

## Analysis of Factors affecting the cooperation pattern of venture capitalists and Start-ups with a focus on non-financial value creation mechanisms in two domestic venture capitalists

Milad Homayounizadeh<sup>1✉</sup>, Seyed Soroush Ghazi Nouri<sup>2</sup>, Jahanyar Bamdadsufi<sup>3</sup>,  
Mohammad Naghizadeh<sup>4</sup>

1- PhD candidate of Technology Management, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran

2- Associate Professor, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran

3- Associate Professor, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

4- Assistant Professor, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

### Abstract:

In interacting with Start-ups, venture capitalists play a role beyond providing financial resources for these companies and create value for them. The present research, using the case study method, investigates the factors affecting the cooperation pattern of venture capitalists and innovative companies, focusing on the mechanisms of creating non-financial values, through 23 semi-structured interviews with the deputies and consultants of two domestic venture capitalists and 6 start-ups affiliated with them in the time period (1393 to 1400) has been covered. In this research, the effective factors on the non-financial value creation mechanisms of two selected venture capitalists have been investigated using qualitative content analysis of interviews and axial coding.

The results of this research show that in both venture capitalists, the five factors of clear expression of expectations, trust and respect, timely fulfillment of obligations, high flexibility and non-interference in executive affairs by venture capitalists have played an effective role in the value creation of these investors for start-ups and laid the groundwork. The success and effective interaction between these two collections has been in the period of cooperation. On the other hand, there is a fundamental difference between these two venture capitalists in the two factors of the effective presence of the board of directors representative and the culture of planning and control, which is due to the difference in their control and governance approaches in interacting with start-ups.

**Keywords:** Venture Capital, Start-up, Non-Financial Values, Mechanism, Control, Governance.

**DOI:** 10.22034/jmi.2023.362084.2836

1. ✉Corresponding author: [homayounizadeh.milad@gmail.com](mailto:homayounizadeh.milad@gmail.com)
2. [ghazinoori@gmail.com](mailto:ghazinoori@gmail.com)
3. [bamdadssoofi@yahoo.com](mailto:bamdadssoofi@yahoo.com)
4. [mohamadnaghizadeh@yahoo.com](mailto:mohamadnaghizadeh@yahoo.com)

# تحلیل و بررسی عوامل موثر بر الگوی همکاری سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین با تمرکز بر ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی در دو سرمایه‌گذار خطرپذیر داخلی



دوره ۱۷ شماره ۱ (پیاپی ۵۹)

بهار ۱۴۰۲

نوع مقاله: پژوهشی (تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۶/۲۷ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۳/۰۱) صفحات ۳۳-۱۴

میلاذ همایونی‌زاده<sup>۱</sup> دانشجوی دکتری مدیریت تکنولوژی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.  
سید سروش  
قاضی نوری<sup>۲</sup> دانشیار گروه مدیریت صنعتی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.  
جهانبیار بامدادصوفی<sup>۳</sup> دانشیار گروه مدیریت صنعتی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.  
محمد نقی زاده<sup>۴</sup> ستادیار گروه مدیریت صنعتی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.

## چکیده

سرمایه‌گذاران خطرپذیر در تعامل با شرکت‌های نوآفرین نقشی فراتر از تامین‌کننده منابع مالی برای این شرکت‌ها به عهده دارند و برای آن‌ها ارزش خلق می‌کنند. تحقیق حاضر با روش مطالعه موردی، به بررسی عوامل موثر بر الگوی همکاری سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین با تمرکز بر ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی، از طریق ۲۳ مصاحبه نیمه‌ساختاریافته با معاونین و مشاورین دو سرمایه‌گذار خطرپذیر داخلی و ۶ شرکت نوآفرین وابسته به آن‌ها در بازه زمانی (۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰) پرداخته است. در این تحقیق عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی دو سرمایه‌گذار خطرپذیر منتخب با استفاده از تحلیل محتوای کیفی مصاحبه‌ها و کدگذاری محوری مورد بررسی قرار گرفته است.

نتایج این تحقیق نشان می‌دهد در هر دو سرمایه‌گذار خطرپذیر پنج عامل بیان شفاف انتظارات، اعتماد و احترام، انجام به موقع تعهدات، انعطاف‌پذیری بالا و عدم مداخله در امور اجرایی توسط سرمایه‌گذاران خطرپذیر، نقش موثری در ارزش‌آفرینی این سرمایه‌گذاران برای شرکت‌های نوآفرین داشته است و زمینه‌ساز موفقیت و تعامل اثربخش بین این دو مجموعه در دوره همکاری بوده است. از طرفی در دو عامل حضور موثر نماینده هیات مدیره و فرهنگ برنامه‌ریزی و کنترل بین این دو سرمایه‌گذار خطرپذیر تفاوت اساسی وجود دارد که علت آن، تفاوت در رویکردهای کنترل و حکمرانی آن‌ها در تعامل با شرکت‌های نوآفرین وابسته بوده است.

**واژگان کلیدی:** سرمایه‌گذاری خطرپذیر، شرکت‌های نوآفرین، ارزش غیرمالی، ساز و کار، کنترل، حکمرانی.

۱. مسئول مکاتبات: [homayounizadeh.milad@gmail.com](mailto:homayounizadeh.milad@gmail.com)

۲. [ghazinoori@gmail.com](mailto:ghazinoori@gmail.com)

۳. [bamdadsoofi@yahoo.com](mailto:bamdadsoofi@yahoo.com)

۴. [mohamadnaghizadeh@yahoo.com](mailto:mohamadnaghizadeh@yahoo.com)

## ۱- مقدمه

شرکت‌های نوآفرین و تکنولوژی‌محور نقش بسیار مهمی در رشد فعالیت‌های نوآورانه و توسعه اقتصادی دارند ولی این شرکت‌ها برای موفقیت و رشد با مساله دسترسی و تامین منابع مواجه هستند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای حل مساله تامین مالی و حمایت از این شرکت‌ها نقش فعال و حیاتی دارند و بنا به مطالعات متعدد صورت گرفته در این حوزه این نوع سرمایه‌گذاری در تثبیت و رشد شرکت‌های کارآفرینانه و نوآفرین و تجاری‌سازی نوآوری‌های آنان به ویژه در فعالیت‌های با ریسک بالا و شرایطی که دسترسی به سایر منابع مالی دشوار است، اهمیت بالایی دارد (سپینزا و همکاران، ۱۹۹۶، مک‌میلیان و همکاران، ۱۹۸۹، دی‌کلرک و مانیگارت، ۲۰۰۷، کومینگ و ژوان، ۲۰۱۰) و این نوع از سرمایه‌گذاری برای کارآفرینان و موسسان شرکت‌های نوآفرین به عنوان پلی مهم تا قبل از دستیابی به منابع مالی بلندمدت به شمار می‌رود (اوکپالا، ۲۰۱۲).

اغلب کارآفرینان و موسسان شرکت‌های نوآفرین، دانش‌آموختگان جوان و خوش‌فکری هستند که فاقد تجربه مدیریتی کافی، منابع مالی مناسب و بازار و مشتری هستند. از این رو بسیاری از تلاش‌ها برای راه‌اندازی کسب و کار جدید، به دلیل ضعف در این سه عامل، با شکست مواجه می‌شوند. از طرفی بسیاری از شرکت‌های نوآفرین، به دلیل وجود ریسک‌های زیاد در کسب و کار امکان گرفتن وام و تسهیلات از بانک‌ها و دیگر موسسات مالی را ندارند و لذا به دلیل عدم دسترسی به بازار تثبیت شده و نیاز جدی به منابع بیرونی به ویژه منابع مالی برای دستیابی به رشد معمولاً به سرمایه‌گذاران خطرپذیر مراجعه می‌کنند (باقری، ۱۳۹۲، درخشان و محمدی ۱۳۹۴، آکان، ۲۰۰۵) علاوه بر تامین منابع مالی، حمایت‌های دیگری از جمله بهره‌مندی از تجارب مدیریتی، تخصص و دانش موردنیاز و دستیابی به بازار را برای موفقیت کسب و کار خود تامین کنند (جاریلو، ۱۹۸۹). لذا عمده شرکت‌های نوآفرین در مراحل ابتدایی رشد و تکامل اقتصادی خود، مورد توجه سرمایه‌گذاران خطرپذیر هستند که با ارزیابی موشکافانه، شکاف سرمایه و کمبود نقدینگی این شرکت‌ها را جبران می‌کنند (احسنی زاده و همکاران، ۱۳۹۵، کریمی‌صدر و بنیادی نائینی، ۱۳۹۵) و در گروه سهام‌داران آن‌ها قرار می‌گیرند تا از طریق مدیریت فعالانه و برنامه‌ریزی در توسعه اهداف و استراتژی‌های این شرکت‌ها برای آن‌ها ارزش خلق کنند.

نقش سرمایه‌گذاری خطرپذیر فراتر از تخصیص منابع مالی به یک کسب و کار نوپا و سپس خروج از آن است. گمپرز و لرنر (گمپرز و لرنر، ۱۹۹۹) باور منحرف شده در خصوص سرمایه‌گذاری خطرپذیر را که به معنای ایجاد میزان اندکی ارزش افزوده برای کسب و کارهای نوپا علاوه بر تخصیص منابع مالی است را به چالش کشیدند. آن‌ها معتقدند که این باور اشتباه درباره سرمایه‌گذاری خطرپذیر نه تنها منجر به شکست برای سرمایه‌گذاران در خصوص انتخاب فرصت‌های جذاب سرمایه‌گذاری می‌شود بلکه برای شرکت‌های نوآفرین منجر به تخریب ارزش خواهد شد (سورشجانی و محمدی، ۱۳۹۷، دهقانی عشرت‌آباد و همکاران، ۱۳۹۹). آن‌ها به سرمایه‌گذاری خطرپذیر به عنوان یک چرخه نگاه می‌کنند که

با تخصیص منابع مالی به شرکت‌های نوآفرین شروع شده و سپس با پایش و افزودن ارزش‌های غیرمالی به این کسب و کارها ادامه می‌یابد.

ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر تحت تاثیر عواملی است که اثربخشی این ساز و کارها را تحت الشعاع قرار می‌دهد، لذا شناسایی و تحلیل این عوامل بر تعاملات بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین تاثیر مهمی دارد. آنچه ضروری به نظر می‌رسد آن است که سرمایه‌گذاران خطرپذیر به عنوان یک نهاد مالی - سرمایه‌گذاری موثر در چرخه نظام نوآوری کشور، می‌بایست در ایفای نقش حمایتی خود از شرکت‌های نوآفرین هوشمندانه‌تر و جامع‌تر عمل نموده و پا را از یک نهاد مالی صرف، فراتر بگذارند. این امر در وهله اول برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر موجب دستیابی به حداکثر بازدهی از این نوع سرمایه‌گذاری شده و از سویی به دلیل توسعه حمایت‌ها از شرکت‌های نوآفرین و گسترش چتر حمایتی از آن‌ها زمینه‌ساز تشویق کارآفرینان و به ثمر رسیدن طرح‌های نوآورانه آن‌ها خواهد شد.

