

## مسائل کارگزاری در سرمایه‌گذاری خطرپذیر و راهکارهای رفع آنها در مراحل رشد شرکت‌های نوآر ایران

مهرناز حیدری سورشجانی<sup>۱</sup>، پرستو محمدی<sup>۲\*</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۲/۱۶ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱/۲۹

### چکیده

هدف از این پژوهش ارائه راهکارهای عملی در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر با توجه به مرحله رشد شرکت‌های نوآور است. در سرمایه‌گذاری خطرپذیر، چالش‌های مختلفی به علت عدم تقارن اطلاعاتی و عدم همسویی منافع میان سرمایه‌گذار و کارآفرین رخ می‌دهد که در چارچوب نظریه کارگزاری بررسی می‌شود و ابزارهای گوناگون کنترلی و انگیزشی را پیشنهاد می‌نماید. اما عاملی که بر اتخاذ راهبردهای متناسب هر کسب‌وکار تأثیر می‌گذارد، میزان رشدیافتگی آن است، زیرا در هر یک از این مراحل، نیازها و ویژگی‌های شرکت تغییر می‌یابد و در نتیجه چالش‌های میان آنها نیز متفاوت خواهد بود. در این مطالعه، با استفاده از روش نظریه داده‌بنیاد، راهکارهای مورد استفاده سرمایه‌گذاران از طریق مصاحبه نیمه‌ساختاریافته و گردآوری اطلاعات واقعی مورد بررسی قرار گرفته است. تحلیل داده‌ها از طریق کدگذاری و شناسایی ارتباط میان مقولات مختلف، نشان می‌دهد با تغییر در مولفه‌های توسعه کسب‌وکار، مهارت‌های کارآفرین و نوع ریسک در مراحل مختلف رشد، رویکرد سرمایه‌گذاری نیز تغییر می‌کند. در عین حال، تأثیر عوامل محیطی بر فضای حاکم بر کسب‌وکار اعم از بازار تامین مالی و نقش مستقیم دولت در آن، ضعف‌های قانونی و زیرساخت‌های فرهنگی نیز بر تنظیم رویکرد قرارداد تأثیر می‌گذارد.

واژگان کلیدی: سرمایه‌گذاری خطرپذیر، نظریه کارگزاری، مراحل رشد شرکت‌های نوآور، نظریه داده‌بنیاد

۱-دانشجوی دکتری، دانشکده مهندسی صنایع و سیستم‌ها، دانشگاه تربیت مدرس، ایران.

۲\*-استادیار دانشکده مهندسی صنایع و سیستم‌ها، دانشگاه تربیت مدرس، ایران/ نویسنده مسوول مکاتبات: p.mohammadi@modares.ac.ir

## ۱- مقدمه

سرمایه‌گذاری خطرپذیر<sup>۱</sup>، یکی از روش‌های تامین مالی شرکت‌های نوآور است که در آن سرمایه به همراه کمک‌های مدیریتی، در اختیار شرکت‌های جوان، کوچک و دارای آتیه اقتصادی قرار می‌گیرد. سرمایه‌گذاران خطرپذیر بطور عمده شرکت‌های درحال رشد و تازه تاسیس را تامین مالی می‌کنند، سهام شرکت را خریداری می‌کنند (تامین مالی از طریق سهام<sup>۲</sup>)، در توسعه محصول یا خدمات جدید کمک می‌کنند، با مشارکت فعال در شرکت ایجاد ارزش می‌کنند، با انتظار سود بالاتر، ریسک‌های بیشتر را می‌پذیرند و گرایش سرمایه‌گذاری بلندمدت دارند (Cumming & Johan, 2009; Harrison & Mason, 1996). (Metrick & Yasuda, 2011).

شرکت‌های نوآور جوان، به علت سابقه کوتاه فعالیت، مستندات و صورت‌های مالی قابل استناد و قابل ارزیابی ندارند، از جهت فنی با ریسک بالایی مواجه هستند و دارایی آنها عمدتاً از نوع دارایی‌های ناملموس است. لذا سرمایه‌گذاری در اینگونه شرکت‌ها با عدم قطعیت و ریسک بالایی همراه است (Kaplan & Strömberg, 2003). در نتیجه بروز مسائلی از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۳</sup> و عدم همسویی منافع<sup>۴</sup> میان سرمایه‌گذار و کارآفرین در تعامل، اجتناب‌ناپذیر می‌شود. این چالش‌ها می‌تواند به لحاظ مالی برای طرفین زیان‌آور باشد، مانع از پیشبرد طرح نوآورانه شود و ریسک سرمایه‌گذاری خطرپذیر را افزایش دهد. به علاوه می‌تواند موجب عدم شناخت صحیح کارآفرین و اقدامات وی شود. همچنین ممکن است باعث شود کارآفرین نسبت به انجام تعهدات خود پای‌بند نباشد (Bitler et al., 2009; Cumming, 2005). (Gompers, 1995).

با توجه به توان بالقوه تولید علم و وجود ایده‌های دانش‌بنیان و ایجاد مراکز رشد و پارک‌های علم و فناوری، متأسفانه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران از زمان اولین بارقه‌های ایجاد آن در سال ۱۳۸۰، چنان‌که مورد انتظار است توسعه نیافته است. اگرچه از سال ۱۳۹۰ تاکنون آوازه موفقیت برخی از شرکت‌های نوآور موجب افزایش تمایل نهادهای گوناگون به راه‌اندازی شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، شتاب‌دهنده‌ها، صندوق‌های جسورانه بورسی و صندوق‌های پژوهش و فناوری برای مشارکت با شرکت‌های نوآور شده است؛ اما در عین حال ماهیت ذاتی عدم قطعیت در رفتار سرمایه‌گذار و کارآفرین موجب می‌شود تعامل سرمایه‌گذار و کارآفرین با پیچیدگی مواجه شود (Amit et al., 1990)، بطوریکه لازم است سازوکارهای ویژه‌ای در قراردادها برای مقابله با این پیچیدگی‌ها تبیین نمود (Sahlman, 1990). آسیب‌شناسی انجام شده (دفتر سیاست‌گذاری و نظارت راهبردی معاونت علمی و فناوری ریاست جمهوری، ۱۳۹۰) و مطالعات مختلف (رستمی، ۱۳۸۵؛ قمری منظر،

۱۳۹۶)، در کشور نشان می‌دهد یکی از علل عدم پیشرفت این شیوه، نبود فضای اعتماد میان سرمایه‌گذار و شرکت دانش‌بنیان و شفاف نشدن وظایف طرفین در این تعامل است. به لحاظ نظری می‌توان ریشه این موضوع را در بروز مساله کارگزاری و همسو نبودن منافع طرفین در مشارکت جستجو کرد.

اگرچه مطالعات متعددی در زمینه شیوه‌ها و ابزارهای مقابله با مسائل کارگزاری در ادبیات سرمایه‌گذاری خطرپذیر وجود دارد، اما مطالعه‌ای در مورد شیوه‌های عملی مقابله سرمایه‌گذاران خطرپذیر در ایران با توجه به شرایط خاص فرهنگی و فضای حاکم بر توسعه شرکت‌های نوآور انجام نشده است. لذا این مطالعه به دنبال پاسخ این پرسش است که سرمایه‌گذاران در بکارگیری ابزارهای مقابله با مسائل کارگزاری و تعامل با شرکت نوآور، الزامات و اقتضائات رشد بنگاه را چگونه مدنظر قرار دهند.

بدین منظور، چالش‌های میان سرمایه‌گذار و کارآفرین در تعاملات سرمایه‌گذاری داخل کشور، به شیوه نظریه داده‌بنیاد<sup>۵</sup> مورد بررسی قرار گرفته است تا ضمن بررسی ابزارهای مناسب مقابله با مساله کارگزاری در ایران، رویکرد انعقاد قرارداد در هر مرحله از رشد شرکت‌ها نیز شناسایی شود.

## ۲- مبانی نظری پژوهش

هنگامی که سرمایه‌گذار خطرپذیر و شرکت نوآور بر اساس فرآیند تصمیم‌گیری خود وارد مذاکره تامین مالی می‌شوند، و حتی پس از آنکه در قالب قرارداد، این رابطه ایجاد می‌شود، ممکن است به جهت اینکه پیش‌بینی دقیقی از آینده و وضعیت بازار فعالیت‌های شرکت وجود نداشته باشد، تصمیم صحیح اتخاذ نشود. همچنین نوع فعالیت‌های شرکت نوآور به گونه‌ای است که اولاً در کوتاه‌مدت قادر به پرداخت سود سرمایه‌گذاری انجام شده، سرمایه‌گذار خطرپذیر نیست، ثانیاً این فعالیت‌ها و پیشرفت طرح، به آسانی قابل مشاهده نیستند، لذا ممکن است فعالیت‌های انجام شده، دقیقاً منطبق با قرارداد پیش‌نرود.

چنین مسائلی در قالب مسائل کارگزاری مطرح می‌شوند که به دو صورت عدم همسویی منافع و عدم تقارن اطلاعاتی رخ می‌دهد. تئوری کارگزاری توسط جنسن و مک‌کلینگ (۱۹۷۶) تبیین شده است. رابطه کارگزاری در واقع قراردادی است که کارفرما(بان)، کار را به کارگزار(ان) می‌سپارند و قدرت تصمیم‌گیری را به آنان واگذار می‌کنند. در این میان تفکیک مالکیت از مدیریت رخ می‌دهد که موجب بروز مساله کارگزاری می‌شود (Jensen & Meckling, 1976).

به منظور حل چالش‌های منتج از مساله کارگزاری، هولمستروم (۱۹۷۹) فرض می‌کند کارفرما قادر به مشاهده کامل فعالیت‌ها و تلاش کارگزار نیست، لذا شیوه‌های جبران خدمت را بر اساس نشانه‌های خروجی

فعالیت وی، به گونه‌ای تنظیم می‌کند که کارگزار بیشترین تلاش را انجام دهد. در حوزه قراردادهای مالی، این نشانه‌ها می‌توانند سود و درآمد باشند (Holmstrom, 1979). در مطالعات دیگر تیروول (۲۰۱۰)، بیان می‌کند که علاوه بر دستاوردهای مالی که قابل سنجش و قابل مشاهده هستند، برخی انگیزه‌های شخصی<sup>۷</sup> وجود دارند که قابل مشاهده نیست و به کارگزار مربوط می‌شوند و دستاوردهای مالی را تحت الشعاع قرار می‌دهند (Dewatripont & Tirole, 1994; Tirole, 2010)، لذا بروز و ظهور این انگیزه‌های شخصی را نیز باید مدنظر قرار داد.

بروز مساله کارگزاری در سرمایه‌گذاری خطرپذیر، پیچیده‌تر و شدیدتر است، زیرا عمدتاً شرکت‌های سرمایه‌پذیر، بر پایه نوآوری یا فناوری فعالیت می‌کنند؛ در نتیجه عدم قطعیت فعالیت‌های کارگزار بیشتر بوده و امکان انعقاد قراردادی که کلیه ابعاد آینده را پیش‌بینی کند، بسیار کمتر است (Gompers, 1997). در عین حال دستیابی شرکت سرمایه‌پذیر به سنج‌های قابل لمس مانند فروش و درآمد، در درازمدت اتفاق می‌افتد، لذا سرمایه‌گذار براحتی نمی‌تواند از وضعیت عملکرد شرکت نوآور، اطلاعات کاملی بدست آورد و عدم تقارن اطلاعاتی زیادی اتفاق می‌افتد (Bergemann & Hege, 1998).

