

تحلیل و بررسی شیوه کنترل و حکمرانی سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین از طریق سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی

■ میلاد همایونی زاده⁺*

دانشجوی دکتری مدیریت تکنولوژی دانشگاه علامه
طباطبایی

■ سید سروش قاضی نوری^۱


دانشیار دانشگاه علامه طباطبایی تهران

■ نسرين ذوالفقارخانی^۲

کارشناس ارشد MBA دانشگاه سمنان

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۶/۱۲، تاریخ بازنگری: ۱۴۰۱/۶/۱۲ و تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۷/۲۴

صفحات: ۸۰-۶۳

10.22034/jtd.2022.697427 

چکیده

سرمایه‌گذاران خطرپذیر در تعامل با شرکت‌های نوآفرین خود نقشی فراتر از تامین‌کننده منابع مالی برای این شرکت‌ها برعهده دارند و برای آن‌ها ارزش خلق می‌کنند. تحقیق حاضر با روش مطالعه موردی، به بررسی شش سرمایه‌گذاری خطرپذیر انجام شده در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ از طریق ۲۳ مصاحبه نیمه‌ساختاریافته با افراد فعال در سرمایه‌گذاری خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین پرداخته و سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی و شیوه کنترل و حکمرانی را با استفاده از تحلیل محتوای کیفی مصاحبه‌ها و کدگذاری محوری مورد بررسی قرار داده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد، خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر به‌طورکلی از طریق شش سازوکار با جهت‌گیری کلی خارجی و داخلی انجام می‌گیرد. در کنترل و حکمرانی سرمایه‌گذاران خطرپذیر دو رویکرد کلی وجود دارد. در یک رویکرد سرمایه‌گذار خطرپذیر از طریق نماینده خود در هیات مدیره شرکت نوآفرین، اهداف و انتظارات خود را دنبال کرده و استقلال و اختیار کامل در امور اجرایی و نحوه دستیابی به اهداف را به شرکت واگذار می‌کند. در شیوه دیگر کنترل و حکمرانی، سرمایه‌گذار خطرپذیر تا حدی شبیه شرکت‌های هلدینگ، از طریق مشارکت فعال در فرآیند برنامه‌ریزی شرکت و کنترل و نظارت بر عملکرد شرکت از طریق جلسات منظم ماهانه عمل می‌کند که در این رویکرد ارتباط بیشتر و مداوم سرمایه‌گذار خطرپذیر و شرکت نوآفرین، تعارضات مدیریتی را به حداقل می‌رساند.

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

* عهده دار مکاتبات

+ شماره نامبر: ۰۲۱-۹۱۰۰۶۸۸۶ و آدرس پست الکترونیکی: Homayounizadeh.milad@gmail.com

۱ شماره نامبر: ۲۱-۸۸۰۶۱۷۴۷ و آدرس پست الکترونیکی: Ghazinoori.s@atu.ac.ir

۲ شماره نامبر: ۰۲۳-۳۲۲۲۱۶۶۳ و آدرس پست الکترونیکی: Nzolfagharkhani@gmail.com

۱- مقدمه

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 [۴]. آن‌ها به سرمایه‌گذاری خطرپذیر به‌عنوان 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. یکی از مهم‌ترین سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین اصلاح ساختارهای کنترل و حکمرانی در این شرکت‌ها است. سبک سرمایه‌گذاران خطرپذیر در کنترل و حکمرانی با هم تفاوت‌های اساسی دارد که در پژوهش حاضر تلاش شده است این تفاوت‌ها و آثار رویکردهای متفاوت سرمایه‌گذاران خطرپذیر در کنترل و حکمرانی شرکت‌های نوآفرین وابسته به خود مورد بررسی و تحلیل قرار گرفته است.

در این راستا دو سرمایه‌گذار خطرپذیر و در هر یک، ۳ شرکت نوآفرین بررسی شده و سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی با تمرکز بر حوزه کنترل و حکمرانی این سرمایه‌گذاران در تعامل با شرکت‌های نوآفرین، شناسایی و تحلیل شده 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^۳ در شرکت‌های نوآفرین و با ریسک بالا است [۳۱]. منابع سرمایه در سرمایه‌گذاران خطرپذیر از طریق صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها، شرکت‌ها و موسسات، دولت و یا افراد ثروتمند تامین شده و به‌صورت مستقیم در شرکت‌های نوآفرین، سرمایه‌گذاری می‌شود [۳۲]. بسیاری از پژوهشگران و محققین معتقدند حمایت‌های مالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر تنها دستاورد و کارکرد این نوع سرمایه‌گذاری نیست [۱۶، ۲۰، ۳۴، ۳۷ و ۳۸].

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 نبرده‌اند، موفقیت بیشتری در رشد و توسعه

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 [۴، ۲۰، ۳۸ و ۴۵]. این نوع از سرمایه‌گذاری برای کارآفرینان و موسسان شرکت‌های نوآفرین به‌عنوان پلی مهم تا قبل از دستیابی به منابع مالی بلندمدت به شمار می‌رود.

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 مؤسسات 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 [۳، ۵ و ۸]. 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 [۳۸]. 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 [۱ و ۶]. در گروه سهام‌داران قرار می‌گیرند تا از طریق مدیریت فعالانه و برنامه‌ریزی در توسعه اهداف و استراتژی‌های این شرکت‌ها خلق ارزش کنند.

نقش سرمایه‌گذاری خطرپذیر فراتر از تخصیص منابع مالی به یک کسب و کار نوپا و سپس خروج از آن است. گمپرز و لرنر [۲۴] 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

3 High Return

سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی در مدت سرمایه‌گذاری دارد. این مشارکت و تعامل در فعالیتهای شرکت‌های نوآفرین که زمینه‌ساز خلق ارزش است، به‌عنوان فعالیتهای بعد از سرمایه‌گذاری و یا فعالیتهای قبل از خروج^۴ شناخته می‌شود [۴۸]. 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 [۲۶ و ۴۴].

در ادامه به مهم‌ترین سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر براساس ادبیات این حوزه و مبتنی بر مطالب بالا اشاره می‌شود. هدف از شناسایی و تحلیل این نوع سازوکارها، تمرکز بیشتر بر نحوه کنترل مستمر و نظارت بر عملکرد و شاخص‌های تعیین شده در ابتدای همکاری بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین است.

۲-۱-۲-۱- مشروعیت‌بخشی

منظور از مشروعیت‌بخشی ویژگی‌های خاصی است که در ادبیات با عناوینی هم‌چون اعتبار، شهرت، تایید و تصدیق برای شرکت‌های نوآفرین حاصل می‌شود. حضور سرمایه‌گذاران خطرپذیر در ترکیب سهامداران شرکت‌های نوآفرین موجب ارتقای اعتبار این شرکت‌ها و تسهیل تعامل با نهادهای حاکمیتی و اخذ مجوزات لازم جهت توسعه فعالیت آن‌ها خواهد شد [۲۷].

۲-۲-۲-۲- 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 [۱۳، ۱۵، ۲۸ و ۳۳].

۲-۲-۳- جذب و آموزش

سرمایه‌گذاران خطرپذیر از طریق شناسایی، توصیه و انجام استخدام و مذاکره با کارکنان کلیدی و هم‌چنین برگزاری

داشته‌اند [۹، ۱۱، ۱۸، ۲۱ و ۴۳]. از این‌رو، 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 [۱۱، ۱۴ و ۴۰]. 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 [۲۳]. 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 [۳۹ و ۴۶]. 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 [۳۵ و ۴۹]. لذا بررسی و تحلیل مطالعات تجربی صورت گرفته در حوزه ادبیات سرمایه‌گذاری خطرپذیر بیان می‌کند که آن‌ها علاوه بر تامین منابع مالی برای شرکت‌های نوآفرین، مجموعه‌ای از ارزش‌ها را نیز خلق می‌کنند [۲۱، ۲۶، ۳۱، ۴۵ و ۴۶]. بنابراین براساس مفاهیم و تعاریف ذکر شده در بالا، در تحقیق حاضر تعریف زیر برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر به‌عنوان 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."

