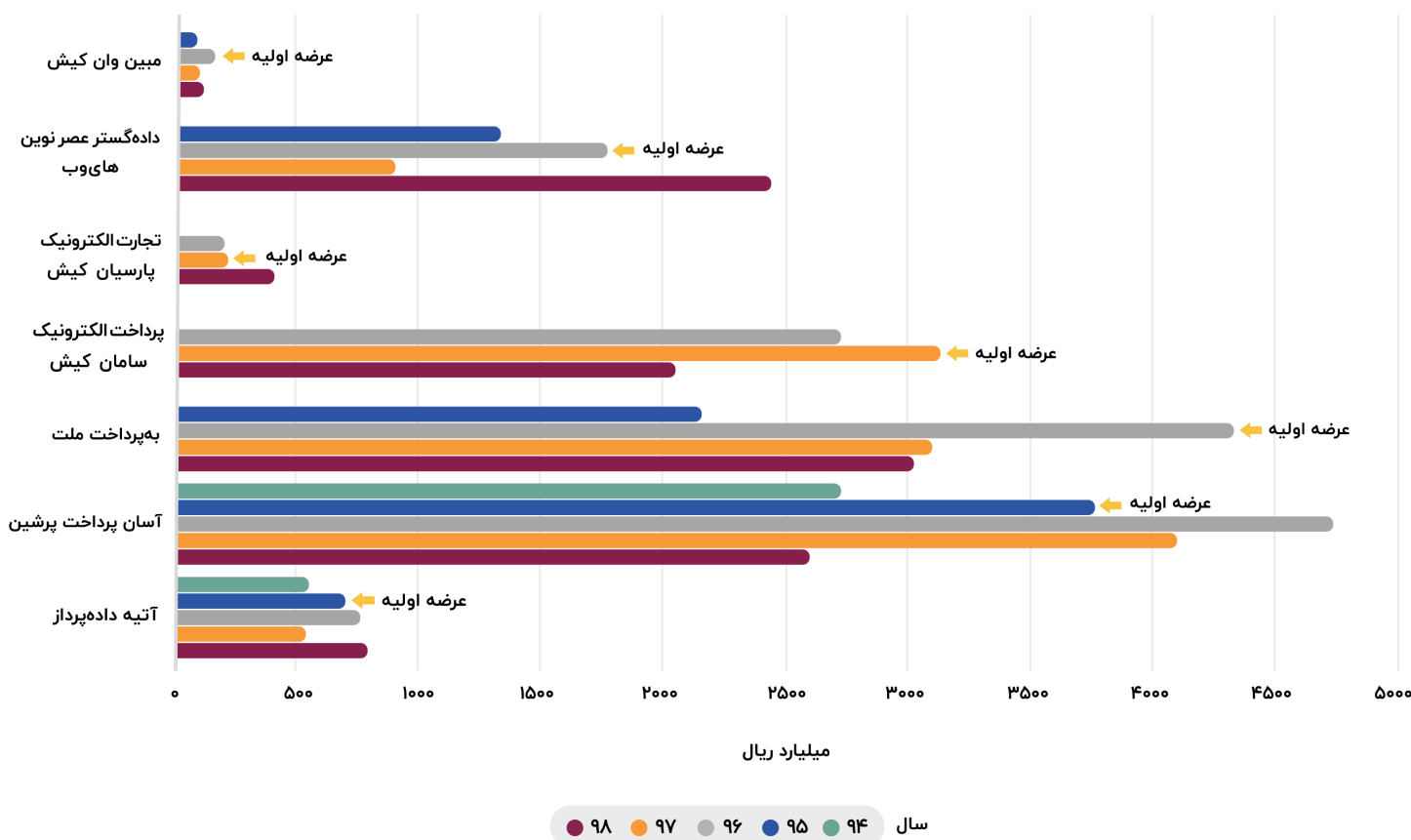
سود خالص شرکت‌های فناوری‌محور با سابقه کمتر از ۵ سال در بازار سرمایه ایران



توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۲۰ مرداد ۱۳۹۹ است.

در شرکت‌های با سابقه کمتر از ۵ سال، عملکرد شرکت داده‌گستر عصر نوین (های وب) جالب توجه است. این شرکت در سال ۱۳۹۸ توانسته میزان سودآوری خود را به میزان بیش از ۴ برابر نسبت به سال قبل افزایش دهد. شرکت تجارت الکترونیک پارسیان کیش و آتیه داده‌پرداز نیز رشد بیش از ۲ برابری سود خالص نسبت به سال قبل را تجربه کرده‌اند. هر سه شرکت نسبت به شرکت‌های دیگر از لحاظ عدد سودآوری کمی در سال ۱۳۹۷ داشته‌اند و افزایش سودآوری در سال ۱۳۹۸ نشان از رشد و توسعه سریع آن‌ها دارد.

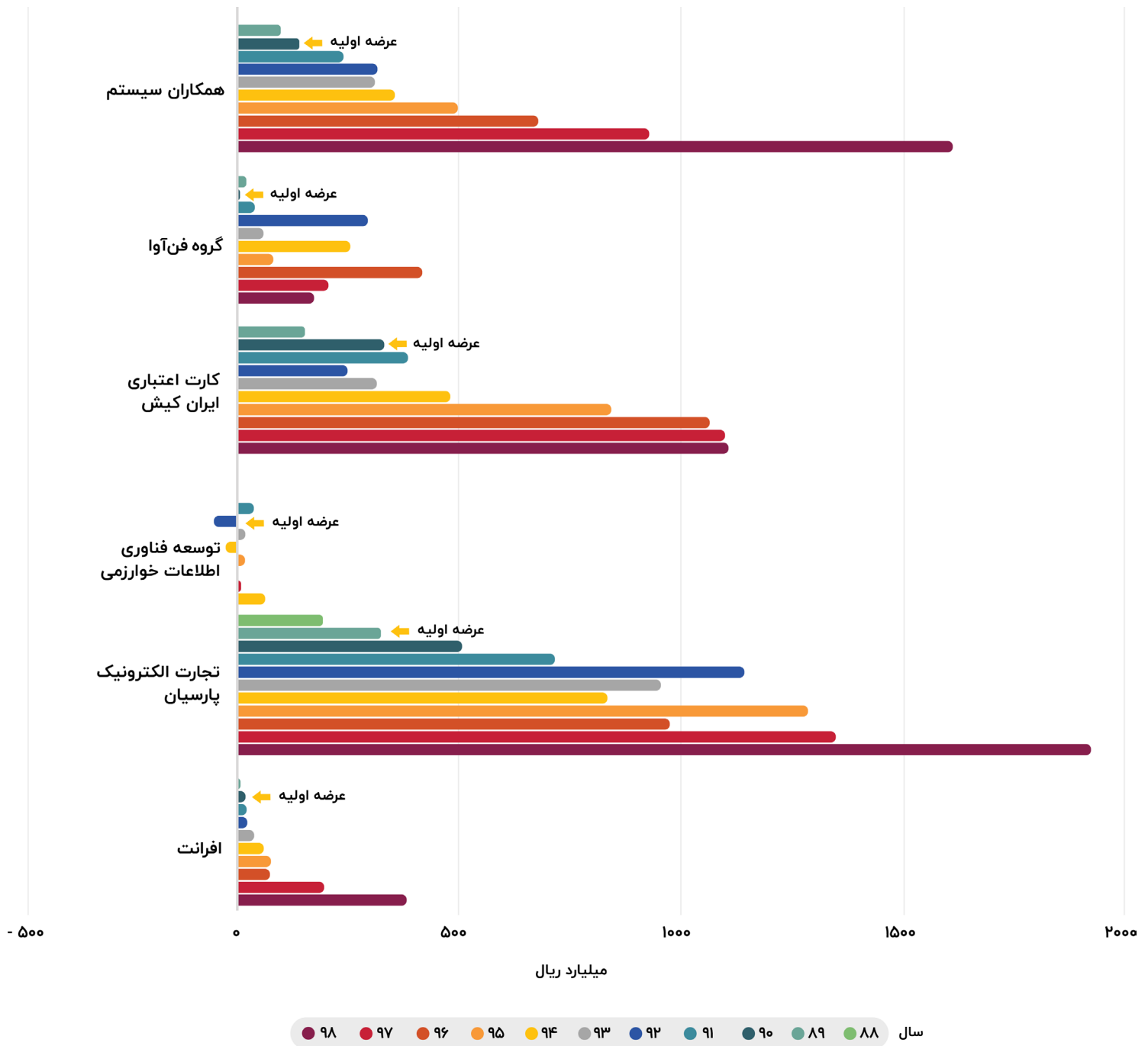
ارزش خالص فعلی (NPV) سود شرکت‌های فناوری‌محور با سابقه کمتر از ۵ سال در بازار سرمایه ایران



توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۲۰ مرداد ۱۳۹۹ است.

با محاسبه سود خالص شرکت‌ها بر اساس تورم سال‌های گذشته، اثر تورم بالای سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ کاملاً آشکار است. شرکت‌های تجارت الکترونیک پارسیان کیش، مبین وان کیش و آتیه داده‌پرداز روند نسبتاً ثابتی داشته‌اند و همگام با تورم سود خالص کسب کرده‌اند. شرکت‌های به‌پرداخت ملت و آسان پرداخت پرشین که تا سال ۱۳۹۶ روند روبه‌رشدی داشته‌اند، در سال ۱۳۹۸ نسبت به سال ۱۳۹۶ به ترتیب کاهش سودآوری ۳۰٪ و ۴۵٪ را تجربه کرده‌اند.

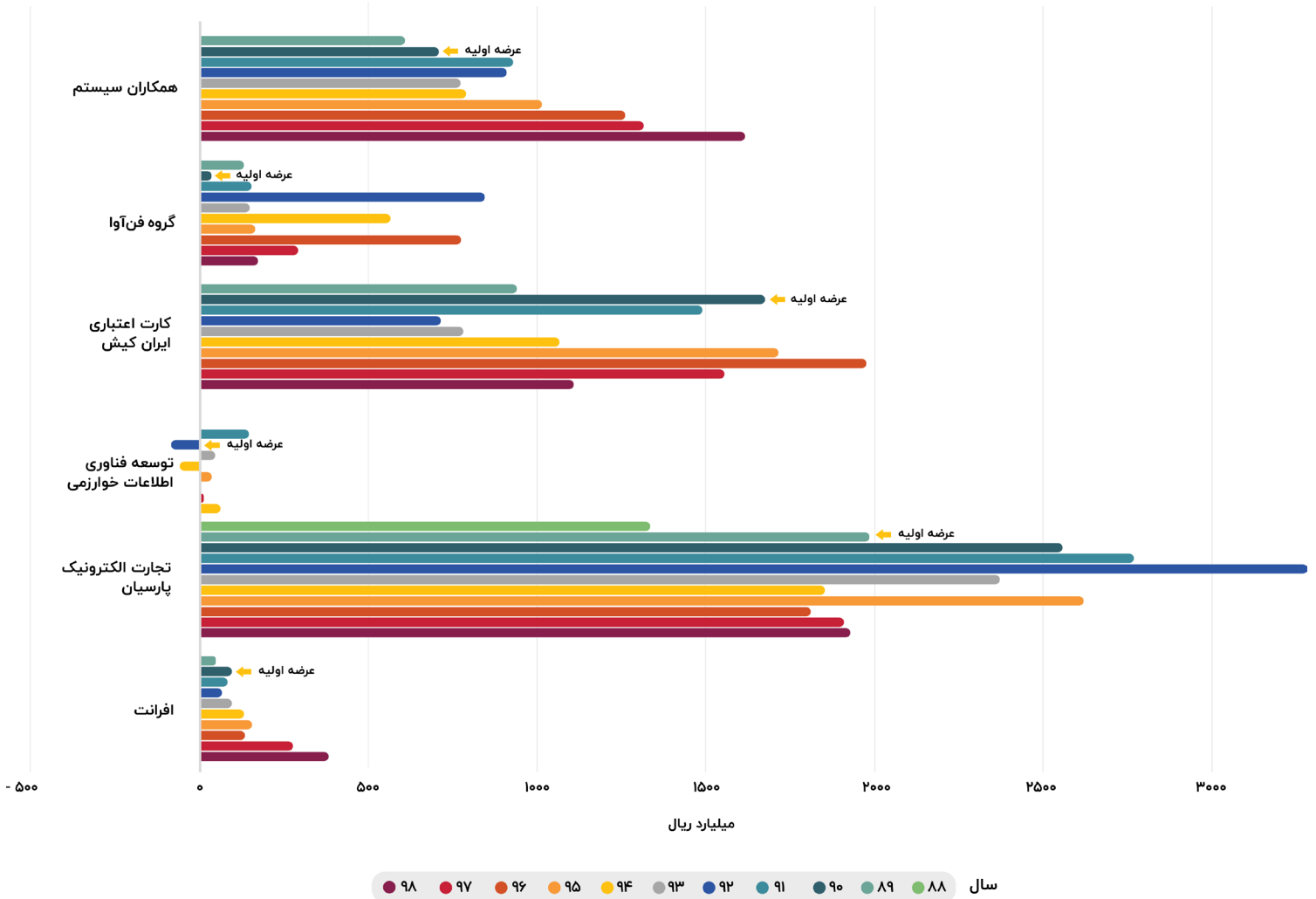
سود خالص شرکت‌های فناوری محور با سابقه ۵ تا ۱۰ سال در بازار سرمایه ایران



توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۲۰ مرداد ۱۳۹۹ است.

