

## شناسایی و تحلیل عوامل موفقیت شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر با روش فراترکیب

محمدامین رشیدی<sup>۱</sup>، محمدمبین شفیعی ناطق<sup>۲\*</sup>، حسین حسن‌زاده<sup>۳</sup>، سید عباس چایچیان<sup>۴</sup>

۱- دانشجوی دکتری مالی گرایش بانکداری، گروه مالی و بانکداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی (ره)، تهران، ایران.

۲- دانشجوی دکتری مالی گرایش مهندسی مالی، گروه مالی و حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشکده‌گان فارابی دانشگاه تهران، قم، ایران.

۳- استادیار، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران.

۴- دانشجوی کارشناسی ارشد معارف اسلامی و مدیریت بازرگانی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران.

پذیرش: ۱۴۰۲/۷/۱۲

دریافت: ۱۴۰۱/۱۱/۳

### چکیده

موفقیت سرمایه‌گذاری و رسیدن به سودآوری باتوجه‌به ماهیت شرکت‌های نوپا، که همواره همراه با ریسک شکست بالا می‌باشند، مهم‌ترین هدف شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر می‌باشد. هدف از پژوهش حاضر تحلیل کیفی و ارائه چارچوبی نظام‌مند از نتایج پژوهش‌های انجام شده در عوامل موثر در موفقیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر است تا از این طریق شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر بتوانند با تأکید بر عوامل مورد اهمیت در راستای موفقیت در امر سرمایه‌گذاری اقدامات اساسی را شناسایی کرده و اقدام به تدوین راهبرد نمایند. برای این منظور مطابق با روش فراترکیب کیفی که یکی از انواع روش‌های فرامطالعه است، پس از جستجو و پالایش منابع مرتبط با موضوع موفقیت شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر، از ۳۰۹ منبع اولیه، پس از طی مراحل غربالگری تعداد ۸۱



منبع انتخاب شده و سپس از طریق روش تحلیل مضمون ۲۱۰ کد اولیه و ۱۷۹ کد غیر تکراری حاصل گردید. بعد از پالایش و دسته‌بندی مجدد کدهای اولیه توسط تیم پژوهش، ۷۵ مضمون پایه، ۱۲ مضمون سازمان‌دهنده و ۳ مضمون فراگیر در رابطه با عوامل موثر بر موفقیت شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر حاصل گردید. مضامین فراگیر عبارت است از ویژگی‌های مرتبط با مورد سرمایه‌گذاری، ویژگی‌های مرتبط با شرکت یا صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر و عوامل محیطی و کلان.

**واژه‌های کلیدی:** تأمین مالی کارآفرینی، سرمایه‌گذاری خطرپذیر، شرکت نوپا، شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر، فراترکیب

## ۱- مقدمه

شرکت‌های کوچک و متوسط نوپا به دلیل این که یکی از عوامل رشد و توسعه اقتصاد هر کشوری محسوب می‌شوند، در سالیان گذشته مورد توجه دولت‌ها قرار گرفته‌اند [۱]. معمولاً یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های این شرکت‌ها موضوع تأمین مالی است. مسئله تأمین مالی از منابع بیرونی، بزرگترین چالش شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین دغدغه سیاست‌گذاران دنیا است [۲]. دسترسی به منابع مالی یکی از دشوارترین موانعی است که هر کارآفرین در ابتدای مسیر خود و نیز در حین مراحل رشد با آن مواجه است [۳].

شرکت‌های نوپا همواره به دلایل مختلفی ریسک بالایی دارند و به همین دلیل بانک‌ها و سایر موسسات مالی ریسک‌گریز (که حدود ۹۰ درصد منابع مالی کشور را در اختیار دارند)، رغبتی به سرمایه‌گذاری در این حوزه ندارند. در نتیجه این شرکت‌ها همواره با مشکل تأمین مالی مواجه بوده‌اند. در پاسخ به این مسأله، شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایجاد شدند. سرمایه‌گذاری جسورانه بهترین روش تأمین مالی شرکت‌های نوپا و نوآور به‌شمار می‌رود، زیرا روش‌های دیگر بنا به ماهیت خود نمی‌توانند خلاء موجود در تأمین مالی این شرکت‌ها را پوشش دهند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، ضمن حفظ مالکیت فکری طرح، در موفقیت یا شکست آن شریک می‌شوند و این امر یکی از لوازم در گسترش شرکت‌های کارآفرین می‌باشد [۴].



با وجود اثربخشی قابل‌ملاحظه این شرکت‌ها، آمار و مطالعات گذشته بیانگر این موضوع است که بیشتر آن‌ها در طول زمان یا از بین رفته یا کوچک باقی می‌مانند و به اهداف خود نمی‌رسند و تنها تعداد اندکی از آن‌ها به شرکت‌هایی بزرگ تبدیل می‌شوند. همچنین ورود موفق به بازار و رقابت، با عدم اطمینان بالایی همراه بوده و محدودیت‌های مختلفی در این زمینه وجود دارد. از این رو تعداد زیادی از این شرکت‌ها و به‌خصوص شرکت‌های جدیدتر پس از ورود به بازار، در اندک زمانی آن را ترک می‌کنند [۵]. این موضوع موفقیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر را به‌صورت گسترده تحت‌تأثیر قرار داده است و موفقیت صندوق‌های ذیل شرکت را پیچیده و دور از دسترس جلوه می‌دهد. در نتیجه یافتن پاسخ سوالی تحت این عنوان که چه عواملی بر موفقیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر موثر است، مهم و ارزشمند بوده و می‌تواند چراغ راهی برای مدیران سرمایه‌گذاری کشور، در راستای رسیدن به موفقیت بیشتر در سرمایه‌گذاری جسورانه و سیاست‌گذاری درست در عرصه تأمین مالی کارآفرینی باشد.

پژوهش حاضر با استفاده از روش فرا ترکیب مطالعاتی که به عوامل موفقیت شرکت یا صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر، پس از بحران مالی ۲۰۰۸ پرداخته‌اند را بررسی کرده و پس از تشریح مبانی نظری و مفاهیم کلیدی مورد نیاز، با استفاده از این روش عوامل موفقیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر شناسایی شده و سپس از طریق روش تحلیل مضمون به تجزیه و تحلیل این عوامل در قالب شبکه مضامین پرداخته شده است. در نهایت نسبت به بیان نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها اقدام گردید.