۲-۲-۲- سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر

هدف اصلی سرمایه‌گذاران خطرپذیر از تامین سرمایه برای شرکت‌های نوآفرین، دستیابی به بازگشت سرمایه‌های قابل توجه به‌هنگام خروج از این نوع سرمایه‌گذاری است [۱۶ و ۳۸]. 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

دوره‌های آموزشی برای شرکت‌های نوآفرین ارزش خلق می‌کنند. این سازوکار به‌ویژه در جذب و آموزش مدیران ارشد و کارکنان کلیدی و بااستعداد اهمیت بالاتری پیدا می‌کند [۲۴].

۲-۲-۴- کنترل و حکمرانی

سرمایه‌گذاران خطرپذیر از طریق مفاد قراردادهای فی‌مابین، اهداف عملکردی، کنترل‌ها و مشوق‌ها، روابط خود با شرکت‌های نوآفرین و به‌ویژه 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 درخصوص 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 [۱۵].

۲-۲-۵- 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 [۳۷ و ۳۸].

۲-۲-۶- 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 به‌ویژه 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 [۱۰ و ۱۲]. این نوع ارزش‌آفرینی در کنار مربی‌گیری و در بیشتر مواقع در پاسخ به درخواست شرکت‌های نوآفرین برای راهنمایی و مشورت صورت می‌گیرد [۱۳، ۱۵، ۲۸ و

[۳۳].

۲-۲-۷- 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 [۲۷ و ۴۶]. این حمایت و ارزش خلق شده به‌ویژه برای شرکت‌های نوآفرین و جوان و فعال در صنایع با تکنولوژی بالا^۵ نقش مهم‌تر و حیاتی‌تری دارد [۴۸].

در جمع‌بندی مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین مرتبط با سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین می‌توان تمامی مفاهیم به‌کار رفته در ادبیات و پیشینه را در قالب هفت سازوکار در جدول شماره ۱ می‌توان جمع‌بندی کرد:

جدول ۱: جمع‌بندی پیشینه و چارچوب کلی تحقیق

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

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^۶ است، زیرا به بررسی چگونگی سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین و عوامل موثر بر این ساز و کارها می‌پردازد [۷ و ۴۸]. از طرفی کرسول (۱۳۹۴) مطالعه

۶ Descriptive Case study

5 High - Tech

تعداد نیروی انسانی در جدول شماره ۲ ارائه شده است هم‌چنین اطلاعات مربوط به مصاحبه‌ها به صورت خلاصه در جدول شماره ۳ 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 سازوکار خلق ارزش غیرمالی و شیوه کنترل و حکمرانی سرمایه‌گذاران خطرپذیر به صورت جداگانه اخذ گردید. تمامی مصاحبه‌های صورت گرفته براساس جدول شماره ۱ پس از مستندسازی جهت بازنگری و تایید برای مصاحبه‌شونده‌ها ارسال گردید.

جدول ۲: اطلاعات مربوط به مصاحبه‌ها

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	F	
۱۸	۱۳۹۵	بازار اینترنتی تولیدکنندگان خرد	B	
۱۲	۱۳۹۲	سایت مرجع محتوای سینمایی	S	سرمایه‌گذار خطرپذیر Y
۱۶	۱۳۹۶	بازار آنلاین خدمات منزل	J	
۲۲	۱۳۹۶	وبسایت سفارش غذای خانگی	M	

متداول‌ترین استراتژی مورد استفاده در تحلیل داده‌های کیفی، استفاده از کدگذاری و دسته‌بندی جهت تفسیر و تحلیل یافته‌ها است. از طرفی به دلیل عدم نیاز به تعمیم‌داده‌ها و استفاده از رویکرد استنتاجی در کدگذاری، در این پژوهش محقق از روش تحلیل محتوای کیفی با استفاده از روش کدگذاری محوری محتوای پیاده شده حاصل از مصاحبه‌ها و مستندات مرتبط، برای تجزیه و تحلیل یافته‌ها استفاده کرده است.

جهت سنجش کیفیت مطالعه موردی آزمون اعتبار سازه، اعتبار بیرونی و پایایی انجام گرفت. برای اطمینان از اعتبار سازه، داده‌ها از منابع متعدد جمع‌آوری شده‌اند و در کنار آن به بررسی مستندات نیز پرداخته شده و یافته‌های حاصل از هر مصاحبه با سایر مصاحبه‌شوندگان در میان گذاشته شد. هم‌چنین مصاحبه‌شوندگان نیز از طیف متنوعی از بازیگران شامل موسسین، مدیران عامل، مشاوران و فعالان اجرایی انتخاب شدند تا سوگیری احتمالی مصاحبه‌شوندگان به حداقل برسد.

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 به‌صورت عمومی زمانی استفاده از استراتژی مطالعه موردی مفید است که محقق موردهای مشخص و محدودی در اختیار داشته و درصدد 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 [۷].

سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی در دو سرمایه‌گذار خطرپذیر و ۶ شرکت نوآفرین وابسته به آن‌ها با تمرکز بر شیوه کنترل و حکمرانی در این سرمایه‌گذاران، 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 سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی و هم‌چنین سابقه فعالیت، تعداد سرمایه‌گذاری‌ها، حجم و تنوع سرمایه‌گذاری‌ها و نیز 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. براساس 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 سازوکارهای 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

است.

به جهت اطمینان از پایایی انجام مصاحبه‌ها (گردآوری داده)، علاوه بر استفاده از پروتکل یکسان در مصاحبه و پیاده‌سازی داده‌ها با امانت کامل به اظهارات مصاحبه‌شوندگان در نقل قول، تمامی تحلیل‌ها براساس مصاحبه‌ها صورت گرفته است.

درخصوص اعتبار بیرونی و قابلیت تعمیم یافته‌ها از منطق تکرار در مطالعات کیفی و مطالعه حوزه‌های متفاوت سرمایه‌گذاری خطرپذیر استفاده شده است [۴۷]. به این ترتیب که از انتخاب چندین سرمایه‌گذاری و مقایسه آن‌ها برای اطمینان از اعتبار بیرونی استفاده شده است. در این تحقیق از استراتژی کثرت‌گرایی در روش یا ابزار تحقیق (مثلث‌سازی) استفاده شده

جدول ۳: 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	

جمعی از فارغ‌التحصیلان دانشگاه‌های برتر کشور و با هدف تسهیل خرید قسطی منصفانه برای عموم افراد جامعه، فعالیت خود را آغاز کرده است. سرمایه‌گذار خطرپذیر X به دلیل برخورداری از وجاهت قانونی بالا و از طریق تسهیل ارتباط با نهادهای حاکمیتی (L1) و هم‌چنین کمک به اخذ مجوزهای لازم (L2) منجر به مشروعیت‌بخشی به این شرکت گردید. همچنین این سرمایه‌گذار از طریق برگزاری کنفرانس خبری، اطلاع‌رسانی از طریق وبسایت رسمی و شبکه‌های اجتماعی خود (N1)، معرفی به سایر سرمایه‌گذاران (N2) و برگزاری مراسمات و گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی (N3) به شبکه‌سازی اثربخش این شرکت کمک شایانی کرد.

سرمایه‌گذار خطرپذیر X بلافاصله پس از سرمایه‌گذار از طریق ارائه مشاوره‌های مالیاتی و حقوقی (C1) و هم‌چنین معرفی افراد شاخص و با تجربه جهت عضویت در هیات مدیره شرکت (B1)، انتقال تجارب و آموزه‌های مدیریتی از طریق هیات مدیره به تیم اجرایی شرکت (B2) و بهره‌مندی شرکت از روابط ارزنده و گسترده اعضای هیات مدیره (B3) و و از طرفی ارائه بازخوردهای مهم و راهبردی در خصوص عملکرد شرکت از طریق هیات مدیره (G3) و هم‌چنین ارائه مشاوره در حوزه بازاریابی دیجیتال و تبلیغات آنلاین (O1) حمایت موثری به شرکت نمود. بخشی از نقل قول‌های اشاره شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری و معاون مالی سرمایه‌گذار خطرپذیر X و نیز مدیرعامل و موسس شرکت E، به همراه کد مصاحبه‌شونده و سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره شده در مصاحبه در قالب جدول شماره ۴ ارائه

۴- یافته‌های تحقیق

در این بخش، خلاصه‌ای از تحلیل هر مطالعه موردی درخصوص سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی و شیوه کنترل و حکمرانی سرمایه‌گذاران خطرپذیر ارائه خواهد شد که این مطالب از مصاحبه با افراد موثر شرکت نوآفرین و سرمایه‌گذار خطرپذیر گردآوری شده است. پیش از بیان مطالب درخصوص مطالعات موردی در ابتدای هر بخش، سرمایه‌گذاران خطرپذیر به‌صورت اجمالی معرفی خواهند شد. لازم به ذکر است که در نقل قول‌های ارائه شده در مورد سازوکارها و شیوه کنترل و حکمرانی از بیان تکراری سازوکار توسط افراد مصاحبه‌شونده 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 براساس الگوهای اسلامی ایرانی و اشتغال‌زایی میان جوانان تعیین کرده است. این مجموعه تاکنون 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 فعالیت‌های خود شکل داده است.