از سوی دیگر ممکن است میان منافع سرمایه‌گذار و کارآفرین همسویی وجود نداشته باشد (Trester, 1998). مثلاً مدیر شرکت نوآور که علاقمند به موفقیت طرح نوآورانه خود است، به شیوه‌ای عمل کند که اساساً از دیدگاه سرمایه‌گذار خطرپذیر مناسب نباشد. مساله دیگری که می‌تواند بروز کند، این است که مدیر شرکت نوآور برای جلب نظر و ادامه تامین مالی سرمایه‌گذار خطرپذیر، اقدام به ظاهرسازی نماید و دستاوردها را بیش از میزان واقعیت نشان دهد.

لذا در بررسی مساله کارگزاری در سرمایه‌گذاری خطرپذیر، دو مفهوم مهم وجود دارد: ۱- تقابل بین کارفرما (سرمایه‌گذار خطرپذیر) و کارگزار (شرکت نوآور) به لحاظ اینکه هر یک علاقمندند مطلوبیت خود را حداکثر سازند. ۲- عدم تقارن اطلاعاتی، برتری اطلاعاتی که کارگزار (شرکت نوآور) نسبت به کارفرمای خود (سرمایه‌گذار خطرپذیر) دارد و همینطور اطلاعات ناقصی که سرمایه‌گذار خطرپذیر در مورد خروجی فعالیت‌های آن دارد.

به‌طور کلی مسائلی که به جهت بروز عدم تقارن اطلاعاتی یا عدم همسویی منافع ممکن است اتفاق افتد در سه گروه قابل دسته‌بندی هستند (Bender, 2011):

- ۱) اطلاعات مخفی<sup>۸</sup>: که پیش از قرارداد اتفاق می‌افتد و سرمایه‌گذار خطرپذیر نسبت به کیفیت عملکرد شرکت نوآور آگاهی کافی ندارد، و باعث بروز مساله انتخاب نادرست (کژگزینی)<sup>۹</sup> می‌شود.
- ۲) فعالیت‌های مخفی<sup>۱</sup>: بعد از عقد قرارداد اتفاق می‌افتد و باعث بروز مساله مسوولیت‌گریزی (کژمنشی)<sup>۱۱</sup> می‌شود، به این ترتیب که چون سرمایه‌گذار خطرپذیر نمی‌تواند بخوبی فعالیت‌های شرکت را مشاهده،

ارزیابی و بررسی کند.

۳) نیت مخفی<sup>۱۲</sup>: پس از عقد قرارداد اتفاق می‌افتد و طرفین سوء استفاده یا فرصت طلبی‌هایی انجام می‌دهند که در قرارداد دیده نشده‌اند و مانعی برای فعالیت ایجاد می‌کند.

مطالعه حاضر، سعی می‌کند ابزارهای مناسب مقابله با مساله کارگزاری را متناسب با هر مرحله از رشد شرکت نوآور در تعامل با سرمایه‌گذاران خطرپذیر در ایران شناسایی و معرفی نماید.

### ۳- پیشینه پژوهش

مطالعات متعددی در مورد شیوه‌های کاهش هزینه‌های کارگزاری<sup>۱۳</sup> انجام شده است و ابزارهای گوناگونی مورد مطالعه و بررسی قرار گرفته‌اند. این ابزارها بطور کلی با دو هدف پایش<sup>۱۴</sup> و اطمینان‌بخشی<sup>۱۵</sup> بکار رفته‌اند. منظور از پایش، فعالیت‌ها و سنجه‌هایی است که به کمک آن علاوه بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذار خطرپذیر و شرکت در میل خود به سودآوری همراهی شوند؛ راه‌های آن نیز عبارتند از پایش از نزدیک (شامل سنجش و مشاهده و کنترل بودجه و محدود نمودن آن)، غربالگری<sup>۱۶</sup> و ارزیابی موشکافانه<sup>۱۷</sup> (فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذار خطرپذیر برای سنجش توانایی‌های شرکت نوآور و کیفیت پروژه‌ها و فعالیت‌هایش بکار می‌گیرد) و خودگزینی<sup>۱۸</sup> (قراردادهای پیشنهادی مختلف به مدیر شرکت نوآور داده می‌شود و انتخاب وی بطور ضمنی، توانمندی‌های وی را نشان می‌دهد). به این منظور باید به جمع‌آوری دقیق اطلاعات و ارزیابی توجه ویژه‌ای نمود. نزدیک بودن سرمایه‌گذار و شرکت نوآور در این زمینه اثرگذار است و در مطالعات بسیاری از محققان (Kaplan & Strömberg, 2003; Giot & Schwiendbacher, 2007; Tykvořá & Schertler, 2011) بررسی و اثبات شده است. سرمایه‌گذاری مشترک نیز برای دریافت اطلاعات بیشتر از کسب‌وکار و کاهش ریسک مناسب است (Casamatta & Haritchabalet, 2007; Fluck et al., 2005).

راهکار مهم دیگر، اقتضائی نمودن تزریق سرمایه به شیوه مرحله‌بندی سرمایه‌گذاری (Sahlman, 1990) است که در بسیاری مطالعات مدنظر قرار گرفته است (Li, 2008; Tian, 2011; Wennberg et al., 2010). همچنین به جهت همسو نمودن منافع طرفین سرمایه‌گذاری نیز بایست شیوه‌های جبران خدمت کارآفرین و ابزار تامین مالی مناسب به درستی تعیین شوند (Baker & Gompers, 1999; Bengtsson & Hand, 2011). سهام ممتاز و اوراق قابل تبدیل از جمله شیوه‌های تامین مالی هستند که به جهت ماهیت کنترلی و انگیزشی همزمان، در کاهش مساله کارگزاری بسیار موثر می‌باشد و در مطالعات مختلف مورد بررسی (Arcot, 2014; Broughman & Fried, 2010; de Bettignies & Brander, 2007; wijmeren, 2011;

(Lewis & Ver Trester, 1998) قرار گرفته‌اند. تاثیر همزمان اوراق قابل تبدیل و مرحله بندی سرمایه‌گذاری نیز مطالعه شده است (Cornelli & Yosha, 2003). این ابزار، شیوه مناسبی برای ایجاد تعادل بین نیاز به اختصاص حق نقدینگی به سرمایه‌گذار و حق تصمیم‌گیری مدیر شرکت نوآور در خروج بهینه است. همچنین هنگام عرضه عمومی سهام، اوراق قابل تبدیل به خودی خود به سهام عادی تبدیل می‌شوند (Hellmann, 2006). همچنین اوراق قابل تبدیل، کمتر از سایر رویکردها قدرت تصمیم‌گیری شرکت‌های نوپا را کم می‌کند و برای سرمایه‌گذار خطرپذیر این امکان را بوجود می‌آورد که ریسک را به خود شرکت نوآور منتقل کند زیرا به لحاظ قانونی قدرت اعمال نقدشوندگی بالاتری را برای سرمایه‌گذار خطرپذیر بوجود می‌آورد (Cumming, 2005).

علاوه بر ابزارهای پایشی، استفاده از حقوق کنترلی نظیر حقوق نقدکردن دارایی‌ها<sup>۱۹</sup>، عدم ترقیق سهام<sup>۲۰</sup> و حق رأی<sup>۲۱</sup> در حاکمیت شرکتی بر کاهش مساله کارگزاری اثرگذار است (Wirtz, 2011). هرگاه سرمایه‌گذار احساس کند قادر به پیشگیری از بروز مسائل کارگزاری نخواهد بود، ابزارهای کنترلی بکار می‌گیرد (Leisen, 2012). همچنین قراردادان نماینده سرمایه‌گذارهای خطرپذیر در ساختار هیئت مدیره شرکت‌های نوآور می‌تواند در سرعت گرفتن فرآیند رشد شرکت اثرگذار باشد (Berry et al., 2006; Chen & Chuang, 2009; Kaplan & Strömberg, 2003).

منظور از اطمینان بخشی نیز راه‌هایی است که شرکت نوآور برای نشان دادن عملکرد خوب خود بکار می‌گیرد مانند علامت‌دهی به معنای قراردادان اطلاعات و نشانه‌هایی از عملکرد توسط مدیر شرکت نوآور به سرمایه‌گذار خطرپذیر (Cai et al., 2007; Elitzur & Gavius, 2003; Hsu, 2007)، گذراندن آموزش‌های تخصصی، یا ارائه برنامه کسب‌وکار خوب (Bender, 2011). به‌علاوه حسن شهرت شرکت نوآور<sup>۲۲</sup> منجر به افزایش انگیزه وی می‌شود زیرا حفظ شهرت سخت‌تر از ایجاد آن است و در نتیجه تلاش برای عملکرد مناسب و کسب بازخورد خوب توسط کارآفرین انجام خواهد شد (Dimov et al., 2007; Ebbers & Wijnberg, 2012).

سرمایه‌گذاری شخصی<sup>۲۳</sup> شرکت نوآور، سبب جلب اطمینان سرمایه‌گذار خطرپذیر می‌شود و قرارداد‌های خودتضمین<sup>۲۴</sup> (که شامل تضمین و تعهدی است که شرکت نوآور فعالیت‌های معینی را به انجام خواهد رساند و در صورت عمل نمودن برخلاف آن، باید به نحوی مافات سرمایه‌گذار خطرپذیر را جبران کند) هم به همین ترتیب موجب همراستا شدن سرمایه‌گذار خطرپذیر و شرکت نوآور می‌شوند (Bitler et al., 2009; Gonzales-Diaz & Solis-Rodriguez, 2012; Truls, 2002). خلاصه مطالعات در جدول (۱) آورده شده است.

در مورد رشد شرکت‌های نوآور نیز مطالعات و دسته‌بندی‌های مختلفی ارائه شده است. رشد ممکن است بر اساس میزان درآمد، افزایش ارزش سهام، حجم کسب‌وکار، سهم بازار، کیفیت محصول یا رضایت

جدول (۱): خلاصه مطالعات ابزارهای مقابله با مساله کارگزاری

ابزار مقابله با مساله کارگزاری	نویسنده (سال)	سایر عوامل اثرپذیر
کاهش فاصله با شرکت به منظور پایش از نزدیک	(Kaplan & Stromberg, 2003; Giot & Schwienbacher, 2007; Bender, 2011; Tykvova, 2007)	کاهش هزینه پایش گردآوری اطلاعات دقیق تر افزایش احتمال عرضه سهام در بورس
مرحله بندی سرمایه گذاری	(Sahlman, 1990; Tian, 2011; Bienz & Hirsch, 2012; Kaplan & Stromberg, 2003; Cornelli & Yosha, 2003; Gompers, 1995; Wennberg et al., 2010; Leisen, 2012; Tykvova, 2007)	کاهش هزینه پایش کاهش انگیزه ترک مشارکت توسط کارآفرین افزایش احتمال عرضه سهام در بورس کاهش خطر کژمنشی
ابزار تامین مالی (سهام ممتاز، سهام ممتاز قابل تبدیل، ...)	(Trester, 1998; Gompers, 1995; Arcot, 2014; Kaplan & Strömberg, 2003; Lewis & Verwijmeren, 2011; Cumming, 2009; Tykvova, 2007; Bergemann & Hege, 1998)	کاهش مسئولیت گریزی کارآفرین کاهش فعالیت های زودبازده و پتیرنی
شیوه های جبران خدمت کارآفرین	(Sahlman, 1990; Baker & Gompers, 1999; Bengtsson & Hand, 2011; Tykvova, 2007)	دادن سهام مدیریتی به کارآفرین
حقوق کتتری	(Kaplan & Strömberg, 2003; Hellmann, 2006; Gompers, 1997; Cumming, 2005; Broughman & Fried, 2010; Wirtz, 2011)	افزایش انگیزه برای موفقیت طرح ممانعت از تصمیم گیری های یکسویه از طرف کارآفرین
سرمایه گذاری مشترک با سایر سرمایه گذاران شخصی	(Casamatta & Harichabalet, 2007; Fluck et al, 2005)	تنوع بخشی به سبد سرمایه گذاری افزایش حجم سرمایه گذاری و قدرت چانه زنی
سرمایه گذاری شخصی کارآفرین	(Gonzalez & Solis, 2012; Bitler et al., 2009; Truls, 2002)	محک عملکرد کارآفرین

مشتریان، حُسن شهرت شرکت، کیفیت محصولات و خدمات، ارزش سهام شرکت، تعداد کارکنان، فروش، درآمد، ظرفیت تولید، و وجود منابع مالی کافی تعریف شود (Carrizosa, 2007; Daunfeldt, et al., 2013; Florin, 2005; Gundry & Welsch, 2001; Kruger, 2004).