## ۲- پیشینه و مبانی نظری پژوهش

### ۲-۱- شرکت نوپا

بخش بزرگی از نیروی انسانی آن‌ها را افرادی با توان علمی و تخصصی بالا تشکیل می‌دهد و بیشتر به‌وسیله یک کارآفرین و یا گروهی از کارآفرینان تشکیل می‌شوند که تمرکز آنها بر توسعه و بهره‌برداری تجاری از یک ایده خلاقانه یا نوآورانه است [۶]. چهار ویژگی اصلی که در تعاریف برای این نوع از شرکت‌ها مطرح می‌شوند عبارت است از ۱- جوان و نوپا بودن



این شرکت‌ها هم از منظر سن شرکت و هم از منظر فناوری در تعاریف مورد تأکید می‌باشد. نوپا بودن شرکت از لحاظ سن در برخی از تعاریف تا ۳ سال، برخی تا ۱۰ سال و حتی تا ۲۵ سال ارائه شده است. در تعاریفی که محدوده سن شرکت‌ها جهت قرارگیری در دوران نوپایی طولانی‌تر مطرح شده، بیشتر بر اهمیت جدید و نوپا بودن فناوری یا صنعت تأکید شده است [۷، ۸] -۲ اندازه کوچک و متوسط این شرکت‌ها در تعاریف به چشم می‌خورد. در واقع شرکت‌های نوپا اغلب به عنوان شرکت‌های کوچک و متوسط تعریف شده‌اند [۹]. ۳- وابستگی آن به کارآفرینان و توانمندی‌های مالی و تخصصی آن‌ها از بخش‌های دیگر تعاریف شرکت‌های نوپا بیان می‌گردد [۷]. به عبارتی هویت شرکت‌های نوپا از هویت کارآفرینان نشأت گرفته است. و تجربیات، دیدگاه‌ها، تخصص، روابط شخص کارآفرین و تیم همراه او بیان‌کننده ماهیت شرکت نوپا است [۱۰]. ۴- دارا بودن یک مدل کسب‌وکار تکرارپذیر و مقیاس‌پذیر که همه یا قسمتی از آن مبتنی بر فناوری است و حول ایده‌های نوآورانه و خلاقانه بنا می‌شوند [۱۱].

## ۲-۲- شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر

در ادبیات پژوهش، سرمایه‌گذاری جسورانه را به‌عنوان یک تحریک‌کننده در فرایند کارآفرینانه و خالق ارزش اساسی که محرک بقا و عامل رشد اقتصادی است بیان می‌کنند [۱۲]. سرمایه‌گذاری خطرپذیر شکلی تخصصی از تأمین مالی کسب‌وکار است که برای پاسخگویی به نیازهای شرکت‌های نوظهور، به‌ویژه در بخش‌های فناورانه که فرصت‌های رشد قابل توجهی را دنبال می‌کنند، طراحی شده است. همانطور که در قسمت پیشین بیان شد، نیازهای مالی این شرکت‌ها از توانایی آن‌ها برای تولید وجوه داخلی فراتر می‌رود و همین‌طور جریان وثیقه به دلایل مختلف کمکی به آن‌ها نمی‌کند. در واقع، هر چه یک شرکت سریعتر رشد کند، اشتیاق آن به پول نقد برای سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه، توسعه و آزمایش محصول، استخدام اعضای کلیدی تیم، محل، تجهیزات تخصصی، بازاریابی، قابلیت فروش و توزیع، و موجودی‌ها بیشتر می‌شود [۱۱].



سرمایه‌گذاری خطرپذیر نوعی از تأمین مالی است که در آن سرمایه به همراه کمک‌های مدیریتی، در اختیار شرکت‌های جوان، کوچک و دارای آتیه اقتصادی قرار می‌گیرد. سرمایه‌گذاران خطرپذیر به‌طور عمده شرکت‌های در حال رشد و تازه تأسیس را تأمین مالی می‌کنند، سهام شرکت را خریداری کرده (تأمین مالی از طریق سهام)، در توسعه محصول یا خدمات جدید شرکت، کمک می‌کنند. در واقع با مشارکت فعال در شرکت ایجاد ارزش کرده و با انتظار سود بالاتر، ریسک‌های بیشتر را می‌پذیرند و گرایش سرمایه‌گذاری بلندمدت دارند [۱۴، ۱۳].

فرآیند سرمایه‌گذاری خطرپذیر از اقدام‌های زنجیره‌واری تشکیل شده که با ورود طرح‌های متقاضی سرمایه به صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر شروع، و با خروج از سرمایه‌گذاری پایان می‌یابد. این فرآیند شامل ۶ مرحله ایجاد معامله، ارزیابی و غربال، ارزیابی جامع، سازماندهی معامله، فعالیت‌های پس از سرمایه‌گذاری و خروج می‌شود [۱۵].

### ۳- روش پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی و از بعد ماهیت داده‌ها در گروه مطالعات کیفی قرار می‌گیرد. روش گردآوری داده‌ها در این پژوهش بر اساس اسنادی است. از آنجاکه در پژوهش حاضر داده‌ها کاملاً طبیعی و بدون دستکاری گردآوری شده‌اند، در زمره تحقیقات توصیفی (غیر آزمایشی) شمرده می‌شود.

در روش «فرا ترکیب» داده‌های اصلی پژوهش‌های منتخب، «ترکیب و تفسیر» می‌شود. در این روش، متن پژوهش‌های گذشته به‌عنوان داده‌هایی برای پژوهش آتی مورد استفاده قرار می‌گیرد. به این نحو که با «کنار هم گذاشتن»، «شکستن» و «بررسی یافته‌ها» به کشف خصوصیات و اجزای اساسی یک پدیده و انتقال و تبدیل آن نتایج به یک محصول جدید اقدام می‌شود. فرآیند اجرای فرا ترکیب بر اساس تکنیک ۷ مرحله‌ای سندولسکی و بارسو (۲۰۰۷) به شکل صفحه بعد است:



جدول ۱. فرایند اجرای فراترکیب [۱۶]

| ردیف | مراحل   | توضیح  |
|------|---|--|
| ۱    | تنظیم سوال‌های تحقیق                          | بیان مسئله، اهداف و سؤالات پژوهش   |
| ۲    | بررسی و جستجوی مطالعات و متون به شکل نظام‌مند | در این قسمت، جستجوی نظام‌مندی از مقالات انتشار شده در ژورنال‌های مختلف استفاده شده و سپس واژگان کلیدی مرتبط انتخاب گردیده‌اند.                                 |
| ۳    | بررسی و انتخاب متون مناسب                     | در این گام، در هر بازبینی تعدادی از مقالات با استفاده از روش ارزیابی کسپ <sup>۱</sup> رد می‌شود، که این مقاله‌ها در فرایند فراترکیب مورد بررسی قرار نمی‌گیرند. |
| ۴    | استخراج اطلاعات متون                          | خواندن دقیق متون و استخراج کدها  |
| ۵    | تحلیل و تجزیه، ترکیب یافته‌های کیفی           | بنا بر روش استفاده شده کدها به مضامین قابل فهم تبدیل می‌شود  |
| ۶    | نظارت و کنترل کیفیت داده‌ها                   | با استفاده از الگوهای مختلف کیفیت مراحل طی شده ارزیابی می‌گردد   |
| ۷    | ارائه نتایج                                   | نتایج و پیشنهادهای نهایی ارائه می‌شود  |