۴-۱-۱- مطالعه موردی اول (کد E)

شرکت نوآفرین E به‌عنوان یک فروشگاه اینترنتی فروش اقساطی کالا و خدمات با تنوع زیاد از سال ۱۳۹۷، به همت

شده است.

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 در اخذ مجوزهای قانونی لازم جهت فعالیت در حوزه گردشگری (L2) و همچنین از طریق برگزاری مراسمات و گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی (N3) به شبکه‌سازی این شرکت کمک کرد. از طرفی سرمایه‌گذار خطرپذیر X با معرفی افراد توانمند و باتجربه جهت عضویت در هیات مدیره شرکت (B1) و زمینه‌سازی جهت بهره‌مندی شرکت از روابط گسترده اعضای هیات مدیره (B3) حمایت موثری از شرکت F نمود.

سرمایه‌گذار خطرپذیر X کنترل و حکمرانی خود را از طریق بازخوردهای نماینده خود در هیات مدیره انجام می‌داد (G3) و نیز از طریق ارائه مشاوره‌های حقوقی (C1) به‌ویژه در ابتدای مسیر و پایش‌های مستمر، منظم و مشخص (G1) و کمک به جهت‌گیری‌های استراتژیک (G2) کمک موثری به شرکت نمود. 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 سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره شده در مصاحبه در قالب جدول شماره ۵ ارائه شده است.

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. این امکان را به کاربران خود می‌دهد که به‌وسیله سایت یا اپلیکیشن این شرکت، غرفه کسب و کاری خود را داشته باشند و محصولات خود را به مشتریان عرضه کنند. سرمایه‌گذار خطرپذیر X در شکل‌گیری و توسعه روابط با نهادهای حاکمیتی (L1) و اخذ مجوزهای قانونی لازم (L2) از این شرکت حمایت کرد. همچنین از طریق ارائه مشاوره‌های حقوقی و شرکت‌داری (C1) و کنترل‌های منظم و مشخص (G1) و تعیین اهداف کلان و استراتژیک (G2) کمک موثری به این شرکت نمود.

بخشی از نقل قول‌های اشاره شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذار خطرپذیر X و همچنین مدیرعامل و موسس شرکت A، به همراه کد مصاحبه شونده و سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره شده در مصاحبه در قالب جدول شماره

۶ ارائه شده است.

۴-۲- سرمایه‌گذار خطرپذیر Y

سرمایه‌گذار خطرپذیر Y از سال ۱۳۹۱ فعالیت خود را به‌عنوان 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 کپی‌رایت و دانلود قانونی را به‌عنوان 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.

سرمایه‌گذار خطرپذیر Y زمینه‌ساز معرفی شرکت S به سایر سرمایه‌گذاران (N2) گردید و همچنین از گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی (N3) به شکل‌گیری و توسعه روابط این شرکت کمک نمود. از طرفی با ارائه مشاوره‌های عمومی در زمینه شرکت‌داری و امور حقوقی (C1)، مشاوره‌های مدیریتی و رهبری به مدیران شرکت (C2) ارزیابی‌های منظم عملکرد و ارائه بازخوردهای لازم (G1) و انتقال تجارب و آموزه‌های مدیریتی از طریق هیات مدیره به تیم اجرایی شرکت (B2) نقش موثری در موفقیت شرکت ایفا نمود. از دیگر اقدامات مهم سرمایه‌گذار خطرپذیر Y برای شرکت S، کمک به جذب (H1) و آموزش نیروی انسانی کلیدی (H2) و مشاوره و همراهی در عقد قراردادهای مشتریان (O1) بود.

بخشی از نقل 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 سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره شده در مصاحبه در قالب جدول شماره ۷ ارائه شده است.

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

خلق ارزش غیرمالی اشاره شده در مصاحبه در قالب جدول شماره ۹ ارائه شده است.

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

جدول ۴: سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر X

در شرکت نوآفرین E

ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه شونده	نقل قول مصاحبه شونده
L1, L2	E1	ما تا قبل از حضور سرمایه‌گذار خطرپذیر X به عنوان سهام‌دار در ارتباط با نهادهای مالی حاکمیتی به شدت دچار مساله بودیم و حتی به سختی امکان جلسات حضوری برای ما فراهم می‌شد ولی با ورود سرمایه‌گذار خطرپذیر X، روابط با نهادهای حاکمیتی و همچنین فرآیند اخذ مجوزات به شدت تسهیل شد
G3	X1	از طریق نماینده سرمایه‌گذار خطرپذیر X در هیات مدیره شرکت E و ارائه بازخوردهای لازم در خصوص اهداف عملکردی موردنظر موسسه در جلسات هیات مدیره عملکرد شرکت E مورد ارزیابی و مذاقه قرار گرفته و بازخوردهای لازم از طریق نمایندگان موسسه به مدیران ارشد و مدیرعامل شرکت داده می‌شود.
B1, B2, B3, C1, O1	X2	پس از سرمایه‌گذاری در شرکت E ما چند موضوع مهم را در این شرکت دنبال نمودیم. در ابتدا مشاوره‌های مالیاتی و حقوقی به این شرکت ارائه دادیم و همچنین با همکاری خود شرکت E افراد شاخص و با تجربه در هیات مدیره شرکت عضو کردیم و انتقال تجارب و آموزه‌های مدیریتی بسیار راهگشایی از طریق هیات مدیره به تیم اجرایی شرکت صورت گرفت. بر اساس حوزه فعالیت و نیاز شرکت E مشاوره تخصصی از طریق شبکه مشاوران سرمایه‌گذار خطرپذیر X در حوزه بازاریابی دیجیتال و تبلیغات آنلاین به این شرکت ارائه گردید.

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.

سرمایه‌گذار خطرپذیر Y از طریق برگزاری گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی (N3) به شبکه‌سازی این شرکت کمک کرد و هم‌چنین با ارائه مشاوره‌های حقوقی و شرکت‌داری (C1) و ارائه مشاوره‌های مدیریتی و کارآفرینی به مدیران اجرایی شرکت (C2) منجر به کاهش ریسک‌های مرتبط با این حوزه‌ها برای شرکت J گردید. از طرفی، سرمایه‌گذار خطرپذیر از طریق ارزیابی‌های منظم عملکرد و ارائه بازخوردهای لازم (G1) و کمک به تعیین اهداف کلیدی و کلان (G2) در ارتقای شفافیت و اعتماد بین این دو مجموعه موثر واقع شد و هم‌چنین در جذب (H1) و آموزش‌های لازم برای نیروی انسانی کلیدی (H2) و از طرفی ارائه مشاوره در حوزه‌های عملیاتی به ویژه در بخش مدیریت محصول (O1) کمک شایانی به شرکت نمود.

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

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.

سرمایه‌گذار خطرپذیر Y با ارائه راهنمایی‌های لازم ارتباط با سایر سرمایه‌گذاران (N2) را برای شرکت M فراهم کرد و هم‌چنین از طریق انتقال تجارب و آموزه‌های مدیریتی توسط هیات مدیره به تیم اجرایی شرکت (B2)، ارائه مشاوره‌های عمومی در حوزه‌های حقوقی و شرکت‌داری (C1)، کمک به جذب (H1) و برگزاری دوره‌های آموزشی برای نیروهای کلیدی (H2) و از طرفی ارائه مشاوره در حوزه‌های عملیاتی مانند تامین لجستیک و بازاریابی (O1) کمک قابل ملاحظه‌ای به این شرکت نمود.