از نظر کارآفرینان، شخصی موفق است که تلاش کرده شرکت جدید خود را با وجود همه سختی ها ایجاد و حفظ کند (Florin, 2005). در مورد رشد شرکت های نوآور مبتنی بر فناوری، افزایش احتمال عرضه عمومی اولیه سهام، تعداد پرسنل و میزان سرمایه گذاری تحقیق و توسعه، تعداد ثبت اختراع و توان رشد سریع نیز سنجه هایی برای رشد به حساب می آیند (Croce et al., 2013; Doh & Kim, 2014).

در تعریف سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، شرکت ها از دیدگاه مرحله رشد با توجه به میزان توسعه یافتگی محصول سه دسته استارت آپ ها<sup>۲۵</sup>، شرکت های در حال رشد<sup>۲۶</sup> و شرکت های بالغ<sup>۲۷</sup> تقسیم بندی

می‌شوند. در مورد شرکت‌های نوپا پیشینه اطلاعاتی مستدلی وجود ندارد. شرکت‌های در حال رشد، توان بالقوه تولید محدود محصول دارند و دارای سیستم توسعه کسب‌وکار سریعی هستند. شرکت‌های بالغ عمدتاً پایداری رقابتی دارند و تمرکز آنها بر کاهش هزینه‌ها استوار است (OECD, 2003).

مطالعات متعددی در زمینه اثرات سرمایه‌گذاری خطرپذیر بر رشد شرکت‌ها انجام شده است. مطالعه کول و همکارانش (۲۰۱۰) نشان داده که سرمایه‌گذاری خطرپذیر بهتر از تامین مالی مبتنی بر بدهی موجب رشد و عرضه عمومی سهام شرکت‌ها می‌شود (Cole et al., 2016). پژوهش دیگری افزایش تعداد کارکنان را سنجه رشد شرکت‌های نوآور دانسته و اثر مثبت سرمایه‌گذاری خطرپذیر را اثبات نموده است (Davila et al., 2003). کروسه و برتونی در مطالعات خود، تاثیر ارزش افزوده روش و رفتار سرمایه‌گذاران خطرپذیر را بر رشد شرکت‌های نوآور مورد از بُعد بهره‌وری و افزایش تعداد کارکنان و فروش بیان نموده‌اند (Bertoni et al., 2011; Croce et al., 2013).

در میان مطالعات یادشده، بررسی تاثیر مرحله رشد شرکت بر انتخاب ابزارهای مقابله با مساله کارگزاری بطور مستقیم مشاهده نمی‌شود؛ هرچند استفاده از قراردادهای پویای انگیزشی بطور کلی و عمومی بر مبنای مشاهده میزان تلاش و دستاوردهای کارگزار برای کاهش مساله کارگزاری، در برخی مطالعات توصیه شده است (Laffont & Tirole, 1998). در سرمایه‌گذاری خطرپذیر، سرمایه‌گذار تمایل دارد تا حداکثر جبران خدمات را «مبتنی بر عملکرد» انجام دهد، مورد زمانی که تضاد منافع بیشتری بین کارآفرین و سرمایه‌گذار وجود داشته باشد، این شیوه باید بیشتر بکارگرفته شود تا همراهی کارآفرین جلب شود (Kaplan & Strömberg, 2003). هرچه میزان عدم قطعیت، بیشتر و نسبت دارایی‌های قابل لمس کمتر، باشد، نیاز به مرحله‌بندی سرمایه‌گذاری برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر خواهد بود (Bienz & Hirsch, 2012). همچنین سرمایه‌گذار و کارآفرین به مرور پیشرفت کار، یادگیری دارند؛ در نتیجه جبران خدمت کارآفرین را باید مانند قرارداد اختیار خرید سهام، مبتنی بر عملکرد آتی تنظیم نمود (Bergemann & Hege, 1998; Bergemann et al., 2009).

در میان مطالعات داخلی مختلف، تعداد مطالعات در حوزه قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر اندک است. کولیوند (۱۳۹۵) استفاده از رویکردهای مختلف انگیزشی و کنترلی را با توجه به ریسک موجود در شرکت‌های سرمایه‌پذیر مورد بررسی قرار داده و به این نتیجه رسیده است که هرچه ریسک داخلی و بیرونی کسب‌وکار بیشتر باشد، لزوم جبران خدمت با توجه به عملکرد و کنترل شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر افزایش می‌یابد (کولیوند، ۱۳۹۵).

حیدری و محمدی (۱۳۹۵) نیز، ویژگی‌های شرکت‌های نوآور که از سرمایه‌گذاری خطرپذیر استفاده نموده‌اند را در مراحل مختلف رشد مورد بررسی قرار داده‌اند و نشان داده‌اند سه مولفه مهارت کارآفرین،



شاخص‌های توسعه کسب‌وکار و نوع ریسک در مراحل مختلف رشد تغییر می‌کند و بر این اساس کسب‌وکارها را در سه مرحله جنینی، نوپایی و آغاز رشد دسته‌بندی نموده‌اند.

در مقاله حاضر با استفاده از دستاوردهای مطالعه حیدری و محمدی (۱۳۹۵) در مورد ویژگی‌های کسب‌وکار در مراحل مختلف رشد، تلاش شده است ابزارهای متناسب هر مرحله با در نظر گرفتن شرایط محیطی غالب بر سرمایه‌گذاری و تامین مالی کسب‌وکارهای نوآور ایران شناسایی و معرفی گردند.

چنانچه ذکر شد، ابزارها و روش‌های متعددی برای کاهش مساله کارگزاری در ادبیات سرمایه‌گذاری خطرپذیر ارائه شده است؛ اما آیا می‌توان نسخه واحدی از تعامل میان سرمایه‌گذار و کارآفرین را مدنظر قرار داد؟ و در غیراینصورت سرمایه‌گذاران چه عواملی را برای انتخاب رویکرد تعامل خود مدنظر قرار می‌دهند؟ به نظر می‌رسد انعقاد هر قرارداد و اتخاذ شیوه تعامل در مورد هر تقاضای تامین مالی با تقاضای دیگر متفاوت است. در الگوها و نمونه قراردادهای نیز همواره این نکته ذکر می‌شود که استفاده از این الگوها<sup>۲۸</sup> بدون بررسی شرایط و مقتضیات هر قرارداد، صحیح نیست. لذا با استفاده از مطالعات انجام شده در پیشینه تحقیق، تنها می‌توان چک لیستی از ابزارها را به سرمایه‌گذاران و کارآفرینان پیشنهاد نمود تا به فراخور وضعیت، از میان آنها انتخاب و در قرارداد استفاده نمایند.

#### ۴- روش پژوهش

پژوهش حاضر از نوع توسعه‌ای، توصیفی و کیفی است. علت بکارگیری راهبرد نظریه داده‌بنیاد، آن است که اولاً عمده مطالعات بین‌المللی انجام شده در بستر پایگاه داده‌های کامل و وجود داده‌های تاریخی بصورت کمی صورت پذیرفته‌اند، در حالیکه اطلاعات این حوزه در کشور مستندسازی نشده است. لذا از روش‌های کیفی برای انجام این پژوهش استفاده شده است تا به کمک تجربیات واقعی، سازوکارهای مقابله با چالش‌های آتی در سرمایه‌گذاری، پیش‌روی سرمایه‌گذاران و کارآفرینان گشوده شود.

دوم آنکه صرف مطالعه کمی در مورد تاثیر بکارگیری ابزارها بر موفقیت یا شکست کسب‌وکارها، فضای عمومی حاکم بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور را توضیح نخواهد داد، در حالیکه تعامل میان سرمایه‌گذار و کارآفرین، علاوه بر آنکه جنبه‌های مالی دارد، تعاملی اجتماعی و انسانی است؛ و ضروری است عوامل اجتماعی تاثیرگذار بر آن در محیط سرمایه‌گذاری خطرپذیر نیز مدنظر قرار گیرند و راهبرد نظریه داده‌بنیاد می‌تواند این مهم را به خوبی برآورده نماید.

مراحل اصلی راهبرد نظریه داده‌بنیاد شامل تدوین پرسش‌های پژوهش، گردآوری داده‌ها همراه با تحلیل، کدگذاری داده‌ها، یادداشت‌برداری، نگارش و تدوین است (Strauss & Corbin, 1998).

جامعه هدف پژوهش، شرکت‌های نوآور مبتنی بر فناوری است که از تامین مالی مبتنی بر فروش غیربورسی سهام شرکت‌شان استفاده نموده، همچنین سرمایه‌گذاران خطرپذیری است که در این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کرده‌اند. به منظور انتخاب نمونه، اطلاعات در دسترس مربوط به سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر و شتابدهی‌های انجام شده توسط اعضای انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور مد نظر قرار گرفته است. افراد مورد مصاحبه شامل گروه‌های زیر از ۱۷ مجموعه مختلف<sup>۲۹</sup> بوده است:

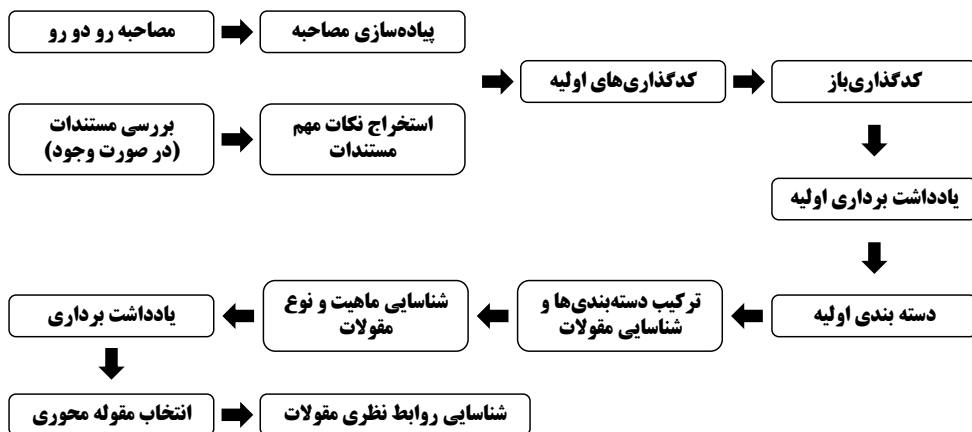
- نمایندگانی از سرمایه‌گذاران خطرپذیر که در شرکت‌های نوآور سرمایه‌گذاری نموده‌اند در سطح مدیرعامل، مدیر حقوقی یا مدیر سرمایه‌گذاری؛ زیرا این افراد از نزدیک در تعاملات حضور داشته‌اند. - شرکت‌های نوآور که از شیوه سرمایه‌گذاری خطرپذیر برای تامین مالی استفاده نموده‌اند (در سطح بنیانگذاران).