با بررسی روند سودآوری خالص شرکت‌های فناوری محور با سابقه ۵ تا ۱۰ سال حضور در بازار سرمایه، شرکت‌های همکاران سیستم، کارت اعتباری ایران کیش، تجارت الکترونیک پارسیان و افرانت روند روبه‌رشد سودآوری مستمری داشته‌اند. در مقابل، سودآوری گروه فن‌آوا نوسانی بوده و تقریباً یک سال در میان افزایش و کاهش یافته است. شرکت توسعه فناوری اطلاعات خوارزمی عملکرد خوبی نداشته و سه سال مالی زیان‌ده بوده است. البته این شرکت در سال ۱۳۹۸ رشد عجیبی داشته و توانسته ۶ برابر سال گذشته سود خالص کسب کند.

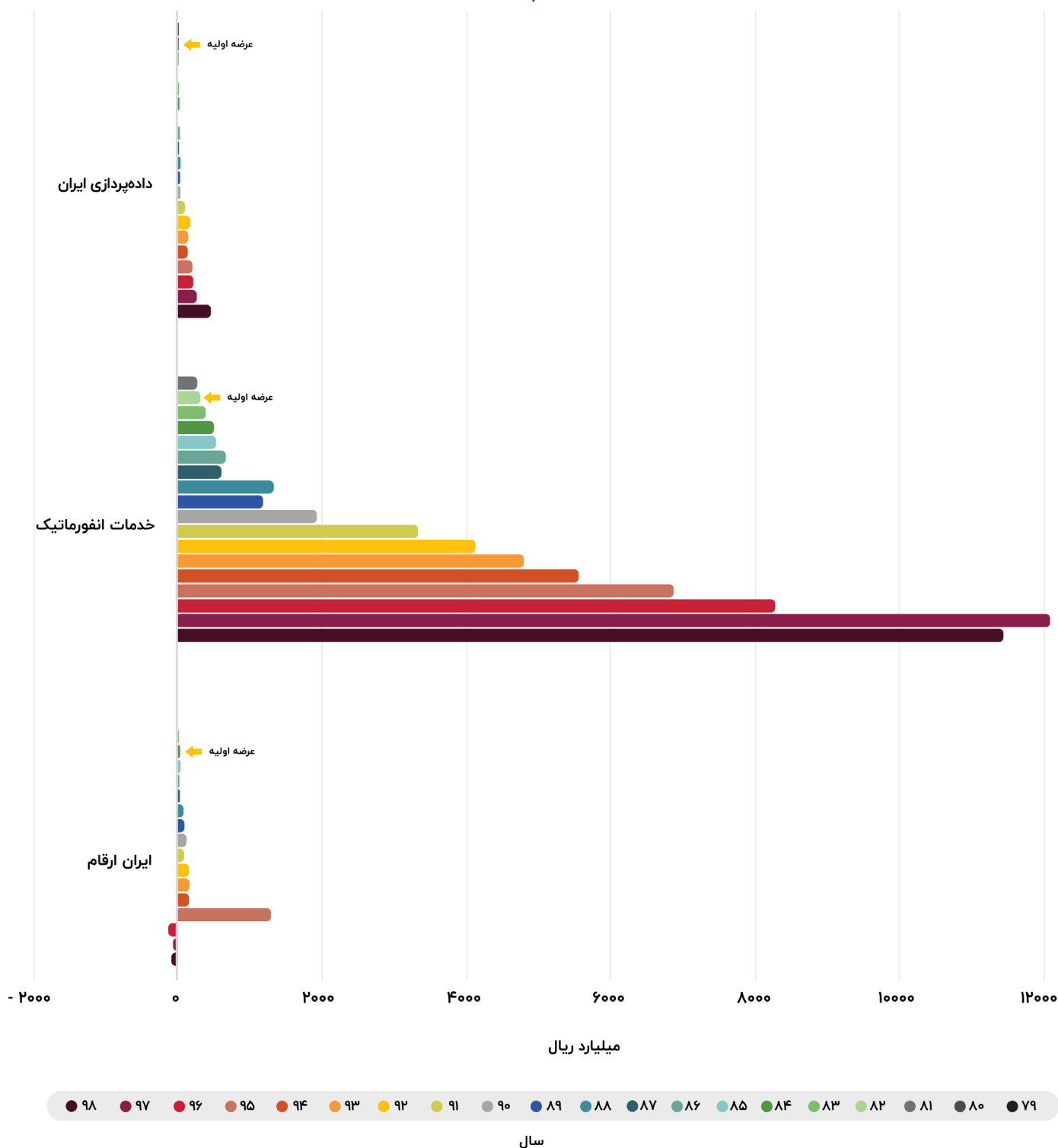
ارزش خالص فعلی (NPV) سود خالص شرکت‌های فناوری محور با سابقه ۵ تا ۱۰ سال در بازار سرمایه ایران



توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۲۰ مرداد ۱۳۹۹ است.

در صورتی که ارزش خالص فعلی سود خالص شرکت‌ها در سال ۱۳۹۸ را به کمک نرخ تورم محاسبه کنیم؛ دو شرکت همکاران سیستم و افرانت با روند سوددهی تقریباً صعودی به ترتیب سالانه ۱۱٪ و ۲۵٪ رشد داشته‌اند. این دو شرکت توانسته‌اند در مقایسه با تورم عملکرد بهتری در سودآوری داشته باند و رشد مستمری را تجربه کنند. شرکت تجارت الکترونیک پارسیان که تا سال ۱۳۹۲ روند سودآوری خوبی در مقایسه با نرخ تورم داشته، دچار افت شده و در ۵ سال گذشته روند نسبتاً باثباتی را طی کرده است. شرکت کارت اعتباری ایران کیش نیز که تا سال ۱۳۹۶ روند روبه‌رشد خوبی را طی کرده بود، در دو سال گذشته عملکرد خوبی نداشته و نسبت به سال ۱۳۹۶، ۴۴٪ کاهش سودآوری خالص داشته است.

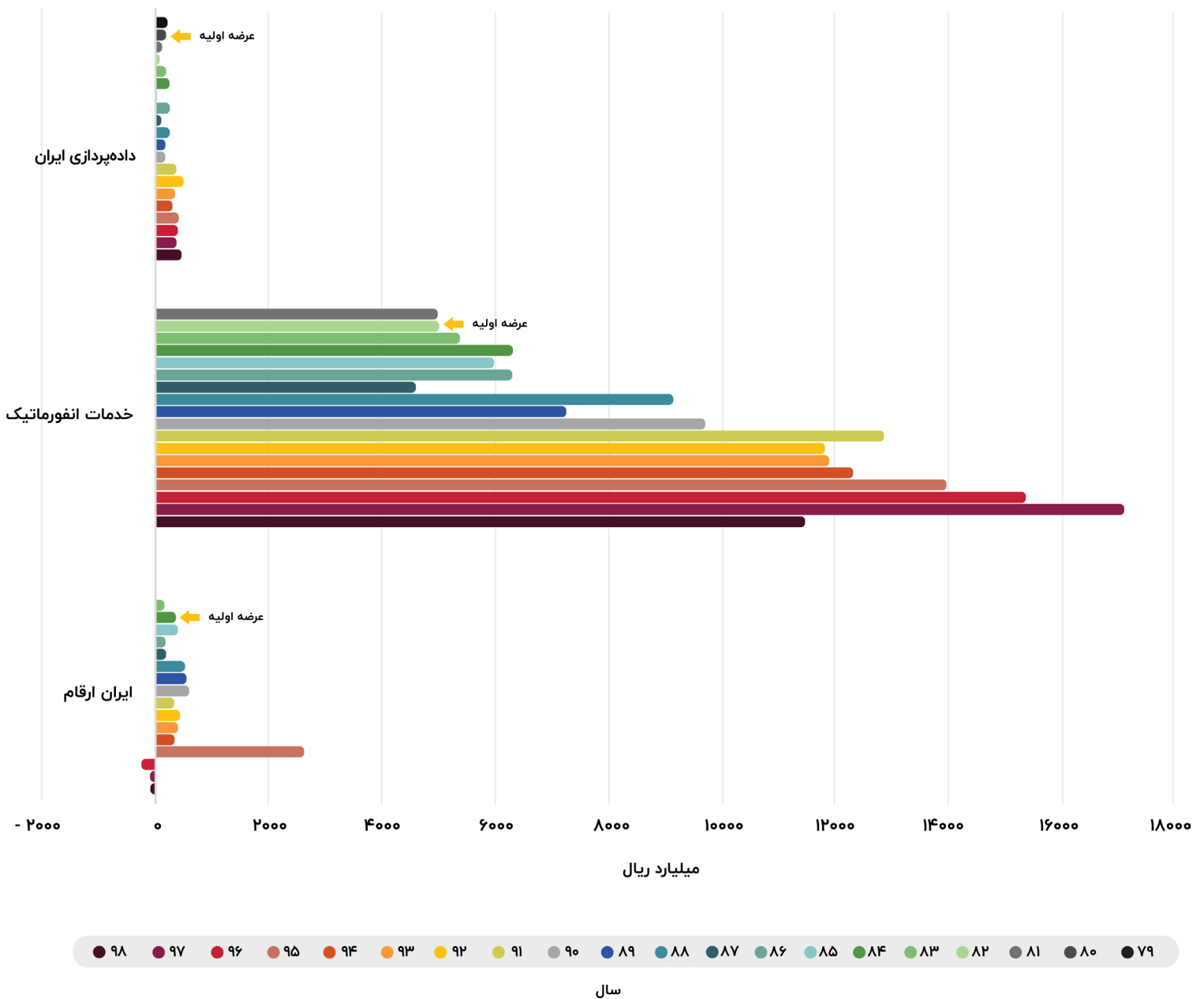
سود خالص شرکت‌های فناوری محور با سابقه بیش از ۱۰ سال در بازار سرمایه ایران



توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۲۰ مرداد ۱۳۹۹ است.

در میان شرکت‌های فناوری محور با سابقه بیش از ۱۰ سال حضور در بازار سرمایه، دو شرکت داده‌پردازی ایران و خدمات انفورماتیک روند سودآوری خالص مثبت داشته‌اند. شرکت داده‌پردازی ایران و خدمات انفورماتیک سالانه به‌طور میانگین به ترتیب ۲۳٪ و ۲۵٪ رشد سود خالص داشته‌اند. اما شرکت ایران ارقام با وجود روند صعودی سودآوری خالص تا سال ۱۳۹۵، در سه سال اخیر زیان‌ده بوده و عملکرد خوبی نداشته است.