بخشی از نقل قول‌های اشاره شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذار خطرپذیر Y و هم‌چنین مدیرعامل و موسس شرکت M، به همراه کد مصاحبه شونده و سازوکارهای

جدول ۵: سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر X در شرکت نوآفرین F

ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه شونده	نقل قول مصاحبه شونده
B1, B3	F1	سرمایه‌گذار خطرپذیر X انتخاب اعضای هیات مدیره را با تیم اجرایی شرکت واگذار کرد و ما هم از این فرصت به بهترین شکل استفاده کردیم و افراد با نفوذ و قوی به سرمایه‌گذار معرفی کردیم و موفق شدیم از این طریق این افراد موثر را به عنوان عضو هیات مدیره جذب کنیم و از شبکه گسترده آن‌ها بهره‌های لازم را ببریم.
L2, N3	X1	شرکت F در ابتدای مسیر برای شروع و توسعه فعالیت خود در حوزه گردشگری با مشکلات و چالش‌هایی در اخذ مجوزهای قانونی فعالیت مواجه بود که ما در سرمایه‌گذاری خطرپذیر X در این زمینه کمک جدی به این شرکت نمودیم و از طرفی برگزاری مراسمات و گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی که جز برنامه‌های ثابت و همیشگی ما هست در ایجاد شبکه برای این شرکت موثر واقع شد."
C1, G1, G2, G3	X3	سرمایه‌گذار خطرپذیر X نظارت بر عملکرد شرکت F و اجرای تعهداتی را که مدیرعامل این شرکت هنگام سرمایه‌گذاری تعیین کرده بود، از طریق نماینده خود در هیات مدیره شرکت و در برخی مواقع جلسات ارزیابی عملکرد، انجام می‌داد و مشاوره‌ها و بازخوردهای لازم را به تیم اجرایی شرکت در راستای تحقق اهداف خود ارائه می‌کرد. این مهم به واسطه استقبال مدیرعامل شرکت F از دریافت بازخوردهای عملکردی بسیار مفید و موثر واقع شد.

جدول ۶: سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر X در شرکت نوآفرین A

ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه شونده	نقل قول مصاحبه شونده
L1, L2	X1	ما در سرمایه‌گذاری خطرپذیر X در شکل‌گیری و توسعه روابط با نهادهای حاکمیتی برای شرکت A و همچنین اخذ مجوزهای قانونی لازم این شرکت نقش موثری ایفا کردیم.
C1, G1, G2	A1	سرمایه‌گذار خطرپذیر X در امور اجرایی شرکت دخالتی نداشت و همه عملیات و تصمیمات را به تیم اجرایی شرکت واگذار کرده بود و بعد از تعیین اهداف اصلی مورد توافق طرفین فقط از طریق جلسات ارزیابی عملکرد ماهانه که قالب مشخص و معینی داشت، تحقق این اهداف را کنترل می‌کرد. سرمایه‌گذار خطرپذیر X همچنین تا مدت طولانی در ارائه مشاوره‌های عمومی شرکت‌داری و حقوقی - مالیاتی کمک بسیاری به ما نمود و ریسک‌های شرکت در این بخش کاهش یافت.

جدول ۷: سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در شرکت نوآفرین S

ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه شونده	نقل قول مصاحبه شونده
N2, N3, H1, H2	Y1	ما زمینه‌ساز معرفی شرکت S به سایر سرمایه‌گذاران بودیم و همچنین از طریق گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی به شکل‌گیری و توسعه روابط این شرکت کمک نمودیم. همچنین این شرکت در ابتدای مسیر نیاز به جذب و آموزش نیروهای کلیدی خود داشت که از طریق مرکز آموزش سرمایه‌گذاری خطرپذیر Y برای این شرکت ارزش آفرینی کردیم.
C1, C2, O1	S1	به دلیل جوان بودن تیم اجرایی شرکت و بروز برخی چالش‌ها و تعارضات داخلی، سرمایه‌گذار خطرپذیر Y از طریق مشاوره‌های عمومی در زمینه شرکت‌داری و امور حقوقی و همچنین مشاوره‌های مدیریتی و رهبری به مدیران شرکت کمک بسیاری نمود. حضور اعضای هیات مدیره از طرف سرمایه‌گذار خطرپذیر Y و همچنین ارائه مشاوره در ابتدای ارتباط با مشتریان و عقد قراردادها، ما کمک بسیار مفیدی از سرمایه‌گذار دریافت کردیم و بخش قابل توجهی از ریسک‌های شرکت هم در حوزه‌های داخلی و هم قرارداد با مشتریان کاهش پیدا کرد.
B2, G1	Y2	ما از طریق ارزیابی‌های منظم عملکرد و ارائه بازخوردهای لازم و همچنین انتقال تجارب و آموزه‌های مدیریتی از طریق هیات مدیره به تیم اجرایی نقش موثری در موفقیت شرکت S ایفا نمودیم.

جدول ۸: سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در شرکت نوآفرین J

ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه شونده	نقل قول مصاحبه شونده
C1, C2, H1, H2, O1	Y1	ما از طریق ارائه مشاوره‌های حقوقی و شرکت‌داری و همچنین ارائه مشاوره‌های مدیریتی و کارآفرینی به مدیران اجرایی شرکت J نقش مهمی در کاهش ریسک‌های شرکت به خصوص در ابتدای راه داشتیم. از طرفی در حوزه جذب و آموزش منابع انسانی کلیدی شرکت J و ارائه مشاوره‌های فنی و عملیاتی در حوزه‌های مدیریت محصول و بازاریابی دیجیتال کمک موثری به پیشبرد اهداف شرکت نمودیم."
N3, G1, G2	J1	سرمایه‌گذار Y با برگزاری گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی در آغاز فعالیت ما در معرفی و شروع روابط کمک بسیاری به ما کرد و زمینه‌ساز معرفی ما به مجموعه‌های موثر شد. از طرفی با برگزاری جلسات منظم ارزیابی عملکرد و ارائه بازخوردهای راهگشا در قالب برنامه‌های مشخص ماهانه، سه‌ماهه و سالانه در تعیین مسیر دقیق حرکت شرکت موثر واقع شد.

جدول ۹: سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در شرکت نوآفرین M

ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه شونده	نقل قول مصاحبه شونده
N2, B2	Y1	ما با ارائه راهنمایی‌های لازم ارتباط با سایر سرمایه‌گذاران را برای شرکت M فراهم کردیم و همچنین از طریق انتقال تجارب و آموزه‌های مدیریتی توسط هیات مدیره به تیم اجرایی شرکت ریسک تصمیمات اشتباه را در این شرکت به حداقل رساندیم.
C1, H2, O1	M1	در ابتدای مسیر پرداخت هزینه‌های مشاوره در حوزه‌های شرکت‌داری و همچنین برگزاری دوره‌های آموزشی برای نیروهای شرکت برای ما بسیار سخت و دشوار بود که سرمایه‌گذار Y در هر دو زمینه از ما حمایت کرد. همچنین سرمایه‌گذار Y از طریق شبکه مشاوران خود در حوزه‌های عملیاتی از جمله تامین، لجستیک و بازاریابی به ما خیلی کمک کرد.