- شتابدهنده‌هایی که اقدام به سرمایه‌گذاری نموده و امکان جذب سرمایه برای شرکت‌های نوظهور آن‌ها فراهم شده است (در سطح مدیرعامل یا مدیر حقوقی یا مدیر سرمایه‌گذاری).

- فرشتگان کسب‌وکاری که عملاً اقدام به سرمایه‌گذاری نموده‌اند.

- مشاوران حقوقی که مستقیماً در تعامل میان سرمایه‌گذاران خطرپذیر و کارآفرینان حضور داشته‌اند. سپس سوالاتی برای مصاحبه نیمه‌ساختاریافته طراحی و از هر یک از مصاحبه‌شوندگان خواسته شد تا داستان سرمایه‌گذاری (یا جذب سرمایه) و چالش‌های پیش آمده در مسیر سرمایه‌گذاری و تعامل میان سرمایه‌گذار و کارآفرین را بیان نمایند. در نهایت، اگر امکان در اختیار گذاشتن اسناد و مدارک مربوط به قرارداد فیما بین نیز وجود داشت، این اسناد نیز مورد بررسی قرار گرفتند تا مکمل اطلاعات مصاحبه‌ها باشند. پس از آن، فرآیند تحلیل داده‌ها آغاز شد و کلیه مصاحبه‌ها و مستندات مربوط به سرمایه‌گذاری‌ها، از طریق کدگذاری، بررسی و تحلیل گردیدند. فرآیند تحلیل اطلاعات، بصورت شکل (۱) بوده است. پس از پیاده‌سازی مصاحبه‌ها و استخراج نکات مستندات بررسی شده، کدگذاری‌های اولیه بر روی مصاحبه‌های پیاده‌سازی شده، انجام گرفته است. این کدگذاری‌ها، حوزه‌های تمرکز و نیاز به اطلاعات بیشتر در هر یک از حوزه‌ها را برای پژوهشگر مشخص نموده است. سپس یادداشت‌برداری اولیه انجام شده تا شکاف موجود میان داده‌ها و اطلاعات گردآوری شده مشخص شود و مصاحبه‌های تکمیلی جهت گردآوری اطلاعات بیشتر در هر یک از مفاهیم صورت گیرد. در این مرحله از نمونه‌گیری گلوله برفی نیز استفاده شده تا به توصیه مصاحبه‌شوندگان، اشخاص دیگری که از نزدیک در چنین تعاملی نقش داشته‌اند، مدنظر قرار گیرند.

سپس با استفاده از کدهای مهم و تکرارشونده، اطلاعات گردآوری شده غربال شده‌اند و کدها و مفاهیمی



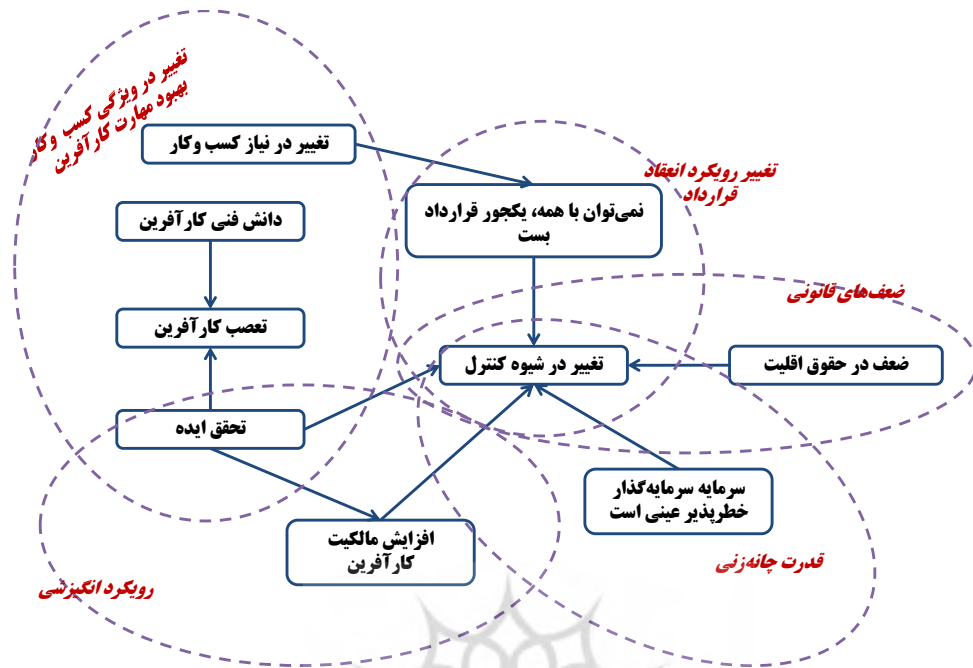
شکل (۱): فرآیند تحلیل اطلاعات

که بیشترین همراستایی و ارتباط را برای دسته بندی داده ها در راستای مساله پژوهش داشتند، مشخص گردیده است. از آنجا که بیش از ۴۰۰ کد باز در این پژوهش استخراج شده است و امکان آوردن همه آنها در این مقاله وجود ندارد، نمونه ای از انجام دسته بندی کدهای باز شناسایی شده در بخشی از یک مصاحبه در شکل (۲) آورده شده است.

بر این اساس، مقوله های مرتبط با مفاهیم دسته بندی شده شناسایی شدند که عبارتند از:

- بهبود مهارت کارآفرین
- تغییر نوع ریسک
- تفکیک مدیریت و مالکیت
- رویکرد انگیزشی قرارداد
- زیرساخت های فرهنگی
- عوامل محیطی کسب و کار
- ارزش افزوده غیرمالی سرمایه گذاری
- پذیرش شراکت واقعی توسط کارآفرین
- جلب اعتماد کارآفرین
- تغییر در ویژگی های کسب و کار
- انتخاب صحیح در سرمایه گذاری
- توسعه کسب و کار
- رویکرد کنترلی قرارداد
- مدیریت بر اساس مالکیت
- انعقاد قرارداد دوراندیشانه
- قدرت چانه زنی
- عرضه و تقاضای تامین مالی
- ضعف های قانونی

سپس ابعاد و ماهیت مقوله های شناسایی شده، بررسی شده است در پژوهش کیفی، اعتبارسنجی حین انجام



شکل (۲): نمونه‌ای از روابط و دسته‌بندی کدهای باز برای شناسایی مقوله‌ها در بخشی از یک مصاحبه

گام‌های پژوهش رخ می‌دهد، لذا قابل اعتماد بودن داده‌ها و روند پژوهش و مبنای تجربی آن‌ها در اعتبار نتیجه پژوهش اثرگذار است (Strauss & Corbin, 1998). بر این اساس، اقداماتی برای حصول اطمینان از اعتبار یافته‌ها از منظر پژوهش، مشارکت کنندگان و خوانندگان قابل انجام است (Creswell & Miller, 2000) که در این پژوهش عبارتند از:

- تطبیق توسط مشارکت کنندگان<sup>۳۱</sup>: مشارکت کنندگان، کدگذاری محوری و ارتباط میان مقوله‌ها را بازمینی و نظر خود را در مورد آن اعلام نمودند و نقطه نظرات آنان در این زمینه بررسی شده و اعمال گردید.

- بررسی تخصصی<sup>۳۲</sup>: نتایج تحقیق با خبرگان این صنعت و اشخاص کلیدی و با تجربه نیز مطرح شد و نظرات آنان نیز دریافت گردید.

- مشارکتی بودن پژوهش: همزمان با انجام تحلیل‌ها، از اظهارنظر مشارکت کنندگان در تحلیل و تفسیر داده‌ها نیز بهره گرفته شد.

- بررسی قابلیت اعتماد: مطالعه مجدد مصاحبه‌ها و کدگذاری آنها و مقایسه با کدگذاری اولیه برای بررسی قابلیت اعتماد کدگذاری‌ها نیز انجام شد.

در نهایت پس از انجام اصلاحات نهایی، با استفاده از یادداشت‌ها و بررسی مقوله‌ها و مفاهیم شناسایی شده و رسیدن به اشباع نظری، انتخاب مقوله محوری صورت گرفته و ارتباط میان سایر مقوله‌ها با آن مشخص شده است.

## ۶- تجزیه و تحلیل یافته‌ها

بر اساس تحلیل کدگذاری‌ها و دسته‌بندی‌های انجام گرفته، مقوله محوری، شرایط علی، زمینه‌ها، عوامل مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها تعیین شده‌اند که به شرح زیر است.

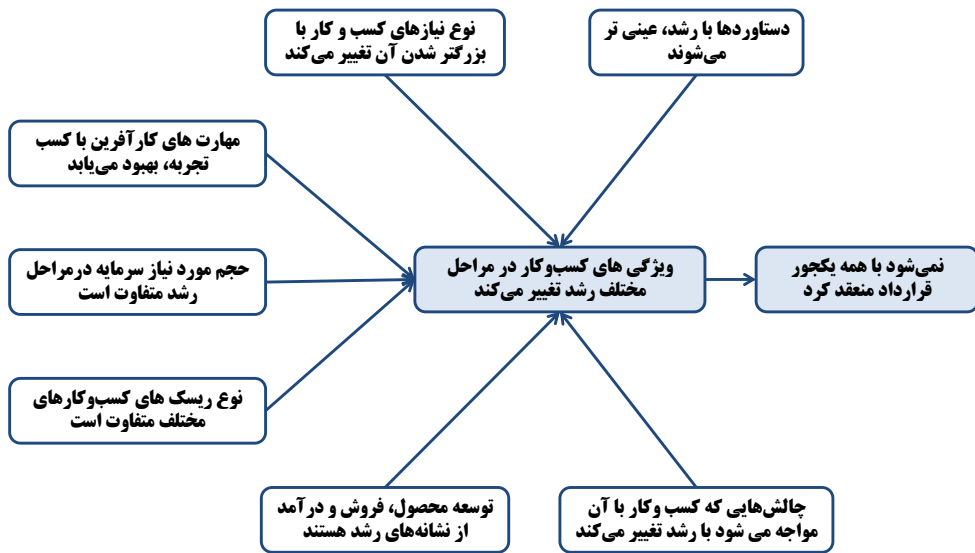
### ۵-۱- مقوله محوری: ویژگی کسب‌وکارها در مراحل مختلف رشد تغییر می‌کند.

با استفاده از کدگذاری مصاحبه‌های انجام شده با سرمایه‌گذاران و کارآفرینان، نکته حائز اهمیت اکثر مصاحبه‌ها این است که ویژگی‌های کسب‌وکار در مراحل مختلف رشد تغییر می‌کند و در نتیجه اتخاذ رویکرد یکسان به همه طرح‌ها و کارآفرینان در قراردادها منطقی نیست. تغییر در ویژگی‌های کسب‌وکار خود متأثر از تغییر در نوع دستاوردهای کسب‌وکار در مراحل مختلف رشد، تغییر حجم مورد نیاز سرمایه، نوع ریسک‌ها، نیازهای کسب‌وکار، توسعه محصول، میزان فروش و درآمد، توسعه منابع انسانی و مانند آن است که در شکل (۳) آمده است.

علاوه بر آنکه ویژگی‌های کسب‌وکار در اثر تغییر مولفه‌های مرتبط با رشد تغییر می‌کند، این تغییر بر راهبردهایی که به بهبود تعامل میان سرمایه‌گذار و کارآفرین منجر می‌شود نیز اثر می‌گذارد. لذا مقوله‌ای که می‌توان آنرا در ارتباط با سایر مقوله‌های شناسایی شده (در قالب شرایط علی، زمینه‌ها و شرایط مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها) در نظر گرفت، تغییر در ویژگی‌های کسب‌وکار در مراحل مختلف رشد است.