ارزش خالص فعلی (NPV) سود خالص شرکت‌های فناوری محور با سابقه بیش از ۱۰ سال در بازار سرمایه ایران



توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۲۰ مرداد ۱۳۹۹ است.

با در نظر گرفتن تورم سالانه و محاسبه ارزش خالص فعلی سود خالص، همچنان دو شرکت خدمات انفورماتیک و داده‌پردازی ایران عملکرد خوبی داشته‌اند و سالانه به ترتیب ۵٪ و ۸٪ افزایش سودآوری خالص داشته‌اند. این دو شرکت که از باسابقه‌ترین شرکت‌های فناوری محور بازار سرمایه ایران هستند، عملکرد باثباتی از خود به جای گذاشته‌اند و برخلاف شرکت‌های مشابه خود از تورم و اقتصاد ایران آسیب ندیده‌اند.

مقایسه افزایش سرمایه و سود خالص شرکت‌های فناوری محور بازار سرمایه

یکی از راه‌های رشد و توسعه شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه، افزایش سرمایه است. شرکت‌ها می‌توانند با افزایش سرمایه از روش‌های مختلفی از محل سود انباشته (سهام جایزه)، آورده نقدی، مطالبات حال شده سهام‌داران، تجدید ارزیابی دارایی‌ها و صرف سهام، منابع مالی بیشتر به دست آورده و دایره فعالیت خود را گسترش دهند. دو شرکت خدمات انفورماتیک و داده‌پردازی ایران با ۸۳۰۰٪ و ۴۰۷۷٪ بیشترین میزان افزایش سرمایه را در طی این سال‌ها داشته‌اند.

عملکرد مالی شرکت‌های فناوری محور فعال در بازار سرمایه ایران بعد از عرضه اولیه

نام شرکت	سابقه در زمان عرضه اولیه (سال)	سود دوره قبل از عرضه اولیه (میلیارد ریال)	سود دوره آخر (میلیارد ریال)	میزان افزایش سود خالص	میزان افزایش سرمایه
خدمات انفورماتیک	۱۰	۲۶۷	۱۱,۴۴۵	۴۱۸۲٪	۸۳۰۰٪
داده‌پردازی ایران	۴۴	۹	۴۵۶	۵۱۲۳٪	۴۰۷۷٪
افران	۱۴	۸	۳۸۳	۴۵۹۲٪	۳۰۲۵٪
ایران ارقام	۴۹	۱۱	- ۹۳	- ۹۳۱٪	۹۰۰٪
کارت اعتباری ایران کیش	۸	۱۵۴	۱,۱۱۰	۶۲۲٪	۷۶۷٪
تجارت الکترونیک پارسیان	۱۰	۱۹۴	۱,۹۲۸	۸۹۴٪	۶۲۰٪
همکاران سیستم	۲۴	۹۹	۱,۶۱۵	۱۵۲۳٪	۴۰۴٪
آتیه داده‌پرداز	۱۴	۲۴۵	۷۸۲	۲۱۹٪	۲۳۳٪
آسان پرداخت پرشین	۷	۱,۲۲۶	۲,۵۹۱	۱۱۱٪	۱۶۵٪
گروه فن‌آوا	۹	۲۱	۱۷۴	۷۱۳٪	۱۰۰٪
مبین وان کیش	۷	۴۴	۱۱۸	۱۶۶٪	۱۰۰٪
پرداخت الکترونیک سامان کیش	۱۵	۱,۴۶۶	۲,۰۳۸	۳۹٪	۶۷٪
به‌پرداخت ملت	۱۲	۱,۰۵۸	۳,۰۰۹	۱۸۴٪	۵۳٪
تجارت الکترونیک پارسیان کیش	۱۰	۱۰۷	۴۰۲	۲۷۷٪	۰٪
داده‌گستر عصر نوین - های‌وب	۱۴	۶۵۶	۲,۴۳۲	۲۷۱٪	۰٪
توسعه فناوری اطلاعات خوارزمی	۱۶	۳۸	۶۴	۶۵٪	۰٪

توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۲۰ مرداد ۱۳۹۹ است.

در مقایسه سود خالص دوره قبل از عرضه اولیه و دوره آخر مالی شرکتها، اکثر شرکتها توانسته‌اند روند سودآوری خوبی داشته باشند. شرکت‌های داده‌پردازی ایران، افرانت و خدمات انفورماتیک توانسته‌اند سود خالص خود را بیش از ۴۰ برابر افزایش دهند. دو شرکت توسعه فناوری اطلاعات خوارزمی و ایران ارقام با اینکه از شرکت‌های با سابقه در فناوری هستند، از پتانسیل بازار سرمایه برای افزایش سرمایه استفاده نکرده‌اند و افزایش سود خالص پایینی داشته‌اند.

در میان ۱۶ شرکت فناوری محور فعال در بازار سرمایه ایران، ۱۳ شرکت بعد از عرضه اولیه افزایش سرمایه داشته‌اند. با مقایسه میزان افزایش سرمایه و سود خالص این شرکتها، دیده می‌شود که میزان افزایش سود خالص ۷ شرکت بیش از میزان افزایش سرمایه‌شان بوده است. بنابراین افزایش سرمایه این شرکتها مقیاس‌پذیر بوده و توانسته‌اند از این اهرم مالی بهره بیشتری ببرند و سود خالص خود را افزایش دهند. با توجه به اینکه همواره ویژگی مقیاس‌پذیری از مزیت‌های اصلی استارت‌آپها محسوب می‌شود، باید دید که بعد از ورود استارت‌آپها به بازار سرمایه آیا توانایی سودآوری بیش از میزان افزایش سرمایه را خواهند داشت یا خیر؟ با توجه به مقیاس‌پذیری ۷۰٪ شرکت فن‌آوا و بیش از ۳۰۰٪ شرکت‌های همکاران سیستم و به‌پرداخت ملت، استارت‌آپها که عنوان کسب‌وکارهای نوپا و مقیاس‌پذیر را با خود به‌یدک می‌کشند، کار سختی در برآورده کردن انتظار فعالین بازار سرمایه خواهند داشت.



بخش سوم

بررسی عرضه اولیه سهام
استارت‌آپ‌های ایرانی

● ● مقایسه استارت‌آپ‌های ایرانی با ● ● نمونه‌های مشابه خارجی

از اواسط سال ۱۳۹۸ زمره‌های عرضه اولیه سهام استارت‌آپ‌های ایرانی به گوش می‌رسید. استارت‌آپ‌هایی مانند علی‌بابا، دیجی‌کالا، شیپور، تپسی و کافه بازار به عرضه اولیه سهام خود در بازار سرمایه ایران علاقه‌مند هستند. در ادامه به بررسی وضعیت سهام استارت‌آپ‌های خارجی مشابه دیجی‌کالا، تپسی، شیپور و کافه بازار در حوزه‌های خرده‌فروشی آنلاین، تاکسی اینترنتی، نیازمندی‌های اینترنتی و بازارهای اپلیکیشن خواهیم پرداخت.

تغییر مالکیت سهام خرده‌فروشی‌های آنلاین

نام شرکت	کشور	سال تأسیس	سال تغییر مالکیت سهام	نوع تغییر مالکیت	ارزش اولیه (میلیون دلار)	ارزش خالص فعلی ارزش اولیه (میلیون دلار)	تعداد کاربر در زمان تغییر مالکیت سهام (میلیون)
Amazon	آمریکا	۱۹۹۴	۱۹۹۷	بورس نزدک	۴۳۸	۷۱۳	۱/۵
JD.COM	چین	۱۹۹۸	۲۰۱۴	بورس نزدک	۲۶,۰۰۰	۲۸,۰۶۰	۹۶/۶
Alibaba	چین	۱۹۹۹	۲۰۱۴	بورس نیویورک	۲۵,۰۰۰	۲۶,۹۸۱	۳۳۴
SOUQ	امارات	۲۰۰۵	۲۰۱۷	تصاحب توسط Amazon	۵۸۰	۷۵۸	۴۵
hepsiburada	ترکیه	۱۹۹۸	۲۰۱۵	تصاحب توسط The Abraaj Group	۴۳۰	۴۶۴	۱۵

آمازون، معروف‌ترین خرده‌فروش آنلاین جهان، در سال ۱۹۹۷ و تنها ۲ سال بعد از شروع به کار در بورس نزدک عرضه اولیه شد. ارزش عرضه اولیه سهام آمازون ۴۳۸ میلیون دلار بود که ارزش خالص فعلی ارزش اولیه آن ۷۱۳ میلیون دلار می‌شود. در آن زمان آمازون تنها ۱/۵ میلیون کاربر داشت. شاید بتوان نزدیک‌ترین استارت‌آپ مشابه دیجی‌کالا را استارت‌آپ هپسیبوردا ترکیه‌ای در نظر گرفت. این استارت‌آپ که در سال ۲۰۱۵ با ۱۵ میلیون کاربر فعال توسط گروه ابراج خریداری شد، ۴۳۰ میلیون دلاری ارزش‌گذاری شد.

نکته قابل توجه در این نوع از استارت‌آپ‌ها، فاصله زمانی نسبتاً زیاد بین سال تأسیس آن‌ها با عرضه اولیه در بورس و خرید توسط مجموعه دیگر است. با توجه به چندبعدی بودن فعالیت دیجی‌کالا و بلوغ این استارت‌آپ، شرایط برای عرضه اولیه این مجموعه بعد از ۱۳ سال فعالیت مناسب است.

تغییر مالکیت سهام تاکسی‌های آنلاین

نام شرکت	کشور	سال تأسیس	سال تغییر مالکیت سهام	نوع تغییر مالکیت	ارزش اولیه (میلیون دلار)	ارزش خالص فعلی ارزش اولیه (میلیون دلار)	تعداد کاربر در زمان تغییر مالکیت سهام
Uber	آمریکا	۲۰۰۹	۲۰۱۹	بورس نیویورک	۸۲,۴۰۰	۸۲,۴۰۰	۱۰۰
lyft	آمریکا	۲۰۱۲	۲۰۱۹	بورس نزدک	۲۴,۰۰۰	۲۴,۰۰۰	۲۳
99	برزیل	۲۰۱۲	۲۰۱۸	تصاحب توسط DiDi	۱,۰۰۰	۱,۰۱۸	۱۴
Careem	امارات	۲۰۱۲	۲۰۱۹	تصاحب توسط Uber	۳,۱۰۰	۳,۱۰۰	۳۳

خروج از استارت‌آپ‌های تاکسی‌یاب‌های اینترنتی به تازگی رخ داده و این شرکت‌ها وارد بورس شده و یا توسط مجموعه دیگری خریداری شده‌اند. همان طور که در جدول قابل مشاهده است، اکثر عرضه اولیه‌ها و خرید سهام این نوع استارت‌آپ‌ها در سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹ اتفاق افتاده است. دو ابراستارت‌آپ این حوزه، یعنی اوبر و لیفت که هر کدام ۱۰۰ و ۲۳ میلیون کاربر دارند؛ به تازگی با ارزش اولیه ۸۲.۴ و ۲۴ هزار میلیارد دلار وارد بورس شده‌اند.

نمونه مشابه تپسی را می‌توان تاکسی اینترنتی ۹۹ در برزیل دانست که به صورت محلی در این کشور فعالیت دارد. ۹۹ با ۱۴ میلیون کاربر در سال ۲۰۱۸ به قیمت تقریبی ۱ میلیارد دلار توسط دیدی چاکسینگ، غول تاکسی اینترنتی چینی، خریداری شده است. به نظر دو عامل فعالیت بین‌المللی و فعالیت چندبعدی کمک کرده تا استارت‌آپ‌هایی مانند اوبر و لیفت بتوانند وارد بورس شوند. با توجه به بازار کوچک بازیگران محلی مانند ۹۹، گزینه ادغام و تملیک می‌تواند گزینه مناسبی برای آن‌ها باشد. تک‌بعدی بودن فعالیت تاکسی‌های اینترنتی می‌تواند ریسک سرمایه‌گذاری در آن‌ها را افزایش دهد.