در پژوهش حاضر تلاش شده است تا به بررسی و تحلیل عوامل موثر بر اثربخشی ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر در همکاری با شرکت‌های نوآفرین پرداخته شود. در این راستا دو سرمایه‌گذار خطرپذیر و در هر یک ۳ شرکت نوآفرین بررسی شده و ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی با تمرکز بر شناسایی عوامل موثر بر این ساز و کارها مورد تحلیل قرار گرفته است. بدین منظور پس از مرور پیشینه، در ادامه به بیان روش انجام تحقیق و نحوه گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها، بیان یافته‌ها و در نهایت نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهاداتی در این زمینه پرداخته شده است.

## ۲- مروری بر مبانی نظری و پیشینه تحقیق

### ۲-۱- سرمایه‌گذاری خطرپذیر

سرمایه‌گذاری خطرپذیر، نوعی از سرمایه‌گذاری با بازگشت بالا در شرکت‌های نوآفرین و با ریسک بالا است (لام، ۱۹۹۱) منابع سرمایه در سرمایه‌گذاران خطرپذیراز طریق صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها، شرکت‌ها و موسسات، دولت و یا افراد ثروتمند تامین شده و به صورت مستقیم در شرکت‌های نوآفرین، سرمایه‌گذاری می‌شود (لاندستروم، ۲۰۰۷). بسیاری از پژوهشگران و محققین معتقدند حمایت‌های مالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر تنها دستاورد و کارکرد این نوع سرمایه‌گذاری نیست (مک‌میلان و همکاران، ۱۹۸۹، کومینگ و مکینتاش، ۲۰۰۳، دی‌کلرک و مانیگارت، ۲۰۰۷، متریک، ۲۰۰۷، لارج و موئگ، ۲۰۰۸؛ لی و همکاران، ۲۰۲۰).

مطالعات تجربی متعدد در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر نشان می‌دهد که شرکت‌های با سابقه برخوردار از سرمایه‌گذاری خطرپذیر نسبت به شرکت‌های نوآفرینی که از این نوع سرمایه‌گذاری بهره

۱. High Return

نبرده‌اند، موفقیت بیشتری در رشد و توسعه از جمله ارتقای بهره‌وری در عملکرد، ارزش‌گذاری بالاتر هنگام خروج سرمایه‌گذار خطرپذیر، بین‌المللی‌سازی، بهبود نوآوری داشته‌اند (بسلر و سیم، ۲۰۱۲؛ باری و میهو، ۲۰۱۳؛ ذی‌گو و ژیانگ، ۲۰۱۳؛ ایلینو و لوری، ۲۰۲۰؛ لرنر و نانا، ۲۰۲۰؛ بارگ و همکاران؛ ۲۰۲۱). از این رو این شرکت‌های نوآفرین با حمایت سرمایه‌گذاران خطرپذیر توانسته‌اند عرضه اولیه سهام موفق‌تر و توسعه بازار بیشتر و سودآوری بالاتری داشته و هم‌چنین متقابلاً سرمایه‌گذاران خطرپذیر نیز با بازگشت سرمایه بالایی از این شرکت‌ها خروج کرده‌اند (ناهاتا، ۲۰۰۸، چمانور و همکاران، ۲۰۱۱، بسلر و سیم، ۲۰۱۲) رو هم‌چنین شرکت‌های نوآفرین با سابقه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در دوره بعد از عرضه اولیه سهام، نوآوری‌های بیشتر و فعالیت‌های تحقیق و توسعه گسترده‌تری نسبت به سایر شرکت‌های نوآفرین داشته‌اند (فنگ و همکاران، ۲۰۱۸). از طرفی یکی از مهم‌ترین دستاوردهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین توسعه شبکه ارتباطی آن‌ها با نهادهای دولتی و کسب و کارها و شرکت‌های بزرگ و جلب حمایت‌های مالی و معنوی از این ارتباطات است (میونا، ۲۰۱۸ و یانگ و همکاران، ۲۰۱۹). لذا این روابط برای شرکت‌های نوآفرین مشروعیت بیشتر در توسعه تعاملات کسب و کاری و در نتیجه آن رشد بیشتر و سودآوری بالاتر برای آن‌ها در پی خواهد داشت (لی، ۲۰۱۷؛ و ژانگ و همکاران، ۲۰۱۹). لذا بررسی و تحلیل مطالعات تجربی صورت گرفته در حوزه ادبیات سرمایه‌گذاری خطرپذیر بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران خطرپذیر علاوه بر تامین منابع مالی برای شرکت‌های نوآفرین، مجموعه‌ای از ارزش‌ها را برای آن‌ها خلق می‌کنند (گورمان و شالمن، ۱۹۸۹، ساپینزا، ۱۹۹۲، ساپینزا و همکاران، ۱۹۹۶، دنیس، ۲۰۰۴، کاپلان و استرومبرگ، ۲۰۰۴).

بنابراین بر اساس مفاهیم و تعاریف ذکر شده در بالا، در تحقیق حاضر تعریف زیر برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر به عنوان مبنا قرار خواهد گرفت.

«سرمایه‌گذاری خطرپذیر نوعی سرمایه‌گذاری از طریق تخصیص منابع مالی در قالب سهام است که در شرکت‌های جوان و با پتانسیل رشد بالا به منظور دستیابی به توسعه و دستاوردهای اقتصادی، صورت می‌گیرد و این نوع سرمایه‌گذاری با حمایت‌هایی همراه است که زمینه را برای موفقیت شرکت‌های نوآفرین فراهم کرده و لذا سرمایه‌گذاری خطرپذیر صرفاً به تامین منابع مالی محدود و خلاصه نمی‌شود».

1. Nahata
2. Chemmanur
3. Feng et al.
4. Miona
5. Yang et al.
6. Lee
7. Zhang et al.
8. Denis
9. Kaplan & Stromberg

## ۲-۲ ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر

هدف اصلی سرمایه‌گذاران خطرپذیر از تامین سرمایه برای شرکت‌های نوآفرین، دستیابی به بازگشت سرمایه‌های قابل توجه به هنگام خروج از این نوع سرمایه‌گذاری است (کومینگ و مکینتاش، ۲۰۰۳، متریک، ۲۰۰۷). سرمایه‌گذاران خطرپذیر می‌دانند که دستیابی به بازگشت سرمایه بالا صرفاً با تامین منابع مالی محقق نخواهد شد و این مهم نیاز به مشارکت فعال و تعامل موثر با شرکت‌های نوآفرین از طریق ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی در مدت سرمایه‌گذاری دارد. این مشارکت و تعامل در فعالیت‌های شرکت‌های نوآفرین که زمینه‌ساز خلق ارزش است به عنوان فعالیت‌های بعد از سرمایه‌گذاری و یا فعالیت‌های قبل از خروج شناخته می‌شود (زچاراکیس و شپرد، ۲۰۰۷). لذا سرمایه‌گذاران خطرپذیر علاوه بر تامین منابع مالی برای شرکت‌های نوآفرین، زمینه دستیابی به موفقیت را از طریق نظارت‌های مستمر و خلق ارزش برای این شرکت‌ها فراهم می‌کنند (هلمان و پوری، ۲۰۰۰، ساینزا، ۱۹۹۲).

در ادامه به مهم‌ترین ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر بر اساس ادبیات این حوزه و مبتنی بر مطالب اشاره شده با هدف شناسایی و تحلیل این نوع ساز و کارها با تمرکز بیشتر بر نحوه کنترل مستمر و نظارت بر عملکرد و شاخص‌های تعیین شده در ابتدای همکاری بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین اشاره می‌شود.

۲-۱-۲ مشروعیت‌بخشی: منظور از مشروعیت‌بخشی ویژگی‌های خاصی است که در ادبیات با عناوینی همچون اعتبار، شهرت، تایید و تصدیق برای شرکت‌های نوآفرین از طریق ارتباط با سرمایه‌گذاران خطرپذیر حاصل می‌شود. حضور سرمایه‌گذاران خطرپذیر در ترکیب سهامداران شرکت‌های نوآفرین موجب ارتقای اعتبار این شرکت‌ها و تسهیل در تعامل با نهادهای حاکمیتی و اخذ مجوزات لازم جهت شروع و توسعه فعالیت آن‌ها خواهد شد (مائولا و موری، ۲۰۰۰).

۲-۲-۲ شبکه‌سازی اثربخش: منظور از شبکه‌سازی اثربخش مجموعه فعالیت‌هایی است که سرمایه‌گذاران خطرپذیر با بهره‌گیری از ابزار معرفی، ترویج و مذاکره برای شرکت‌های نوآفرین از طریق ایجاد ارتباط مستقیم با ذی‌نفعان کلیدی بیرونی مانند: مشتریان بالقوه، شرکای بازاریابی و سایر شرکای مالی و سرمایه‌گذار، ارزش خلق کرده و تعهد و حمایت این ذی‌نفعان را برای شرکت‌های نوآفرین به ارمغان می‌آورند. شرایط دستیابی به خدمات تخصصی موردنیاز شرکت‌های نوآفرین را تسهیل کرده و شرکای جدید و سرمایه‌گذاران بالقوه را برای تامین منابع جذب می‌کنند و از این طریق سرمایه اجتماعی شرکت‌های نوآفرین و نوآفرین را توسعه می‌دهند و زمینه‌ساز جذب سرمایه‌گذاران جدید، نیروی انسانی ماهر و مشتریان می‌گردند (استوارت و همکاران، ۱۹۹۹، لیندسی، ۲۰۰۲، هسو، ۲۰۰۶، کولومبو و همکاران، ۲۰۱۶).

۲-۲-۳ جذب و آموزش: سرمایه‌گذاران خطرپذیر از طریق شناسایی، توصیه و انجام استخدام و مذاکره با کارکنان کلیدی و همچنین برگزاری دوره‌های آموزشی برای شرکت‌های نوآفرین ارزش خلق

می‌کنند. این ساز و کار به ویژه در جذب و آموزش مدیران ارشد و کارکنان کلیدی و با استعداد اهمیت بالاتری پیدا می‌کند (کریستوفر ۲۰۰۰، گومپرز و لرنر ۱۹۹۸، مائولا و موری ۲۰۰۰، هیل و بیرکینشاو ۲۰۱۵).

۲-۴ کنترل و حکمرانی: سرمایه‌گذاران خطرپذیر از طریق مفاد قراردادهای فی‌مابین، اهداف عملکردی، کنترل‌ها و مشوق‌ها، روابط خود با شرکت‌های نوآفرین و به ویژه مدیران ارشد و کلیدی این شرکت‌ها مدیریت می‌کنند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر با ایجاد تمرکز تیم‌های مدیریتی شرکت‌های نوآفرین بر روی شاخص‌های کلیدی عملکرد و پاسخگو کردن مدیران در خصوص تعهدات خود، برای شرکت‌های نوآفرین ارزش خلق می‌کنند. این نوع سرمایه‌گذاران هم‌چنین از طریق نظارت‌های مستمر و منظم و مشاوره در حوزه‌ها مهم عملیاتی شرکت‌های نوآفرین زمینه دستیابی به موفقیت را برای آنان فراهم می‌کنند (کولومبو و همکاران، ۲۰۱۶).