گام اول؛

بنا بر آنچه در مقدمه بیان شد، سوالات اصلی و فرعی پژوهش عبارتند از:

اصلی:

(۱) عوامل موفقیت سرمایه‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر (VC) چیست؟

فرعی:

(۱) تنوع و دسته‌بندی عوامل موفقیت سرمایه‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر

به چه شکل است؟

(۲) روابط بین عوامل موفقیت سرمایه‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر چگونه

است؟

1. Critical Appraisal Selection Process (CASP)



گام دوم؛

در این قسمت ابتدا واژگان کلیدی با توجه به سوالات پژوهش انتخاب گردید و براساس سال انتشار مورد بررسی قرار گرفت. در این پژوهش فراترکیب، مطالعات پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ تا ۲۰۲۲ بررسی می‌گردد. این واژگان عبارتند از:

جدول ۲. واژگان کلیدی مورد بررسی در جست‌وجو

| کلید واژه‌ها                  |
|-------------------------------|
| Venture Capital Success       |
| Venture Capital failure       |
| Venture Capital profitability |

سپس این کلیدواژه‌ها در چهار پایگاه Emerald insights, ScienceDirect, Sage, JSTOR مورد جستجو قرار گرفت. جدول زیر خلاصه‌ای از معیارهای پذیرش و عدم پذیرش مقالات را در طول اجرای فراترکیب ارائه می‌کند:

جدول ۳. معیارهای پذیرش و عدم پذیرش مقالات

| معیار            | پذیرش  | عدم پذیرش                             |
|------------------|--|---------------------------------------|
| زبان پژوهش       | انگلیسی                                      | غیر انگلیسی                           |
| زمان مطالعات     | نشریه‌های از سال ۲۰۰۸ تا ۲۰۲۲ میلادی         | نشریه‌های پیش از سال ۲۰۰۸ میلادی      |
| نوع مطالعه       | مقالات چاپ شده در مجلات و همایش‌ها           | مقالات غیرعلمی، گزارش‌ها و نظرات شخصی |
| پایگاه‌های مجلات | Emerald insights, ScienceDirect, Sage, JSTOR | پایگاه‌هایی غیر از پایگاه ذکر شده     |

گام سوم؛

در پایگاه‌های هدف، کلیدواژه‌ها مورد جست‌وجو قرار گرفت و در نهایت به تعداد ۳۰۹ مقاله غیرتکراری رسیدیم. در ادامه بر اساس فرایند غربالگری، مراحل حذف مقالات تا رسیدن به مقالات نهایی طی شد. پس از شناسایی مقالات برای بررسی محتوای کامل، از برنامه مهارت‌های ارزیابی حیاتی برای ارزیابی کیفیت (CASP<sup>1</sup>) برای ارزیابی کیفیت مقالات و

1. Critical Appraisal Skills Programme



انتخاب مقالات نهایی استفاده شد. جدول زیر فرایند انتخاب و جستجوی متون مناسب بر مبنای چکیده، عنوان و محتوای مقالات ارزیابی شده را نشان می‌دهد:

جدول ۴. خلاصه‌ای از نتایج جستجو و انتخاب متون مناسب تحلیل

| منابع مورد بررسی                           | نتایج بررسی‌ها                    |
|--|-----------------------------------|
| تعداد منابع = ۳۰۹                          |                                   |
|  | مقالات رد شده بر اساس عنوان = ۱۷۴ |
| تعداد مقالات بررسی شده بر اساس چکیده = ۱۳۵ |                                   |
|  | مقالات رد شده بر اساس چکیده = ۳۸  |
| تعداد مقالات بررسی محتوای کامل = ۹۷        |                                   |
|  | مقالات رد شده بر اساس محتوا = ۱۶  |
| تعداد مقالات نهایی = ۸۱                    |                                   |

#### گام چهارم؛

در این مرحله پژوهش‌های نهایی به صورت مستقل توسط پژوهشگران مورد مطالعه و بررسی دقیق قرار گرفت. هر یک از مقالات با توجه به ماهیت آن با شناسه‌ها تفکیک شدند و با توجه به سوالات پژوهش، کدهای مورد نظر از آن‌ها استخراج شد. در این مرحله از مجموع ۸۱ مقاله نهایی تعداد ۲۱۰ کد اولیه استخراج شد. از مجموع ۲۱۰ کد اولیه، مجموعاً ۱۷۹ کد در مضامین پایه تکرار شدند.

#### گام پنجم؛

در این گام با «روش تحلیل مضمون» کدهای مستخرج از مقالات نهایی مورد بررسی قرار گرفت و از این کدها مضامین پایه استخراج شد. تحلیل مضمون روشی برای شناسایی و تحلیل الگوهای معانی در یک مجموعه داده است که امکان تمرکز محقق بر داده‌ها را به شیوه‌های مختلف فراهم می‌کند.

به طور کلی مضمون، ویژگی تکراری و متفاوتی در متن است که به پژوهشگران تجربه یا نکته خاص و مهمی را نشان می‌دهد [۱۷]. سپس با پیگیری دقیق روشی، از مضامین پایه که مبین نکته مهمی در متون مورد بررسی هستند، مضامین سازمان‌دهنده که نقش واسط را دارند و





سپس از آن‌ها مضامین فراگیر که در کانون شبکه مضامین قرار دارند، پدید آمد. از مجموع ۲۱۰ کد به دست آمده، ۷۵ مضمون پایه منحصر به فرد، ۱۲ مضمون سازمان‌دهنده و ۳ مضمون فراگیر استخراج شده است. این مضامین در جدول زیر قابل مشاهده است. برای عدم تکرار عبارت نهاد (شرکت یا صندوق) سرمایه‌گذاری خطرپذیر<sup>۱</sup> از مخفف VC در جدول استفاده شده است:

جدول ۵. قالب مضامین عوامل موفقیت شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر

| مضمون پایه   | مضمون سازمان‌دهنده         | مضمون فراگیر                         |
|--|----------------------------|--------------------------------------|
| اندازه بازار بزرگ صنعت شرکت‌نویا   | بازار و صنعت               | ویژگی‌های مرتبط با مورد سرمایه‌گذاری |
| وضعیت مطلوب صنعت شرکت‌نویا   |                            |                                      |
| شرایط مساعد بازار سهام در صنعت مورد سرمایه‌گذاری                               |                            |                                      |
| صنعت رو به رشد   | تیم کارآفرینی              |                                      |
| وجود هم بنیان‌گذار مناسب   |                            |                                      |
| تیم کارآفرینی سریالی <sup>۲</sup> و قدرتمند (اقدام به کارآفرینی به صورت متعدد) |                            |                                      |
| سن مدیریت عامل   |                            |                                      |
| فرهنگ کاری قدرتمند تیم کارآفرینی   |                            |                                      |
| تجربه هیئت مدیره   |                            |                                      |
| توانایی شبکه‌سازی هیات مدیره   |                            |                                      |
| نیروی انسانی متخصص (دارای تحصیلات و تجربه)                                     |                            |                                      |
| تنوع و ترکیب هیئت مدیره  | منابع و ویژگی‌های کسب‌وکار |                                      |
| داشتن سرمایه در گردش و نقدینگی کافی  |                            |                                      |
| سن کسب‌وکار در دوره‌های سرمایه‌گذاری   |                            |                                      |
| سرمایه اجتماعی کارآفرین پیش از تأسیس شرکت نوپا                                 |                            |                                      |
| داشتن محصول قوی و یا داشتن MVP <sup>۳</sup>                                    |                            |                                      |
| استفاده از مشاوران با تجربه  |                            |                                      |
| ساختار مالکیت شرکت نوپا  |                            |                                      |
| وجود اطلاعات مالی و حسابداری در شرکت نوپا                                      |                            |                                      |

1. Venture Capital Firm or Fund
2. Serial entrepreneurial
3. Minimum viable product



| مضمون پایه  | مضمون سازمان‌دهنده                   | مضمون فراگیر |
|---|--------------------------------------|--------------|
| سطح تحصیلات کارآفرین  | ویژگی‌های شخص کارآفرین               |              |
| نگرش جاه‌طلبانه و سخت‌کوشی کارآفرین   |                                      |              |
| تفکر سیستمی   |                                      |              |
| یادگیری با بازخورد  |                                      |              |
| آینده‌نگری استراتژیک نسبت به بازار و کسب‌وکار   |                                      |              |
| رهبری و ارتباطات  |                                      |              |
| دارا بودن ثبات عاطفی و تحمل سختی‌ها   |                                      |              |
| استقلال فکری کارآفرین   |                                      |              |
| کارآفرین دارای تجربه صنعت و بازار مرتبط   |                                      |              |
| ریسک‌پذیری و پاسخ‌دهی مناسب به ضعیفی ریسک‌های کسب‌وکار  |                                      |              |
| دانش و تجربه کسب‌وکار (بازاریابی و ...)   | ویژگی‌های مرتبط با مورد سرمایه‌گذاری |              |
| جلوگیری از تأمین مالی بیش از حد <sup>۱</sup>  |                                      |              |
| استفاده از ظرفیت‌های مختلف انکوباتورهای خصوصی، انکوباتورهای دانشگاهی و شتاب‌دهنده‌ها برای توسعه شرکت‌نویا |                                      |              |
| فعالیت‌های بازاریابی موثر (تحقیقات بازار، تبلیغات و کانال توزیع قدرتمند) توسط شرکت‌نویا                   |                                      |              |
| استفاده از فناوری اطلاعات و اینترنت در کسب‌وکار   |                                      |              |
| ایجاد همکاری‌های معتبر و استفاده از شبکه‌ها توسط شرکت‌نویا  |                                      |              |
| تحقیق و توسعه قدرتمند شرکت‌نویا   |                                      |              |
| هدف‌گذاری واقع‌بینانه   |                                      |              |
| متناسب‌سازی محصولات و زیرساخت‌ها برای فرایند مقیاس‌پذیری  |                                      |              |
| داشتن مزیت رقابتی ملموس در صنعت   |                                      |              |
| برنامه کسب‌وکار (BP) دقیق   | مدل و فرایندهای کسب‌وکار             |              |
| مدل کسب‌وکار مناسب  |                                      |              |

<sup>1</sup> Overfunding



| مضمون فراگیر  | مضمون سازمان‌دهنده                         | مضمون پایه   |
|---|--|--|
| ویژگی‌های مرتبط با شرکت یا صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر | استراتژی سرمایه‌گذاری خطرپذیر              | جذب سرمایه موردنیاز VC از طرق مختلف (سندیکایی <sup>۱</sup> ، تأمین مالی جمعی و...) |
|   |  | فاصله جغرافیایی بین دفتر مرکزی شرکت‌نویا و شرکت سرمایه‌گذار VC                     |
|   |  | سرمایه‌گذاری در صنعت تخصصی VC  |
|   |  | سرمایه‌گذاری در دارایی و صنعت نقدشونده‌تر  |
|   |  | استراتژی مناسب خروج  |
|   |  | معیارهای ارزیابی موشکافانه <sup>۲</sup> قدرتمند                                    |
|   |  | زمان‌بندی درست سرمایه‌گذاری در دوره‌های مختلف                                      |
|   |  | تنوع و اندازه پرتفوی VC  |
|   |  | سرمایه‌گذاری مبتنی بر برنامه سرمایه‌گذاری و دوری از رفتار توده‌ای                  |
| رهبری و حکمرانی                                       | میزان تحصیلات مرتبط مدیران ارشد VC         | ارتباط مناسب VC با سرمایه‌گذاران (تضامین، میزان کنترل و ارائه دائمی اطلاعات و...)  |
|   |  | ارتباطات شبکه‌ای درون و بیرون از صنعت مورد سرمایه‌گذاری                            |
|   |  | تفکر بلند مدت و صبر سرمایه‌گذاری   |
|   |  | ارتباط VC با نهاد دولت و حاکمیت  |
|   |  | ترکیب قدرتمند و متخصص هیئت مدیره VC  |
| فرایندها و عملیات                                     | تعداد نمایندگان VC در هیئت مدیره شرکت نوپا | قراردادنویسی حرفه‌ای   |
|   |  | کنترل عملیاتی بر شرکت‌های پرتفوی   |
|   |  | وجود اعتماد بین کارآفرین و VC  |
|   |  | نزدیکی فرهنگی و نهادی بین شرکت نوپا و VC   |
| منابع و زیرساخت‌های VC                                | شهرت VC در صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر       | نیروی کار متخصص در VC  |
|   |  | تجربه بالای سرمایه‌گذاران خطرپذیر (مدیران و کارکنان)                               |
|   |  | حضور در محیط جغرافیایی مستعد مانند سیلیکون ولی <sup>۳</sup>                        |
|   |  | دسترسی مناسب و مطلوب به منابع مالی   |