تغییر مالکیت سهام نیازمندی‌های آنلاین

نام شرکت	کشور	سال تأسیس	سال تغییر مالکیت سهام	نوع تغییر مالکیت	ارزش اولیه (میلیون دلار)	ارزش خالص فعلی ارزش اولیه (میلیون دلار)	تعداد کاربر در زمان تغییر مالکیت سهام
letGo	آمریکا	۲۰۱۵	۲۰۲۰	تصاحب توسط OfferUp	۱۲۰	۱۲۰	۲۰
Avito	روسیه	۲۰۰۷	۲۰۱۹	تصاحب توسط Prosus & Naspers	۱,۲۰۰	۱,۲۰۰	۱۰ میلیون بازدیدکننده یکتا روزانه
leboncoin	فرانسه	۲۰۰۶	۲۰۱۰	تصاحب توسط Schibsted	۴۵۴	۵۳۲	۱۶
58.com	چین	۲۰۰۵	۲۰۱۳	بورس نیویورک	۱,۴۵۷	۱,۵۹۸	۱۳۰
ganji	چین	۲۰۰۵	۲۰۱۵	تصاحب توسط com.58	۱,۶۰۰	۱,۷۲۵	۱۰۰
dubizzle	امارات	۲۰۰۵	۲۰۱۹	تصاحب توسط naspers	۴۰۰	۴۵۰	۲

تنها نمونه بورسی نیازمندی‌های اینترنتی، ۵۸ دات کام چینی است که در سال ۲۰۱۳ به ارزش ۱۴۵۷ میلیون دلار در بورس نیویورک عرضه اولیه شد. قابل توجه است که دیگر استارت‌آپ بزرگ چینی در این حوزه، گانجی نیز در سال ۲۰۱۵ توسط همین شرکت خریداری شده است.

به نظر این نوع استارت‌آپ‌ها بیشتر از طریق تصاحب توسط غول‌های دیگر به سهام‌داران و بنیان‌گذاران خود فرصت خروج می‌دهد. جدیدترین خرید انجام شده، استارت‌آپ لتگو آمریکایی است که با ۲۰ میلیون کاربر توسط آف‌آپ تصاحب شده است. این شرکت در زمان انجام معامله، ۱۲۰ میلیون دلار ارزش‌گذاری شده است. این استارت‌آپ می‌تواند نزدیک‌ترین نمونه به شیپور باشد.

بازارهای اپلیکیشن

فعالین در حوزه بازارهای اپلیکیشن محدودیت و قالب منحصربه‌فردی دارد. این بازار توسط گوگل پلی و اپ استور قبضه شده است که هر دو به واسطه تولید سیستم عامل‌های اندروید و آی‌اواس این فرصت را به دست آورده‌اند. در طرف دیگر شرکت‌های تولیدکننده گوشی مانند سامسونگ، هواوی، شیائومی و اوپو بازارهای اپلیکیشن مختص به خود را راه‌اندازی کرده‌اند که در حال حاضر فعالیت‌شان اوج گرفته است.

تنها ارزش‌گذاری در این حوزه، بازار اپلیکیشن گت‌جار (GetJar) بوده است. این بازار اپلیکیشن در سال ۲۰۱۴ و به ارزش اولیه ۵۰ میلیون دلار (ارزش خالص فعلی ۵۴ میلیون دلار) توسط سانجی موبایل (Sungy Mobile) خریداری شد.



● ● نظر کارشناسان درباره عرضه اولیه سهام ● ●

استارت‌آپ‌ها در ایران

با توجه به تجربه و آمار اندک در خصوص عرضه اولیه استارت‌آپ‌ها در ایران، برای کسب اطلاعات بیشتر به سراغ دو نفر از کارشناسان مالی ایرانی رفتیم. دکتر بابک تدین، دکترای اقتصاد از دانشگاه امپریال کالج لندن و مدیر سرمایه‌گذاری گروه مدیریت سرمایه لیان (Lyan Capital Management) و دکتر پیمان مولوی، دکتری مدیریت از دانشگاه تهران و مدیرعامل مؤسسه شکل‌دهی اقتصاد ایرانیان. در ادامه به سوال‌های پرسیده شده از این دو کارشناس و نظرات آن‌ها در این خصوص می‌پردازیم.

آیا استارت‌آپ‌های ایرانی شرایط ورود به بازار سرمایه را دارند؟



بابک تدین

سودآوری شرکت‌ها است. شرکت‌ها علاوه بر سودآوری در دوره‌های مالی گذشته و کنونی، باید از توان اثبات استمرار سودآوری در آینده نیز برخوردار باشند. به طور تاریخی بازار سرمایه ایران با شرکت‌های صنعتی و تولیدی مأنوس‌تر است؛ چرا که محاسبه بهای تمام شده و حاشیه سود در آن‌ها به سادگی قابل انجام است و پیش‌بینی میزان فروش این شرکت‌ها با توجه به شرایط کلی اقتصاد کشور از پیچیدگی کمتری برخوردار است. از این‌رو، محاسبه ارزش این‌گونه شرکت‌ها و سنجش ارزندگی آن‌ها برای کارشناسان بازار سرمایه ایران امری متداول است. در سمت دیگر، شرکت‌های فناوری‌محوری که تاکنون به بازار سرمایه وارد شده‌اند، عمدتاً زیرساخت‌های ضروری فناوری یا بانکی کشور را تأمین می‌کنند؛ مانند کارت اعتباری ایران کیش و آسان پرداخت پرشین.

بازار سرمایه در ایران به چهار بازار بورس، فرابورس، بورس کالا و بورس انرژی تقسیم می‌شود. در بازار بورس، بزرگ‌ترین و قدیمی‌ترین بازار سرمایه ایران، غالباً سهام شرکت‌های بزرگ و شناخته شده‌ای مانند فولاد مبارکه اصفهان، پتروشیمی پارس و هلدینگ خلیج فارس معامله می‌شود. شرکت‌ها با حضور در تابلوهای اول و دوم بورس می‌توانند از مزایای مالیاتی مختلفی بهره‌مند شوند. حضور در هر کدام از بازارهای یاد شده مستلزم احراز شرایطی مشخص است؛ به عنوان مثال برای حضور در تابلو اصلی بازار بورس، شرکت‌ها باید دارای حداقل ۳۰٪ سهام شناور باشند. وظیفه هیئت پذیرش تعیین صلاحیت شرکت‌ها برای ورود به بورس است. یکی از معیارهای مهم مدنظر این هیئت میزان

بنابراین سودآوری و ماهیت فعالیت این‌گونه شرکت‌ها پایدار و قابل اطمینان است و ورود به میدان رقابت با آن‌ها مستلزم سرمایه‌گذاری ابتدایی هنگفت، اخذ مجوزهای گوناگون و سهولت دسترسی به شبکه بانکی است. همچنین سهام‌داران عمده این شرکت‌ها، بانک‌ها و مؤسسات مالی بوده یا از شرکای تجاری استراتژیک آن‌ها محسوب می‌شوند؛ به همین دلیل پشتوانه مالی و اعتباری مناسبی دارند.

شاید استارت‌آپ‌های ایرانی شرایط ورود به بازار سرمایه را داشته باشند، اما هیئت پذیرش در استمرار سودآوری آن‌ها در آینده دچار شک و تردید خواهد بود. زیرا مشخص نیست که میزان تقاضا و استفاده مردم از خدمات ارائه شده توسط این استارت‌آپ‌ها مانند دیجی‌کالا، تپسی و شیپور ادامه‌دار خواهد بود یا نه؟ آیا خرید مردم از خرده‌فروشی آنلاین و استفاده از تاکسی اینترنتی همواره ادامه خواهد داشت؟ آیا مردم حتماً از دیجی‌کالا و تپسی استفاده خواهند کرد؟ از طرفی راه‌اندازی یک استارت‌آپ در حوزه دیجیتال ساده‌تر از راه‌اندازی شرکت‌های صنعتی و کارخانه‌ای است. به عنوان مثال، راه‌اندازی شرکتی در ابعاد فولاد مبارکه اصفهان نیازمند سرمایه هنگفت، مجوزهای مختلف و دسترسی به زیرساخت‌های دولتی است. رقابت در صنایع فناوری‌محور و دیجیتال در مقایسه با صنایع سنگین و تولیدی بسیار شدیدتر است؛ زیرا شرایط ورود به بازار رقابت در این صنایع

آسان‌تر است. مادامی که شرکت‌های صنعتی در اکثر مواقع از حداقل تقاضا برای محصولات خود برخوردارند، استارت‌آپ‌ها به راحتی می‌توانند بازار خود را به رقیب تازه‌وارد واگذار کنند. با فرض اینکه یک استارت‌آپ بعد از ورود به بازار سرمایه نتواند در بازار خود به ادامه فعالیت بپردازد، تکلیف سرمایه سهام‌داران آن چه خواهد شد؟

شرکت‌های فناوری‌محور معمولاً دارایی فیزیکی کمتری نسبت به شرکت‌های تولیدی و صنعتی دارند و ارزش‌گذاری آن‌ها بیشتر بر اساس درآمدی که از دارایی‌های معنوی آن‌ها تولید می‌شود، انجام می‌پذیرد. به عنوان مثال دیجی‌کالا به غیر از انبار، مراکز پردازش و ناوگان توزیع خود دارایی فیزیکی قابل‌ملاحظه دیگری ندارد. در حالی که در ترانزنامه اکثر شرکت‌های بازار سرمایه ایران، بخش قابل‌توجهی از دارایی‌ها مربوط به دارایی فیزیکی است. همچنین بخش زیادی از توسعه کسب‌وکار استارت‌آپ‌های ایرانی تابع قوانین و مقررات نه‌چندان پایدار تصمیم‌گیران متعددی است که فارغ از تأثیر تصمیمات خویش بر کسب‌وکارهای نوپا قصد اصلاح رفتار اقتصادی عوام جامعه از طریق محدودسازی سازوکارهای اقتصاد آزاد را دارند. وجود ریسک‌های سیستماتیک مانند نوسان نرخ ارز، ممنوعیت واردات کالاهای دیجیتال و تعرفه‌گذاری گمرک می‌تواند اثری منفی در روند ورود چنین استارت‌آپ‌هایی به بازار سرمایه بگذارد.



پیمان مولوی

شرایط ورود به بازار سرمایه (خصوصاً فرابورس) برای استارت‌آپ‌های بزرگ ایرانی مهیا است. اگرچه شاید مسئله ارزش‌گذاری دارایی‌ها می‌تواند یکی از چالش‌های ورود این استارت‌آپ‌ها به بازار سرمایه باشد؛ اما قوانین سازمان بورس و فرابورس تغییراتی داشته و از استارت‌آپ‌ها برای ورود به این بازار حمایت می‌کنند.

آیا ورود به بازار سرمایه به نفع استارت‌آپ‌ها است؟



بابک تدین

ورود نقدینگی بسیار بالا به بازار سرمایه ایران و افزایش ۵ تا ۷ برابری نسبت قیمت به سود (نسبت به میزان تاریخی) باعث شده تا بسیاری از استارت‌آپ‌های ایرانی علاقه‌مند به حضور در این بازار شوند. علاوه بر جذب سرمایه نقدی از طریق افزایش سرمایه از محل آورده نقدی سهام‌داران، فرصت خروج برای سرمایه‌گذاران اولیه و بنیان‌گذاران شرکت می‌تواند از دلایل دیگر این علاقه‌مندی باشد.

