

شناسایی و تحلیل عوامل موافقیت شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر با روش فراترکیب

محمدامین رشیدی^۱، محمدمبین شفیعی ناطق^{۲*}، حسین حسن‌زاده^۳، سید عباس چایچیان^۴

- 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، دانشکدگان 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 بازارگانی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران.

دریافت: ۱۴۰۲/۷/۱۲ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۱/۳

چکیده

موافقیت سرمایه‌گذاری و رسیدن به سودآوری با توجه به 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 موافقیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر است تا از این طریق شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر بتوانند با تأکید بر عوامل موردنیت در راستای موافقیت 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 موافقیت شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر، از ۳۰۹ منبع اولیه، پس از طی مراحل غربالگری تعداد ۸۱

* نویسنده مسئول مقاله:



منبع انتخاب شده و سپس از طریق روش تحلیل مضمون ۲۱۰ کد اولیه و ۱۷۹ کد غیرتکراری حاصل گردید. بعد از پالایش و دستبندی 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. مضماین 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 بهدلیل این که یکی از عوامل رشد و توسعه اقتصاد هر کشوری محسوب می‌شوند، در سالیان گذشته موردتوجه 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 بهمین‌دلیل 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 خلاص 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 قابل ملاحظه 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 این‌رو 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 به صورت گسترده تحت تأثیر 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 جسمورانه 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 مضماین پرداخته شده است. در نهایت نسبت به بیان نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها اقدام گردید.

۲- پیشینه و مبانی نظری پژوهش

۱-۲- 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 نوبایی 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 مبنی بر فناوری است و حول ایده‌های نوآورانه و خلاقانه بنا می‌شوند [۱۱].

۲-۲- شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر

در ادبیات پژوهش، سرمایه‌گذاری جسورانه را به عنوان یک تحریک‌کننده در فرایند کارآفرینانه و خالق ارزش اساسی که محرك 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. همانطورکه در قسمت پیشین بیان شد، نیازهای مالی این شرکت‌ها از توانایی آن‌ها برای تولید وجوده 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 آتباه اقتصادی قرار می‌گیرد. سرمایه‌گذاران خطرپذیر به طور 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 فرایند 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 استنادی است. ازانجاكه در پژوهش حاضر داده‌ها کاملاً طبیعی و بدون دستکاری گردآوری شده‌اند، در زمرة تحقیقات توصیفی (غیر آزمایشی) شمرده می‌شود.

در روش «فراترکیب» داده‌های اصلی پژوهش‌های منتخب، «ترکیب و تفسیر» می‌شود. در این روش، متن پژوهش‌های گذشته به عنوان 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. فرایند اجرای فراترکیب براساس 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 واگان کلیدی مرتبط انتخاب گردیده‌اند.
۳	بررسی و انتخاب متون مناسب	در این گام، در هر بازبینی تعدادی از مقالات با استفاده از روش ارزیابی کسب ^۱ رد می‌شود، که این مقاله‌ها در فرایند فراترکیب مورد بررسی قرار نمی‌گیرند
۴	استخراج اطلاعات متون	خواندن دقیق متون و استخراج کلها
۵	تحلیل و تجزیه، ترکیب یافته‌های کیفی	بنا بر روش استفاده شده کلها 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 موافقیت سرمایه‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر (VC) چیست؟

فرعی:

۱) تنوع و دسته‌بندی عوامل موافقیت سرمایه‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر

به چه شکل است؟

۲) روابط بین عوامل موافقیت 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 جستجو

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	نژادهای 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	JSTOR, Emerald insights, ScienceDirect, Sage,	پایگاه‌هایی غیر از پایگاه ذکر شده

گام سوم؛

در پایگاه‌های هدف، کلیدواژه‌ها مورد جستجو 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^۱) 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

نتایج بررسی‌ها	منابع مورد بررسی
	تعداد منابع = ۳۰۹
۱۷۴ = مقالات رد شده بر اساس عنوان	
۱۳۵ = تعداد مقالات بررسی شده بر اساس چکیده	
۳۸ = مقالات رد شده بر اساس چکیده	
۹۷ = تعداد مقالات بررسی محتوای کامل	
۱۶ = مقالات رد شده بر اساس محتوا	
	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 روشهایی 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 روشهایی از مضامین پایه که می‌بین نکته مهمی در متون مورد بررسی هستند، مضامین سازماندهنده که نقش واسطه را دارند و