۲-۵ تقویت هیات مدیره: سرمایه‌گذاران خطرپذیر از طریق معرفی و جذب افراد شاخص و با تجربه در هیات مدیره شرکت‌های نوآفرین به توسعه روابط موردنیاز این شرکت‌ها و هم‌چنین جهت‌گیری‌های بلندمدت و استراتژیک آن‌ها کمک شایانی می‌کنند. این امر موجب می‌شود تا مدیران عامل و مدیران اجرایی شرکت‌های نوآفرین بتوانند با دقت و شفافیت بیشتری جهت‌گیری‌های کلی و تعیین‌کننده را برای مدیران ارشد و مدیران میانی خود در تصمیم‌گیری‌های استراتژیک مشخص کنند (مک‌میلیان و همکاران، ۱۹۸۹، متریک، ۲۰۰۷)

۲-۶ مشاوره، مربی‌گری و راهنمایی: سرمایه‌گذاران خطرپذیر از طریق راهنمایی، مربی‌گری و انگیزه‌بخشی که نسبت به فعالیت‌های استراتژی‌سازی از رسمیت کمتری برخوردار است، برای شرکت‌های نوآفرین ارزش خلق می‌کنند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر با توجه به تجربه بیشتر و تسلط بالاتر به مهارت‌های مدیریتی و رهبری نسبت به مدیران عامل جوان شرکت‌های نوآفرین، می‌توانند با مدیران ارشد و میانی این شرکت‌ها ارتباطات صمیمانه و غیررسمی برقرار کرده و آن‌ها را به ویژه در شرایط بحرانی و سخت که نیاز به حمایت و راهنمایی دارند، یاری دهند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر هم‌چنین مهارت‌ها و اصول حرفه‌ای مدیریتی را در شرکت‌های نوآفرین تقویت می‌کنند (بوتازی و همکاران، ۲۰۰۸ و برنستین و همکاران، ۲۰۱۷) این نوع ارزش‌آفرینی در کنار مربی‌گری و در بیشتر مواقع در پاسخ به درخواست شرکت‌های نوآفرین برای راهنمایی و مشورت صورت می‌گیرد (استوارت و همکاران، ۱۹۹۱، لیندسی، ۲۰۰۲، کولومبو و همکاران، ۲۰۰۶، هسو، ۲۰۰۶).

۲-۷ مشاوره تخصصی و عملیاتی: سرمایه‌گذاران خطرپذیر در برخی از شرکت‌های نوآفرین از طریق برنامه‌ریزی فعال، پایش، کنترل و مشارکت مستقیم در امور عملیاتی مانند بازاریابی، تولید، تکنولوژی، مالی و سایر موضوعات مهم اجرایی شرکت‌های نوآفرین تا پیش از جذب مدیران ارشد مسلط و توانمند ارزش خلق می‌کنند (هلمان و پوری ۲۰۰۰، ساینزا ۱۹۹۲). این حمایت و ارزش خلق شده

به ویژه برای شرکت‌های نوآفرین و جوان و فعال در صنایع با تکنولوژی بالا نقش مهم‌تر و حیاتی‌تری دارد (زاجاراکیس و شپرد، ۲۰۰۷).

در جمع‌بندی پژوهش‌های پیشین مرتبط با ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین می‌توان تمامی مفاهیم به کار رفته در ادبیات و پیشینه را در قالب هفت ساز و کار زیر می‌توان جمع‌بندی کرد:

جدول ۱: جمع‌بندی پیشینه ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر

منابع	ساز و کار خلق ارزش غیرمالی
Maula, et al, 2005, Wiencke, 2017	مشروعیت‌بخشی
Stuart, et al., 1999, Hsu, 2006, Lindsey, 2008, Colombo, et al., 2016	شبکه‌سازی اثربخش
MacMillan, et al., 1988, Metrick, 2007	تقویت هیات مدیره
Lockett, 2008, Colombo, et al., 2016	کنترل و حکمرانی
Stuart, et al., 1999, Bottazzi, et al., 2002, Lindsey, 2008, Colombo, et al., 2016, Berstein, et al., 2017	مشاوره، مربی‌گری و راهنمایی
Macmillan et al, 1988 Ehrlich et al, 1994, Maula, et al, 2005, Proksch et al., 2016	جذب و آموزش نیروی انسانی
Hellmann & Puri, 2000, Bottazzi, et al., 2002, Sheperd, 2007, Zacharakis & Lee, 2017, Zhang, et al., 2019	مشاوره تخصصی و عملیاتی

### ۳-۲ عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر

در تعامل بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین وابسته به آن‌ها عوامل متعدد بر ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی تاثیرگذار است که در ادامه به این موضوع پرداخته خواهد شد. در پژوهشی (Gomez Mejia et al, 1990) به بررسی نقش سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین فعال در صنایع با تکنولوژی بالا از طریق مصاحبه با ۱۰ سرمایه‌گذار خطرپذیر و ۱۰ مدیرعامل شرکت نوآفرین، پرداخته‌اند. آن‌ها در این پژوهش اشاره کرده‌اند که نحوه تاثیر و خلق ارزش به ماهیت سرمایه‌گذار خطرپذیر، میزان تاثیر و عوامل میانجی این تاثیر بستگی دارد. میزان خلق ارزش به عواملی هم چون جایگاه شرکت نوآفرین در مرحله عمر، اندازه و جایگاه سرمایه‌گذار خطرپذیر در بازار و اعتماد و سابقه تیم مدیریتی شرکت نوآفرین بستگی دارد. (Fried & Hesrich, 1995) بیان می‌کنند که عملکرد ساز و کارهای خلق ارزش در هر سرمایه‌گذار خطرپذیر و هر شرکت نوآفرین با دیگری متفاوت است. آن‌ها اشاره می‌کنند سرمایه‌گذاران خطرپذیر تلاش می‌کنند خلا و شکاف کمبود منابع را برای شرکت‌های نوآفرین جبران کنند و که در برخی مواقع این ارزش آفرینی محقق شده و آثار مثبت برای شرکت نوآفرین دارد و در برخی موارد این مداخله سرمایه‌گذار خطرپذیر نتیجه منفی داده و منجر به شکست در شرکت‌های نوآفرین می‌گردد. در پژوهشی دیگر Perry (۱۹۸۸) به بررسی روابط بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین پرداخته و عواملی مانند اهداف شرکت نوآفرین، اهداف



سرمایه‌گذار خطرپذیر، نحوه کنترل، کیفیت روابط، آورده سرمایه‌گذار خطرپذیر، آورده شرکت نوآفرین و نوع نوآوری ارائه شده را به عنوان عوامل تاثیرگذار بر ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر معرفی می‌کند. در پژوهشی (Ehrlich et al, 1994) عواملی مانند میزان مداخله سرمایه‌گذار خطرپذیر در امور شرکت‌های نوآفرین، میزان و نحوه کنترل و گزارش‌گیری عملکرد شرکت‌های نوآفرین توسط سرمایه‌گذاران خطرپذیر و تخصص‌های موردنیاز شرکت‌های نوآفرین را به عنوان عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی بیان می‌کنند.

بر اساس جدول زیر می‌توان جمع‌بندی مطالب مرتبط با عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین را ارائه داد:

جدول ۲: جمع‌بندی پیشینه عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر

منابع	کدگذاری محوری	ساز و کار خلق ارزش غیرمالی
Ehrlich et al, 1994, Perry, 1998, Proksch et al., 2016, Wiencke, 2017	P	بیان شفاف انتظارات
Fried & Hesrich, 1995, Colombo, et al., 2016, Berstein, et al., 2017	T	اعتماد و احترام
Gomez Mejia et al, 1990, Zacharakis & Lee, 2017, Zhang, et al., 2019	C	انجام به موقع تعهدات
Ehrlich et al, 1994, Perry, 1998, Proksch et al., 2016, Zhang, et al., 2019	D	عدم مداخله در امور اجرایی
Fried & Hesrich, 1995, Berstein, et al., 2017	I	انعطاف‌پذیری بالا
Ehrlich et al, 1994, Perry, 1998, Zacharakis & Lee, 2017	G	حضور موثر نماینده هیات مدیره
Gomez Mejia et al, 1990, , Colombo, et al., 2016, Proksch et al., 2016	L	فرهنگ برنامه‌ریزی و کنترل

### ۳- روش تحقیق

تحقیق حاضر از نوع کیفی است و با توجه به عدم کنترل رویدادهای رفتاری، تمرکز بر رویدادهای معاصر (دهه اخیر) و بررسی چگونگی، مناسب‌ترین استراتژی برای تحقیق حاضر مطالعه موردی و از حیث هدف توصیفی است، زیرا به بررسی چگونگی ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین و عوامل موثر بر این ساز و کارها می‌پردازد (ین، ۲۰۱۱؛ کرسول، ۱۳۹۴). از طرفی کرسول (۱۳۹۴) مطالعه موردی را رویکردی کیفی می‌داند که طی آن محقق طی زمان به بررسی یک سیستم محدود مورد یا چندین سیستم محدود موردها می‌پردازد و این کار را

با گردآوری داده تفضیلی و عمیق از مآخذ اطلاعاتی چندگانه و ارائه توصیفی از مورد و مضمون‌های مبتنی بر مورد انجام می‌دهد. به علاوه به صورت عمومی زمانی استفاده از استراتژی مطالعه موردی مفید است که محقق مورد‌های مشخص و محدودی در اختیار داشته و در صدد فهم عمیق این مورد‌ها یا مقایسه چند مورد است. با این تفاسیر و با لحاظ کردن کانون تمرکز مطالعه موردی (ارائه توصیف و تحلیلی عمیق از یک یا چندین مورد) و هدف محوری آن (ارائه فهمی عمیق از یک یا چندین مورد) استراتژی مطالعه موردی دارای بیشترین تناسب با اهداف پژوهش حاضر است (کرسول، ۱۳۹۴).

ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی در دو سرمایه‌گذار خطرپذیر و ۶ شرکت نوآفرین وابسته به آن‌ها با تمرکز بر عوامل موثر بر این ساز و کارها، در بازه زمانی ۸ ساله از سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ مورد بررسی قرار گرفته است. دلیل اصلی انتخاب این دو سرمایه‌گذار خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین وابسته به آن‌ها، اهتمام و پرداختن جدی و موفق طرفین (هم سرمایه‌گذار خطرپذیر و هم شرکت‌های نوآفرین) به ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی و هم‌چنین سابقه فعالیت، تعداد سرمایه‌گذاری‌ها، حجم و تنوع سرمایه‌گذاری‌ها و هم‌چنین میزان دسترسی به اطلاعات برای محقق بوده است. واحد تحلیل این پژوهش سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر صورت گرفته توسط سرمایه‌گذاران خطرپذیر مورد مطالعه است.