جدول ۱۰: سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر X و Y برای شرکت‌های نوآفرین (یافته‌های تحقیق)

شرکت نوآفرین	کد مقوله فرعی	مقولات فرعی	مقولات اصلی
E,A	L1	ارتباط با نهادهای حاکمیتی	مشروعیت‌بخشی
E,F,A	L2	تسهیل و تسریع اخذ مجوزهای قانونی	
E,F,A	N1	برگزاری جلسه معارفه، اعلان عمومی سرمایه‌گذاری، برگزاری کنفرانس خبری	شبکه‌سازی اثربخش
E,F,S,M	N2	شکل‌گیری و توسعه ارتباط با سایر سرمایه‌گذاران	
E,F,A,S,J,M	N3	برگزاری گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی داخلی، ارتباطات درون سازمانی	
E,F,A,S	B1	انتصاب اعضای حرفه‌ای و با تجربه در هیات مدیره	تقویت هیات مدیره
E,F,A,S	B2	توسعه روابط از طریق هیات مدیره	
E,F,A,S	B3	انتقال تجارب به مدیران، ارتباطات دوطرفه از طریق هیات مدیره	
S,J,M	G1	جلسات ارزیابی عملکرد، پایش مستمر و منظم عملکرد، ارائه بازخورد در خصوص عملکرد	کنترل و حکمرانی
S,J,M	G2	جهت‌گیری‌های استراتژیک، تعیین اهداف کلان، تعیین شاخص‌های کلیدی عملکرد	
E,A,F	G3	ارائه بازخوردهای لازم از طریق هیات مدیره، ارتباطات دوطرفه از طریق هیات مدیره	
E,F,A,S,J,M	C1	مشاوره‌های حقوقی، مشاوره‌های مالیاتی، مشاوره‌های اداری و شرکت‌داری	مشاوره، راهنمایی و مربی‌گری
E,F,S,J,M	C2	مشاوره‌های کارآفرینی، مشاوره‌های مدیریتی و رهبری	
S,J,M	H1	جذب نیروهای کلیدی، ارتباط با شبکه‌های تخصصی جذب	جذب و آموزش منابع انسانی
S,J,M	H2	برگزاری دوره‌های آموزشی تخصصی	
E,S,J,M	O1	مشاوره مدیریت محصول، مشاوره تامین و لجستیک، مشاوره بازاریابی دیجیتال، مشاوره عقد قرارداد با مشتریان	مشاوره‌های تخصصی و عملیاتی

۵- بحث در خصوص یافته‌ها

در این بخش به بررسی رفتار هر دو سرمایه‌گذار خطرپذیر X و Y در تعامل با شرکت‌های نوآفرین و همچنین مشابهت‌ها و تفاوت‌های سازوکارهای خلق ارزش در این دو سرمایه‌گذار خطرپذیر پرداخته خواهد شد:

۵-۱- سازوکارهای خلق ارزش سرمایه‌گذار خطرپذیر X

براساس داده‌های گردآوری شده به ویژه مصاحبه‌های انجام شده با مدیران ارشد سرمایه‌گذار خطرپذیر X و مدیران عامل شرکت‌های نوآفرین، سرمایه‌گذار خطرپذیر X در مشروعیت‌بخشی (تسهیل ارتباط با نهادهای حاکمیتی و اخذ مجوزات لازم شروع و توسعه فعالیت) به ویژه برای شرکت‌های E و A موفقیت چشم‌گیری داشته است و این دو شرکت علاوه بر تامین منابع مالی خود توانسته‌اند در این بخش کمک موثری از سرمایه‌گذار خود دریافت کنند. از طرفی، سرمایه‌گذار خطرپذیر X یکی از اقدامات مداوم و موثری که به صورت منظم اجرا می‌کند، برگزاری مراسمات و گردهمایی‌های ماهانه و غیررسمی است. این اقدام به شبکه‌سازی شرکت‌های نوآفرین و بهبود روابط و شناسایی و بهره‌برداری از فرصت‌های بازار برای این شرکت‌ها کمک شایانی می‌کند. این اقدام موثر به ویژه برای هر سه شرکت E، F و A ارزش آفرینی قابل ملاحظه‌ای داشته است.

در خصوص تقویت هیات مدیره نکته مهم برای هر دو شرکت E و F معرفی اعضای هیات مدیره از طرف تیم اجرایی شرکت نوآفرین به سرمایه‌گذار خطرپذیر X بوده است و همه افراد موردنظر دو شرکت با همکاری و مشارکت سرمایه‌گذار خطرپذیر X جذب هیات مدیره شده‌اند و در تقویت عملکرد و توسعه روابط این شرکت‌ها بسیار موثر واقع شده‌اند. از طرفی شرکت A در این خصوص اعلام نیازی نداشته و به دلیل ترکیب خوب هیات مدیره قبل از ورود سرمایه‌گذار خطرپذیر X نیاز به کمک در این زمینه نداشته است. حضور نماینده‌های سرمایه‌گذار خطرپذیر در هیات مدیره شرکت‌های F و A و مشارکت فعالانه و موثر این نمایندگان در تعیین جهت‌گیری‌های کلان شرکت‌ها و ارزیابی عملکرد شاخص‌های کلیدی کسب و کار و ارائه بازخوردهای سازنده بسیار مهم و مفید بوده است.

یکی دیگر از سازوکارهای مهم خلق ارزش سرمایه‌گذار خطرپذیر X برای هر سه شرکت E، F و B ارائه مشاوره‌های عمومی در زمینه‌های شرکت‌داری و حوزه‌های حقوقی و مالیاتی به این شرکت‌ها بوده است که این امر به ویژه در ابتدای مسیر در کاهش ریسک‌ها و چالش‌های مربوطه برای هر سه شرکت موثر

بوده است. نکته قابل تامل برای سرمایه‌گذار خطرپذیر X در تعامل با شرکت‌های نوآفرین خود ارزش آفرینی با تمرکز بر سازوکارهای خارجی (بر اساس تقسیم‌بندی مقاله حاضر) بوده است. از طرفی، نیازمندی‌های اعلام شده از سوی هر سه شرکت نیز به ارزش آفرینی‌های غیرمالی خارجی در تعامل با سرمایه‌گذار خطرپذیر گرایش داشته است.

۵-۲- سازوکارهای خلق ارزش سرمایه‌گذار خطرپذیر Y

براساس داده‌های گردآوری شده از مصاحبه‌های انجام شده با افراد مرتبط با سرمایه‌گذار خطرپذیر Y، این سرمایه‌گذار خطرپذیر در شبکه‌سازی برای شرکت‌های نوآفرین وابسته به خود حمایت چشم‌گیری داشته است و زمینه را برای توسعه روابط این شرکت‌ها به ویژه در معرفی و تایید برای سایر سرمایه‌گذاران و جذب سرمایه برای دوره‌های بعد و همچنین شکل‌گیری و توسعه ارتباطات از طریق برگزاری مراسمات و گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی برای هر سه شرکت S، J و M فراهم نموده است. همچنین افراد معرفی شده توسط سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در دو شرکت S و M به توسعه روابط موردنیاز این دو شرکت کمک شایانی نموده‌اند. از دیگر سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی ارائه شده توسط سرمایه‌گذار خطرپذیر Y به ویژه برای دو شرکت S و J، مشارکت فعال در برنامه‌ریزی استراتژیک و برگزاری جلسات منظم و مفید ارزیابی عملکرد و ارائه بازخوردهای سازنده و راهگشا برای تیم اجرایی شرکت و تعیین مسیر بهتر برای تحقق اهداف این دو شرکت بوده است. یکی از ویژگی‌های متمایزکننده سرمایه‌گذار خطرپذیر Y برخورداری از یک مجموعه تخصصی آموزش است که برای هر سه شرکت S، J و M مفید بوده است. هر سه شرکت از خدمات آموزشی این سرمایه‌گذار برای توسعه نفوذات کلیدی خود برخوردار شده‌اند. از دیگر سازوکارهای موثر سرمایه‌گذار خطرپذیر Y به دلیل برخورداری از شبکه مشاوران توانمند و حرفه‌ای، ارائه مشاوره‌های موثر تخصصی و عملیاتی به ویژه در حوزه مدیریت محصول و بازاریابی دیجیتال برای هر سه شرکت S، J و M بوده است. سرمایه‌گذار خطرپذیر Y نیز همانند سرمایه‌گذار خطرپذیر X در ارائه مشاوره‌های عمومی در حوزه‌های شرکت‌داری و حقوقی و مالیاتی بوده است که هر سه شرکت S، J و M اذعان داشته‌اند که بسیار برای آن‌ها مفید بوده است.

نکته مهم در خصوص سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در تعامل با شرکت‌های نوآفرین خود ارزش آفرینی با تمرکز بر سازوکارهای داخلی (بر اساس تقسیم‌بندی مقاله حاضر) بوده است و به صورت مشخص این سرمایه‌گذار در حوزه مشروعیت‌بخشی برای شرکت‌های نوآفرین خود کمک موثری نداشته است.