با توجه به نقدشوندگی پایین سهام استارت‌آپ‌های ایرانی در بازارهای ثانویه، بازار سرمایه می‌تواند عرصه مناسبی برای مبادله سهام استارت‌آپ‌ها باشد. همچنین این مزیت را به استارت‌آپ‌ها می‌دهد تا بدون دردهای رایج جذب سرمایه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، به کمک تعداد زیادی از سهام‌داران عمومی خود اقدام به افزایش سرمایه کنند.

در صورتی که سهام‌داران و بنیان‌گذاران چشم‌انداز روبه‌رشد و روشنی از لحاظ سودآوری برای کسب‌وکار خود داشته باشند، عرضه اولیه سهام شاید راهکار مناسبی نباشد. به عنوان مثال، اگر استارت‌آپی در حال حاضر ۱۰ میلیارد ریال سودآوری دارد، با نسبت قیمت به سود (P/E) ۲۰، ۲۰۰ میلیارد ریال ارزش خواهد داشت. حال اگر این شرکت پیش‌بینی افزایش سودآوری بیش از ۵ برابری در آینده (Forward P/E) داشته باشد، ارزش آتی آن بیش از ۱۰۰۰ میلیارد ریال خواهد بود. بنابراین استارت‌آپ‌هایی که در حال رشد سریع، توسعه بازار و افزایش سودآوری هستند، احتمالاً با ورود به بازار سرمایه ارزش‌گذاری نسبی پایینی خواهند داشت. از این‌رو، برای استارت‌آپ‌هایی که انتظار افزایش قابل توجه سودآوری ندارند یا میزان سودآوری آن‌ها به ثبات نسبی رسیده است، بازار فعلی سرمایه ایران با نسبت قیمت به سود بالا (حدود ۳۵) می‌تواند جذاب باشد.

البته باید به این نکته توجه کرد که آیا ورود به بازار سرمایه باعث می‌شود که نقدینگی خارج شده دوباره به استارت‌آپ‌ها و زیست‌بوم استارت‌آپی تزریق شود یا نه؟ خروج سرمایه‌گذاران اولیه از استارت‌آپ امری عادی است؛ زیرا که سرمایه‌گذاران برای کسب سود اقدام به سرمایه‌گذاری کرده‌اند. ولی کناره‌گیری بنیان‌گذاران از مدیریت استارت‌آپ می‌تواند اثرات منفی داشته باشد. به عنوان مثال خروج سرمایه‌گذارانی مانند سرآوا و رهنما از کافه بازار امری عادی است. اما در صورتی که بعد از ورود به بازار سرمایه، افرادی مانند حسام آرمندهی، هم‌بنیان‌گذار کافه بازار، دیگر تمایلی به فعالیت مدیریتی در کافه بازار نداشته باشند؛ این موضوع می‌تواند نگران‌کننده باشد. چشم‌انداز استارت‌آپ‌ها بر اساس دیدگاه بنیان‌گذاران آن‌ها بنا شده و خروج این افراد می‌تواند در روند رشد و توسعه استارت‌آپ خلل ایجاد کند.

خروج بیل گیتس از شرکت مایکروسافت مثال خوبی برای توصیف نحوه درست خروج بنیان‌گذاران از شرکت‌ها است. کناره‌گیری بیل گیتس از مدیرعاملی و شروع فعالیت‌های عام‌المنفعه، به یکباره و ناگهانی نبود. او برنامه بلندمدت خود در کاهش مسئولیت و میزان سهامش را از قبل اعلام کرده بود. سپس در طول یک بازه زمانی چندین ساله از مسئولیت‌های خود در شرکت کاسته و قسمتی از سهام خود را با برنامه از پیش اعلام شده به فروش رساند. این

شفافیت از شوک‌هایی که می‌توانست در صورت اعلام ناگهانی خروج بیل گیتس به سهام مایکروسافت وارد کند، جلوگیری کرد.

شاید ورود به بازار سرمایه بهترین راه‌حل برای رشد استارت‌آپ‌ها نباشد؛ زیرا معمولاً فرصت خوبی برای خروج بنیان‌گذاران و سهام‌داران به وجود می‌آید که این اتفاق می‌تواند باعث کاهش انگیزه بنیان‌گذاران برای ادامه فعالیت در استارت‌آپ شود. بنابراین با ورود به بازار سرمایه، سهم بنیان‌گذاران و سرمایه‌گذاران به میزان قابل توجهی کاهش می‌یابد و به تعداد زیادی سهام‌دار جدید منتقل می‌شود که ممکن است دانش، تخصص و شناخت کافی نسبت به کسب‌وکاری که در آن سرمایه‌گذاری کرده‌اند، نداشته باشند. مادامی که فروش سهام افراد کلیدی کسب‌وکارها به خروج کامل یا بی‌انگیزگی آن‌ها در ادامه مدیریت شرکت نینجامد، ورود به بازار سرمایه می‌تواند جایگاه مناسبی برای خروج از سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر باشد. در عین حال فروش سهام بنیان‌گذاران و سرمایه‌گذاران می‌تواند برای زیست‌بوم استارت‌آپی نیز اتفاق مثبتی تلقی شود؛ در صورتی که نقدینگی حاصل از این کار دوباره در استارت‌آپ‌ها سرمایه‌گذاری شود یا باعث ایجاد انگیزه در کارآفرینان تازه‌کار و سرمایه‌گذاران جدید شود.



پیمان مولوی

استراتاپ‌ها به فروش خواهد رسید. سپس با افزایش قیمت هر سهم، ارزش کل شرکت افزایش می‌یابد و استراتاپ این امکان را خواهد داشت تا سهام خود را به قیمت‌های بالاتری به فروش برساند. اما این اتفاق زمانی رخ خواهد داد که ارزش‌گذاری اولیه به درستی انجام گرفته باشد و بیشتر از قیمت واقعی نباشد.

ورود استراتاپ‌ها به بازار سرمایه منافع خوبی برای آن‌ها به همراه دارد. استراتاپ‌های ایرانی به سرعت در حال رشد هستند و تعدادی از آن‌ها به بلوغ رسیده‌اند. با توجه به اینکه رشد سریع یکی از خصوصیت‌های استراتاپ‌ها است، عرضه اولیه سهام می‌تواند اثر مثبتی بر آن‌ها بگذارد؛ زیرا بخش کوچکی از سهام

آیا راهکارهای دیگر مالی به جای عرضه اولیه برای تأمین مالی استراتاپ‌ها وجود دارد؟



بابک تدین

به سرمایه‌گذاری در استراتاپ‌ها کرده‌اند. به همین دلیل زیست‌بوم کسب‌وکارهای نوپا و سرمایه‌گذاری در استراتاپ‌ها در ایران نسبت به سایر بازارها عمق کمتری داشته و قیمت‌گذاری روی سهام این نوع شرکت‌ها کاری دشوار بوده است. ریسک بالا و دشواری ارزش‌گذاری سهام استراتاپ‌ها، نقدشوندگی سهام آن‌ها را نیز پایین آورده است. در نتیجه سرمایه‌گذاران فعلی زیست‌بوم کسب‌وکارهای نوپا برای استراتاپ‌های رشدیافته ایرانی مناسب نیستند و این استراتاپ‌ها به سرمایه‌گذاران جدیدی با ریسک‌پذیری بالا، دید بلندمدت و حجم سرمایه‌گذاری بالا نیاز دارند. ویژگی‌های خاص موردنیاز این سرمایه‌گذاران موجب شده است تا بازاری غیر از بورس برای خرید و فروش سهام استراتاپ‌های نسل اول ایران مطرح نباشد.

بازارهای ثانویه مانند فیروزه‌پلت نسبت به بازار سرمایه بستر مناسب‌تری برای مبادله و ارزش‌گذاری سهام استراتاپ‌های در حال رشد و ایده‌پردازی محسوب می‌شوند؛ اما در ساختار سنتی قانون تجارت ایران نمی‌توان به راحتی قراردادهای سرمایه‌گذاری و ادغام پیچیده تنظیم کرد. به عنوان مثال، قوانین و تفاهم‌نامه‌های بنیان‌گذاران و سرمایه‌گذاران استراتاپی مانند سهام ممتاز، سهام عادی، حق انحصاری استفاده از داده و ... مورد پذیرش سرمایه‌گذاران سنتی و شورای عالی بورس نیست و می‌تواند عرضه اولیه سهام استراتاپ‌ها را با چالش روبه‌رو کند.

تا به امروز سرمایه‌گذاران استراتاپی با حجم سرمایه‌گذاری پایین و دید میان‌مدت اقدام



پیمان مولوی

استارت‌آپ‌ها می‌توانند از اوراق مختلفی برای تأمین مالی فعالیت‌های خود استفاده کنند. به عنوان مثال، اوراق مرابحه برای تأمین مواد اولیه از راهکارهای دیگر مالی است. در حوزه حمل‌ونقل اوراق اجاره می‌تواند برای استارت‌آپ‌ها مفید باشد. اوراق منفعت که بیانگر مالکیت دارنده بر مقداری معین از یک خدمت یا منافع آینده از یک دارایی بادوام است، می‌تواند راهکار جایگزین دیگری برای استارت‌آپ‌های حوزه گردشگری باشد؛ مانند گواهی حق اقامت در هتلی معین در یک روز معین.

با توجه به شرایط فعلی بازار سرمایه ایران، آیا شرایط برای عرضه اولیه سهام استارت‌آپ‌های ایرانی مهیا است؟



بابک تدین

فعالیتی خود می‌توانند جذابیت بیشتری برای سرمایه‌گذاری داشته باشند. چنین مجموعه‌هایی شرایط نسبتاً بهتری برای ورود به بازار سرمایه را می‌توانند داشته باشند.

به عنوان مثال، با شیوع ویروس کرونا دو زیرمجموعه اسنپ‌فود و اسنپ‌تریپ با افت شدید فروش روبه‌رو شدند؛ اما بخش‌های دیگر اسنپ باعث شد تا ریسک توقف فعالیت کل مجموعه از بین برود. اما در مورد استارت‌آپ‌های تک‌بعدی مانند شیپور و دیوار که همواره با مشکلات قانون‌گذاری نیز مواجه هستند، شرایط متفاوت است. با در نظر گرفتن اینکه توقف فعالیت یک شرکت سهامی خاص آسان‌تر از یک شرکت سهامی عام است، اگر این استارت‌آپ‌ها وارد بازار سرمایه شوند و قانون‌گذاران موانعی بر سر فعالیت آن‌ها ایجاد کنند، چه اتفاقی رخ خواهد داد؟

شرایط فعلی برای ورود به بازار سرمایه برای استارت‌آپ‌های ایرانی مهیا است؛ ولی احتمالاً میزان جذابیت همه استارت‌آپ‌ها برای فعالین بازار سرمایه به یک میزان نخواهد بود. ممکن است شرایط ورود به بازار سرمایه برای بسیاری از استارت‌آپ‌های موفق ایرانی مهیا باشد؛ اما آنچه اهمیت دارد میزان ریسک و روند سودآوری آینده آن‌هاست. یکی از راه‌های کاهش ریسک سرمایه‌گذاری تنوع سبد سهام است. به عنوان مثال صندوق‌های سرمایه‌گذاری با خرید سهام شرکت‌ها از صنایع مختلف ریسک خود را پوشش می‌دهند. بنابراین استارت‌آپ‌هایی مانند اسنپ، دیجی‌کالا و هزارستان که دارای چندین زیرمجموعه هستند و در بازارهای مختلفی فعالیت دارند، به دلیل تنوع حوزه



پیمان مولوی

از استارت‌آپ‌ها، تفکر سنتی سرمایه‌گذاران خطرپذیر (VCs) با عرضه سهام در بازار سرمایه هم‌راستا نیست.

با رشد و توسعه اقتصاد دیجیتال در ایران و جهان، شاهد شرکت‌های بزرگی در بازار سرمایه خواهیم بود که شانه‌به‌شانه بانک‌ها و شرکت‌های فولادی فعالیت خواهند کرد. البته که ساختار بازار سرمایه و اقتصاد ایران با کشورهایی مانند آمریکا و انگلیس متفاوت است؛ اما باید این مسیر توسط استارت‌آپ‌ها طی شود. ورود به بازار سرمایه برای استارت‌آپ‌هایی با ارزش ۵۰۰۰ تا ۱۰۰۰۰ میلیارد ریال می‌تواند گزینه خوبی برای تأمین مالی باشد.