جهت شناسایی سرمایه‌گذاری‌ها، ابتدا ۵ مصاحبه با مشاوران و فعالان اجرایی در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر انجام شد. سه نفر از این افراد عضو هیات علمی دانشگاه علامه طباطبایی و دانشگاه شهید بهشتی و دو نفر دیگر دارای سوابق اجرایی در زمینه سرمایه‌گذاری خطرپذیر بودند. بر اساس خروجی مصاحبه با این افراد علاوه بر تعیین چارچوب مصاحبه، افراد مرتبط در حوزه مطالعات موردی و هماهنگی با افراد موردنظر جهت انجام مصاحبه صورت گرفت. پس از این مرحله ۱۸ مصاحبه نیمه‌ساختاریافته ۷۰ تا ۹۰ دقیقه‌ای جهت شناسایی ساز و کارهای خلق ارزش سرمایه‌گذاران خطرپذیر در نمونه‌های انتخاب شده، به شرح جدول شماره ۳ انجام شد. مشارکت‌کنندگان در این تحقیق نمایندگان اصلی سرمایه‌گذاران خطرپذیر شامل معاونین و مشاوران ارشد این سرمایه‌گذاران و هم‌چنین موسسین و مدیران عامل شرکت‌های نوآفرین بودند. اطلاعات کلی مربوط به شرکت‌های نوآفرین شامل حوزه فعالیت، سال شروع فعالیت و تعداد نیروی انسانی در جدول شماره ۲ ارائه شده است هم‌چنین اطلاعات مربوط به مصاحبه‌ها به صورت خلاصه در جدول شماره ۳ و به صورت تفصیلی در پیوست شماره ۱ مقاله آورده شده است. در زمان انجام مصاحبه‌ها از افراد خواسته شد تا حد امکان مستندات مرتبط در خصوص تعامل بین سرمایه‌گذار خطرپذیر و شرکت نوآفرین را در اختیار نویسندگان گذاشته و نظرات آن‌ها در ساز و کار خلق ارزش غیرمالی و شیوه کنترل و حکمرانی سرمایه‌گذاران خطرپذیر به صورت جداگانه اخذ گردید. تمامی مصاحبه‌های صورت گرفته بر اساس جدول شماره ۲ پس از مستندسازی جهت بازنگری و اصلاح برای مصاحبه‌شونده‌ها ارسال گردید و به تایید آن‌ها رسید.

جدول ۳: اطلاعات مربوط به مصاحبه‌ها برای گردآوری داده

تعداد نیروی انسانی	سال شروع فعالیت	حوزه فعالیت	شرکت نوآفرین	سرمایه‌گذار خطرپذیر
۱۷	۱۳۹۷	فروشگاه اینترنتی فروش اقساطی کالا و خدمات	E	سرمایه‌گذار خطرپذیر X
۱۵	۱۳۹۴	آژانس گردشگری آنلاین و پلتفرم جامع سفر	F	
۱۸	۱۳۹۵	بازار اینترنتی تولیدکنندگان خرد، خانگی و محلی	B	
۱۲	۱۳۹۲	سایت مرجع محتوای سینمایی و تلویزیونی	S	سرمایه‌گذار خطرپذیر Y
۱۶	۱۳۹۶	بازار آنلاین خدمات منزل	J	
۲۲	۱۳۹۶	وبسایت سفارش غذای خانگی	M	

جدول ۴: اطلاعات مربوط به مصاحبه‌ها برای گردآوری داده

سمت مصاحبه شونده	کد مصاحبه شونده	سمت مصاحبه شونده	کد مصاحبه شونده	سمت مصاحبه شونده	کد مصاحبه شونده	تعداد مصاحبه	شرکت نوآفرین	سرمایه‌گذار خطرپذیر
معاون مالی	X2	معاون سرمایه‌گذاری	X1	مدیرعامل و موسس	E1	۳	E	سرمایه‌گذار خطرپذیر X
مشاور	X3	معاون سرمایه‌گذاری	X1	مدیرعامل و موسس	F1	۳	F	
مشاور	X4	معاون سرمایه‌گذاری	X1	مدیرعامل و موسس	A1	۳	A	
مشاور	Y2	معاون سرمایه‌گذاری	Y1	مدیرعامل و موسس	S1	۳	S	سرمایه‌گذار خطرپذیر Y
مشاور	Y3	معاون سرمایه‌گذاری	Y1	مدیرعامل و موسس	J1	۳	J	
مشاور	Y4	معاون سرمایه‌گذاری	Y1	هم‌بنیان‌گذار	M1	۳	M	

## ۴- یافته‌های تحقیق

در این بخش، خلاصه‌ای از تحلیل هر مطالعه موردی در خصوص ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی و عوامل موثر بر این ساز و کارها ارائه خواهد شد که این مطالب از مصاحبه با افراد موثر شرکت نوآفرین و سرمایه‌گذار خطرپذیر گردآوری شده است. پیش از بیان مطالب در خصوص مطالعات موردی در ابتدای هر بخش، سرمایه‌گذاران خطرپذیر به صورت اجمالی معرفی خواهند شد. لازم به ذکر است که در نقل

و قول‌های ارائه شده در مورد ساز و کارها و عوامل موثر بر آن‌ها از بیان تکراری مطالب توسط افراد مصاحبه شونده برای هر سرمایه‌گذاری به جهت اختصار خودداری شده است.

#### ۴-۱ سرمایه‌گذار خطرپذیر X

سرمایه‌گذار خطرپذیر X از بهمن ۱۳۹۴ فعالیت خود را در زمینه فناوری‌های نوین و توسعه اقتصاد دانش‌بنیان آغاز کرده است و اهداف خود را ایجاد و گسترش زیست‌بوم و زیرساخت‌های توسعه دانش و فعالیت‌های دانش‌بنیان در کشور بر اساس الگوهای اسلامی ایرانی و اشتغال‌زایی میان جوانان تعیین کرده است. این مجموعه تا کنون علاوه بر ۷۰۰ میلیارد تومان سرمایه‌گذاری در حوزه شرکت‌های دانش‌بنیان، در بیش از ۶۰ هم‌سرمایه‌گذاری مشارکت داشته و بالغ بر ۳۰۰ تیم دانش‌بنیان در حوزه فعالیت خود شکل داده است.

#### ۴-۱-۱ مطالعه موردی اول (کد E)

شرکت نوآفرین E به عنوان یک فروشگاه اینترنتی فروش اقساطی کالا و خدمات با تنوع زیاد از سال ۱۳۹۷، به همت جمعی از فارغ‌التحصیلان دانشگاه‌های برتر کشور و با هدف تسهیل خرید قسطی منصفانه برای عموم افراد جامعه، فعالیت خود را آغاز کرده است. از عوامل موثر در تعامل سرمایه‌گذار خطرپذیر X و شرکت E، برنامه‌ریزی درست موسس E در انتخاب سرمایه‌گذار و شفاف کردن انتظارات خود بوده است. این مهم در شکل‌گیری و پیشرفت روابط به هر دو مجموعه کمک زیادی نمود و از بروز تعارضاتی که معمولاً بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین به وجود می‌آید، جلوگیری نمود. در همکاری بین این دو مجموعه، انجام به موقع تعهدات سرمایه‌گذار خطرپذیر X در تامین منابع مالی برای شرکت E بر اساس برنامه‌ریزی‌های صورت گرفته بین دو مجموعه و تزریق منابع مالی به شرکت در موعد مقرر بسیار موثر بود و به شرکت E کمک کرد تا در مسیر تحقق اهداف خود با شتاب بیشتری گام بردارد.

از عوامل مهم و اثرگذار در ارتباط موفقیت‌آمیز سرمایه‌گذار خطرپذیر X و شرکت E حضور پررنگ و موثر نماینده سرمایه‌گذار خطرپذیر X در هیات مدیره و نظارت‌های مستمر و راهگشای او در ارتباط با شرکت بود. این امر به ایجاد و تعمیق روابط بین دو مجموعه و همچنین کاهش تعارضات در تعاملات کاری کمک بسیار خوبی کرد. از دیگر عوامل موثر در موفقیت تعامل بین این دو مجموعه می‌توان به شیوه درست سرمایه‌گذار خطرپذیر X در واگذاری امور اجرایی به شرکت E و عدم مداخله در عملیات و جزئی‌نگری در فعالیت‌های شرکت اشاره کرد.

بخشی از نقل و قول‌های اشاره شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری و مشاور سرمایه‌گذار خطرپذیر X و همچنین مدیرعامل و موسس شرکت E، به همراه کد مصاحبه شونده و ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره شده در مصاحبه در قالب جدول شماره ۵ ارائه شده است.

جدول ۵: عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر X در شرکت نوآفرین E

کد عوامل موثر مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه شونده	نقل قول مصاحبه شونده
C	E1	از جمله اتفاقات خیلی خوب بین تیم ما و سرمایه‌گذار خطرپذیر X، تامین به موقع منابع مالی بود. اینکه سرمایه‌گذار خطرپذیر X سروقت این کار را انجام داد بخش زیادی از نگرانی‌های من را حل کرد و من به همراه تیم اجرایی تمرکز را بر انجام سایر امور گذاشتیم و تزریق روحیه و انگیزه خیلی خوبی به تیم ما داده شد.
P	X1	ما در سرمایه‌گذاری خطرپذیر X در ابتدای سرمایه‌گذاری انتظارات و اهداف خود از سرمایه‌گذاری را روشن و شفاف می‌کنیم و از طریق برگزاری جلسات مشترک با تیم مدیریتی شرکت نوآفرین، در این خصوص با هم به توافق می‌رسیم. این مهم در مورد شرکت E به خوبی محقق شد و همین امر در کاهش تعارضات و پیشرفت امور بسیار مفید واقع شد.
D	X2	ما در سرمایه‌گذار خطرپذیر X در اموری که دانش تخصصی عملیاتی نیاز دارد، ورود نمی‌کنیم و امور اجرایی و عملیاتی را به شرکت‌های نوآفرین واگذار می‌کنیم. در مورد شرکت E همین امر صورت گرفت و این عدم مداخله در امور اجرایی شرکت E به کاهش تعارضات بسیار کمک کرد.
G	X2	نماینده سرمایه‌گذار خطرپذیر X در هیات مدیره شرکت نقش بسیار مهمی داشت و در یک فضای تعاملی و نه سخت‌گیرانه به ارزیابی عملکرد شرکت پرداخته می‌شد و همین مهم به تقویت روابط بین دو مجموعه کمک می‌کرد. برخورد و رفتار با عدم تحقق شاخص‌های کلیدی عملکرد کاملا راهگشا و رو به جلو بود و خوشبختانه درک متقابلی بین دو تیم در خصوص چالش‌ها و مسائل پیشروی شرکت در تحقق اهداف موردنظر وجود داشت.

#### ۴-۱-۲. مطالعه موردی دوم (کد F)

شرکت نوآفرین F یک آژانس گردشگری آنلاین و پلتفرم جامع برای سفر به ایران است. این شرکت تلاش می‌کند سه مرحله تحقیق، برنامه‌ریزی و خرید سفر را برای گردشگران خارجی که قصد سفر به ایران دارند، تسهیل کند. سرمایه‌گذار خطرپذیر X یکی از عوامل موفقیت در تعامل سرمایه‌گذار خطرپذیر X و شرکت F، تعیین شفاف حوزه‌های کاری و وظیفه‌ای بین دو مجموعه بود به نحوی که هر یک از طرفین تا حد زیادی به امور و وظایف خود واقف بوده و تعارضات در خصوص تعامل فیما بین به شدت پایین بود. از دیگر عوامل موثر در روابط بین سرمایه‌گذار خطرپذیر X و شرکت F، انعطاف‌پذیری بالای تیم سرمایه‌گذار خطرپذیر X و داشتن روحیه حمایت‌گری و نبود سخت‌گیری نسبت به تحقق اهداف به ویژه در ابتدای همکاری بود. این امر در کاهش تعارضات بسیار موثر بود و چابکی و جسارت لازم را به تیم اجرایی شرکت F در پیشبرد امور داد. حضور پررنگ و موثر نماینده سرمایه‌گذار خطرپذیر X در هیات مدیره شرکت F و حمایت و راهنمایی مداوم ایشان تاثیر بسیار زیاد در ارتباط بین دو مجموعه داشت. در دسترس بودن جهت ایجاد درک مشترک و مشاوره‌های درست در مسائل کلان از مهم‌ترین

دستاوردهای نماینده سرمایه‌گذار خطرپذیر X در هیات مدیره شرکت بود. بخشی از نقل و قول‌های اشاره شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری و مشاور سرمایه‌گذار خطرپذیر X و همچنین مدیرعامل و موسس شرکت F، به همراه کد مصاحبه شونده و ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره شده در مصاحبه در قالب جدول شماره ۶ ارائه شده است.