1 Syndicated loan

2 Due diligence

3 Silicon Valley



| مضمون پایه  | مضمون سازمان‌دهنده | مضمون فراگیر    |
|---|--------------------|-----------------|
| شرایط مساعد اقتصاد کلان                                   | عوامل اقتصادی      | ویژگی‌های محیطی |
| شرایط مساعد بازار سهام هنگام عرضه اولیه شرکت‌نویا (IPO)   |                    |                 |
| حمایت دولت از اکوسیستم کارآفرینی                          | حقوقی و سیاسی      |                 |
| چهارچوب قانونی مناسب برای VC و کسب‌وکار نوپا              |                    |                 |
| سهولت قوانین بین‌المللی برای صنعت VC                      |                    |                 |
| نهادینه شدن فرهنگ نوآوری در کشور                          | فرهنگی و اجتماعی   |                 |
| همکاری دانشگاه و VC                                       |                    |                 |
| نظام تحصیلی حامی روحیه و مهارت‌های کارآفرینی              |                    |                 |
| وجود بانک اطلاعاتی جامع کسب‌وکار های نوپا و سرمایه‌گذاران |                    |                 |

#### گام ششم؛

در این پژوهش، به‌منظور حفظ کیفیت مطالعات و قابلیت استناد نتایج آن، پژوهشگران سعی در پیشبرد هرچه دقیق‌تر یکایک مراحل مذکور داشتند. ضمن اینکه به‌منظور حصول اطمینان برای جستجوی حداکثری مقالات، چند پایگاه مختلف نمایه‌کننده‌ی مقالات با کلیدواژه‌های گسترده جستجو شده است و پس از آن از موتور جستجوی گوگل برای اطمینان بیشتر استفاده شده است. همچنین پژوهشگران از ابتدایی‌ترین گام‌های تصمیم به نگارش مقاله در این زمینه، ملاحظات روشی و غیر روشی را ذیل نظر استاد راهنما در نظر گرفته‌اند. برای اطمینان از کیفیت تحقیقات منتخب از الگوی CASP استفاده شده است. همه مراحل برای اطمینان توسط دو گروه از پژوهشگران انجام شده است.

به‌طورکلی، از معیارهای ارزیابی تحقیقات کیفی می‌توان برای ارزیابی تحلیل مضمون نیز استفاده کرد. کینگ و هاروکس (۲۰۱۰) چهار فرایند را برای ارزیابی تحلیل مضمون پیشنهاد کرده‌اند. یکی از این فرایندها استفاده از کدگذاران مستقل و گروه خبرگان است. پس از گذر این فرایند توسط دو پژوهشگر، تطابق بسیار بالای کدها مشهود بوده است. برای سنجش روایی این تحقیق، علاوه بر اینکه مضامین فراگیر، سازمان‌دهنده و پایه با مطالعه مبانی نظری،

1. Initial public offering



پیشینه تحقیق، اهداف تحقیق و منبع، انتخاب و تأیید شدند، نظرات و رهنمودهای گروهی از خبرگان نیز لحاظ شد و قبل از کدگذاری، جرح و تعدیل نهایی به عمل آمد [۱۸، ۱۹].  
گام هفتم؛

در این مرحله، یافته‌های تحلیل پژوهش‌های نهایی مطرح می‌گردد. همانطور که در مرحله ۵ خاطر نشان شده است روش تجزیه و تحلیل داده‌های این پژوهش تحلیل مضمون است. بعد از انجام فرایند پژوهش که در قسمت روش پژوهش به تفصیل ذکر شد، در نهایت پس از استخراج عوامل موفقیت شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر و تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از روش تحلیل مضمون مدل مفهومی عوامل موفقیت شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر به دست آمد. این عوامل (مضامین فراگیر) در سه سطح که شامل ۱- ویژگی‌های مرتبط با مورد سرمایه‌گذاری ۲- ویژگی‌های مرتبط با شرکت یا صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر ۳- عوامل محیطی و کلان طبقه‌بندی شده‌اند. یافته‌های پژوهش در ادامه بیان می‌شود.

#### ۴- یافته‌های پژوهش

برای رسیدن به موفقیت در شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر، قسمتی از عوامل مرتبط با ویژگی‌ها و نکات مهمی است که می‌بایست در ارتباط با شرکت نوپایی که در آن سرمایه‌گذاری انجام شده رعایت شود؛ زیرا در نهایت موفقیت سرمایه‌گذاری به موفقیت آن شرکت بستگی داشته و دارای اهمیت بسیار بالایی است.  
در ادامه هر سه سطح از عوامل (مضامین فراگیر)، به وسیله مضامین سازمان‌دهنده مرتبط با آن سطح تشریح و تبیین می‌شود.

#### ۴-۱- ویژگی‌های مرتبط با مورد سرمایه‌گذاری

##### صنعت و بازار

صنعتی که شرکت نوپا در آن فعالیت می‌کند می‌بایست در چرخه عمر وضعیت مطلوبی داشته و دارای آینده روبه رشدی باشد؛ به این معنی که تقاضا برای محصول یا خدمت ارائه شده



توسط شرکت نوپا در حال فزونی بوده و پتانسیل و ظرفیت افزایش متقاضیان محصولات و خدمات شرکت نوپا مشهود باشد [۲۰]. علاوه بر این وضعیت بازار سهام مرتبط با شرکت نوپا شایان توجه است. به این علت که بازار سهام نشان‌دهنده راه صنعت و بیانگر وضعیت بهترین شرکت‌های هر صنعت است که در نهایت تمایلات سرمایه‌گذاری و جذب سرمایه در شرکت‌های نوپا را شکل می‌دهد و علاوه بر این از جهت راهبردهای خروج مانند (IPO و ...) برای سرمایه‌گذاران دارای اهمیت فراوانی است و در موفقیت نهایی سرمایه‌گذاری بسیار اثرگذار است [۲۱].