### ۵-۲- شرایط علی: عواملی که با رشد، باعث تغییر در ویژگی کسب‌وکارها می‌شود.

با بررسی کسب‌وکارهای مختلف که هریک در وضعیت رشد متفاوتی با کسب‌وکار دیگر بودند، تلاش شد تا عواملی که با رشد کسب‌وکار تغییر می‌کنند، شناسایی شود. در واقع آنچه موجب می‌شود کسب‌وکاری با کسب‌وکار دیگر متفاوت باشد، تغییر در مهارت‌های کارآفرین، توسعه کسب‌وکار و نوع ریسک است. البته تفاوت در کسب‌وکارها، محدود به سه مولفه یادشده نمی‌شود، مثلاً یک کسب‌وکار در حوزه فناوری اطلاعات با کسب‌وکار حوزه زیست فناوری، بسیار متفاوت است، چه از نظر سرمایه مورد نیاز برای فعالیت، چه از نظر مهارت‌های تخصصی مورد نیاز و چه از نظر مدت زمانی که طول می‌کشد تا محصول هریک وارد بازار شود. اما بالاخره هریک از آنها فرآیند رشد محصول را طی می‌نمایند، ریسک‌های



شکل (۳): مفاهیم مرتبط با مقوله محوری

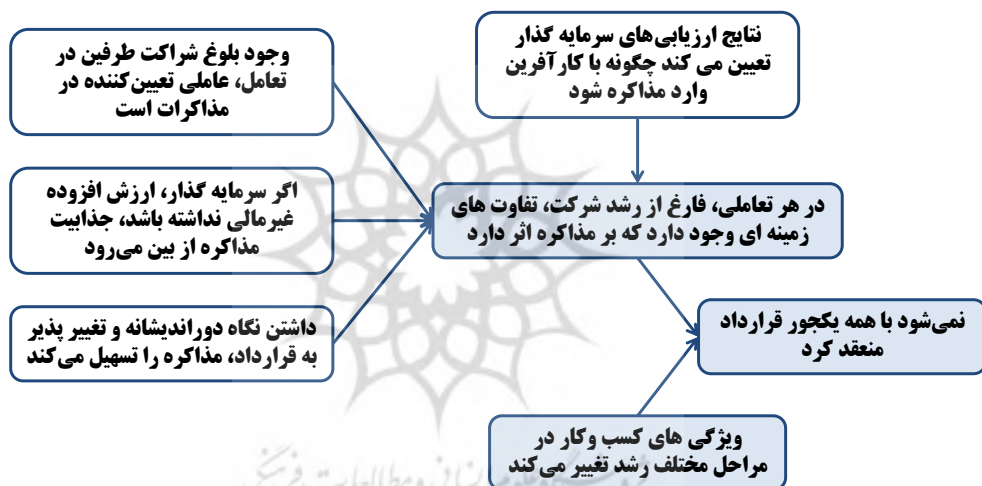
متفاوتی را در طول عمر کسب و کارش پشت سر می گذارند و بنیانگذار هر یک از آنها، به مرور کسب تجربه می کند و مهارتهایش تغییر می کند.

۳-۵-زمینه ها: عواملی که از سمت کسب و کار بر شیوه تعامل سرمایه گذار و کارآفرین اثر می گذارند. عواملی که از سمت سرمایه گذار یا کارآفرین رخ می دهند و وابسته به رشد شرکت نیستند؛ بلکه بستر ساز بکارگیری و اتخاذ راهبردهای متناسب هستند، به عنوان مقوله های زمینه ای مدنظر قرار گرفته اند. این مقوله ها عبارتند از ارزیابی صحیح در سرمایه گذاری، بلوغ شراکت سرمایه گذار و کارآفرین، وجود ارزش افزوده غیرمالی سرمایه گذار و انعقاد قرارداد دور اندیشانه. مفاهیمی که هر یک از این مقوله ها را بوجود آورده اند در جدول (۲) آمده است. همچنین این زمینه ها و ارتباطشان با مقوله محوری در شکل (۴) آمده است.

در واقع علاوه بر آنکه تعامل سرمایه گذار و کارآفرین متأثر از ویژگی های کسب و کار در مراحل مختلف رشد آن است، درعین حال میزان آمادگی طرفین برای شراکت، ارزیابی صحیح، وجود ارزش افزوده غیرمالی سرمایه گذار و داشتن نگاه دوراندیشانه در تعاملات نیز برآن اثرگذار است. به عنوان مثال به علت آنکه مدت زمان زیادی از فعالیت شرکت ها و صندوق های سرمایه گذاری خطرپذیر نمی گذرد، کم تجربگی سرمایه گذاران موجب می شود در تعریف حقوق کنترلی و تنظیم قراردادها به نفع خود دچار اغراق شوند که این مساله انگیزه کارآفرینان را از بین ببرد. از سوی دیگر، کمبود مهارت های غیرفنی

## جدول (۲) زمینه‌های بستر ساز تعامل سرمایه‌گذار و کارآفرین

زمینه‌ها	مفاهیم	زمینه‌ها	مفاهیم
ارزیابی صحیح در سرمایه‌گذاری	ارزیابی همه جانبه	پذیرش شراکت واقعی توسط کارآفرین (بلوغ شراکت)	شفافیت در اجرای فعالیت‌ها
	داشتن ثبت اختراع و استانداردها		کم تجربگی سرمایه‌گذارهای خطرپذیر
	تیم قوی و صداقت		مشارکت در سود و زیان
	مرجع معرفی طرح		مواجهه با واقعیت‌های کسب‌وکار
ارزش افزوده غیرمالی سرمایه‌گذاری	حمایت غیرمالی سرمایه‌گذار	انعقاد قرارداد دوراندیشانه	شفافیت توافقات از ابتدا
	دیدگاه بلندمدت		تعدیل دارایی با پیشرفت کار



شکل (۴): عوامل زمینه‌ساز که بر تعامل اثر دارند

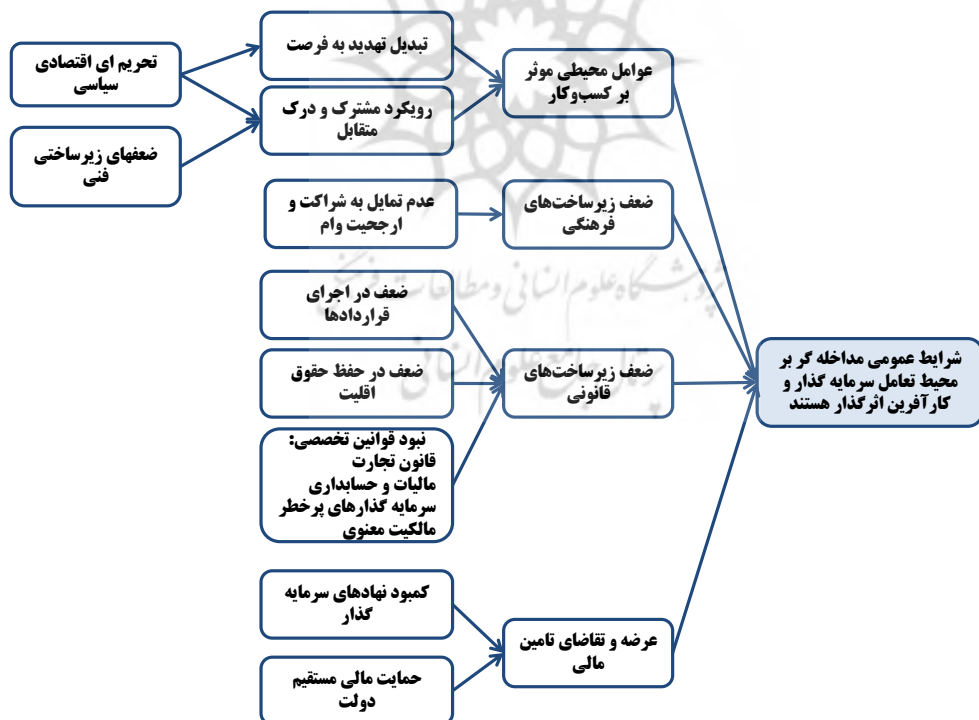
کارآفرینان و تعصبات ذهنی آنها باعث می‌شود در پذیرش شرایط منصفانه سرمایه‌گذاران نیز دچار تردید باشند. این مسائل تعامل سرمایه‌گذار و کارآفرین و در نتیجه راهبردهای متناسب را تغییر می‌دهد.

۴-۵- شرایط مداخله‌گر: عواملی که بصورت عمومی بر تعامل کارآفرین و سرمایه‌گذار حکمفرماست. علاوه بر آنکه شرایط زمینه‌ای رابطه سرمایه‌گذار و کارآفرین، همچنین ویژگی‌های کسب‌وکار در مراحل مختلف رشد بر انتخاب و اتخاذ راهبردها اثر می‌گذارد، برخی مقوله‌ها و مفاهیم شناسایی شده‌اند که بر فضای عمومی کسب‌وکارهای نوآور و سرمایه‌گذاری خطرپذیر بر ایران اثرگذار هستند. از جمله این

عوامل، ضعف در زیرساخت‌های فرهنگی و قانونی و ساختار بازار تامین مالی شرکت‌های نوآور است که بصورت خلاصه در شکل (۵) آمده‌اند.

عوامل محیطی مانند تحریم‌های اقتصادی سیاسی باعث می‌شود این تعاملات همواره با عدم قطعیت و ریسک‌های محیطی مواجه باشند و لازم باشد طرفین رفتار منعطفی از خود نشان دهند. ضعف در زیرساخت‌های فرهنگی و عدم تمایل به شراکت در میان کارآفرینان، موجب می‌شود سرمایه‌گذاران از ابزارهایی استفاده کنند که فضای بی‌اعتمادی را کمرنگ‌تر سازند. اثرگذاری مالی مستقیم دولت نیز باعث می‌شود کارآفرینان همواره منابع مالی ارزان قیمت دولتی را به مشارکت واقعی در سود و زیان ترجیح دهند که باعث می‌شود رشد طبیعی آنها دچار اشکال شود.

درعین حال، ضعف در زیرساخت‌های قانونی، چالش‌های تعامل را افزایش می‌دهد، مثلاً ضعف در قوانین مالکیت فکری موجب می‌شود کارآفرینان نسبت به بیان جزئیات طرح خود دچار ترس از دزدیده شدن ایده باشند، همچنین عدم وجود مفاد تخصصی قانون تجارت باعث می‌شود سرمایه‌گذاران راهکارهای کنترلی بیشتری را برای حفظ حقوق خود مثلاً در مورد سهام ممتاز و شرایط سهامداری تعریف نمایند.