جدول شماره ۶: عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر X در شرکت نوآفرین F

کد عوامل موثر مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه شونده	نقل قول مصاحبه شونده
P	F1	از ویژگی‌های خوب تیم سرمایه‌گذاری خطرپذیر X این بود که در ابتدای همکاری انتظارات را به صورت شفاف بیان کرد و همان ابتدا در خصوص نحوه کنترل و تحقق اهداف به توافق رسیدیم و همین امر به پیشرفت کارها خیلی کمک کرد.
G	F1	از ویژگی‌های بسیار خوب سرمایه‌گذار خطرپذیر X، حضور نماینده ایشان و نقش محوری و حمایتی این نماینده در هیات مدیره شرکت ما بود. با حضور این فرد در جلسات هیات مدیره و راهنمایی‌ها موثر ایشان، علاوه بر حل مسائل کلان و بهره‌مندی از تجارب قبلی، درک مشترک از مسائل اجرایی ما در تعامل شرکت F و سرمایه‌گذار خطرپذیر X به خوبی شکل می‌گرفت.
D	X1	یکی از تصمیمات مهم ما در سرمایه‌گذار خطرپذیر X عدم دخالت در امور اجرایی شرکت‌ها و تفویض کامل امور به تیم اجرایی شرکت است. در خصوص شرکت F به واسطه تسلط کامل مدیرعامل بر حوزه گردشگری و مدیریت خوب عملیاتی از سمت تیم اجرایی شرکت، تصمیم ما در خصوص عدم مداخله جدی‌تر بود و همین امر به طرفین در پیشبرد اهداف کمک خوبی کرد.
I	X3	از کارهای خوب ما در سرمایه‌گذار خطرپذیر X داشتن انعطاف‌پذیری بالا در همکاری با شرکت‌های نوآفرین است. این امر به کاهش استرس و فشار روانی بر تیم اجرایی شرکت خیلی کمک می‌کند. در مورد شرکت F نیز همین امر محقق شد و در موعدهای مقرر و اهداف از پیش تعیین شده سختگیری از سمت تیم سرمایه‌گذار خطرپذیر X انجام نمی‌شد و همین درک بالای شرایط به شرکت F خیلی کمک می‌کرد.

#### ۴-۱-۳. مطالعه موردی سوم (کد A)

شرکت نوآفرین A یک پلتفرم آنلاین در زمینه کسب و کارهای خانگی، محلی و تولیدی‌های کوچک است و از سال ۱۳۹۵ فعالیت خود را آغاز کرده است و این امکان را به کاربران خود می‌دهد که به وسیله سایت یا اپلیکیشن این شرکت، غرفه کسب و کاری خود را داشته باشند و محصولات خود را به مشتریان عرضه کنند. انجام به موقع تعهدات سرمایه‌گذار خطرپذیر X به ویژه در خصوص تامین منابع مالی در موفقیت تعامل بین دو مجموعه کمک شایانی کرد و این امر در کاهش دغدغه‌های ذهنی تیم اجرایی شرکت و به طور ویژه مدیرعامل بسیار موثر بود. از دلایل موفقیت ارتباط سرمایه‌گذار خطرپذیر X و شرکت A، حضور موثر نماینده سرمایه‌گذار خطرپذیر X در هیات مدیره شرکت بود. نقش حمایتی و

مشورتی این نماینده در جلسات هیات مدیره بسیار موثر بود و زمینه را برای تیم اجرایی شرکت، جهت انتقال چالش‌های پیشرو به سرمایه‌گذار خطرپذیر X در تحقق اهداف فراهم می‌کرد و همین امر نقش مهمی در کاهش تعارضات مدیریتی بین دو مجموعه داشت. از دیگر عوامل مهم و موثر در تعامل موفقیت‌آمیز سرمایه‌گذار خطرپذیر X و شرکت A، رویکرد درست سرمایه‌گذار در عدم مداخله در امور اجرایی و عملیاتی شرکت و واگذاری و تفویض اختیار کامل امور به مدیرعامل و تیم اجرایی شرکت A بود. حاکم بودن فضای احترام و اعتماد دوجانبه در روابط و تعاملات کاری بین سرمایه‌گذار خطرپذیر X و شرکت A بسیار موثر و راهگشا بود و اثر قابل توجهی در پیشرفت امور داشت.

بخشی از نقل و قول‌های اشاره شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری و مشاور سرمایه‌گذار خطرپذیر X و هم‌چنین مدیرعامل و موسس شرکت A، به همراه کد مصاحبه شونده و ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره شده در مصاحبه در قالب جدول شماره ۷ ارائه شده است.

جدول شماره ۷: عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر X در شرکت نوآفرین A

کد عوامل موثر مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه شونده	نقل قول مصاحبه شونده
D	A1	از ویژگی‌های خوب تیم سرمایه‌گذار خطرپذیر X در تعامل با ما عدم مداخله آن‌ها در امور اجرایی شرکت و واگذاری همه عملیات به خود من و شرکت بود. لذا ما در خصوص عملیات شرکت اختیار تقریباً تام داشتیم و نیاز به هماهنگی با سرمایه‌گذار خطرپذیر X در این امور نبود و لذا سرعت در تصمیم‌گیری و حداقل اصطکاک‌های مدیریتی را داشتیم.
C	X1	سرمایه‌گذار خطرپذیر X تعهدات مالی خود را خوشبختانه به موقع انجام داد و این منبع مالی در پیشبرد امور اجرایی شرکت کمک کرد و تیم اجرایی روحیه دوجانبه‌گرایی برای توسعه فعالیت‌ها گرفت.
T	X4	ما در سرمایه‌گذار خطرپذیر X همواره در تلاش برای جلب اعتماد و احترام متقابل با عوامل اجرایی در شرکت‌های نوآفرین هستیم. این از اصول اساسی حاکم بر روابط کاری ماست و در پیشرفت امور و انتظارات موردنظر ما در این شرکت‌ها کمک بسیاری می‌کند. در تعامل با شرکت A این امر حاکم بود و انگیزه خوبی به تیم اجرایی شرکت داد.
G	X4	ما از طریق نماینده خود در هیات مدیره شرکت، علاوه بر نقش مشورتی و حمایتی که ایشان به عهده داشتند، ارتباط نزدیک با چالش‌های اجرایی شرکت برقرار می‌کردیم و زمینه برای حل مسائل و حمایت‌های لازم فراهم می‌شد. حضور مداوم و موثر ایشان در جلسات هیات مدیره کمک بسیار موثری به دو مجموعه در پیشبرد اهداف مشترک می‌کرد.

## ۴-۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر Y

سرمایه‌گذار خطرپذیر Y از سال ۱۳۹۱ فعالیت خود را به عنوان سرمایه‌گذار خطرپذیر در حوزه فناوری اطلاعات آغاز کرده است و تا کنون در بیش از ۴۰ شرکت نوآفرین فعال در این حوزه سرمایه‌گذاری کرده است. این شرکت در طی فعالیت خود علاوه بر سرمایه‌گذاری و تزریق پول به شرکت‌های نوآفرین، سایر خدمات غیرمالی موردنیاز این شرکت‌ها را برای آن‌ها فراهم کرده است.

### ۴-۲-۱ مطالعه موردی چهارم (S)

شرکت نوآفرین S با هدف ساخت کامل‌ترین مرجع محتوای سینمایی و تلویزیونی در سال ۱۳۹۲ راه‌اندازی شده است. این شرکت طی فعالیت خود سه اصل مرجعیت و کامل بودن، محتوای اختصاصی و کپی رایت و دانلود قانونی را به عنوان اصول اساسی کار خود قرار داده است. سایت شرکت S اولین سایت سینمایی است که با استفاده از هوش مصنوعی به مخاطبان مطابق با سلیقه آن‌ها فیلم جدید پیشنهاد می‌دهد و هرآنچه مخاطب سینمایی نیاز دارد از جمله معرفی فیلم، دانلود فیلم و سریال، نقد و اخبار دنیای سینما در اختیار مخاطبان قرار می‌گیرد. از عوامل موفقیت در روابط سرمایه‌گذار خطرپذیر Y و شرکت S، حاکم بودن فضای اعتماد و احترام دوجانبه در روابط و تعاملات کاری بین دو مجموعه بوده است. این مهم در تسهیل امور اجرایی و کنترل شاخص‌های کلیدی موردتوافق طرفین بسیار مفید و موثر بوده است. از دیگر عوامل اثرگذار بر ارتباط بین سرمایه‌گذار خطرپذیر Y و شرکت S، انعطاف‌پذیری بالا و داشتن احساس مسئولیت و حس مالکیت سرمایه‌گذار خطرپذیر Y نسبت به تحقق اهداف در شرکت S بود. سرمایه‌گذار خطرپذیر Y به صورت پرننگ از شرکت حمایت می‌کرد به نحوی که شرکت را متعلق به خود می‌دانست و همین امر در برای تیم اجرایی شرکت بسیار روحیه‌بخش و انگیزاننده بود. انجام به موقع تعهدات مالی سرمایه‌گذار خطرپذیر Y از عوامل مهم موثر در همکاری موفقیت‌آمیز با شرکت S بوده است. تامین منابع مالی از جمله چالش‌های اولیه و مهم اکثر شرکت‌های نوآفرین است. این امر مطابق با برنامه‌ریزی محقق گردید و در استحکام روابط بین دو مجموعه موثر بود. همچنین فرهنگ منظم و جلسات از پیش تعیین شده سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در راستای برنامه‌ریزی استراتژیک و تعیین اهداف سالانه و همچنین برگزاری جلسات منظم ماهانه ارزیابی عملکرد و ارائه بازخوردهای لازم به تیم اجرایی شرکت S به ارتباط موفق دو مجموعه کمک کرد.

بخشی از نقل و قول‌های اشاره شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری و مشاور سرمایه‌گذار خطرپذیر Y و هم‌چنین مدیرعامل و موسس شرکت S، به همراه کد مصاحبه شونده و ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره شده در مصاحبه در قالب جدول شماره ۸ ارائه شده است.