### تیم کارآفرینی

شرکت‌های نوپا با توجه به اینکه هنوز به بلوغ کافی نرسیده‌اند و دارای رویه‌ها و دستورالعمل‌های تثبیت شده‌ای نیستند. در برابر چالش‌ها و مشکلات خود بیشتر به خلاقیت و مهارت‌های جمعی و فردی تکیه می‌کنند [۲۲]. در نتیجه وجود افرادی که دارای تحصیلات و مهارت باشند و همین‌طور تجربه قبلی از کارآفرینی و فعالیت در شرکت‌های نوپا داشته باشند (کارآفرینی سریالی)، می‌توانند در موفقیت این شرکت‌ها کاملاً اثرگذار باشند. از طرفی حضور هیئت مدیره باتجربه که دارای ترکیب بهینه‌ای از تخصص‌ها و نگرش‌های متنوع بوده به شرکت نوپا و مدیرعامل (کارآفرین) در راستای حل مشکلات و همچنین ایجاد شبکه ارتباطی در صنعت و ... کمک می‌کند [۲۳].

### ویژگی‌های شخص کارآفرین

کارآفرین مسئول فعالیت‌های شرکت نوپا بوده و بخش عمده‌ای از ریسک‌ها و موفقیت شرکت نوپا متوجه شخص کارآفرین است. طبق منابع موجود در دانش کسب‌وکار یک کارآفرین می‌بایست دارای ویژگی‌های شخصیتی همچون سخت‌کوشی و جاه‌طلبی، رهبری، استقلال فکری، ثبات عاطفی، ریسک‌پذیری، آینده‌نگری استراتژیک نسبت به بازار و کسب‌وکار باشد [۲۴]. از طرفی نیازمند است برای موفقیت در عرصه کسب‌وکار از دانش‌های مدیریتی مانند بازاریابی و مدیریت منابع انسانی و همچنین مهارت‌هایی مانند تفکر سیستمی و یادگیری با بازخورد بهره‌مند باشد [۲۵].



### منابع و ویژگی‌های کسب‌وکار

هر شرکتی به‌خصوص شرکت‌های نوپا مبتنی بر منابع خود و البته تخصیص بهینه آن‌ها در راستای اهداف شرکت، رشد و توسعه پیدا می‌کنند. منابع هر شرکتی نقش موتور پیشران شرکت را داشته و می‌تواند سبب ایجاد مزیت رقابتی پایدار برای شرکت نوپا شود. منابع را می‌توان به دو دسته منابع مالی و غیر مالی تقسیم‌بندی نمود. منابع غیر مالی شامل سرمایه اجتماعی و شهرت شخص کارآفرین، دسترسی به مشاوران با تجربه، ساختار مالکیت مناسب و همکاری با نیروی متخصص باشد و منابع مالی که نقش به‌سزایی در موفقیت شرکت‌ها ایفا می‌کنند، مشخصاً عبارت است از از نقدینگی و سرمایه در گردش موردنیاز، وجود اطلاعات مالی و حسابداری در شرکت [۲۶، ۲۷].

### فرایندهای کسب‌وکار

هر کسب‌وکاری در راستای دست یافتن به ایده‌ها و اهداف خود می‌بایست اقدامات کلیدی و معینی را انجام دهند تا بتوانند در راستای اهداف حرکت نمایند. در این راستا استفاده از مدل و طرح کسب‌وکار قدرتمند سبب می‌شود تلاش‌ها و اقدامات، هدفمند شده و سبب بقا و سودآوری شرکت نوپا شود. در مدل کسب‌وکار بر عواملی همچون همکاری با شرکا (مراکز رشد، شتاب‌دهنده‌ها و ...)، فعالیت‌های بازاریابی، تهیه و ساخت محصول و خدمات متناسب با بازار، برنامه‌های تأمین مالی، مدل‌های درآمدی، ارزش پیشنهادی و ... تأکید می‌شود. این عوامل می‌توانند زمینه‌ساز بقا، رشد و سودآوری شرکت نوپا شده و مسیر مشخصی از اقدامات را پیش‌روی کارآفرین قرار دهند [۲۷].

## ۴-۲- ویژگی‌های مرتبط با شرکت یا صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر

### استراتژی سرمایه‌گذاری خطرپذیر

شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در راستای چشم‌انداز آینده‌ای که از خود و تغییرات محیطی دارد. برنامه‌ای هدفمند را تدوین و اجرا می‌کند این برنامه دارای مجموعه اصول اساسی است که سبب می‌شود شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر ارزش‌آفرینی کرده و در رقابت با سایرین در مأموریت اصلی خود (مدیریت دارایی و سرمایه‌گذاری آن‌ها) به موفقیت برسد. به‌عبارت‌دیگر



هسته اصلی فعالیت و تصمیمات شرکت سرمایه‌گذاری را استراتژی‌های آن شرکت شکل می‌دهند. عواملی مانند اندازه و تنوع پرتفوی سرمایه‌گذاری، معیارهای ارزیابی موشکافانه، انتخاب و سرمایه‌گذاری در صنعتی که شرکت در آن تخصص دارد، جذب سرمایه موردنیاز VC از طرق مختلف (سندیکایی، تأمین مالی جمعی و ...)، فاصله جغرافیایی بین دفتر مرکزی شرکت نوپا و شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر، استراتژی مناسب خروج [۲۸، ۲۹].

### رهبری و حکمرانی شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر

مدیران عالی و رهبران شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر پل ارتباطی شرکت با محیط بیرون هستند و نسبت به مدیریت ارتباطات با سرمایه‌گذاران، حاکمیت و ... اقدام می‌نمایند [۳۰]. سرمایه‌گذاران همواره خواستار گزارش‌های دوره‌ای، تضامین و اعمال کنترل بر شرکت سرمایه‌گذاری هستند که مدیران عالی می‌بایست این روابط و خواسته‌ها را مدیریت نمایند. همچنین مدیریت عالی (هیئت مدیره و ...) وظیفه دارد که از طریق برقراری ارتباط با عوامل و بازیگران صنعت در راستای اهداف شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر و همین‌طور موارد سرمایه‌گذاری شده فرصت‌سازی کرده و ارتباطات مفیدی را شکل دهد. در شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر هیئت مدیره در رده عالی سازمان قرار داشته و می‌بایست تفکر صبر و سرمایه‌گذاری روشمند و اصولی را در سازمان برقرار نماید تا در نهایت شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر بتواند در موارد سرمایه‌گذاری خود به موفقیت و سودآوری برسد [۲۵].