شکل (۵): شرایط عمومی مداخله‌گر موثر بر تعامل سرمایه‌گذار و کارآفرین



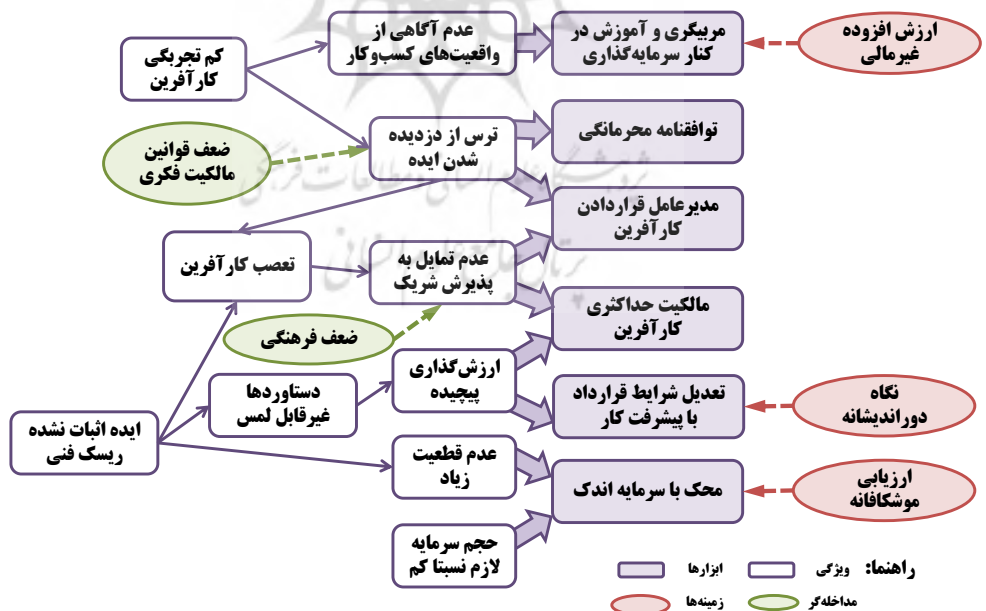
## ۵-۵- راهبردها: چگونگی تعامل سرمایه‌گذار و کارآفرین در مراحل مختلف رشد.

چنانچه ذکر شد مقوله محوری شناسایی شده، تغییر در ویژگی‌های کسب‌وکار در مراحل مختلف رشد است و راهبرد اصلی متناسب با این مقوله، تغییر در رویکرد انعقاد قرارداد شناسایی شده است. در واقع آنچه به عنوان ویژگی‌های کسب‌وکار در مراحل مختلف رشد در شرایط علی توضیح داده شد-که شامل عوامل توسعه کسب‌وکار، مهارت‌های کارآفرین و تغییر نوع ریسک است - باعث می‌شود اتخاذ رویکرد یکسان در انعقاد قرارداد به همه کسب‌وکارها ممکن نباشد. با در نظر گرفتن این ویژگی‌ها در کنار عوامل زمینه‌ساز و شرایط مداخله‌گر، راهبردهای متناسب در هر مرحله از رشد بصورت زیر شناسایی شده‌اند:

### الف- راهبردهای متناسب با مرحله جنینی

در مرحله جنینی که هنوز ایده محقق نشده و همه عوامل مرتبط با آن با عدم قطعیت زیادی همراه است، و در عین حال نیاز به حجم سرمایه کمتری نسبت به سایر مراحل رشد وجود دارد، سرمایه‌گذاران با پذیرش ریسک، رویکرد جلب اعتماد کارآفرین را برای همراه نمودن وی و انتخاب کسب‌وکارهای مناسب اتخاذ می‌نمایند. این رویکرد و ابزارهای متناسب با آن در شکل (۶) آمده است.

در این مرحله، هنوز کسب‌وکار بصورت ایده‌ای در ذهن کارآفرین است، لذا دستاورد و دارایی قابل لمس



شکل (۶): راهبردهای متناسب با مرحله جنینی

همچنین سابقه فعالیت از کسب‌وکار وجود ندارد. در عین حال وجود تعصب زیاد در کارآفرین باعث می‌شود «ارزیابی دقیق و ارزشگذاری» در این مرحله با چالش بیشتری روبرو شود. در این صورت، یکی از راهکارها، «تعدیل شرایط قرارداد با پیشرفت کار» است. کارآفرین ممکن است نسبت به پیش‌بینی‌های آتی و موفقیت کسب‌وکار، برآورد مثبت اندیشانه داشته باشد، برای آنکه تعامل شکل بگیرد، سرمایه‌گذار ارزشگذاری پیشنهادی خود را با امکان تعدیل شرایط قرارداد ارائه می‌کند و به این ترتیب اگر دستاوردها مطابق پیش‌بینی کارآفرین باشد، تعدیل اتفاق می‌افتد.

همچنین ترس از دزدیده شدن ایده، باعث می‌شود مساله «پنهانکاری و عدم وجود شفافیت اطلاعات از سوی کارآفرین» بیشتر بروز نماید. از آنجا که کارآفرین در این مرحله، تجربه کافی در کسب‌وکار را بدست نیاورده و عمده ریسک کسب‌وکار در این مرحله، مربوط به اثبات ایده و تهیه نمونه اولیه محصول است، ممکن است مساله «انجام فعالیت‌های نادرست» نیز بروز نماید. در چنین مواردی، سرمایه‌گذار برای آنکه بتواند اطلاعات دقیق‌تری از کسب‌وکار بدست بیاورد «توافقنامه محرمانگی» با کارآفرین امضا می‌کند. لازم به ذکر است که در قوانین و مقررات حوزه مالکیت معنوی در کشور ضعف‌های زیادی وجود دارد. همچنین برای آنکه تمایل کارآفرین به شراکت حفظ شود، «کارآفرین بعنوان مدیرعامل انتخاب می‌شود» و «مربوبی و آموزش در کنار سرمایه‌گذاری» باعث می‌شود از اقدامات اشتباه کارآفرین تا حد ممکن جلوگیری گردد. به علت وجود زمینه‌های فرهنگی و ریشه دار بودن عدم تمایل به داشتن شریک، فضای بی‌اعتمادی بصورت ناخودآگاه وجود دارد، لذا اهمیت جلب اعتماد کارآفرین در سرمایه‌گذاران بسیار زیاد است.

از سوی دیگر، چون ریسک سرمایه‌گذاری در این مرحله زیاد است، سرمایه‌گذاران ممکن است در تعامل، دچار «تمامیت‌خواهی» شوند. در اینصورت لازم است «حداکثر مالکیت در اختیار کارآفرین» باشد تا تعامل دچار چالش نشود. به‌علاوه بسیاری از سرمایه‌گذاران حاضر هستند به ازای سرمایه اندک و با حقوق کنترلی حداقلی، کسب‌وکارهای مرحله جنینی را محک بزنند

ب- راهبردهای متناسب با مرحله نوپایی

رویکرد اصلی سرمایه‌گذاری در این مرحله، کنترل و تعدیل آن با ابزارهای انگیزشی است که در شکل (۷) نشان داده شده است. به این معنا که سرمایه‌گذار، به علت ویژگی‌های مرحله نوپایی و شرایط محیطی، ابزارهای کنترلی متنوعی را مورد استفاده قرار می‌دهد و در عین حال به کمک برخی ابزارهای دیگر، انگیزه کارآفرین را برای ماندن در تعامل حفظ می‌کند.

در این مرحله احتمال غلبه انگیزه شخصی کارآفرین زیاد است و مساله «عدم اجرای امور مطابق قرارداد»



شکل (۷): راهبردهای متناسب با نوپایی

بروز می‌کند. همچنین مساله «پنهانکاری و عدم ارائه اطلاعات شفاف از سوی کارآفرین» نیز به علت آنکه دستاوردها به تدریج حاصل می‌شوند و قابل پایش منظم نیستند، بیشتر رخ می‌دهد. برای رفع این مساله‌ها، انواع راهکارهای کنترلی مدنظر قرار داده می‌شوند. «مرحله‌بندی سرمایه‌گذاری» موجب پایش شدن منظم انطباق فعالیت‌های کسب‌وکار با قرارداد می‌گردد. همچنین از آنجا که کسب‌وکار در مرحله نوپایی با ریسک زیادی مواجه است، سرمایه‌گذاران با پرداخت بخشی از منابع مورد نیاز به عنوان «محک کارآفرین»، سعی می‌کنند با مساله «عدم ارائه اطلاعات شفاف» تا حدی مقابله نمایند.

همچنین از آنجا که معمولاً سرمایه‌گذار مالکیت اکثریت سهام را در اختیار ندارد و حقوق اقلیت سهامداران عادی در قانون تجارت حفاظت نشده است، «سهام ممتاز با حقوق ویژه» تعریف می‌شود که از آن جمله چندبرابر بودن حق رای در جلسات مجمع عمومی و حق وتو در تصمیمات راهبردی از قبل تعیین شده شرکت است. همچنین «حق فسخ یکطرفه قرارداد برای سرمایه‌گذار» در نظر گرفته می‌شود تا در صورتی که

اقدامات کارآفرین با قرارداد در تناقض باشد، امکان جلوگیری از بروز زیان بیشتر فراهم شود.

«تعیین مدیرمالی از سوی سرمایه‌گذار» یا استفاده از خدمات مالی و حسابداری ارائه شده توسط برخی سرمایه‌گذاران و «امضای اسناد مالی توسط سرمایه‌گذار و کارآفرین» نیز باعث می‌شود سرمایه‌گذار پایش بیشتری روی فعالیت‌های کارآفرین داشته باشد.

موضوع دیگر آن است که کارآفرین ممکن است بخواهد «بطور ناگهانی کسب‌وکار را ترک کند»؛ در مواردی، اگر سازوکارهای تامین مالی ارزان قیمت مانند عرضه منابع دولتی بصورت تسهیلات برای وی امکان پذیر باشد، ممکن است کارآفرین بخواهد کسب‌وکار مشابهی را بدون حضور سرمایه‌گذار راه‌اندازی کند. اگر ترک در این مرحله اتفاق افتد، باعث می‌شود احتمال شکست کسب‌وکار بسیار بالا برود، زیرا در عمل، کارآفرین مجری اصلی ایده خود است و ضعف در انتقال دانش فنی به شرکت به علت ضعف در قوانین مالکیت فکری، به پیچیدگی این موضوع اضافه می‌کند. در این صورت سرمایه‌گذار از کارآفرین می‌خواهد «تضمین شخصی حضور تا پایان قرارداد» داشته باشد و «برنامه خروج از سهامداری» را تعیین می‌کنند. همچنین کارآفرین برای مدت زمانی پس از اتمام قرارداد نیز «تعهد عدم رقابت» در فعالیت مشابه دارد. این عوامل، مانع خروج کارآفرین نمی‌شوند اما جذابیت خروج برای کارآفرین کاهش می‌یابد.

از آنجا که عرضه سرمایه‌گذاری، کمتر از تقاضای آن در کشور است، قدرت چانه زنی سرمایه‌گذاران در حالت عمومی بیشتر است، لذا در مرحله نوپایی می‌توانند حقوق کنترلی بیشتری را تقاضا نمایند و کارآفرینان چاره‌ای جز پذیرش ندارند. اما در کنار این ابزارهای کنترلی، سرمایه‌گذار برای حفظ کارآفرین و تعادل در مذاکره، برخی مفاد انگیزشی را نیز مدنظر قرار می‌دهد. به عنوان مثال «اعطای سهام تشویقی به کارآفرین» در صورت دستیابی به دستاوردها بیشتر از میزان پیش‌بینی شده نیز مدنظر قرار می‌گیرد. در این مرحله، کسب‌وکار با ریسک تامین به موقع منابع مالی مواجه است؛ لذا مساله «عدم اجرای تعهدات از سوی سرمایه‌گذار» در این مرحله بااهمیت‌تر است. همچنین ریسک‌های فنی و ورود به بازار موجب می‌شود که احتمال شکست کسب‌وکار بالا برود. در چنین شرایطی «تعدیل برخی مفاد کنترلی» انجام شده و برخی از حقوق وابسته به سهام ممتاز از سرمایه‌گذار بازپس گرفته می‌شود.