جدول شماره ۸: عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در شرکت نوآفرین S

کد عوامل موثر مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه شونده	نقل قول مصاحبه شونده
T	S1	در روابط کاری ما و تیم سرمایه‌گذار خطرپذیر Y، فضای بسیار خوب و محترمانه‌ای حاکم بود و اعتماد بین ما وجود داشت. این احترام و اعتماد در طول همکاری خیلی به ما کمک کرد و در تعاملاتی که با هم داریم کمترین میزان اصطکاک وجود دارد و همین امر کمک کرده است طرفین در پیشبرد اهداف همکاری موفق عمل کنیم.
I	Y1	ما در تعامل با شرکت‌های خود تمام تلاش را در جهت موفقیت شرکت و پیشرفت کارها انجام می‌دهیم و حس مالکیت و احساس مسئولیت جدی در خصوص امور شرکت داریم. این احساس مسئولیت در ارتباط ما و شرکت S به خوبی به تیم اجرایی شرکت منتقل شد و همین امر برای آن‌ها بسیار انگیزه‌بخش بود.
C	Y2	انجام به موقع تعهدات مالی از سیاست‌های اصلی ما در ارتباط با شرکت‌های نوآفرین تحت پوشش سرمایه‌گذار خطرپذیر Y است. ما درست در موعد تعیین شده منابع مالی تعهد شده را برای شرکت S تامین کردیم و همین امر بار بزرگی از دوش تیم اجرایی به ویژه مدیرعامل شرکت در پیشبرد اهداف شرکت برداشت.
L	Y2	ما در رهنماونچرز جلسات منظم برنامه‌ریزی استراتژیک و ارزیابی عملکرد ماهانه داریم و شرکت‌های نوآفرین موظف هستند در این چارچوب از پیش تعیین شده و منظم همراهی لازم را داشته باشند. این جلسات و هماهنگی‌ها به شناسایی و حل چالش‌های اجرایی شرکت‌ها کمک می‌کند و در مورد سلام سینما هم همین امر اتفاق افتاد.

#### ۴-۲-۲ مطالعه موردی پنجم (J)

شرکت نوآفرین J با هدف شکل دادن به یک بازار آنلاین برای خدمات و با تاکید بر دانش فنی و بهینه‌سازی فرآیند انتخاب متخصصان خدمات متنوع، کار خود را در سال ۱۳۹۶ آغاز کرده است. هدف اصلی این شرکت ایجاد پلی ارتباطی میان مشتریان و متخصصین خدماتی و همچنین ایجاد امکان مقایسه قیمتی و بهره‌جویی از تجربیات سایر مشتریان است. از عوامل موفقیت در روابط سرمایه‌گذار خطرپذیر Y و شرکت J، انعطاف‌پذیری سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در برابر اهداف تعیین شده و شاخص‌های کلیدی عملکرد بود. این انعطاف و همراهی فشار روانی تیم اجرایی را کاهش می‌داد و به سنجاق قدرت تمرکز بر تحقق اهداف و حل چالش‌ها را می‌داد. از عوامل مهم دیگر شفافیت بالا در تعیین حوزه‌های کاری و وظیفه‌ای بین دو مجموعه بود و همین امر به کاهش تعارضات و پیشبرد امور بسیار کمک کرد. از دیگر عوامل موثر در روابط بین دو مجموعه واگذاری امور عملیاتی و اجرایی به تیم شرکت J بود که این مهم منجر به همدلی و همراهی بیشتر دو مجموعه شد. همچنین از دیگر عوامل موفقیت‌آمیز تعامل سرمایه‌گذار خطرپذیر Y و شرکت J، جلسات منظم ارزیابی عملکرد و ارائه گزارش در این جلسات به تداوم روند عدم مداخله سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در امور اجرایی شرکت J کمک خوبی می‌کرد.

بخشی از نقل و قول‌های اشاره شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری و مشاور سرمایه‌گذار خطرپذیر Y و هم‌چنین مدیرعامل و موسس شرکت J، به همراه کد مصاحبه شونده و ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره شده در قالب جدول شماره ۹ ارائه شده است.

جدول شماره ۹: عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در شرکت نوآفرین J

کد عوامل موثر مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه شونده	نقل قول مصاحبه شونده
I	J1	سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در تعامل با ما انعطاف‌پذیری بالایی داشت و این امر به کاهش استرس و فشار روانی بر من و تیم اجرایی شرکت خیلی کمک کرد. سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در خصوص اهداف از پیش تعیین شده و برنامه‌ریزی شده، سختگیری نمی‌کرد و شرایط و مشکلات ما را به خوبی درک می‌کرد.
P	Y1	از کارهای بسیار خوبی که ما در رهنما در تعامل با شرکت‌های نوآفرین انجام می‌دهیم بیان شفاف انتظارات و حصول توافق در این زمینه بود. این رویکرد شفاف برای سنجاق بسیار جذاب بود و به شدت تعارضات بین ما و تیم سنجاق را کاهش داد.
D	Y2	رویکرد کلی سرمایه‌گذار خطرپذیر Y عدم مداخله در امور اجرایی شرکت‌های نوآفرین و واگذاری امور عملیاتی و تخصصی به این شرکت‌ها است. این مهم در خصوص شرکت J نیز اتفاق افتاد و موجب شد تا مداخلات سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در امور شرکت به حداقل برسد.
L	Y2	جلسات منظم ارزیابی عملکرد و ارائه گزارش در این جلسات در بیان شفاف چالش‌های اجرایی شرکت و پیگیری تیم سرمایه‌گذار خطرپذیر Y کمک بسیاری می‌کرد. همین امر موجب شد تا در خیلی از مواقع از بروز هر نوع تعارضی ممانعت شود.

#### ۴-۲-۳ مطالعه موردی ششم (M)

شرکت نوآفرین (M) یک وب‌سایت سفارش غذای خانگی است که فعالیت خود را با همکاری خانم‌های خانه‌دار در سال ۱۳۹۳ آغاز کرد. مهم‌ترین اولویت‌های شرکت M، ایجاد اشتغال برای خانم‌های خانه‌دار و هم‌چنین ارائه غذایی با بالاترین کیفیت برای کاربران است. علاوه بر غذاهای خانگی، امکان سفارش فینگر فود، غذاهای مجلسی و غذای شرکتی در وب‌سایت شرکت M وجود دارد.

انعطاف‌پذیری بالای سرمایه‌گذار خطرپذیر Y از دلایل اصلی موفقیت تعامل با شرکت M بوده است. سرمایه‌گذار خطرپذیر Y با هدف کاهش در فشار روانی و استرس تیم اجرایی شرکت در خصوص تعهدات و اهداف تعیین شده انعطاف‌پذیری بالایی نشان می‌داد و مدیرعامل شرکت را دچار چالش و نگرانی نمی‌کرد. از دیگر عوامل ارتباط موثر این دو مجموعه بیان شفاف انتظارات و خواسته‌های طرفین در ابتدای همکاری بود. این مهم در تعیین حوزه‌های مسئولیت و تمرکز به هر دو طرف کمک اساسی کرد و بخش قابل توجهی از تعارضات احتمالی را حل نمود. از عوامل مهم دیگر در ارتباط موفقیت‌آمیز سرمایه‌گذار خطرپذیر Y و شرکت M، واگذاری کامل امور اجرایی و عملیاتی به شرکت و عدم دخالت

سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در مسائل جزئی کسب و کار و حوزه‌های وظیفه‌های مدیرعامل و تیم اجرایی شرکت بود. هم‌چنین برگزاری جلسات منظم ارزیابی عملکرد و نظم حاکم بر روابط بین دو مجموعه از دلایل دیگر موفقیت و کاهش تعارضات در همکاری بین طرفین بود. بخشی از نقل و قول‌های اشاره شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری و مشاور سرمایه‌گذار خطرپذیر Y و هم‌چنین مدیرعامل و موسس شرکت M، به همراه کد مصاحبه شونده و عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره شده در مصاحبه در قالب جدول شماره ۱۰ ارائه شده است.

جدول شماره ۱۰: عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در شرکت نوآفرین M

کد عوامل موثر مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه شونده	نقل قول مصاحبه شونده
D	M1	از ویژگی‌های بسیار خوب سرمایه‌گذار خطرپذیر Y عدم دخالت در امور اجرایی شرکت و پرهیز از پرداختن به جزئیات شرکت بود. این رویکرد به من و مدیرعامل کمک کرد تا بتوانیم با تمرکز بالاتر و البته مسئولیت بیشتر به پیگیری امور عملیاتی شرکت بپردازیم و پاسخگوی کامل امور شرکت به رهنما و نچرز باشیم.
P	Y1	سرمایه‌گذار خطرپذیر Y همواره در تعامل با شرکت‌های نوآفرین به ویژه در شروع همکاری تلاش می‌کند حوزه‌های مسئولیت و وظیفه‌ای خود و شرکت نوآفرین را تعیین نموده تا تعارضات بین طرفین به حداقل برسد. این مهم در تعامل با شرکت M به خوبی صورت گرفت و پتانسیل و انرژی هر دو طرف متمرکز بر حوزه‌های وظیفه‌ای مورد توافق شد و این امر از دلایل مهم موفقیت ارتباط ما با شرکت M بود
I	Y2	سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در خصوص شاخص‌های کلیدی عملکرد از پیش تعیین شده، سختگیری نمی‌کرد و با درک شرایط شرکت و چالش‌های پیشروی تیم اجرایی به شکل‌گیری فضای اعتماد دوجانبه و کاهش استرس و فشار روانی تیم اجرایی شرکت M خیلی کمک کرد

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل مصاحبه‌ها بر اساس مطالب فوق در جدول شماره ۱۰ به شرح ذیل ارائه شده است.

جدول شماره ۱۱: عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر X و Y برای شرکت‌های

نوآفرین (یافته‌های تحقیق)

شرکت نوآفرین	کد مقوله اصلی	مقولات فرعی مستخرج از مصاحبه‌ها	مقولات اصلی
E,F,A,S,J,M	P	بیان شفاف اهداف و انتظارات، حصول توافق، رویکرد شفاف، انتخاب سرمایه‌گذار، تعیین حوزه‌های کاری و وظیفه‌ای	بیان شفاف انتظارات

مقولات اصلی	مقولات فرعی مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مقوله اصلی	شرکت نوآفرین
اعتماد و احترام	اعتماد، تعامل دو طرفه، درک متقابل، آشنایی قبلی، احترام، فضای محترمانه	T	E,F,A,S,J,M
انجام به موقع تعهدات	تامین مالی، تعهدات مالی، تزریق پول، حل مساله نقدینگی	C	E,F,A,S,J,M
انعطاف‌پذیری بالا	انعطاف‌پذیری، روحیه حمایت‌گری، نبود سخت‌گیری، احساس مسئولیت، حس مالکیت	I	E,F,A,S,J,M
عدم مداخله در امور اجرایی	واگذاری امور اجرایی، تفویض اختیار، عدم مداخله در عملیات، نبود جزئی‌نگری	D	E,F,A,S,J,M
حضور موثر نماینده هیات مدیره	حضور موثر، انتقال مداوم مشکلات و چالش‌ها، همراهی مشفقانه	G	E,F,A
فرهنگ برنامه‌ریزی و کنترل	تعیین شاخص‌های کلیدی عملکرد، توافق در خصوص اهداف، برنامه‌ریزی استراتژیک، ارائه بازخورد، جلسات ارزیابی عملکرد، جلسات منظم و از پیش تعیین شده، چارچوب‌های مشخص برنامه‌ریزی و کنترل عملکرد	L	S,J,M

## ۵- بحث در خصوص یافته‌ها

در این بخش به بررسی مشابهت‌ها و تفاوت‌های عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش در دو سرمایه‌گذار خطرپذیر X و Y در تعامل با شرکت‌های نوآفرین پرداخته خواهد شد:

### ۵-۱- مشابهت عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر

بر اساس داده‌های گردآوری شده به ویژه مصاحبه‌های انجام شده با مدیران ارشد در دو سرمایه‌گذار خطرپذیر X و Y و مدیران عامل شرکت‌های نوآفرین وابسته به آن‌ها، پنج عامل بیان شفاف انتظارات، اعتماد و احترام، انجام به موقع تعهدات، انعطاف‌پذیری بالا و عدم مداخله در امور اجرایی توسط سرمایه‌گذاران خطرپذیر در تعامل با این شرکت‌ها بسیار موثر بوده است و زمینه اصلی برای موفقیت ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی و حمایت‌های بعد از سرمایه‌گذاری را فراهم کرده است. شفافیت در انتظارات سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر از همکاری و تعیین دقیق و توافق اهداف، حاکم بودن فضای اعتماد و احترام بین طرفین، انجام به موقع تعهدات سرمایه‌گذار خطرپذیر در تامین منابع مالی، عدم مداخله سرمایه‌گذار خطرپذیر در امور اجرایی شرکت‌ها و تفویض کامل اختیار به تیم اجرایی شرکت و همچنین انعطاف‌پذیری بالا در تعامل با شرکت نوآفرین و نبود سخت‌گیری در تحقق اهداف تعیین شده، بر اساس مصاحبه‌های انجام شده در هر دو سرمایه‌گذار خطرپذیر و شش شرکت‌های نوآفرین وابسته به آن‌ها، تاثیر بسیار مهمی در شکل‌گیری و تقویت روابط بین دو مجموعه داشته است و منجر به کاهش تعارضات مدیریتی در طول دوره همکاری بین طرفین شده است.