سپس از آن‌ها مضماین فراگیر که در کانون شبکه مضماین 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 مضماین در جدول زیر قابل مشاهده است. برای عدم تکرار عبارت نهاد (شرکت یا صندوق) سرمایه‌گذاری خطرپذیر^۱ از مخفف VC در جدول استفاده شده است:

جدول ۵. قالب مضماین عوامل موافقیت شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر

مض蛩ون پایه	مض蛩ون سازمان‌دهنده	مض蛩ون فراگیر
اندازه بازار بزرگ صنعت شرکت‌نوبا	بازار و صنعت	ویژگی‌های مرتبط با مورد سرمایه‌گذاری
وضعیت مطلوب صنعت شرکت‌نوبا		
شرطیت مساعد بازار سهام در صنعت مورد سرمایه‌گذاری		
صنعت رو به رشد		
وجود هم بنیان‌گذار مناسب		
تیم کارآفرینی سریالی ^۲ و قادرتمند (اقدام به کارآفرینی به صورت متعدد)		
سن مدیریت عامل		
فرهنگ کاری قادرتمند تیم کارآفرینی		
تجربه هیئت مدیره		
توانایی شبکه‌سازی هیات مدیره		
نیروی انسانی متخصص (دارای تحصیلات و تجربه)	منابع و ویژگی‌های کسب و کار	کسب و کار
تنوع و ترکیب هیئت مدیره		
داشتن سرمایه در گردش و نقدینگی کافی		
سن کسب و کار در دوره‌های سرمایه‌گذاری		
سرمایه اجتماعی کارآفرین پیش از تأسیس شرکت‌نوبا		
داشتن محصول قوی و یا داشتن ^۳ MVP		
استفاده از مشاوران با تجربه		
ساختار مالکیت شرکت‌نوبا		
وجود اطلاعات مالی و حسابداری در شرکت‌نوبا		

1. Venture Capital Firm or Fund

2. Serial entrepreneurial

3. Minimum viable product



مضمون فرآگیر	مضمون سازماندهنده	مضمون پایه
		سطح تحصیلات کارآفرین
		نگرش جاه طلبانه و سخت کوشی کارآفرین
		تفکر سیستمی
		یادگیری با بازخورد
		آینده‌نگری استراتژیک نسبت به بازار و کسب و کار
	ویژگی‌های شخص کارآفرین	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 ضمی ریسک‌های کسب و کار
		دانش و تجربه کسب و کار (بازاریابی و ...) کارآفرین
ویژگی‌های مرتبط با مورد سرمایه‌گذاری		جلوگیری از تأمین مالی بیش از حد ^۱
		استفاده از طرفیت‌های مختلف انکوباتورهای خصوصی، انکوباتورهای دانشگاهی و شتاب‌دهنده‌ها برای توسعه شرکت نوپا
		فعالیت‌های بازاریابی موثر (تحقیقات بازار، تبلیغات و کانال توزیع قدرتمند) توسط شرکت نوپا
مدل و فرایندهای کسب و کار		استفاده از فناوری اطلاعات و اینترنت در کسب و کار
		ایجاد همکاری‌های معترض و استفاده از شبکه‌ها توسط شرکت نوپا
		تحقيق و توسعه قدرتمند شرکت نوپا
		هدف‌گذاری واقع‌بینانه
		متناسب‌سازی محصولات و زیرساخت‌ها برای فرایند مقیاس‌پذیری
		داشتن مزیت رقابتی ملموس در صنعت
		برنامه کسب و کار (BP) دقیق
		مدل کسب و کار مناسب

1 Overfunding



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

1 Syndicated loan

2 Due diligence

3 Silicon Valley



مضمون فرآگیر	مضمون سازماندهنده	مضمون پایه
	عوامل اقتصادی	شرایط مساعد اقتصاد کلان
	حقوقی و سیاسی	شرایط مساعد بازار سهام هنگام عرضه اولیه شرکت‌نوبا (IPO ^۱)
ویژگی‌های محیط		حمایت دولت از اکوسیستم کارآفرینی چهارچوب قانونی مناسب برای VC و کسب‌وکار نوبا سهولت قوانین بین‌المللی برای صنعت VC
فرهنگی و اجتماعی		نهادیته شدن فرهنگ نوآوری در کشور همکاری دانشگاه و VC نظام تحصیلی حامی روحیه و مهارت‌های کارآفرینی وجود بانک اطلاعاتی جامع کسب‌وکار های نوبا 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 نمایه‌کننده مقالات با کلیدواژه‌های گسترده جستجو شده است و پس از آن از موتور جستجوی گوگل برای اطمینان بیشتر استفاده شده است. همچنین پژوهشگران از ابتدایی ترین گام‌های تصمیم به نگارش مقاله در این زمینه، ملاحظات روشی و غیر روشی را ذیل نظر استاد راهنمای 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 فرآگیر، سازماندهنده و پایه با مطالعه مبانی نظری،