### فرایندها و عملیات

بخش عمده‌ای از فعالیت‌های شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر عبارت است از مدیریت ارتباط با شرکت‌های نوپای سرمایه‌گذاری شده. با توجه به نظریه نمایندگی، میزان کنترل بر روی شرکت‌ها از طریق هیئت مدیره و عقد قراردادهای متناسب با معامله انجام شده که می‌تواند شامل تعیین حدود اختیارات طرفین، شرایط ورود و خروج در ترکیب سهامداری، شیوه و بازه‌های گزارش‌دهی، ترکیب هیئت مدیره و ... شود، مسئله بسیار مهمی است و دغدغه طرفین معامله سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. زیرا یکی از تفاوت‌های اساسی شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر با سایر سرمایه‌گذاران اعمال کمک‌های مدیریتی و مشورتی است که می‌بایست مرز بین اعمال نظرهای خارجی و استقلال کارآفرین معین شود. زیرا این ارتباطات





می‌تواند سبب ایجاد تعارض و تنش بین کارآفرین و سرمایه‌گذار شده و سرمایه‌گذاری انجام شده را دچار مشکل و خطر نماید [۳۱].

#### منابع و زیرساخت‌های شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر

منابع نقش مهمی در خلق ارزش توسط سازمان داشته و در صورت تخصیص بهینه می‌تواند سبب موفقیت در هر سازمانی شود. شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر موفق، از منابعی همچون شهرت و اعتبار شرکت، حضور در محیط جغرافیایی مستعد مانند سیلیکون ولی، منابع مالی مطلوب و در دسترس، نیروی کار متخصص، استفاده از مدیران با تجربه و ... برخوردار است [۳۲].

در این بین می‌توان شهرت و اعتبار شرکت سرمایه‌گذاری را مهم‌ترین منبع و زیرساخت برای آن شرکت در نظر گرفت. زیرا این منبع می‌تواند از طرفی سبب ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب از طریق مراجعه کارآفرینان با استعداد شده و از طرفی به علت موفقیت‌های پیشین و برخورداری از اعتبار در نزد سرمایه‌گذاران صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر میزبان سرمایه‌های بیشتری شود [۳۳].

### ۴-۳- عوامل محیطی و کلان

#### عوامل اقتصادی

فضای اقتصادی کشور با تأکید بر اقتصاد کلان بسیار در موفقیت‌ها و شکست‌های شرکت‌ها تأثیرگذار است. زیرا محیط متلاطمی که به‌طور مثال در اثر تورم بالا، جهش‌های ارزی و یا رکود ایجاد می‌شود، ریسک‌های بیرونی و بعضاً غیرقابل کنترلی را بر شرکت‌ها و مدیران آن‌ها تحمیل می‌نماید که می‌تواند مشکل‌ساز شود. از طرفی در صورتی که شاهد شکل‌گیری فضای با ثبات و پررونق در محیط اقتصادی باشیم شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و مواردی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری شده است نیز مسیر هموارتری پیش‌روی خود داشته و امکان موفقیت آن‌ها بیشتر است [۳۴].



### عوامل حقوقی و سیاسی

تمامی شرکت‌ها در بستر حقوقی و سیاسی مختص به کشوری که در آن حضور دارند، فعالیت می‌کنند. دولت‌ها با توجه به نقش تنظیم‌گری و سیاست‌گذارانه خود موظف هستند بسترهای رشد و توسعه اقتصادی و انسانی را برای افراد و کسب‌وکارها فراهم کنند و زمینه‌ساز بهبود شرایط و عوامل موثر بر توسعه اقتصادی باشند. در همین راستا حاکمیت می‌بایست در راستای حمایت و بسترسازی قانونی از شرکت‌های نوپا و همچنین نهادهای سرمایه‌گذاری به‌خصوص سرمایه‌گذاری خطرپذیر تلاش نماید [۲۵].

### عوامل فرهنگی اجتماعی

افراد و کسب‌وکارها در دامن فرهنگ هر کشوری رشد و توسعه پیدا می‌کنند. فرهنگ دارای نقش مهمی در شکل‌دهی بینش اصولی و درست به اقتصاد و کسب‌وکار دارد و می‌تواند سبب شکست و موفقیت هر ملت و درجه پایین‌تر هر شرکت و کسب‌وکاری شود. فرهنگ می‌تواند سرمایه‌گذاری مولد و کارآفرینی را به‌عنوان یک ارزش در جامعه جلوه دهد. شایان ذکر است بسیاری از مشکلات و دلایل شکست کسب‌وکارها ناشی از عوامل فرهنگی و ضعف‌های بینشی در اداره کسب‌وکار و روابط میان فردی در فضای کسب‌وکاری و غیره بوده است [۳۶،۳۵].

## ۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

شرکت‌های نوپا نقش اساسی و مهمی در رشد و توسعه اقتصادی بازی کرده و می‌توانند با استفاده از فناوری و دانش روز تولیدات و خدمات بهینه‌ای را به جامعه عرضه نمایند. اما شاهد این موضوع هستیم که بخش عمده‌ای از شرکت‌های نوپا در طول زمان یا از بین رفته یا کوچک باقی می‌مانند و به اهداف خود نمی‌رسند و تنها تعداد اندکی از آنها به شرکت‌هایی بزرگ تبدیل می‌شوند. بسیاری از سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر انجام شده در این شرکت‌ها با شکست مواجه شده و نرخ بالای شکست در این نوع از سرمایه‌گذاری‌ها به چشم می‌خورد. بنابراین موفقیت در سرمایه‌گذاری خطرپذیر امری مهم و سخت تلقی می‌شود که نیازمند توجه و اعمال نکات مهم و کلیدی می‌باشد.



در پژوهش‌های حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر، خلا مطالعاتی جامع در ارتباط با عوامل موثر بر موفقیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر مشهود است و مطالعات قبلی (فارسی و انگلیسی) به صورت جزیره‌ای و با ارائه یک نگاه خاص نسبت به تبیین موضوع اقدام کرده‌اند. در نهایت عواملی که احصا شدند در سه سطح (مضامین فراگیر) تقسیم‌بندی شده که عبارت‌اند از عوامل و ویژگی‌های مرتبط با مورد سرمایه‌گذاری، ویژگی‌های مرتبط با شرکت یا صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر و عوامل محیطی و کلان.