## ۵-۲- تفاوت عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر

بر اساس داده‌های گردآوری شده به ویژه مصاحبه‌های انجام شده با مدیران ارشد در دو سرمایه‌گذار خطرپذیر X و Y و مدیران عامل شرکت‌های نوآفرین وابسته به آن‌ها، تفاوت جدی این دو سرمایه‌گذار در دو عامل حضور موثر نماینده هیات مدیره و فرهنگ برنامه‌ریزی و کنترل در این دو سرمایه‌گذار خطرپذیر است. علت اصلی این تفاوت در رویکرد کنترل و حکمرانی این دو سرمایه‌گذار خطرپذیر در تعامل با شرکت‌های نوآفرین است. سرمایه‌گذار خطرپذیر X در ساختار کنترل شباهت بیشتری به سبک رایج کنترل در سرمایه‌گذاران خطرپذیر دارد و از طریق نماینده خود در هیات مدیره شرکت امور را تحت کنترل داشته و با مداخله کمتر و دادن اختیار بیشتر به شرکت‌ها، مسئولیت امور عملیاتی را به تیم اجرایی شرکت‌های نوآفرین واگذار کرده است. این در حالی است که سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در ساختار کنترل و حکمرانی، شباهت بیشتری به سبک کنترل در شرکت‌های هلدینگ دارد و از طریق یک فرآیند مشخص و زمان‌بندی شده و بر اساس چارچوب‌های از پیش تعیین شده و مورد توافق، مداخلات بیشتری در فرآیند برنامه‌ریزی استراتژیک سالانه شرکت‌های نوآفرین و همچنین جلسات ارزیابی عملکرد ماهانه داشته است که البته بر اساس مصاحبه‌های انجام شده، این نوع تعامل سرمایه‌گذار خطرپذیر Y، زمینه را برای انتقال مسائل و چالش‌های اجرایی شرکت نوآفرین فراهم کرده و دلیل اصلی انعطاف‌پذیری و نبود سخت‌گیری سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در ارتباط با شرکت‌های نوآفرین بوده است. در جدول شماره ۱۲ به صورت خلاصه مشابهت‌ها و تفاوت‌های دو سرمایه‌گذار خطرپذیر X و Y در عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی برای شرکت‌های نوآفرین وابسته به آن‌ها ارائه شده است:

جدول شماره ۱۲: تعداد عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی در سرمایه‌گذاران خطرپذیر X و Y

سرمایه‌گذار خطرپذیر Y	سرمایه‌گذار خطرپذیر X	مقولات فرعی	مقولات اصلی
۳	۳	بیان شفاف اهداف و انتظارات، حصول توافق، رویکرد شفاف، انتخاب سرمایه‌گذار، تعیین حوزه‌های کاری و وظیفه‌ای	بیان شفاف انتظارات
۳	۳	اعتماد، تعامل دو طرفه، درک متقابل، آشنایی قبلی، احترام، فضای محترمانه	اعتماد و احترام
۳	۳	تامین مالی، تعهدات مالی، تزریق پول، حل مساله نقدینگی	انجام به موقع تعهدات
۳	۳	انعطاف‌پذیری، روحیه حمایت‌گری، نبود سخت‌گیری، احساس مسئولیت، حس مالکیت	انعطاف‌پذیری بالا
-	۳	واگذاری امور اجرایی، تفویض اختیار، عدم مداخله در عملیات، نبود جزئی‌نگری	عدم مداخله در امور اجرایی

مقولات اصلی	مقولات فرعی	سرمایه‌گذار خطرپذیر X	سرمایه‌گذار خطرپذیر Y
حضور موثر نماینده هیات مدیره	حضور موثر، انتقال مداوم مشکلات و چالش‌ها، همراهی مشفقانه	۳	-
فرهنگ برنامه‌ریزی و کنترل	ارائه بازخورد، ارزیابی عملکرد، برنامه‌ریزی، تمرکز بر تحقق اهداف	-	۳

## ۶- نتیجه‌گیری

در تحقیق حاضر با روش مطالعه موردی، به بررسی عوامل موثر بر ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی توسط ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر در ۶ سرمایه‌گذاری خطرپذیر انجام شده توسط آنان در بازه زمانی (۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰) پرداخته شد. نتایج نشان می‌دهد در هر دو سرمایه‌گذار خطرپذیر پنج عامل بیان شفاف انتظارات، اعتماد و احترام، انجام به موقع تعهدات، انعطاف‌پذیری بالا و عدم مداخله در امور اجرایی توسط سرمایه‌گذاران خطرپذیر، نقش موثری در ارزش‌آفرینی این سرمایه‌گذاران برای شرکت‌های نوآفرین داشته است و زمینه‌ساز موفقیت و تعامل اثربخش بین این دو مجموعه در دوره همکاری بوده است. از طرفی در دو عامل حضور موثر نماینده هیات مدیره و فرهنگ برنامه‌ریزی و کنترل بین این دو سرمایه‌گذار خطرپذیر تفاوت اساسی وجود دارد که علت آن، تفاوت در رویکردهای کنترل و حکمرانی این دو سرمایه‌گذار خطرپذیر در تعامل با شرکت‌های نوآفرین وابسته بوده است.

سرمایه‌گذار خطرپذیر X در سبک کنترل و حکمرانی شرکت‌های نوآفرین از طریق نمایندگان خود در هیات مدیره این شرکت‌ها، اهداف خود را دنبال می‌کند و امور عملیاتی و اجرایی شرکت را به طور کلی به شرکت‌های نوآفرین و مدیران عامل این شرکت‌ها واگذار کرده و مداخله‌ای در امور داخلی شرکت نمی‌کند. این سبک از کنترل و حکمرانی از بروز تعارضات بین سرمایه‌گذار خطرپذیر و شرکت نوآفرین جلوگیری کرده و به دلیل استقلال‌بخشی به شرکت نوآفرین در حوزه‌های عملیاتی، انگیزه مدیران عامل و مدیران اجرایی این شرکت‌ها را بسیار بالا می‌برد. سرمایه‌گذار خطرپذیر X بر اساس مصاحبه‌های انجام شده با ذی‌نفعان مرتبط با آن تمایل چندانی به مشارکت فعال در فرآیند برنامه‌ریزی استراتژیک شرکت‌های نوآفرین وابسته به خود نشان نداده و هم‌چنین به دنبال برگزاری جلسات منظم کنترل عملکرد به صورت از پیش تعیین شده و برنامه‌ریزی شده، نبوده است و لذا بخش قابل توجهی از امورات مورد نظر خود را از طریق نماینده حاضر در هیات مدیره دنبال کرده است.

سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در سبک کنترل و حکمرانی شرکت‌های نوآفرین بر اساس مصاحبه‌های انجام شده با ذی‌نفعان مرتبط در ابتدا تلاش می‌کند تا از طریق فرآیندهای منظم برنامه‌ریزی استراتژیک سالانه خود و هم از طریق برگزاری جلسات منظم و ساختاریافته ماهانه و بررسی عملکرد این شرکت‌ها از طریق اهداف و شاخص‌های کلیدی عملکرد مورد توافق با شرکت‌های نوآفرین عمل می‌نماید. این

جلسات ماهانه به شرکت‌های نوآفرین کمک می‌کند تا به راحتی مسائل و چالش‌های خود را با سرمایه‌گذار خطرپذیر Y مطرح نموده و علاوه بر ایجاد درک مشترک در امور اجرایی، از توانمندی سرمایه‌گذار خطرپذیر برای حل مسائل خود بهره‌مند شوند. در این رویکرد کنترل و حکمرانی، ساختار کنترلی سرمایه‌گذار خطرپذیر Y مشابه نحوه کنترل عملکرد در هلدینگ‌ها هست و البته سرمایه‌گذار خطرپذیر Y انعطاف بسیار بالایی در تعامل با شرکت‌های نوآفرین خود انجام می‌دهد و در شیوه کنترل و بررسی میزان تحقق اهداف رویکرد سخت‌گیرانه نداشته و بیشتر نقش حمایتی دارد.

شرکت‌های نوآفرین وابسته به هر یک از این سرمایه‌گذاران باید توجه داشته باشند که در هنگام مذاکرات و عقد قرارداد سرمایه‌گذاری علاوه بر توجه به توانمندی و سابقه سرمایه‌گذار خطرپذیر، در طول تعامل با سرمایه‌گذار می‌بایست به شیوه کنترل و حکمرانی در بیان و پیگیری شفاف انتظارات خود دقت نظر لازم را داشته باشند تا از بروز تعارضات احتمالی در روابط و تعاملات با سرمایه‌گذار خطرپذیر هم از طریق نمایندگان هیات مدیره و هم جلسات ارزیابی عملکرد پیشگیری کنند.

در ادامه بر اساس یافته‌های تحقیق پیشنهادات مدیریتی برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر و موسسین شرکت‌های نوآفرین و همچنین محدودیت‌های تحقیق حاضر و پیشنهادات جهت تحقیقات آتی ارائه می‌گردد.