۵-۳- مشابهت‌های دو سرمایه‌گذار خطرپذیر X و Y

بین دو سرمایه‌گذار خطرپذیر X و Y و شیوه‌های ارزش‌آفرینی غیرمالی آنان برای شرکت‌های نوآفرین خود نشان می‌دهد در بخش زیادی از این ساز و کارها بین هر دو سرمایه‌گذار مشابهت وجود دارد؛ به نحوی که دو سرمایه‌گذار خطرپذیر به دلیل برخورداری از شبکه ارتباطی قوی زمینه را برای ارتباط شرکت‌های نوآفرین با سایر سرمایه‌گذاران و جذب سرمایه در دوره‌های بعدی فراهم کرده‌اند. از طرفی، هر دو سرمایه‌گذار خطرپذیر از طریق برگزاری مراسمات و گردهمایی‌های غیررسمی و توسعه روابط و شبکه‌های ارتباطی شرکت‌های نوآفرین با افراد موثر و مجموعه‌هایی مشابه و مرتبط کمک شایانی کردند و این امر منجر به همفکری درخصوص چالش‌های مشابه و همچنین انتقال تجارب به ویژه در حوزه‌های مدیریتی و نحوه اداره شرکت برای شرکت‌های نوآفرین وابسته به این دو سرمایه‌گذار خطرپذیر گردیده است.

هر دو سرمایه‌گذار خطرپذیر از طریق تقویت هیات مدیره و معرفی افراد صاحب‌نظر در حوزه‌های کسب و کاری و شرکت‌داری به ویژه در ابتدای راه‌اندازی، از طریق شبکه ارتباطی گسترده خود و همچنین انتقال تجارب و آموزه‌های مدیریتی به‌عنوان نماینده سرمایه‌گذاران خطرپذیر، در حل چالش‌های کاری و عملیاتی برای شرکت‌ها بسیار موثر عمل کرده‌اند. هر دو سرمایه‌گذار خطرپذیر بلافاصله پس از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوآفرین از طریق ارائه مشاوره و معرفی مشاوران مجرب و با تجربه در حوزه‌های حقوقی، مالیاتی، مسائل اداری و سایر موضوعات عمومی شرکت‌داری کمک بسیاری به این شرکت‌ها نموده‌اند و منجر به کاهش خطاها و ریسک‌های مرتبط با این حوزه‌ها برای شرکت‌ها شده‌اند. هر دو سرمایه‌گذار خطرپذیر از طریق مشارکت فعال در برنامه‌ریزی استراتژیک در تعیین خطوط کلی کسب و کار و اهداف کلان شرکت‌های نوآفرین، از طریق نمایندگان خود در هیات مدیره یا شبکه مشاوران خود، برای این شرکت‌ها ارزش‌آفرینی کرده‌اند و این امر منجر به ارتقای شفافیت و اعتماد

بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران خطرپذیر شده است.

۵-۴- تفاوت‌های دو سرمایه‌گذار خطرپذیر X و Y

در مورد تفاوت‌ها براساس مصاحبه‌های صورت‌گرفته با شرکت‌های نوآفرین سرمایه‌گذار خطرپذیر X در خلق ارزش‌های غیرمالی با جهت‌گیری خارجی موثرتر عمل کرده است و از طریق شیوه‌هایی مانند برگزاری کنفرانس خبری و جلسه معارفه سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوآفرین را اعلان عمومی کرده و این مهم در تقویت روابط شرکت‌های نوآفرین با مشتریان قبلی و همچنین شکل‌گیری روابط با مشتریان جدید و سایر ذی‌نفعان بسیار موثر بوده است. از طرفی، در بخش‌های مرتبط با ارتقای وجاهت قانونی و تسهیل ارتباط با نهادهای حاکمیتی شرکت‌های نوآفرین و تسریع در اخذ مجوزات قانونی برای آن‌ها عملکرد بهتری داشته است. سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در خلق ارزش‌های غیرمالی با جهت‌گیری داخلی موفق‌تر عمل کرده است، به نحوی که به دلیل برخورداری از ساختار مشخص و زمان‌بندی شده در ارزیابی عملکرد شرکت‌های نوآفرین خود، به صورت منظم و در دوره‌های زمانی مشخص (ماهانه، سه ماهه، شش ماهه و سالانه) و در قالب مدون گزارش‌های لازم را از شرکت‌ها دریافت کرده و این امر در ایجاد شفافیت و ارائه مشاوره‌های لازم در حل موضوعات و مسایل مهم شرکت‌ها کمک شایانی نموده است. همچنین سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در زمینه ارائه مشاوره‌های تخصصی به شرکت‌های نوآفرین هم در حوزه‌های کارآفرینی و مدیریتی و هم در حوزه‌های تخصصی و عملیاتی مانند مدیریت محصول، بازاریابی دیجیتال و حتی تامین و لجستیک موفق عمل کرده است. همچنین سرمایه‌گذار خطرپذیر Y به دلیل برخورداری از یک کالج آموزشی و ارتباط با شبکه‌های جذب، در جذب نیروهای کلیدی و ارائه آموزش‌های لازم به شرکت‌های نوآفرین کمک شایانی نمود.

در جدول شماره ۱۱ به‌صورت خلاصه مشابهت‌ها و تفاوت‌های دو سرمایه‌گذار خطرپذیر X و Y در ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی برای شرکت‌های نوآفرین وابسته به آن‌ها ارائه شده است:

جدول ۱۱: تعداد سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی به کار گرفته شده در سرمایه‌گذاران خطرپذیر X و Y

مقولات اصلی	مقولات فرعی	X	Y
مشروعیت‌بخشی	ارتباط با نهادهای حاکمیتی	۲	-
	تسهیل و تسریع اخذ مجوزهای قانونی	۳	-
شبکه‌سازی اثربخش	برگزاری جلسه معارفه، اعلان عمومی سرمایه‌گذاری، برگزاری کنفرانس خبری	۳	-
	شکل‌گیری و توسعه ارتباط با سایر سرمایه‌گذاران	۲	۲
تقویت هیات مدیره	برگزاری گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی داخلی، ارتباطات درون سازمانی	۳	۳
	انتصاب اعضای حرفه‌ای و با تجربه در هیات مدیره	۳	۱
	توسعه روابط از طریق هیات مدیره	۳	۱
کنترل و حکمرانی	انتقال تجارب به مدیران، ارتباطات دوطرفه از طریق هیات مدیره	۳	۱
	جلسات ارزیابی عملکرد، پایش مستمر و منظم عملکرد، ارائه بازخورد در خصوص عملکرد	-	۳
	جهت‌گیری‌های استراتژیک، تعیین اهداف کلان، تعیین شاخص‌های کلیدی عملکرد	-	۳
مشاوره و راهنمایی	ارائه بازخوردهای لازم از طریق هیات مدیره، ارتباطات دوطرفه از طریق هیات مدیره	۳	-
	مشاوره‌های حقوقی، مشاوره‌های مالیاتی، مشاوره‌های اداری و شرکت‌داری	۳	۳
جذب و آموزش منابع انسانی	مشاوره‌های کارآفرینی، مشاوره‌های مدیریتی و رهبری	۲	۳
	جذب نیروهای کلیدی، ارتباط با شبکه‌های تخصصی جذب	-	۳
مشاوره‌های تخصصی و عملیاتی	برگزاری دوره‌های آموزشی تخصصی	-	۳
	مشاوره مدیریت محصول، مشاوره تامین و لجستیک، مشاوره بازاریابی دیجیتال، مشاوره عقد قرارداد با مشتریان	۱	۳

۶- نتیجه‌گیری

در تحقیق حاضر با روش مطالعه موردی، به بررسی 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 هر دو سرمایه‌گذار خطرپذیر به‌طور کلی در ارزش‌آفرینی برای شرکت‌های نوآفرین خود از طریق ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی نقش موثری داشته‌اند و در حوزه‌هایی مانند ارائه شبکه‌سازی اثربخش، تقویت هیات مدیره، کنترل و حکمرانی، ارائه مشاوره‌های عمومی کسب و کار (شرکت‌داری، حقوقی و مالیاتی) و همچنین ارائه مشاوره‌های تخصصی و عملیاتی (بازاریابی دیجیتال، مدیریت محصول و لجستیک) موثر بوده و ریسک‌ها مرتبط با این حوزه‌ها را در شرکت‌های نوآفرین کاهش داده‌اند.