فراپورس ایران به دلیل نوع نگرش و چابکی خود بازار کسب‌وکارهای کوچک و متوسط را راه‌اندازی کرده است که بستر مناسبی برای عرضه اولیه سهام استارت‌آپ‌ها است. استارت‌آپ‌های ایرانی تا به حال توجه کافی به بازار سرمایه نداشته‌اند. آن‌ها می‌توانستند مدت‌ها قبل وارد بازار سرمایه شوند؛ اما در حال حاضر تقاضا برای ورود به بازار سرمایه بالا رفته است. شرایط از سمت بازار سرمایه برای ورود استارت‌آپ‌ها مناسب است. گاهی اوقات شرایط از سمت خود استارت‌آپ‌ها مهیا نیست؛ زیرا برخی از آن‌ها صورت‌های مالی شفاف مطابق قوانین ندارند و با مشکلات مالیاتی مواجه هستند. همچنین در برخی

در صورت ورود استارت‌آپ‌های ایرانی به بازار سرمایه، چه تأثیری بر زیست‌بوم استارت‌آپی ایران خواهد داشت؟

بابک تدین



خروج سهام‌داران و بنیان‌گذاران می‌تواند آثار منفی و مثبتی بر استارت‌آپ‌ها و زیست‌بوم استارت‌آپی بگذارد. این نقدینگی می‌تواند دوباره در زیست‌بوم استارت‌آپی سرمایه‌گذاری شده و به تبع آن آثار مثبت اقتصادی برای اقتصاد ایران را به همراه داشته باشد. اما خروج کامل سرمایه بنیان‌گذاران و سهام‌داران و کاهش میزان فعالیت و سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌ها می‌تواند اثرات منفی بر کل جامعه استارت‌آپی ایران بگذارد.



پیمان مولوی

برای پاسخ به این سوال باید از خود پرسید که اگر شرکت‌هایی همانند گوگل (Google)، اپل (Apple) یا تسلا (Tesla) در بورس حضور نداشتند چه اتفاقی می‌افتاد؟ در ایران نیز بهتر است این روند طی شود و استارت‌آپ‌ها با ورود به بازار سرمایه از تأمین سرمایه این بازار استفاده کرده و همچنین بتوانند برند خود را توسعه دهند. با عرضه اولیه سهام استارت‌آپ‌ها، قیمت سهام آن‌ها مشخص شده و ادغام و تملیک (M&A) در آینده آسان‌تر خواهد شد.



اطلاعات شرکتهای فناوری محور بازار سرمایه ایران

تعداد سهام فعلی (میلیون)	تعداد سهام اولیه (میلیون)	تعداد افزایش (میلیون)	ارزش فعلی (میلیارد ریال)	ارزش فعلی (میلیارد ریال)	سابقه حضور در بازار سرمایه	سابقه در زمان عرضه اولیه	سال عرضه اولیه	سال تأسیس	بزرگترین سهامدار	زیرگروه	صنعت	بازار	نماد بورسی	نام شرکت
۶۶۵	۲۰	۱۶۴	۴۸,۰۹۶	۴۸,۰۹۶	۹	۱۴	۱۳۹۰	۱۳۷۶	پهشتازان تجارت ویستا - توسعه سرمایه گذاری دریا سطل ایرانیان - توسعه تجارت مناری ساریا (هر کدام ۲۰٪)	سایر فعالیت های رایانه ای	رایانه و فعالیت های وابسته به آن	اول فرابورس	افرا	افرا
۵۰۰	۵۰	۹۰	۲۱,۱۴۰	۲۱,۱۴۰	۱۵	۴۹	۱۳۸۴	۱۳۳۵	سرمایه گذاری فرهنگیان (۲۱٪)	مشاوره و تهیه نرم افزار	رایانه و فعالیت های وابسته به آن	دوم بورس	مرفام	ایران رقم
۱,۰۰۰	۳۰۰	۱,۰۹۵	۴۸,۳۰۱	۴۸,۳۰۱	۴	۱۴	۱۳۹۵	۱۳۸۱	شخص حقیقی (۲۱٪)	خدمات ارزش افزوده	اطلاعات و ارتباطات	دوم فرابورس	ایردار	آئینه داده پرداز
۲,۶۵۰	۱,۰۰۰	۹,۹۹۰	۹۶,۱۹۵	۹۶,۱۹۵	۴	۷	۱۳۹۵	۱۳۸۸	دو شخص حقیقی (هر کدام ۲۱٪)	مشاوره و تهیه نرم افزار	رایانه و فعالیت های وابسته به آن	دوم بورس	آپ	آسان پردازت پرشین
۱,۴۵۰	۹۵۰	۱۶,۶۲۵	۷۶,۳۴۳	۷۶,۳۴۳	۳	۱۲	۱۳۹۶	۱۳۸۴	گروه فناوریان هوشمند همسازان فردا (۸۸٪)	مشاوره و تهیه نرم افزار	رایانه و فعالیت های وابسته به آن	دوم بورس	پرداخت	به پردازت ملت
۳,۰۰۰	۱,۸۰۰	۱۱,۷۰۰	۱۱۲,۴۱۰	۱۱۲,۴۱۰	۲	۱۵	۱۳۹۷	۱۳۸۲	بانک سامان (۴۴٪)	مشاوره و تهیه نرم افزار	رایانه و فعالیت های وابسته به آن	دوم بورس	سپ	پردازت الکترونیک سامان کیس
۳,۶۴۳	۵۰۶	۲,۹۳۵	۶۲,۵۴۱	۶۲,۵۴۱	۱۰	۱۰	۱۳۸۹	۱۳۷۹	گروه داده پرداز بانک پارسیان (۵۵٪)	مشاوره و تهیه نرم افزار	رایانه و فعالیت های وابسته به آن	اول بورس - تابلوی فرعی	رتاپ	نورت الکترونیک پارسیان
۴۰۰	۴۰۰	۶۸۰	۲۱,۴۶۷	۲۱,۴۶۷	۲	۱۰	۱۳۹۷	۱۳۸۷	گروه داده پرداز بانک پارسیان (۵۵٪)	سایر فعالیت های رایانه ای	رایانه و فعالیت های وابسته به آن	دوم فرابورس	تاکتیک	توسعه فناوری اطلاعات وزارت
۱۷۰	۱۷۰	۵۰۲	۷,۷۶۴	۷,۷۶۴	۷	۱۶	۱۳۹۲	۱۳۷۶	سرمایه گذاری گروه مالی سپهر صادرات (۵۵٪)	سایر فعالیت های رایانه ای	رایانه و فعالیت های وابسته به آن	دوم فرابورس	مفاخر	توسعه فناوری اطلاعات وزارت
۸,۴۰۰	۱۰۰	۲,۳۳۰	۳۸,۴۹۲	۳۸,۴۹۲	۱۷	۱۰	۱۳۸۲	۱۳۷۲	شرکت ملی انفورماتیک (۶۰٪)	مشاوره و تهیه نرم افزار	رایانه و فعالیت های وابسته به آن	اول بورس - تابلوی اصلی	زانفور	توسعه فناوری اطلاعات وزارت
۶۵۰	۱۶	۷۲	۲۹,۶۰۱	۲۹,۶۰۱	۱۹	۴۴	۱۳۸۰	۱۳۳۶	بانک راه کارگرن (۵۵٪)	سایر فعالیت های رایانه ای	رایانه و فعالیت های وابسته به آن	اول بورس - تابلوی فرعی	مداران	خدمات انفورماتیک
۴,۰۰۰	۴,۰۰۰	۱۱,۴۰۰	۱۱۴,۸۴۰	۱۱۴,۸۴۰	۳	۱۴	۱۳۹۶	۱۳۸۲	شخص حقیقی (۵۹٪)	خدمات ارزش افزوده	اطلاعات و ارتباطات	دوم بورس	های وب	داده پرداز ایران
۲,۶۰۰	۳۰۰	۲,۹۴۰	۷۲,۰۲۰	۷۲,۰۲۰	۹	۸	۱۳۹۰	۱۳۸۱	سرمایه گذاری ایرانیان (۳۳٪)	مشاوره و تهیه نرم افزار	رایانه و فعالیت های وابسته به آن	دوم بورس	رگیش	داده پرداز عصر نوین - های وب
۸۸۰	۴۴۰	۵۷۲	۱۳,۷۳۱	۱۳,۷۳۱	۹	۹	۱۳۹۰	۱۳۸۱	شرکت فناوریان طلوع شبکه (۴۹٪)	سایر فعالیت های رایانه ای	رایانه و فعالیت های وابسته به آن	پایه فرابورس	فن آوا	گارت اعتباری ایران کیس
۲۰۰	۱۰۰	۳۴۷	۱۵,۲۳۱	۱۵,۲۳۱	۳	۷	۱۳۹۶	۱۳۸۹	شرکت گسترش الکترونیک مبین ایران (۲۳٪)	خدمات ارزش افزوده	اطلاعات و ارتباطات	دوم فرابورس	اوان	مبین وان کیس
۱,۲۶۰	۲۵۰	۲,۶۲۵	۳۸,۲۴۱	۳۸,۲۴۱	۹	۲۴	۱۳۹۰	۱۳۶۶	سرمایه گذاری آینده گر دانا (۶۶٪)	مشاوره و تهیه نرم افزار	رایانه و فعالیت های وابسته به آن	اول بورس - تابلوی فرعی	سیستم	همکاران سیستم

سود خالص شرکت‌های فناوری‌محور با سابقه کمتر از ۵ سال در بازار سرمایه ایران

نام شرکت	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸
آتیه داده‌پرداز	۲۴۵	۳۳۹	۴۰۶	۳۷۷	۷۸۲
آسان پرداخت پرشین	۱,۲۲۶	۱,۸۴۶	۲,۵۵۲	۲,۸۹۲	۲,۵۹۱
به‌پرداخت ملت	-	۱,۰۵۸	۲,۳۳۰	۲,۱۸۴	۳,۰۰۹
مبین وان کیش	-	۴۴	۸۹	۷۲	۱۱۸
داده‌گستر عصر نوین - های‌وب	-	۶۵۶	۹۵۳	۶۳۸	۲,۴۳۲
پرداخت الکترونیک سامان کیش	-	-	۱,۴۶۶	۲,۲۱۰	۲,۰۳۸
تجارت الکترونیک پارسیان کیش	-	-	۱۰۷	۱۵۱	۴۰۲

ارزش خالص فعلی (NPV) سود خالص شرکت‌های فناوری‌محور با سابقه کمتر از ۵ سال در بازار سرمایه ایران

نام شرکت	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸
آتیه داده‌پرداز	۵۴۳	۶۸۸	۷۵۳	۵۳۲	۷۸۲
آسان پرداخت پرشین	۲,۷۱۳	۳,۷۴۹	۴,۷۲۸	۴,۰۸۴	۲,۵۹۱
به‌پرداخت ملت	-	۲,۱۴۸	۴,۳۱۶	۳,۰۸۴	۳,۰۰۹
مبین وان کیش	-	۹۰	۱۶۴	۱۰۲	۱۱۸
داده‌گستر عصر نوین - های‌وب	-	۱,۳۳۱	۱,۷۶۶	۹۰۱	۲,۴۳۲
پرداخت الکترونیک سامان کیش	-	-	۲,۷۱۶	۳,۱۲۱	۲,۰۳۸
تجارت الکترونیک پارسیان کیش	-	-	۱۹۸	۲۱۳	۴۰۲

توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۲۰ مرداد ۱۳۹۹ است.

نکته: اعداد به میلیارد ریال است.

نکته: سال مربوط به عرضه اولیه سهام شرکت به رنگ زرد است.