#### ۶-۱- پیشنهادات مدیریتی

از نظر کارآفرینان و موسسان شرکت‌های نوآفرین، انتخاب سرمایه‌گذار خطرپذیر، تصمیم بسیار مهم و سرنوشت‌ساز با آثار و تبعات بلندمدت و قابل توجه برای کسب و کار آن‌ها به شمار می‌رود و با وجود تامین بخشی از نیازهای مالی آن‌ها از این طریق، باید توجه داشت که این نوع سرمایه‌گذاری با منافع و ریسک‌هایی برای طرفین همراه است و به دلیل ارتباط نزدیک شرکت‌های نوآفرین با سرمایه‌گذاران خطرپذیر، می‌تواند مزایا و ریسک‌هایی را به طور همزمان به همراه داشته باشد. سرمایه‌گذاران خطرپذیر به طور فعالانه در امور شرکت‌های نوآفرین مشارکت می‌کنند و معمولاً یک کرسی از هیات مدیره را در اختیار می‌گیرند تا بتوانند مسیر ارزش‌آفرینی و جهت‌دهی به امور شرکت‌های نوآفرین در جهت منافع موردنظر خود را هموارتر کنند. لذا در حالی که برخورداری از ارتباط نزدیک و تنگاتنگ با یک سرمایه‌گذار خطرپذیر برای یک شرکت نوآفرین، زمینه دسترسی به منابع ارزشمند و موردنیاز را فراهم می‌کند لکن احتمال بروز برخی تعارضات بین منافع طرفین نیز وجود خواهد داشت و بنابراین لازم است هم سرمایه‌گذار خطرپذیر و هم شرکت نوآفرین با نگاه فراتر از تامین منابع مالی به سایر نیازمندی‌ها و اهداف غیرمالی و استراتژیک درگیر در این نوع سرمایه‌گذاری توجه جدی نموده و بر اساس یک استراتژی مشخص و شفاف و تعیین دقیق انتظارات از بروز تعارضات بعد از سرمایه‌گذاری جلوگیری نمایند. همان‌طور که در خصوص دو سرمایه‌گذار فوق بیان شد هر سرمایه‌گذار خطرپذیر با توجه به ماهیت و توانمندی‌های خود و همچنین رویکردی اساسی در کنترل و حکمرانی شرکت‌های

نوآفرین وابسته، دارای اشتراکات و تفاوت‌هایی هستند و این مهم باید توسط موسسین و بنیان‌گذاران شرکت‌های نوآفرین در انتخاب سرمایه‌گذار خطرپذیر و هم‌چنین نحوه عقد قرارداد، شیوه چینش سهام و میزان سرمایه‌گذاری که آثار بلندمدت برای این شرکت‌ها دارد، مورد توجه و مذاقه نظر قرار گیرد.

## ۶-۲- پیشنهادات مدیریتی

بر اساس یافته‌های مقاله حاضر، در خصوص نحوه حمایت دولت از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و ارتقای اثربخشی این نوع سرمایه‌گذاری در کشور، می‌توان به چند مورد ملاحظات و اقدامات سیاستی اشاره کرد:

**برگزاری دوره‌های آموزشی و نشست‌های تخصصی سرمایه‌گذاری خطرپذیر:** از مهم‌ترین چالش‌های پیشروی سرمایه‌گذاری خطرپذیر بر اساس مصاحبه‌های صورت گرفته در تحقیق حاضر، درک ناقص و نادرست از این نوع سرمایه‌گذاری و عدم تسلط کافی به مفهوم درست و کامل سرمایه‌گذاری خطرپذیر بین ذی‌نفعان اصلی و درگیر است. بررسی پیشینه تحقیق حاضر نیز نشان داد که ارزش‌آفرینی سرمایه‌گذاری خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین در حمایت‌های مالی و تامین مالی خلاصه نمی‌شود و این نوع سرمایه‌گذاران مجموعه‌ای از فعالیت‌های با هدف خلق ارزش غیرمالی برای شرکت‌های نوآفرین بعد از دوره سرمایه‌گذاری انجام می‌دهند. لذا برگزاری کنفرانس‌ها، نشست‌ها و دوره‌های آموزشی برای افراد فعال در این حوزه با همراهی مراکز علمی و توسعه مفاهیم کاربردی و انتقال تجارب موفق داخلی و خارجی از نحوه عملکرد درست سرمایه‌گذاری خطرپذیر و شیوه تعامل موفق با شرکت‌های نوآفرین می‌تواند در گسترش استفاده از این سرمایه‌گذاری بسیار موثر باشد.

**تقویت تعامل‌ها و همکاری‌های بین‌بخشی:** بررسی عملکرد سرمایه‌گذاران خطرپذیر در تعامل با شرکت‌های نوآفرین وابسته به خود نشان می‌دهد، عملکرد این سرمایه‌گذاران با گذر زمان و کسب تجربه به بلوغ بهتری رسیده و لذا زمینه‌سازی برای ایجاد مدل‌های همکاری و روابط همکارانه متقابل بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر به جهت تامین سرمایه در دوره‌های بعدی شرکت‌های نوآفرین و هم‌چنین بهره‌مندی از تجارب و دانش انباشته این سرمایه‌گذاران در شیوه تعامل و ارزش‌آفرینی غیرمالی برای شرکت‌های نوآفرین، می‌تواند به توسعه این نوع سرمایه‌گذاری در کشور کمک شایانی نماید.

## ۶-۳- محدودیت‌ها و پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

تحقیق حاضر با محدودیت‌هایی از جمله ملاحظات استراتژیک شرکت‌های نوآفرین در بیان کامل موضوعات و ارائه دسترسی محدود به محقق مواجه بوده است در عموم مطالعات موردی مصاحبه‌شوندگان مایل به ارائه اطلاعات جزئی‌تر نبودند. با توجه به این مطلب که تحقیق حاضر بر دو سرمایه‌گذار خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین وابسته به آن‌ها تمرکز نمود، نتایج نیز توصیف‌کننده وضعیت ساز و کارهای خلق



ارزش‌های غیرمالی در محدوده تحقیق خواهد بود و نمی‌توان یافته‌ها را به طور کامل به دیگر سرمایه‌گذاران خطرپذیر تعمیم داد.

باید توجه داشت که برخی عوامل زمینه‌ای مانند توانمندی‌های سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین و همچنین عواملی مانند اهداف طرفین از همکاری، میزان بلوغ و تجربه سرمایه‌گذار خطرپذیر و جایگاه شرکت نوآفرین در منحنی عمر بر کارکرد و اثربخشی ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی اثر قابل توجهی داشته و لذا پیشنهاد می‌گردد در تحقیقات آتی نقش این عوامل به عنوان عوامل تقویت کننده یا محدود کننده این ساز و کارها مورد توجه محققین قرار بگیرد. از طرفی ماهیت سرمایه‌گذار خطرپذیر همانند دولتی یا خصوص بودن سرمایه‌گذار خطرپذیر، مستقل یا شرکتی بودن و همچنین تخصصی یا عمومی بودن سبد سرمایه‌گذاری آن‌ها بر تعیین ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی موثر است و لذا پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی به تفکیک ماهیت این نوع سرمایه‌گذاران به بررسی ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی پرداخته شود.

## منابع

- احسنی‌زاده، سامان، پیشوایی، میرسامان، کریمی، امیرعلی (۱۳۹۵). رتبه‌بندی طرح‌های کسب و کار سرمایه‌گذاری خطرپذیر با روش تحلیل پوششی داده‌ها- مورد مطالعه: یک شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایرانی، مدیریت نوآوری، سال پنجم، شماره ۲، ص ۸۷ تا ۱۰۸
- باقری، مختار (۱۳۹۲). *انتخاب ابزار مناسب تامین مالی نوآوری با تاکید بر سازو کار سرمایه‌گذاری خطر پذیر*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی
- حیدری سورشجانی، مهرناز، محمدی، پرستو (۱۳۹۷). مسائل کارگزاری در سرمایه‌گذاری خطرپذیر و راهکارهای رفع آنها در مراحل رشد شرکت‌های نوآور ایران، مدیریت نوآوری، سال ششم، شماره ۳، ص ۱۱۳ تا ۱۴۰
- درخشان، شهرزاد، محمدی، پرستو (۱۳۹۳). اولویت‌بندی عوامل اثرگذار بر ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، مدیریت نوآوری، سال سوم، شماره ۴، ص ۱۳۱ تا ۱۵۲
- دهقانی عشرت‌آباد، میثم، البدوی، امیر، سپهری، محمدمهدی، حسین‌زاده کاشان، علی (۱۳۹۹). مدلی برای ارزش‌گذاری کسب و کارهای نوپا در سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر (جسورانه) با در نظر گرفتن اختیارات واقعی قبل و بعد از تجاری‌سازی، مدیریت نوآوری، سال نهم، شماره ۲، ص ۱۵۱ تا ۱۷۵
- کریمی‌صدر، محمدرضا، بنیادی نائینی، علی (۱۳۹۵). انتخاب سبد حوزه‌های کسب و کاری برای یک صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایرانی، مدیریت نوآوری، سال پنجم، شماره ۳، ص ۱۱۷ تا ۱۴۲
- گزارش انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور، آبان ۱۴۰۰، [www.irvc.ir](http://www.irvc.ir)
- Auken, H. E. (2005). A Model of Small Firm Capital Acquisition Decisions. *The International Entrepreneurship and Management Journal*, 1(3), 335-352.
- Barg, J.A., Drobetz, P., Momtaz, P.P., 2021. Valuing start-up firms: A reverse-engineering approach for fair-value multiples from venture capital transactions. *Finance Res. Lett.* 43, 102008.
- Barry, C. B., and V. T. Mihov. 2013. "Debt Financing, Venture Capital, and the Performance of Initial Public
- Berstein S., Korteweg A., Laws K., 2017. Attracting early stage investors: evidence from a randomized field experiment. *J.Financ.* 72 (2), 509-538.
- Bessler, W., and M. Seim. 2012. "The Performance of Venture-backed IPOs in Europe." *Venture Capital* 14 (4): 215-239.
- Bottazzi, L., M. Da Rin, J. C. van Ours, and E. Berglöf. 2002. "Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies." *Economic Policy* 17 (34): 231-269.
- Stuart TE, Hoang H, Hybels RC. 1999. Interorganizational Endorsements and the Performance of Entrepreneurial Ventures. *Administrative Science Quarterly* 44: 315-349.
- Chemmanur, T. J., K. Krishnan, and D. K. Nandy. 2011. "How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look beneath the Surface." *Review of Financial Studies* 24 (12): 4037-4090.
- Colombo, M., Adda, D., & Pirelli, L. (2016). The participation of new technology-based firms in EU-funded R&D partnerships: The role of venture capital. *Research Policy*, 45, 361-375.
- Cumming, D. J., & MacIntosh, J. G. (2003). Venture-Capital Exits in Canada and the United States. *The University of Toronto Law Journal*, 53(2), 101-199.
- Cumming, D., & Johan, S. (2010). Venture Capital Investment Duration. *Journal of Small Business Management*, 48(2), 228-257.
- Dagogo, D. W., and W. G. Ollor. 2009. "The Effect of Venture Capital Financing on the Economic Value Added Profile of Nigerian SMEs." *African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research* 5 (5): 37-51.
- De Bettignies, J. E. (2010). Banks versus venture capital in the financing of new ventures. In D. Cumming (Ed.), *Venture Capital: Investment strategies, structures and Policies* (Vols. 1-1, pp. 31-50). *John Wiley & Sons, Inc.*

- De Clercq, D., & Manigart, S. (2007). The venture capital post-investment phase: opening the black box of investment. In Hans Landstrom (Ed.), *HANDBOOK OF RESEARCH ON VENTURE CAPITAL* (1st ed., Vols. 1-1). Massachusetts, USA: Edward Elgar Publishing Limited.
- Denis, D. 2004. Entrepreneurial finance: An overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance* 10: 301–26.
- Di Guo, and K. Jiang. 2013. “Venture Capital Investment and the Performance of Entrepreneurial Firms: Evidence from China.” *Journal of Corporate Finance* 22: 375–395.