بر مبنای پژوهش انجام شده پیشنهادهای ذیل ارائه می‌گردد:

- رابطه‌سنجی و اولویت‌بندی عوامل شناسایی شده در راستای استفاده هرچه‌بهرتر از این عوامل به جهت تدوین راهبردهای استراتژیک و مدیریتی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر؛
- توسعه کمی و کیفی هر کدام از مضامین سازمان‌دهنده در راستای رسیدن به جزئیات مورد اهمیت و به دست آوردن برنامه اقدام عملیاتی؛
- ظرفیت‌سنجی ارتباط شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر با سایر نهاد های مالی و حاکمیتی به جهت دستیابی به موفقیت و همچنین اقدام به سرمایه‌گذاری بهینه

## ۶- منابع و مأخذ

- [1] Azar, A., Sadeghi, A., Kordnajib, A., "Prioritizing success factors for the success of small businesses and high-tech mid-sized businesses," *Journal of Entrepreneurship Development*, vol. 5, (2012),165-184.
- [2] Berger, A., Udell, G., "A more complete conceptual framework for SME finance," *Journal of Banking & Finance*, vol. 30, (2006),2945-2966.
- [3] Kerr, W., Nanda, R., "Financing Constraints and Entrepreneurship," *NBER Working Papers*, (2009).
- [4] Talebi, M., Tavanayi, R., Mortezaia, H., "Modeling Structural Relations of the Main Factors for assessing the Risk of Investment in a Resistance Economy by Applying the Interpretative-Structural Modeling (ISM)," *Basij Strategic Studies*, vol. 20,( 2018),113-140.
- [5] Khayatian Yazdi, M. S., Elyasi, M., Tabatabaeeian, H., "The Model for Sustainability of Knowledge-based Firms in Iran," *Journal of Science and Technology Policy*, vol. 9, (2016),49-62.

- [6] Schermerhorn, J., *Management, 11th Edition*. John Wiley & Sons, (2010).
- [7] Shearman, C., Burrell, G., “New technology based firms and the emergence of new industries: some employment implications,” *New Tech Work Empl*, vol. 3, (1988), 87–99.
- [8] Storey, D., Tether, B., “Public policy measures to support new technology-based firms in the European Union,” *Research Policy*, vol. 26, (1998), 1037–1057.
- [9] Laranja, M., Fontes, M., “Creative adaptation: the role of new technology based firms in Portugal,” *Research Policy*, vol. 26, (1998), 1023–1036.
- [10] Dollond, S., *New technology-based firms in the United Kingdom and the Federal Republic of Germany. A report prepared for the Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society*. London. Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society, 1976.
- [11] Mason, C., “Venture Capital,” in *International Encyclopedia of Human Geography*: Elsevier, (2020), 155–160.
- [12] Hua, W., Chan, A., Mao, Z., “Critical Success Factors and Customer Expectation in Budget Hotel Segment - A Case Study of China,” *Journal of Quality Assurance in Hospitality & Tourism*, vol. 10, (2009), 59–74.
- [13] Metrick, A., Yasuda, A., *Venture capital & the finance of innovation*. Hoboken. John Wiley & Sons, Inc, (2021).
- [14] Harrison Mason, R. T., “Developing the Informal Venture Capital Market: A Review of the Department of Trade and Industry's Informal Investment Demonstration Projects 1,” *Regional Studies*, vol. 30, (1996), 765–771.
- [15] Hayes, A., “Venture Capital: What Is VC and How Does It Work?” *Investopedia*, Nov, 2003.
- [16] Sandelowski, M., Barroso, J., *Handbook for synthesizing qualitative research*. New York, London. Springer, 2007.
- [17] Attride-Stirling, J., “Thematic networks: an analytic tool for qualitative research,” *Qualitative Research*, vol. 1, (2001), 385–405.
- [18] Abedi Ja'fari, H., Taslimi, M. S. Faghihi, A., Sheikhzade, M. “Thematic Analysis and Thematic Networks: A Simple and Efficient Method for Exploring Patterns Embedded in Qualitative Data Municipalities,” *Strategic Management Thought*, vol. 5, (2011) 151–198.
- [19] Lachal, J., Revah-Levy, A., Orri, M., Moro, M. R., “Meta synthesis: An Original Method to Synthesize Qualitative Literature in Psychiatry,” *Frontiers in psychiatry*, vol. 8, (2017), 269.



- [20] Li, Y., Mahoney, J. T., "When are venture capital projects initiated?," *Journal of Business Venturing*, vol. 26, (2011), 239–254.
- [21] Bradley, D. J., Jordan, B. D., Yi, H., Roten, I. C., "Venture Capital and IPO Lockup Expiration: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Research*, vol. 24, (2014), 465–493.
- [22] Schjoedt, L., Kraus, S., "Entrepreneurial teams: definition and performance factors," *Management Research News*, vol. 32, (2009), 513–524.
- [23] Cooney, T. M., "Editorial: What is an Entrepreneurial Team?" *International Small Business Journal*, vol. 23, (2005), 226–235.
- [24] Reis, D. A., Fleury, A. L., Carvalho, M. M., "Consolidating core entrepreneurial competences: toward a meta-competence framework," *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, vol. 27, (2021), 179–204.
- [25] Bocken, N., "Sustainable venture capital – catalyst for sustainable start-up success?," *Journal of Cleaner Production*, vol. 108, (2015), 647–658.
- [26] Lappalainen, J., Niskanen, M., "Financial performance of SMEs: impact of ownership structure and board composition," *Management Research Review*, vol. 35, (2012), 1088–1108.
- [27] Halabí, C. E., Lussier, R. N., "A model for predicting small firm performance," *Journal of Small Business and Enterprise Development*, vol. 21, (2014), 4–25.
- [28] Block, J., Fisch, C., Vismara, S., Andres, R., "Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices," *Journal of Corporate Finance*, vol. 58, (2019), 329–352.
- [29] Guo, D. and Jiang, K., "Venture capital investment and the performance of entrepreneurial firms: Evidence from China," *Journal of Corporate Finance*, vol. 22, (2013), 375–395.
- [30] Wong, A. K., "Effective Evaluation Criteria for Successful Ventures: A Study of Venture Capital in Hong Kong," *The Journal of Private Equity*, vol. 13, (2009), 62–72.
- [31] Bottazzi, L., Darin, M., Hellmann, T., "Who are the active investors? Evidence from venture capital," *Journal of Financial Economics*, vol. 89, (2008), 488–512.
- [32] Obrimah, O. A., and Prakash, P., "Performance reversals and attitudes towards risk in the venture capital (VC) market," *Journal of Economics and Business*, vol. 62, (2010), 537–561.



- [33] Escobari, D., and Serrano, A., “Reducing asymmetric information in venture capital backed IPOs,” *Managerial Finance*, vol. 42, (2016) 553–568.
- [34] Lahr, H., Trombley, T., “Early indicators of fundraising success by venture capital firms,” *Journal of Corporate Finance*, vol. 65, (2020), 101.
- [35] Nahata, R., Hazarika, S., Tandon, K., “Success in Global Venture Capital Investing: Do Institutional and Cultural Differences Matter?,” *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 49,(2014) ,1039–1070.
- [36] Holly, K. “The Venture Capital–University Interface,” *Industry and Higher Education*, vol. 24, (2010), 263–268.