سود خالص شرکت‌های فناوری‌محور با سابقه ۵ تا ۱۰ سال در بازار سرمایه ایران

نام شرکت	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸
تجارت الکترونیک پارسیان	۱۹۴	۳۲۵	۵۰۹	۷۱۷	۱,۱۴۵	۹۵۷	۸۳۷	۱,۲۶۹	۹۷۸	۱,۳۵۲	۱,۹۲۸
افرانت	-	۸	۲۰	۲۲	۲۴	۳۹	۶۱	۷۷	۷۳	۱۹۷	۳۸۳
کارت اعتباری ایران کیش	-	۱۵۴	۳۳۳	۳۸۷	۲۵۰	۳۱۶	۴۸۳	۸۴۵	۱,۰۶۷	۱,۱۰۲	۱,۱۱۰
گروه فن‌آوا	-	۲۱	۷	۴۰	۲۹۶	۶۰	۲۵۶	۸۲	۴۱۹	۲۰۷	۱۷۴
همکاران سیستم	-	۹۹	۱۴۱	۲۴۱	۳۱۸	۳۱۲	۳۵۷	۴۹۹	۶۸۰	۹۳۱	۱,۶۱۵
توسعه فناوری اطلاعات خوارزمی	-	-	-	۳۸	- ۵۴	۲۰	- ۲۷	۱۹	- ۲	۱۰	۶۴

ارزش خالص فعلی (NPV) سود خالص شرکت‌های فناوری‌محور با سابقه ۵ تا ۱۰ سال در بازار سرمایه ایران

نام شرکت	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸
تجارت الکترونیک پارسیان	۱,۳۳۴	۱,۹۸۸	۲,۵۶۰	۲,۷۶۷	۳,۲۷۹	۲,۳۷۰	۱,۸۵۱	۲,۶۱۸	۱,۸۱۱	۱,۹۰۹	۱,۹۲۸
افرانت	-	۵۰	۹۸	۸۵	۶۸	۹۷	۱۳۴	۱۵۷	۱۳۶	۲۷۸	۳۸۳
کارت اعتباری ایران کیش	-	۹۳۹	۱,۶۷۴	۱,۴۹۱	۷۱۴	۷۸۳	۱,۰۶۸	۱,۷۱۶	۱,۹۷۷	۱,۵۵۶	۱,۱۱۰
گروه فن‌آوا	-	۱۳۱	۳۷	۱۵۵	۸۴۷	۱۴۹	۵۶۷	۱۶۶	۷۷۶	۲۹۲	۱۷۴
همکاران سیستم	-	۶۰۸	۷۰۸	۹۲۸	۹۰۹	۷۷۳	۷۸۶	۱,۰۱۴	۱,۲۶۰	۱,۳۱۵	۱,۶۱۵
توسعه فناوری اطلاعات خوارزمی	-	-	-	۱۴۸	- ۱۵۴	۴۸	- ۶۰	۳۸	- ۳	۱۴	۶۴

توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۲۰ مرداد ۱۳۹۹ است.

نکته: اعداد به میلیارد ریال است.

نکته: سال مربوط به عرضه اولیه سهام شرکت به رنگ زرد است.

سود خالص شرکت‌های فناوری‌محور با سابقه بیش از ۱۰ سال در بازار سرمایه ایران

سال	داده‌پردازی ایران	خدمات انفورماتیک	ایران ارقام
۱۳۷۹	۹	-	-
۱۳۸۰	۹	-	-
۱۳۸۱	۶	۲۶۷	-
۱۳۸۲	۵	۳۱۱	-
۱۳۸۳	۱۳	۳۸۴	۱۱
۱۳۸۴	۱۹	۴۹۸	۲۸
۱۳۸۵	۲	۵۲۸	۳۵
۱۳۸۶	۲۶	۶۵۸	۱۸
۱۳۸۷	۱۳	۶۰۲	۲۴
۱۳۸۸	۳۶	۱,۳۲۸	۷۶
۱۳۸۹	۲۸	۱,۱۸۳	۸۹
۱۳۹۰	۳۳	۱,۹۲۵	۱۱۷
۱۳۹۱	۹۴	۳,۳۲۹	۸۴
۱۳۹۲	۱۷۱	۴,۱۲۰	۱۵۰
۱۳۹۳	۱۳۸	۴,۷۹۴	۱۵۹
۱۳۹۴	۱۳۴	۵,۵۵۳	۱۵۰
۱۳۹۵	۲۰۰	۶,۸۶۵	۱,۲۸۹
۱۳۹۶	۲۱۱	۸,۲۷۹	- ۱۳۵
۱۳۹۷	۲۶۰	۱۲,۰۹۰	- ۶۸
۱۳۹۸	۴۵۶	۱۱,۴۴۵	- ۹۳

▼ توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۲۰ مرداد ۱۳۹۹ است.

▼ نکته: اعداد به میلیارد ریال است.

▼ نکته: سال مربوط به عرضه اولیه سهام شرکت به رنگ زرد است.

ارزش خالص فعلی (NPV) سود خالص شرکت‌های فناوری‌محور
با سابقه بیش از ۱۰ سال در بازار سرمایه ایران

سال	داده‌پردازی ایران	خدمات انفورماتیک	ایران ارقام
۱۳۷۹	۲۰۹	-	-
۱۳۸۰	۱۸۸	-	-
۱۳۸۱	۱۱۳	۴,۹۷۲	-
۱۳۸۲	۷۳	۴,۹۹۷	-
۱۳۸۳	۱۸۴	۵,۳۶۵	۱۵۶
۱۳۸۴	۲۴۵	۶,۲۹۸	۳۵۸
۱۳۸۵	۲۴	۵,۹۶۶	۳۹۴
۱۳۸۶	۲۵۱	۶,۲۸۶	۱۷۲
۱۳۸۷	۱۰۱	۴,۵۸۷	۱۸۴
۱۳۸۸	۲۴۹	۹,۱۲۶	۵۲۰
۱۳۸۹	۱۷۰	۷,۲۳۶	۵۴۳
۱۳۹۰	۱۶۹	۹,۶۸۵	۵۸۹
۱۳۹۱	۳۶۴	۱۲,۸۳۷	۳۲۵
۱۳۹۲	۴۸۹	۱۱,۷۹۶	۴۳۰
۱۳۹۳	۳۴۱	۱۱,۸۷۱	۳۹۴
۱۳۹۴	۲۹۶	۱۲,۲۹۰	۳۳۳
۱۳۹۵	۴۰۷	۱۳,۹۳۸	۲,۶۱۸
۱۳۹۶	۳۹۱	۱۵,۳۳۸	- ۲۵۱
۱۳۹۷	۳۶۷	۱۷,۰۷۱	- ۹۶
۱۳۹۸	۴۵۶	۱۱,۴۴۵	- ۹۳

توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۲۰ مرداد ۱۳۹۹ است.

نکته: اعداد به میلیارد ریال است.

نکته: سال مربوط به عرضه اولیه سهام شرکت به رنگ زرد است.

آمار عرضه اولیه سهام استارت‌آپ‌ها در بورس نزدک و نیویورک در سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹

تغییر ارزش	ارزش فعلی (میلیون دلار)	جذب سرمایه در عرضه اولیه (میلیون دلار)	ارزش اولیه (میلیون دلار)	سابقه در زمان عرضه اولیه (سال)	سال تأسیس	سال عرضه اولیه	بورس	نام استارت‌آپ
- ٪۲۵	۶۲,۱۱۲	۸,۱۰۰	۸۲,۴۰۰	۱۰	۲۰۰۹	۲۰۱۹	نیویورک	Uber
٪۱۵	۳۳,۹۷۶	۹,۲۴۵	۲۹,۵۰۰	۱۲	۲۰۰۶	۲۰۱۸	نیویورک	Spotify
٪۲۲۸	۷۸,۷۵۶	۱,۶۳۰	۲۴,۰۰۰	۳	۲۰۱۵	۲۰۱۸	نزدک	Pinduoduo
- ٪۵۸	۹,۹۹۹	۲,۳۰۰	۲۴,۰۰۰	۷	۲۰۱۲	۲۰۱۹	نزدک	Lyft
- ٪۹	۲۰,۸۹۱	۳۹	۲۳,۰۰۰	۱۰	۲۰۰۹	۲۰۱۹	نیویورک	Slack
- ٪۱	۲۱,۱۳۷	۱,۱۰۰	۲۱,۳۰۰	۲	۲۰۱۶	۲۰۱۸	نیویورک	Tencent Music
- ٪۹	۱۲,۲۵۲	۲,۲۵۰	۱۳,۵۰۰	۸	۲۰۱۰	۲۰۱۸	نزدک	IQIYI
- ٪۶	۱۱,۹۸۱	۱,۴۰۰	۱۲,۷۰۰	۱۰	۲۰۰۹	۲۰۱۹	نیویورک	Pinterest
- ٪۴۲	۶,۱۳۳	۱,۴۷۰	۱۰,۴۸۵	۱۴۴	۱۸۷۴	۲۰۱۸	نیویورک	ADT
٪۵۳۶	۵۷,۵۶۱	۷۵۱	۹,۲۰۰	۸	۲۰۱۱	۲۰۱۹	نزدک	Zoom
٪۶	۹,۷۲۷	۷۵۶	۹,۲۰۰	۱۱	۲۰۰۷	۲۰۱۸	نزدک	Dropbox
-	۳,۰۰۷	۱,۳۰۰	۸,۹۰۰	۶	۲۰۱۳	۲۰۱۹	نزدک	SmileDirectClub
٪۱۰۶	۱۸,۱۰۶	۱,۰۰۰	۸,۸۰۰	۸	۲۰۱۱	۲۰۱۹	نیویورک	Chewy
٪۲۱۰	۲۰,۴۴۶	۶۱۲	۶,۶۰۰	۸	۲۰۱۱	۲۰۱۹	نزدک	CrowdStrike Holdings
- ٪۲۹	۴,۵۳۵	۱,۰۰۰	۶,۴۰۰	۴	۲۰۱۴	۲۰۱۸	نیویورک	NIO
- ٪۱۸	۴,۷۳۱	۸۸۵	۵,۸۰۰	۱۱	۲۰۰۷	۲۰۱۸	نیویورک	Farfetch
٪۹۲	۱۰,۸۲۹	۲,۲۶۶	۵,۶۳۹	۱۲	۲۰۰۶	۲۰۱۸	نیویورک	PagSeguro
٪۱۰۵۱	۵۷,۵۶۱	۵۷۱	۵,۰۰۰	۲	۲۰۱۷	۲۰۱۹	نزدک	Luckin Coffee
٪۳۰	۵,۹۵۹	۳۷۵	۴,۶۰۰	۱۹	۱۹۹۹	۲۰۱۸	نیویورک	SolarWinds
٪۳۶۶	۲۰,۹۶۰	۶۲۹	۴۴۹۸	۱۵	۲۰۰۳	۲۰۱۸	نزدک	DocuSign

توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۱۳ خرداد ۱۳۹۹ است.