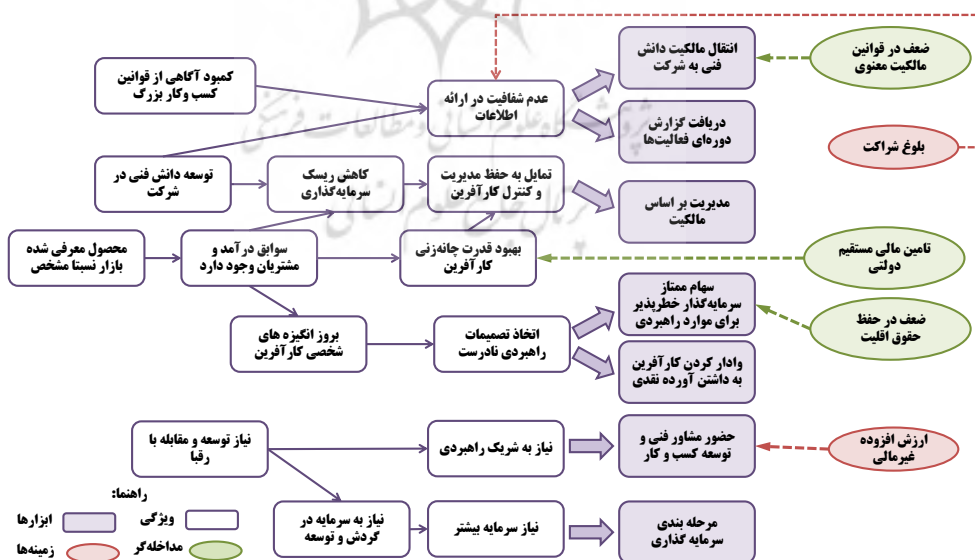
ضعف در زیرساخت‌های قانونی در بررسی و اجرای دعوی باعث می‌شود سرمایه‌گذاران، قراردادها را در دفترخانه اسناد رسمی ثبت و لازم الاجرا بودن آن را تضمین نمایند. چنین اقدامی در مرحله نوپایی که ریسک سرمایه‌گذاری بسیار زیاد است بیشتر مشاهده می‌شود.

ج- راهبردهای متناسب با مرحله آغاز رشد

در این مرحله، رویکرد کنترل و مدیریت، بر اساس میزان مالکیت تعیین می‌شود زیرا عدم قطعیت‌های کسب‌وکار تا حدودی کاهش یافته و سوابقی از آن در دسترس است. راهبردهای متناسب با این مرحله در شکل (۸) آمده است.

در مرحله آغاز رشد، دانش فنی در شرکت توسعه می‌یابد و سرمایه‌گذاران برای ورود به این شرکت‌ها، نیازمند دریافت اطلاعات شفاف هستند؛ ولی گاهی اوقات با مساله «ارائه اطلاعات شفاف» مواجه می‌شوند لذا درخواست می‌کنند «مالکیت دانش فنی به شرکت منتقل شود». همچنین «گزارش‌گیری دوره‌ای فعالیت‌ها» نیز انجام می‌شود. از آنجا که حجم سرمایه‌گذاری نیز افزایش یافته است، «مرحله‌بندی سرمایه‌گذاری» نیز با اهمیت خواهد بود.

در این مرحله، دستاوردها قابل ارزیابی و بررسی شفاف‌تر هستند و ریسک سرمایه‌گذاری تا حدودی کاهش یافته است. بنابراین قدرت چانه‌زنی کارآفرین افزایش یافته و کارآفرین تمایل به حفظ و کنترل مدیریت دارد. همچنین مساله «ترک مذاکره و رفتن بسوی ابزارهای تامین مالی رقیب» از جمله تامین مالی دولتی بیشتر رخ می‌دهد. بنابراین سرمایه‌گذار «میزان کنترل را بر اساس میزان مالکیت» تعیین می‌کند تا حقوق کارآفرین حفظ شود، ولی از آنجا که در قوانین و مقررات مرتبط مورد قانون تجارت، حقوق اقلیت سهامداران مدنظر قرار نگرفته است، سرمایه‌گذاران در آغاز رشد نیز اقدامات کنترلی خاصی انجام



شکل (۸): راهبردهای متناسب با آغاز رشد

می‌دهند که ممکن است در سایر نظام‌های حقوقی مورد نیاز نباشد. مثلاً «سهام ممتاز» را به گونه‌ای تعریف می‌کنند که بتوانند از حق رای چندبرابری آن استفاده کرده و تصمیمات مهم شرکت در حوزه افزایش سرمایه، انتشار سهام، انحلال شرکت، ادغام و عرضه عمومی سهام را در دست داشته باشند. در مرحله آغاز رشد، بسیاری از فعالیت‌های توسعه‌ای انجام می‌شوند و لذا کسب‌وکار نیازمند بکارگیری مشاوران متخصص است. سرمایه‌گذار از طریق «ارائه مشاوره‌های تخصصی» با استفاده از شبکه خود، به کسب‌وکار کمک می‌کند. همچنین کارآفرین «ملزم به آورده نقدی» می‌شود و به این ترتیب مساله «بروز انگیزه‌های شخصی کارآفرین» کاهش می‌یابد.

کم‌تجربگی برخی سرمایه‌گذاران خطرپذیر باعث می‌شود برای جبران ریسک‌هایی که از آن آگاهی ندارند نیز، در بکارگیری ابزارهای کنترلی بیش از حد سختگیری کنند یا تمایل به مالکیت حداکثری کسب‌وکار داشته باشند و این موضوع انگیزه کارآفرینان را از بین می‌برد. همچنین ضعف در قوانین مالکیت فکری باعث می‌شود شفاف شدن وضعیت دانش فنی کسب‌وکار برای سرمایه‌گذاران از اهمیت ویژه‌ای برخوردار باشد. مجموعه راهبردهای یادشده در هر سه مرحله جنینی، نوپایی و آغاز رشد بطور خلاصه در جدول (۳) آمده است.

جدول (۳): خلاصه راهبردهای متناسب با هر مرحله رشد

مرحله جنینی: رویکرد جلب اعتماد	مرحله نوپایی: رویکرد کنترلی و تعدیل آن با مفاد انگیزشی	مرحله آغاز رشد: رویکرد مدیریت براساس مالکیت
۱- توافقنامه محرمانگی	۱- تبدیل سهام ممتاز به عادی	۱- انتقال مالکیت دانش فنی به شرکت
۲- ارائه خدمات مربیگری و مشاوره	۲- افزایش سرمایه تشویقی	۲- حضور سرمایه‌گذار در هیات مدیره
۳- مدیرعامل قرارداد کارآفرین	۳- مدیریت مالی و امضای اسناد مالی	۳- مشاوران حرفه‌ای
۴- مالکیت حداکثری کارآفرین در ابتدا	۴- برنامه خروج از سهامداری	۴- گزارش‌گیری دوره‌ای
۵- تعدیل دارایی با پیشرفت کار	۵- اختیار خرید سهام به کارآفرین	۵- مرحله‌بندی سرمایه‌گذاری
۶- شفافیت شرایط قرارداد	۶- تعدیل دارایی با پیشرفت کار	۶- آوردن دارایی نقدی کارآفرین
	۷- محک با سرمایه اندک	۷- اولویت نقدکردن دارایی‌ها

## ۵-۶- پیامد بکارگیری راهبردهای متناسب

با شناسایی چالش‌های تعامل میان سرمایه‌گذار و کارآفرین در هریک از مراحل رشد و ابزارهایی که می‌توانند مانع بروز یا باعث کاهش اثر این چالش‌ها در هر مرحله باشند، می‌توان به موفقیت در تعامل پیش از انعقاد قرارداد و پس از آن امیدوار بوده و شکست کسب‌وکار به علت شکست در شراکت کارآفرین و سرمایه‌گذار را به حداقل رساند.

## ۷- جمع‌بندی

در این مطالعه، تلاش شده است تا با بکارگیری راهبرد نظریه داده‌بنیاد، عوامل موثر بر اتخاذ رویکردهای مختلف در تعامل سرمایه‌گذار و کارآفرین شناسایی شوند. لذا با انجام مصاحبه با سرمایه‌گذاران و برخی از کارآفرینانی که از سرمایه‌گذاران جذب سرمایه نموده بودند و کدگذاری مصاحبه‌ها و مستندات و تحلیل آنها، مشخص شد عاملی که بر اتخاذ راهبردهای متناسب هر کسب‌وکار تاثیر می‌گذارد، میزان رشدیافتگی آن است. از اینرو مقوله محوری «تغییر در ویژگی‌های کسب‌وکار در مراحل مختلف رشد» انتخاب شد، به این معنا که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار در مورد هر کسب‌وکار، بر اساس ارزیابی از مولفه‌های رشد شامل ریسک‌های کسب‌وکار (فنی، بازار، زمان، مالی و...)، توانایی‌ها و مهارت‌های فنی و شخصیتی کارآفرین، روند توسعه کسب‌وکار و پیش‌بینی آتی آنها انجام می‌شود (شرایط علی اثرگذار بر مقوله محوری).

علاوه بر شناسایی مقوله محوری و شرایط علی، مقوله‌های دیگری در مورد فضای فعلی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور که زمینه‌ساز تعاملات هستند، شناسایی شدند. در واقع علاوه بر آنکه تعامل سرمایه‌گذار و کارآفرین متأثر از ویژگی‌های کسب‌وکار در مراحل مختلف رشد آن است، در عین حال میزان آمادگی طرفین برای شراکت، ارزیابی صحیح، وجود ارزش افزوده غیرمالی سرمایه‌گذار و داشتن نگاه دوراندیشانه در تعاملات نیز بر آن اثرگذار است. عوامل محیطی مانند تحریم‌های اقتصادی سیاسی باعث می‌شود این تعاملات همواره با عدم قطعیت و ریسک‌های محیطی مواجه بوده و لازم باشد طرفین رفتار منعطفی از خود نشان دهند. ضعف در زیرساخت‌های فرهنگی و عدم تمایل به شراکت در میان کارآفرینان، اثرگذاری مالی مستقیم دولت و ضعف در زیرساخت‌های قانونی، چالش‌های تعامل را افزایش می‌دهد و موجب می‌شود راهبردهای مختلفی مدنظر قرار گیرند.

با در نظر گرفتن مجموعه این عوامل در کنار تغییر ویژگی‌های کسب‌وکار در مراحل مختلف رشد، راهبردهای اصلی، تغییر رویکرد سرمایه‌گذاران در مقابل کسب‌وکارها شناسایی شده است. در مرحله جنینی

که هنوز ایده محقق نشده و همه عوامل مرتبط با آن با عدم قطعیت زیادی همراه است، و در عین حال نیاز به حجم سرمایه کمتری نسبت به سایر مراحل رشد وجود دارد، سرمایه‌گذاران با پذیرش ریسک، رویکرد جلب اعتماد کارآفرین را برای همراه نمودن وی و انتخاب کسب‌وکارهای مناسب اتخاذ می‌نمایند.

در مرحله نوپایی که محصول یا خدمت تولید شده و فروش دارد اما ریسک کسب‌وکار و حجم سرمایه مورد نیاز بیشتر شده است، سرمایه‌گذار ناچار به کنترل کارآفرین با شیوه‌های متنوع و متعدد است، اما ابزارهای انگیزشی را برای حفظ تعادل در قرارداد نیز به کار می‌گیرد.

در مرحله رشديافتگی، گرچه حجم سرمایه مورد نیاز افزایش می‌یابد اما کسب‌وکار شناخته شده و سابقه‌ای از آن برای بررسی روندها و رویدادها وجود دارد، لذا سرمایه‌گذار در این مرحله میزان مالکیت را مبنای میزان کنترل قرار می‌دهد تا بتواند تعامل سازنده‌تری با کارآفرین داشته باشد.