سرمایه‌گذار خطرپذیر X در ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی با جهت‌گیری خارجی موفق‌تر عمل نموده و لذا هم در راستای مشروعیت‌بخشی به شرکت‌های نوآفرین خود و توسعه ارتباط این شرکت‌ها با نهادهای حاکمیتی و هم در تسریع و تسهیل فرآیند اخذ مجوزهای قانونی برای این شرکت‌ها بسیار موثر اقدام کرده است. از طرفی، با هدف شبکه‌سازی اثربخش

زمینه‌ساز توسعه روابط شرکت‌های نوآفرین خود با سایر سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در دوره‌های بعدی 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. امور عملیاتی و اجرایی شرکت را به‌طور 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 براساس مصاحبه‌های انجام شده با ذی‌نفعان مرتبط با آن تمایل چندانی به مشارکت فعال در فرآیند برنامه‌ریزی استراتژیک شرکت‌های نوآفرین وابسته به خود نشان نداده است. 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 ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی با جهت‌گیری داخلی عملکرد بهتری داشته است؛ به نحوی که در

مرتبط با این حوزه ابتدا با یک نگاه کل‌نگر و دقیق به مقوله ارزش‌آفرینی غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر پرداخته شد و ۷ ساز و کار خلق ارزش غیرمالی با دو رویکرد خارجی و داخلی به‌عنوان چارچوب تحقیق شناسایی و طراحی گردید. براساس مرور ادبیات، در تحقیقات پیشین فعالیت‌های ارزش‌آفرینی سرمایه‌گذاران خطرپذیر با نگاه جامع و دو سویه با شرکت‌های نوآفرین وابسته به آن‌ها مفهوم‌سازی نشده است که از نوآوری‌های تحقیق حاضر محسوب می‌شود. از طرفی در مطالعات و پژوهش‌های صورت گرفته در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور پرداختن به نقش‌هایی فراتر از تامین‌کننده منابع مالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین کمتر صورت گرفته است.

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

۷- 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 به‌شمار می‌رود. 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. 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 براساس یک استراتژی مشخص و شفاف و تعیین دقیق انتظارات از بروز تعارضات بعد از سرمایه‌گذاری جلوگیری نمایند. همان‌طور

حوزه‌هایی مانند کنترل و حکمرانی، جذب و آموزش نیروی انسانی کلیدی و هم‌چنین ارائه مشاوره در حوزه‌های تخصصی مانند بازاریابی دیجیتال و مدیریت محصول، برای شرکت‌های نوآفرین وابسته به خود ارزش خلق کرده است. این امر منجر به ارزش‌آفرینی موثر برای شرکت‌های نوآفرین این سرمایه‌گذار گردیده است. سرمایه‌گذار خطرپذیر Y به دلیل بهره‌مندی از یک مرکز آموزش تخصصی و حرفه‌ای، توانسته است در جذب نیروهای کلیدی برای شرکت‌های نوآفرین وابسته به خود بسیار موثر عمل کرده و هم‌چنین در ارائه آموزش‌های تخصصی به افراد کلیدی و مدیران ارشد شرکت‌ها ارزش‌آفرینی کرده است.

سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در سبک کنترل و حکمرانی شرکت‌های نوآفرین براساس 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 موردتوافق 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 است؛ 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.

درخصوص مقایسه نتایج این پژوهش با پژوهش‌های قبلی باید اشاره کرد که بر خلاف پژوهش‌های پیشین که به صورت پراکنده و جزیی به مقوله خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر پرداخته‌اند، در پژوهش حاضر پس از مرور ادبیات

چالش‌های اجرایی به سرمایه‌گذار خطرپذیر منتقل شده و تعارضات مدیریتی به حداقل می‌رسد.

۸- 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 به‌طور 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 آنها به‌عنوان عوامل تقویت‌کننده یا محدودکننده این ساز و کارها مورد توجه محققین قرار بگیرد. همچنین ماهیت سرمایه‌گذار خطرپذیر همانند دولتی یا خصوصی بودن سرمایه‌گذار خطرپذیر، مستقل یا شرکتی بودن و نیز تخصصی یا عمومی بودن سبب سرمایه‌گذاری آن‌ها بر تعیین ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی موثر است. لذا پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی به تفکیک ماهیت این نوع سرمایه‌گذاران به بررسی ساز و کارهای خلق ارزش‌های غیرمالی پرداخته شود.

که در خصوص دو سرمایه‌گذار فوق بیان شد هر سرمایه‌گذار خطرپذیر با توجه به ماهیت و توانمندی‌های خود در بخشی از ساز و کارهای خلق ارزش غیرمالی موثرتر عمل می‌نماید 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.

در رویکرد این دو سرمایه‌گذار در کنترل و حکمرانی شرکت‌های نوآفرین وابسته به خود، تفاوت‌های اساسی مشاهده گردید. سرمایه‌گذار خطرپذیر X تمایلی به مداخله در فرآیند برنامه‌ریزی استراتژیک شرکت‌های نوآفرین خود و همچنین ارزیابی دقیق عملکرد این شرکت‌ها نشان نداده و بیشتر هدایت و حکمرانی خود را از طریق هیات مدیره و ارائه بازخوردهای لازم از طریق نماینده خود در هیات مدیره دنبال می‌کند. این رویکرد براساس مصاحبه با موسسین و مدیران عامل شرکت‌های نوآفرین وابسته به سرمایه‌گذار خطرپذیر X منجر به استقلال بخشی و انگیزه و همچنین واگذاری اختیارات نسبتاً کامل در امور اجرایی به این شرکت‌ها شده است. در رویکردی متفاوت سرمایه‌گذار خطرپذیر Y از طریق مشارکت فعال در فرآیند برنامه‌ریزی استراتژیک سالانه شرکت‌های نوآفرین وابسته به خود در هدف‌گذاری و تعیین شاخص‌های کلیدی عملکرد شرکت براساس چارچوب‌ها و زمان‌بندی‌های از پیش تعیین شده حضور داشته و همچنین نظارت و کنترل بر تحقق این شاخص‌ها را از طریق جلسات منظم ماهانه انجام می‌دهد. در این رویکرد استقلال کمتر نسبت به سرمایه‌گذار خطرپذیر X بوده و البته زمینه برای انتقال مشکلات و مسائل شرکت برای موسسین و مدیران عامل شرکت وجود داشته و به دلیل تعاملات نزدیک‌تر در این رویکرد که تا حدی شبیه شیوه کنترل در شرکت‌های هلدینگ است،

فهرست منابع

- [1] Ahsanzadeh, S.; Pishvaei, M.; Karimi, A.; "Ranking of Venture Capital Business Plans by Data Envelopment Analysis Method: An Iranian Venture Capital Company", *Innovation Management*, Vol. 5, No. 2, pp. 87-108, 2016. [In Persian]
- [2] Baqeri, M.; *Selection of the appropriate means of financing innovation with emphasis on the mechanism of venture capital*, MSc thesis, Faculty of Economics, Shahid Ashrafi University of Isfahani, 2013. [In Persian]
- [3] Heydari Soorshjani, M.; Mohammadi, P.; "Brokerage Issues in Venture Capital and their Solutions in the Growth Stages of Innovative Companies in Iran", *Innovation Management*, Vol. 6, No. 3, pp. 113-140, 2018. [In Persian]
- [4] Derakhshan, Sh.; Mohammadi, P.; "Prioritization of Factors Affecting the Evaluation of Venture Capital Projects", *Innovation Management*, Third Year, No. 4, pp. 131-152, 2014. [In Persian]
- [5] Karimi Sadr, M.; Bonyadi Naeini, A.; "Choosing a portfolio of business areas for an Iranian venture capital fund", *Innovation Management*, Vol. 5, No. 3, pp. 117-142, 2016. [In Persian]