آمار عرضه اولیه سهام استارت‌آپ‌ها در بورس نزدک و نیویورک در سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹

تغییر ارزش	ارزش فعلی (میلیون دلار)	جذب سرمایه در عرضه اولیه (میلیون دلار)	ارزش اولیه (میلیون دلار)	سابقه در زمان عرضه اولیه (سال)	سال تأسیس	سال عرضه اولیه	بورس	نام استارت‌آپ
٪۱۰۷	۹,۱۲۵	۵۲۵	۴,۴۰۰	۱۰	۲۰۰۹	۲۰۱۹	نیویورک	Cloudflare
٪۱۴۷	۱۰,۸۵۸	۵۷۰	۴,۴۰۰	۲۶	۱۹۹۳	۲۰۱۹	نیویورک	Dynatrace
- ٪۸۳	۷۲۸	۸۷۴	۴,۳۵۰	۱۲	۲۰۰۶	۲۰۱۸	نزدک	GreenSky
- ٪۲۹	۲,۸۵۷	۷۷۵	۴,۰۰۰	۶	۲۰۱۳	۲۰۱۹	نزدک	DouYu
-	-	۵۵۵	۳,۸۰۰	۵	۲۰۱۳	۲۰۱۸	نیویورک	Pivotal Software
- ٪۸۷	۴۴۱	۲۲۵	۳,۵۰۰	۷	۲۰۱۱	۲۰۱۸	نزدک	Uxin
٪۲۵۷	۱۱,۴۲۰	۴۸۳	۳,۲۰۲	۹	۲۰۰۹	۲۰۱۸	نزدک	Bilibili
٪۲۵۹	۱۰,۴۱۴	۴۶۲	۲,۹۰۰	۵	۲۰۱۳	۲۰۱۸	نیویورک	Ceridian HCM Holding
٪۱۹۳	۷,۳۲۷	۲۵۲	۲,۵۰۰	۶	۲۰۱۲	۲۰۱۸	نیویورک	Elastic
٪۶۵	۴,۱۳۲	۳۲۶	۲,۵۰۰	۱۸	۲۰۰۱	۲۰۱۹	نیویورک	Medallia
٪۱۳۲	۵,۷۹۸	۳۵۵	۲,۵۰۰	۱۱	۲۰۰۸	۲۰۱۹	نزدک	Livongo
- ٪۷۰	۷۱۸	۱۲۱	۲,۴۰۰	۵	۲۰۱۴	۲۰۱۹	نزدک	Yunji
- ٪۴۲	۱,۲۲۰	۸۵	۲,۱۰۰	۱۳	۲۰۰۶	۲۰۱۹	نزدک	9F
٪۵۳	۳,۲۰۹	۲۵۰	۲,۰۹۴	۱۶	۲۰۰۲	۲۰۱۸	نزدک	Tenable
٪۵۴	۳,۰۵۱	۳۱۰	۱,۹۸۰	۱۴	۲۰۰۴	۲۰۱۸	نزدک	Pluralsight
٪۶۴۹	۱۴,۲۲۶	۱۹۲	۱,۹۰۰	۱۰	۲۰۰۸	۲۰۱۸	نزدک	Zscaler
- ٪۸۰	۳۷۰	۱۰۳	۱,۸۷۰	۴	۲۰۱۴	۲۰۱۸	نزدک	Vtomi
- ٪۵۹	۷۳۱	۴۴	۱,۸۰۰	۸	۲۰۱۰	۲۰۱۸	نیویورک	Cango
٪۲۲	۲,۱۹۷	۲۱۸	۱,۸۰۰	۱۰	۲۰۰۹	۲۰۱۹	نیویورک	PagerDuty
- ٪۴۰	۱,۰۴۴	۲۳۰	۱,۷۵۰	۱۲	۲۰۰۶	۲۰۱۸	نیویورک	Eventbrite

توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۱۳ خرداد ۱۳۹۹ است.

آمار عرضه اولیه سهام استارت‌آپ‌ها در بورس نزدک و نیویورک در سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹

تغییر ارزش	ارزش فعلی (میلیون دلار)	جذب سرمایه در عرضه اولیه (میلیون دلار)	ارزش اولیه (میلیون دلار)	سابقه در زمان عرضه اولیه (سال)	سال تأسیس	سال عرضه اولیه	بورس	نام استارت‌آپ
- ٪۲۹	۱,۲۰۶	۳۰۰	۱,۷۰۰	۸	۲۰۱۱	۲۰۱۹	نزدک	The RealReal
- ٪۳۴	۱,۰۵۱	۲۷۰	۱,۶۰۰	۱۷	۲۰۰۱	۲۰۱۸	نیویورک	Bloom Energy
- ٪۷۴	۴۱۴	۵۲	۱,۶۰۰	۱۰	۲۰۰۸	۲۰۱۸	نیویورک	Coo Tek
٪۲۲۵	۴,۸۷۷	۱۸۰	۱,۵۰۰	۸	۲۰۱۱	۲۰۱۹	نیویورک	Fastly
٪۴۷۵	۸,۶۳۲	۲۴۱	۱,۵۰۰	۱۰	۲۰۰۹	۲۰۱۹	نزدک	Beyond Meat
٪۱۵۶	۳,۸۳۸	۵۵۷	۱,۵۰۰	۱۴	۲۰۰۵	۲۰۱۹	نزدک	Change Healthcare
- ٪۶	۱,۴۰۶	۱۸۷	۱,۵۰۰	۱۹	۱۹۹۹	۲۰۱۸	نزدک	UpWork
- ٪۱۸	۱,۲۰۸	۸۳	۱,۴۷۶	۱۶	۲۰۰۲	۲۰۱۸	نزدک	Sonos
٪۸۳	۲,۶۸۰	۱۸۰	۱,۴۶۶	۱۹	۱۹۹۹	۲۰۱۸	نزدک	SurveyMonkey
- ٪۲	۱,۴۱۸	۱۵۴	۱,۴۴۹	۱۱	۲۰۰۷	۲۰۱۸	نیویورک	Zuora
٪۳۴۹	۶,۲۹۰	۲۶۴	۱,۴۰۰	۱۲	۲۰۰۶	۲۰۱۸	نیویورک	Anaplan
٪۵۲۹	۸,۵۸۶	۱۵۸	۱,۳۶۴	۱۴	۲۰۰۴	۲۰۱۸	نیویورک	Avalara
- ٪۹۰	۱۳۳	۶۷	۱,۳۳۷	۷	۲۰۱۱	۲۰۱۸	نیویورک	MOGU
- ٪۴۰	۷۹۳	۱۱۵	۱,۳۲۰	۲۳	۱۹۹۵	۲۰۱۸	نزدک	Opera
- ٪۲۲	۱,۰۱۹	۱۸۲	۱,۳۰۰	۱۱	۲۰۰۸	۲۰۱۹	نزدک	Health Catalyst
-	-	۱۵۲	۱,۲۵۰	۱۶	۲۰۰۲	۲۰۱۸	نزدک	Carbon Black
- ٪۸۴	۱۸۵	۱۶۳	۱,۱۶۳	۴	۲۰۱۴	۲۰۱۸	نیویورک	Arlo Technologies
٪۱۴۸	۲,۶۲۵	۱۲۷	۱,۰۶۰	۱۸	۲۰۰۰	۲۰۱۸	نیویورک	Endava
٪۶۱۵	۷,۰۸۰	۱۵۰	۹۹۰	۱۳	۲۰۰۵	۲۰۱۸	نیویورک	Smartsheet
٪۱۷۶	۲,۲۰۹	۱۱۱	۸۰۰	۹	۲۰۱۰	۲۰۱۹	نیویورک	Fiverr

توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۱۳ خرداد ۱۳۹۹ است.

آمار عرضه اولیه سهام استارت‌آپ‌ها در بورس نزدک و نیویورک در سال ۲۰۱۸ و ۲۰۱۹

تغییر ارزش	ارزش فعلی (میلیون دلار)	جذب سرمایه در عرضه اولیه (میلیون دلار)	ارزش اولیه (میلیون دلار)	سابقه در زمان عرضه اولیه (سال)	سال تأسیس	سال عرضه اولیه	بورس	نام استارت‌آپ
٪۴۶	۳,۵۲۳	۱۸۰	۲,۴۱۸	۷	۲۰۱۱	۲۰۱۸	نیویورک	Huya
- ٪۸۴	۱۱۳	۴۵	۶۹۹	۷	۲۰۱۱	۲۰۱۸	نیویورک	Weidai
- ٪۱۶	۵۸۱	۱۱۰	۶۹۰	۴	۲۰۱۴	۲۰۱۸	نیویورک	Huami
٪۲۱	۷۹۰	۶۳	۶۵۴	۴	۲۰۱۴	۲۰۱۸	نزدک	Niuu.com
٪۸۸	۱,۱۳۲	۱۶۷	۶۰۴	۱۴	۲۰۰۵	۲۰۱۹	نیویورک	Phreesia
٪۶۱	۸۲۴	۱۹۳	۵۱۱	۸	۲۰۱۰	۲۰۱۸	نزدک	Domo
٪۱۲	۹۹۲	۷۰	۴۴۷	۱۱	۲۰۰۸	۲۰۱۹	نزدک	InMode
٪۲۴۴	۱,۵۳۳	۸۴	۴۴۶	۸	۲۰۱۰	۲۰۱۸	نزدک	EverQuote
- ٪۶۶	۱۱۴	۷۰	۳۳۳	۸	۲۰۱۱	۲۰۱۹	نزدک	Cambium Networks
٪۱۴۲	۷۹۲	۸۶	۳۲۸	۶	۲۰۱۲	۲۰۱۸	نزدک	i3 Verticals
٪۶۲۲	۱,۹۷۰	۲۰۳	۲۷۳	۱۰	۲۰۰۸	۲۰۱۸	نزدک	Cardlytics
- ٪۸۹	۱۱	۱۲	۱۰۲	۴	۲۰۱۴	۲۰۱۸	نزدک	Senniao Technology
- ٪۶۱	۳۶	۲۵	۹۲	۵	۲۰۱۴	۲۰۱۹	نزدک	Super League Gaming
- ٪۵۵	۲۸	۱۹	۶۲	۲۰	۱۹۹۸	۲۰۱۸	نزدک	One Stop Systems
- ٪۳۲	۴۰	۱۳	۵۸	۴	۲۰۱۴	۲۰۱۸	نزدک	HyreCar

توجه: آخرین زمان به روزرسانی آمار ۱۳ خرداد ۱۳۹۹ است.

● ● منابع ● ●

- ۱ | [MERGERS & INQUISITIONS - The Initial Public Offering \(IPO\) Process](#)
- ۲ | [USLegal - Initial Public Offering Law and Legal Definition](#)
- ۳ | [Investopedia - Initial Public Offering \(IPO\)](#)
- ۴ | [First Round Capital - From Zero to IPO: How Growth Needs to Evolve at Every Startup Stage](#)
- ۵ | [NASDAQ Global Market - IPO Overview](#)
- ۶ | [IPOhub - IPO Advantages And Disadvantages](#)
- ۷ | [2018 IPOs](#)
- ۸ | [crunchbase - 2019 IPOs](#)
- ۹ | [Yahoo! Finance](#)
- ۱۰ | [TradingView](#)
- ۱۱ | [فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار - شماره چهل و دوم - بهار ۱۳۹۹](#)
- ۱۲ | [Investopedia - Valuing a Company Using the Residual Income Method](#)
- ۱۳ | [CFI - Residual Income Valuation](#)
- ۱۴ | [Investopedia - Dividend Discount Model \(DDM\)](#)
- ۱۵ | [CFA Institute - Residual Income Valuation](#)
- ۱۶ | [Investopedia - Price to Earnings Ratio \(P/E Ratio\)](#)
- ۱۷ | [بورس اوراق بهادار تهران](#)
- ۱۸ | [فرا بورس ایران](#)
- ۱۹ | [شرکت مدیریت فناوری بورس تهران](#)
- ۲۰ | [سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران \(کدال\)](#)
- ۲۱ | [نرخ تورم - بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران](#)
- ۲۲ | [US Inflation Calculator](#)
- ۲۳ | [crunchbase](#)

● ● معرفی تیم ● ●



آیسان عقیلی
طراح



سحر رایزن
ویراستار



محمد ایزدی
محقق



رضا بهلولی
سرپرست تحقیق

● ● مشاوران گزارش ● ●



پیمان مولوی
in



بابک تدین
in

● ● ارتباط با ما ● ●



[tehrasa-farsi](https://www.linkedin.com/company/tehrasa-farsi)



hi@tehrasa.com



[@tehrasafarsi](https://www.instagram.com/tehrasafarsi)



[@TechRasaFarsi](https://twitter.com/TechRasaFarsi)



[@TechRasaFarsi](https://t.me/TechRasaFarsi)



TechRasa.com/fa