1. Initial public offering



پیشینه تحقیق، اهداف تحقیق و منع، انتخاب و تأیید شدن، نظرات و رهنمودهای گروهی از خبرگان نیز لحاظ شد و قبل از کدگذاری، جرح و تعديل نهایی به عمل آمد [۱۸، ۱۹].
گام هفتم:

در این مرحله، یافته‌های تحلیل پژوهش‌های نهایی مطرح می‌گردد. همانطورکه 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 موافقیت شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر و تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از روش تحلیل مضمون مدل مفهومی عوامل موافقیت 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 موافقیت در شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر، قسمتی از عوامل مرتبط با ویژگی‌ها و نکات مهمی است که می‌بایست در ارتباط با شرکت نویابی که در آن سرمایه‌گذاری انجام شده است رعایت شود؛ زیرا در نهایت موافقیت سرمایه‌گذاری به موافقیت آن شرکت بستگی داشته و دارای اهمیت بسیار بالایی است.

در ادامه هر سه سطح از عوامل (مضامین فراگیر)، بهوسیله مضامین سازمان‌دهنده مرتبط با آن سطح تشریح و تبیین می‌شود.

۴-۱- ویژگی‌های مرتبط با مورد سرمایه‌گذاری

صنعت و بازار

صنعتی که شرکت نویبا 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 فرونی 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 ثبت 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 با تجربه 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 پادگیری با بازخورد بهره‌مند باشد [۲۵].



منابع و ویژگی‌های کسب‌وکار

هر شرکتی به خصوص شرکت‌های نوپا مبتنی بر منابع خود و البته تخصیص بهینه آن‌ها در راستای اهداف شرکت، رشد و توسعه پیدا می‌کنند. منابع هر شرکتی نقش موثر پیشran 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 بهسازی در موفقیت شرکت‌ها ایفا می‌کنند، مشخصاً عبارت است از نقدینگی و سرمایه در گردنیز، وجود اطلاعات مالی و حسابداری در شرکت [۲۶، ۲۷].

فرایندهای کسب‌وکار

هر کسب‌وکاری در راستای دست یافتن به ایده‌ها و اهداف خود می‌باشد اقدامات کلیدی و معینی را انجام دهنده تا بتوانند در راستای اهداف حرکت نماید. 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. به عبارت دیگر

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 (سنديکاپی، تأمین مالی جمعی و ...)، فاصله جغرافیایی بین دفتر مرکزی شرکت‌نواپا 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 روشنمند و اصولی را در سازمان برقرار نماید تا در نهایت شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر بتواند در موارد سرمایه‌گذاری خود به موقفیت 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 خط‌پذیر

منابع نقش مهمی در خلق ارزش توسط سازمان داشته و در صورت تخصیص بهینه می‌تواند سبب موفقیت در هر سازمانی شود. شرکت سرمایه‌گذاری خط‌پذیر موفق، از منابع 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 منع می‌تواند از طرفی سبب ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب از طریق مراجعه کارآفرینان با استعداد شده و از طرفی به عنت موفقیت‌های پیشین و برخورداری از اعتبار در نزد سرمایه‌گذاران صنعت سرمایه‌گذاری خط‌پذیر 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 متألف‌نمی 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 پر رونق در محیط اقتصادی باشیم شرکت‌های سرمایه‌گذاری خط‌پذیر 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 بسترها 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 می‌باشد در راستای حمایت و بسیاری قانونی از شرکت‌های نوپا و همچنین نهادهای سرمایه‌گذاری به خصوص 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 به عنوان 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 نخ 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 مطالعه‌ای 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 فرآگیر) 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:

- رابطه‌سنگی و اولویت‌بندی عوامل شناسایی شده در راستای استفاده هرچه‌بهتر 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؛
- ظرفیت‌سنگی ارتباط شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر با سایر نهادهای مالی و حاکمیتی به جهت دستیابی به موفقیت و همچنین اقدام به سرمایه‌گذاری بهینه

۶- منابع و مأخذ

- [1] Azar, A., Sadeghi, A., Kordnayij, 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., Mortezania, 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., Tabatabaeian, 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] Obirimah, 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.