- [6] Cresswell, J.; *Qualitative Exploration and Research Design: Choosing from Five Approaches (Narrative Research, Phenomenology, Grounded Theory, Ethnography, Case Study)*, Saffar Publications, Second Edition, Tehran, Iran, 2015.
- [7] Arthur, J.; Busenitz, L.; "The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship", *Entrepreneurship Theory and Practice*, pp. 145–162, 2003.
- [8] Auken, H. E.; "A Model of Small Firm Capital Acquisition Decisions", *The International Entrepreneurship and Management Journal*, Vol. 1, Issue 3, pp. 335–352, 2005.
- [9] Barry, C.; Mihov, T.; *Debt Financing, Venture Capital, and the Performance of Initial Public*, 2013.
- [10] Berstein, S.; Korteweg, A.; Laws, K.; "Attracting early-stage investors: evidence from a randomized field experiment", *Journal of Finance*, Vol. 72, Issue 2, pp. 509–538, 2017.
- [11] Bessler, W.; Seim, M.; "The Performance of Venture-backed IPOs in Europe", *Venture Capital*, Vol. 14, Issue 4, pp. 215–239, 2012.
- [12] Bottazzi, L.; Da Rin, M.; Van Ours, J.; Berglöf, E.; "Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies", *Economic Policy*, Vol. 17, Issue 34, pp. 231–269, 2002.
- [13] Btuart, T.; Hoang, H.; Hybels, R.; "Interorganizational Endorsements and the Performance of Entrepreneurial Ventures", *Administrative Science Quarterly*, No. 44, pp. 315–349, 1999.
- [14] Chemmanur, T.; Krishnan, K.; Nandy, D.; "How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look beneath the Surface", *Review of Financial Studies*, Vol. 24, Issue 12, pp. 4037–4090, 2011.
- [15] Colombo, M.; Adda, D.; Pirelli, L.; "The participation of new technology-based firms in EU-funded R&D partnerships: The role of venture capital", *Research Policy*, No. 45, pp. 361–375, 2016.
- [16] Cumming, D.; MacIntosh, J.; "Venture-Capital Exits in Canada and the United States", *The University of Toronto Law Journal*, Vol. 53, Issue 2, pp. 101–199, 2003.
- [17] Cumming, D.; Johan, S.; "Venture Capital Investment Duration", *Journal of Small Business Management*, Vol. 48, No. 2, pp. 228–257, 2010.
- [18] Dagogo, D.; Ollor, W.; "The Effect of Venture Capital Financing on the Economic Value-Added Profile of Nigerian SMEs", *African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research*, Vol. 5, Issue 5, pp. 37–51, 2009.
- [19] De Clercq, D.; Manigart, S.; *The venture capital post-investment phase: opening the black box of investment*, Handbook of Research on Venture Capital (1st ed., Vols. 1-1). Massachusetts, USA: Edward Elgar Publishing Limited, 2007.
- [20] Denis, D.; "Entrepreneurial finance: An overview of the issues and evidence", *Journal of Corporate Finance*, No. 10, pp. 301–326, 2004.
- [21] Di Guo, D.; Jiang, K.; "Venture Capital Investment and the Performance of Entrepreneurial Firms: Evidence from China", *Journal of Corporate Finance*, No. 22, pp. 375–395, 2013.
- [22] Ehrlich, A.; Moore, T.; Weaver, R.; "After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms", *Journal of Business Venturing*, No. 9, pp. 67–82, 1994.
- [23] Feng, X.; Chan, K.; "Are VC-backed IPOs more innovative?", *North American Journal of Economics and Finance*, Article 101531, 2018.
- [24] Gomper, P.; Lerner, J.; *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, Cambridge, MA, 1999.
- [25] Gorman, M.; Sahlman, W.; "What Do Venture Capitalists Do?", *Journal of Business Venturing*, No. 4, pp. 231–248, 1994.
- [26] Hellmann, T.; Puri, M.; "The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital", *The Review of Financial Studies*, Vol. 13, No. 4, pp. 959–984, 2000.
- [27] Hellmann, T.; Puri, M.; "Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms", *Empirical Evidence. Journal of Finance*, 2000.
- [28] Hsu, D.; "Venture capitalists and cooperative start-up commercialization strategy", *Management Science*, No. 52, pp. 204–19, 2006.
- [29] Jarillo, J.; "Entrepreneurship and Growth: The Strategic Use of External Resources", *Journal of Business Venturing*, No. 4, pp. 133–147, 1989.
- [30] Kaplan, S.; Stromberg, P.; "Venture capitalists as economic principles", *NBER Reporter summer*, pp. 22–25, 2003.
- [31] Lam, S.; "Venture Capital Financing: A Conceptual Framework", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 18, Issue 1–2, pp. 138–149, 1991.
- [32] Landstrom, H.; *Pioneers in venture capital research*, In Handbook of Research on Venture Capital 3–65, 2007.
- [33] Lindsey, L.; "Blurring firm boundaries: The role of venture capital in strategic alliances", *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 3, pp. 1137–68, 2008.
- [34] Large, D.; Muegge, S.; "Venture capitalists' non-financial value-added: an evaluation of the evidence and implications for research", *Venture Capital*, Vol. 10, Issue 1, pp. 21–53, 2008.
- [35] Lee, H.; "Peer networks in venture capital", *Journal of Empirical Finance*, No. 41, pp. 19–30, 2017.

- [36] Lockett, A.; Wright, M.; Burrows, A.; Scholes, L.; Paton, D.; “*The export intensity of venture capital backed companies*”, *Small Business Economics*, Vol. 31, No. 1, pp. 39–58, 2008.
- [37] MacMillan, I.; Kulow, D.; Khoylian, R.; “*Venture Capitalists’ Involvement in Their Investments: Extent and Performance*”, *Journal of Business Venturing*, No. 4, pp. 27–47, 1988.
- [38] Metrick, A.; *Venture capital & the finance of innovation*, New York: Wiley, 2007.
- [39] Miona, M.; “*Skills or networks? Success and fund-raising determinants in a low performing venture capital market*”, *Research Policy*, No. 47, pp. 49–60, 2018.
- [40] Nahata, R.; “*Venture Capital Reputation and Investment Performance*”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 90, No. 2, pp. 127–151, 2008.
- [41] Okpala, K.; “*Venture Capital and the Emergence and Development of Entrepreneurship: A Focus on Employment Generation and Poverty Alleviation in Lagos State*”, *International Business and Management*, Vol. 5, Issue 2, pp. 134–141, 2018.
- [42] Proksch, D.; Stranz, W.; Röhr N.; Ernst C.; Pinkwart A.; Schefczyk M.; “*Value-adding activities of venture capital companies: A content analysis of investor’s original documents in Germany*”, *Journal of Venture Capital* Vol. 19, No. 3, pp. 129–146, 2016.
- [43] Rosenbusch, N.; Brinckmann, J.; Müller, V.; “*Does Acquiring Venture Capital Pay off for the Funded Firms? A Meta-analysis on the Relationship between Venture Capital Investment and Funded Firm Financial Performance*”, *Journal of Business Venturing*, Vol. 28, Issue 3, pp. 335–353, 2013.
- [44] Sapienza, H.; “*When Do Venture Capitalists Add Value?*”, *Journal of Business Venturing*, Vol. 7, Issue 6, pp. 9–27, 1992.
- [45] Sapienza, H.; Manigart, S.; Vermeir, W.; “*Venture capitalist governance and value added in four countries*”, *Journal of Business Venturing*, Vol. 11, Issue 6, pp. 439–469, 1996.
- [46] Stuart, T.; Hoang, H.; Hybels, R.; “*Interorganizational Endorsements and the Performance of Entrepreneurial Ventures*”, *Administrative Science Quarterly*, No. 44, pp. 315–349, 1999.
- [47] Proksch, D.; Stranz, W.; Rohr, N.; Ernst, C.; Pinkwart, A.; “*Value-adding activities of venture capital companies: A content analysis of investor’s original documents in Germany*”, *Journal of Venture Capital*, Vol. 19, No. 3, pp. 129–146, 2016.
- [48] Wiencke, E.; “*Value contributions of the venture capitalist in Mexico: building an exit for the investment*”, *Journal of Technology Management & Innovation*, Vol. 12, No. 3, pp. 22–32, 2017.
- [49] Yang, D.; Hu, X.; Wu, B.; Xie, Z.; “*Do better-networked venture capital firms always enjoy higher investment performance?*”, *The contingent role of China’s*, 2019.
- [50] Yin, R.; “*Case Study Research and Applications: Design and Methods*”, (5th Ed). Los Angeles: Sage Publications, 2014.
- [51] Zacharakis, A.; Sheperd, D.; *The pre-investment process: Venture capitalists’ decision policies*, In Hans, 2007.
- [52] Zhang, J.; Jiang, J.; Noorderhaven, N.; “*Is certification an effective legitimacy strategy for foreign firms in emerging markets?*”, *International Business Review*, No. 28, pp. 252–267, 2019.