## References

## ۸- مراجع

- Amit, R., Glosten, L. & Muller, E. 1990. Entrepreneurial ability, venture investments, and risk sharing. *Management Science*, 36(10), pp. 1232-1246.
- Arcot, S. 2014. Participating convertible preferred stock in venture capital exits. *Journal of Business Venturing*, 29(1), pp. 72-87.
- Baker, M.P. & Gompers, P.A. 1999. Executive Ownership and Control in Newly Public Firms: The Role of Venture Capitalists. Working Paper. Harvard Business School.
- Bender, M. 2011. Spatial Proximity in Venture Capital Financing: A Theoretical and Empirical Analysis of Germany. 1st ed. Germany: Springer Fachmedien Wiesbaden.
- Bengtsson, O. & Hand, J. 2011. CEO compensation in venture-backed firms. *Journal of Business Venturing*, 26(4), pp. 391-411.
- Bergemann, D. & Hege, U. 1998. Venture capital Financing. Moral Hazard and learning. *Journal of Banking & Finance*, Volume (22), pp. 703-735.
- Bergemann, D., Hege, U. & Peng, L. 2009. Venture Capital and Sequential Investments. Cowles Foundation Discussion Paper No. 1682R.
- Berry, T.K., Paige Fields, L. & Wilkins, M.S. 2006. The interaction among multiple governance mechanisms in young newly public firms. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), pp. 449-466.
- Bertoni, F., Colombo, M.G. & Grilli, L. 2011. Venture Capital Financing and the Growth of High-Tech Start-Ups: Disentangling Treatment from Selection Effects. *Research Policy*, 40(7), pp. 1028-1043.
- Bienz, C. & Hirsch, J. 2012. The Dynamics of Venture Capital Contracts. *Review of Finance*, 16(1), pp. 157-195.
- Bitler, M.P., Vissing-Jorgensen, A. & Moskowitz, T.J. 2009. Why Do Entrepreneurs Hold Large Ownership Shares? Testing Agency Theory Using Entrepreneur Effort and Wealth. Working Paper. Graduate School of Business, Univer-



sity of Chicago.

Broughman, B. & Fried, J. 2010. Renegotiation of cash flow rights in the sale of VC-backed firms. *Journal of Financial Economics*, 95(3), pp. 384-399.

Cai, C.X., Duxbury, D. & Keasey, K. 2007. A New Test of Signaling Theory. *Finance Letters*, 5(2), pp. 1-5.

Carrizosa, M.T. 2007. A Review of the Literature of Firm Growth. Universitat Rovira I Virgili.

Casamatta, C. & Haritchabalet, C. 2007. Experience, screening and syndication in venture capital investments. *Journal of Financial Intermediation*, 16(3), pp. 368-398.

Chen, Y.-R. & Chuang, W.-T. 2009. Alignment or entrenchment? Corporate governance and cash holdings in growing firms. *Journal of Business Research*, 62(11), pp. 1200-1206.

Cole, R., Cumming, D. & Li, D. 2016. Do banks or VCs spur small firm growth? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Volume ( 41), pp. 60-72.

Cornelli, F. & Yosha, O. 2003. Stage Financing and the Role of Convertible Securities. *The Review of Economic Studies*, 70(1), pp. 1-32.

Creswell, J.W. & Miller, D.L. 2000. Determining Validity in Qualitative Inquiry. *Theory Into Practice*, 39(3), pp. 124-130.

Croce, A., Marti, J. & Murtinu, S. 2013. The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: 'Screening' or 'value added' effect? *Journal of Business Venturing*, 28(4), pp. 489-510.

Cumming & Johan 2009. *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*: Elsevier Science.

Cumming, D.J. 2005. Agency costs, institutions, learning, and taxation in venture capital contracting. *Journal of Business Venturing*, 20(5), pp. 573-622.

Daunfeldt, Elert & Johansson 2013. The economic contribution of high growth firms: do policy implications depend on the choice of growth indicator? *Journal of Industry, Competition and Trade*.

Davila, A., Foster, G. & Gupta, M. 2003. Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, 18(6), pp. 689-708.

de Bettignies, J.-E. & Brander, J.A. 2007. Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital. *Journal of Business Venturing*, 22(6), pp. 808-832.

Dewatripont, M. & Tirole, J. 1994. A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence, *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4).

Dimov, D., Shepherd, D.A. & Sutcliffe, K.M. 2007. Requisite expertise, firm reputation, and status in venture capital investment allocation decisions. *Journal of Business Venturing*, 22(4), pp. 481-502.

Doh, S. & Kim, B. 2014. Government support for SME innovations in the regional industries: The case of government financial support program in South Korea. *Research Policy*, 43(9), pp. 1557-1569.

Ebbers, J.J. & Wijnberg, N.M. 2012. Nascent ventures competing for start-up capital: Matching reputations and investors. *Journal of Business Venturing*, 27(3), pp. 372-384.

Elitzur, R. & Gavius, A. 2003. Contracting, signaling, and moral hazard: a model of entrepreneurs, 'angels,' and venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 18(6), pp. 709-725.

Florin, J. 2005. Is venture capital worth it? Effects on firm performance and founder returns. *Journal of Business Ven-*

turing, 20(1), pp. 113-135.

Fluck, Z., Garrison, K. & Myers, S.C. 2005. Venture Capital Contracting and Syndication: An Experiment in Computational Corporate Finance. National Bureau of Economic Research Working Paper Series No.11624.

Giot, P. & Schwienbacher, A. 2007. IPOs, trade sales and liquidations: Modelling venture capital exits using survival analysis. *Journal of Banking & Finance*, 31(3), pp. 679-702.

Gompers, P. 1997. Ownership and Control in Entrepreneurial firm: An examination of convertible securities in Venture Capital Investment. Harvard University.

Gompers, P.A. 1995. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *The Journal of Finance*, 50(5), pp. 1461-1489.

Gonzalez-Diaz, M. & Solis-Rodriguez, V. 2012. Why do entrepreneurs use franchising as a financial tool? An agency explanation. *Journal of Business Venturing*, 27(3), pp. 325-341.

Gundry, L.K. & Welsch, H.P. 2001. The Ambitious Entrepreneur: High Growth Strategies of Women-owned Enterprises. *Journal of Business Venturing*, Volume (16), pp. 453-470.

Harrison, R.T. & Mason, C.M. 1996. Developing the informal Venture Capital market: A review of the department of trade and industry's informal investment demonstration projects. *Regional Studies*, 30(8).

Hellmann, T. 2006. IPOs, acquisitions, and the use of convertible securities in venture capital. *Journal of Financial Economics*, 81(3), pp. 649-679.

Holmstrom, B. 1979. Moral Hazard and Observability. *Bell Journal of Economics*, 10(1), pp. 74-91.

Hsu, D.H. 2007. Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and venture capital funding. *Research Policy*, 36(5), pp. 722-741.

Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4).

Kaplan, S.N. & Strömberg, P. 2003. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *The Review of Economic Studies*, 70(2), pp. 281-315.

Kruger, M. 2004. Entrepreneurial theory and creativity (Chapter 2). University of Pretoria.

Laffont, J.J. & Tirole, J. 1998. The Dynamics of Incentive Contracts. *Econometrica*, 56(5).

Leisen, D.P.J. 2012. Staged venture capital contracting with ratchets and liquidation rights. *Review of Financial Economics*, 21(1).

Lewis, C.M. & Verwijmeren, P. 2011. Convertible security design and contract innovation. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), pp. 809-831.

Li, Y. 2008. Duration Analysis of Venture Capital Staging: A Real Options Perspective. *Journal of Business Venturing*, 23(5), pp. 497-512.

Metrick, A. & Yasuda, A. 2011. Venture Capital and the Finance of Innovation. 2nd ed: John Wiley and Sons, Inc.

OECD 2003. Venture Capital Policy Review: United State. Organization for Economic Cooperation and Development.

Sahlman, W.A. 1990. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp. 473-521.

Strauss, A. & Corbin, J.M. 1998. Basics of Qualitative Research: Techniques and Procedures for Developing Grounded

Theory: SAGE Publications.

Tian, X. 2011. The causes and consequences of venture capital stage financing. *Journal of Financial Economics*, 101(1), pp. 132-159.

Tirole, J. 2010. *The Theory of Corporate Finance*: Princeton University Press.

Trester, J.J. 1998. Venture Capital Contracting under Asymmetric Information. *Journal of Banking and Finance*, 22(6-8), pp. 675-699.

Truls, E. 2002. Entrepreneurial Capital: the Emerging Venture's Most Important Asset and Competitive Advantage. *Journal of Business Venturing*, 17(3), pp. 275-290.

Tykvová, T. & Schertler, A. 2011. Cross-border venture capital flows and local ties: Evidence from developed countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(1), pp. 36-48.

Wennberg, K., Wiklund, J., DeTienne, D.R. & Cardon, M.S. 2010. Reconceptualizing entrepreneurial exit: Divergent exit routes and their drivers. *Journal of Business Venturing*, 25(4), pp. 361-375.

Wirtz, P. 2011. The cognitive dimension of corporate governance in fast growing entrepreneurial firms. *European Management Journal*, 29(6), pp. 431-447.

حیدری، مهرانزاد و محمدی، پرستو. ۱۳۹۵. شناسایی مولفه‌های مراحل رشد شرکت‌های نوآور در تعامل با سرمایه‌گذاران خطرپذیر. نشریه توسعه کارآفرینی، ۹، صص ۵۹-۷۸.

رستمی، محمد. ۱۳۸۵. چالش‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران. دومین کنفرانس ملی سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر. تهران. قمری منظر، محمد حسین. ۱۳۹۶. شناسایی و اولویت بندی توانمندی‌های موثر بر موفقیت سرمایه‌گذاران خطرپذیر در تامین مالی پروژه‌های نوآور. پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه علم و صنعت.

کولیوند، ریحانه. ۱۳۹۵. بررسی ویژگی‌های قراردادهای شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و شناسایی ریسک‌های مرتبط. کارشناسی ارشد. دانشگاه تهران.

معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس جمهور. ۱۳۸۹. برنامه پنجم پنج ساله جمهوری اسلامی ایران.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

1. Venture Capital (VC)
2. Equity Based Financing
3. Information Asymmetry
4. Conflict of Interest
5. Grounded Theory
6. Agency Problem
7. Private Benefits
8. Hidden Information
9. Adverse Selection
10. Hidden Action

11. Moral Hazard
12. Hidden Intention
13. Agency Cost
14. Monitoring
15. Bonding
16. Screening
17. Due Diligence
18. Self Selection
19. Cash Flow Right
20. Anti Dilution
21. Voting Control
22. Building up High Reputation
23. Building up Personal Investments
24. Building up Self Bonding Contract
25. Start-Up Firms
26. Growth Firms
27. Mature Firms
28. Template

29. شامل شرکت‌های پارت ری تک (مهندسی معکوس)، پارسا پلیمر شریف (مواد پیشرفته)، دونیت (ICT)، صنایع پتروشیمی رازین (مواد پیشرفته)، اورادو (ICT)، ریحون (ICT)، همراه مکانیک (ICT)، وادا (ICT)، دیجی کالا (ICT)، سرمایه‌گذاران: توسعه کسب‌وکار آرادین، مرکز شتابدهی تک، مرکز شتابدهی آواتک، شرکت سرمایه‌گذاری سرواپارس، سرمایه‌گذاری کارآفرینی سیمرخ آریا، صندوق مالی توسعه تکنولوژی، شرکت اسمارتاپ، شرکت پیشگامان امین سرمایه پاسارگاد (شناسا)، پرشین داروی البرز، صندوق جسورانه رویش لوتوس، موسسه توسعه فناوری نخبگان، صندوق پژوهش و فناوری دانشگاه تهران، صندوق پژوهش و فناوری توسعه صادرات شریف، گروه فرشتگان کسب‌وکار کارایا.

30. Empirical Grounded
31. Member Checking
32. Peer Review

