

Research Paper

Analysis of Mechanisms for Creating Non-financial Values of Venture Capitalists for Start-up Companies



Milad Homayounizadeh¹, *Seyed Soroush Ghazi Nouri², Jahanyar Bamdadsoofi²,
Mohammad Naghizadeh³

1. PhD Candidate of Technology Management, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.
2. Associate Professor, Department of Industrial Management, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.
3. Assistant Professor, Department of Industrial Management, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

Use your device to scan
and read the article online



Citation Homayounizadeh M, Ghazi Nouri SS, Bamdadsoofi J, Naghizadeh N. (2023). [Analysis of Mechanisms for Creating Non-financial Values of Venture Capitalists for Start-up Companies (Persian)]. *Journal Strategic Studies of Public Policy*; 12(46), 2-37. <https://doi.org/10.22034/sspp.2022.561794.3284>

<https://doi.org/10.22034/sspp.2022.561794.3284>



Received: 15 Feb 2023

Accepted: 07 Mar 2023

Available Online: 01 May 2023

Key words:

Venture capital,
Start-ups, Non-financial
value creation

ABSTRACT

In their interaction 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, investigated the cooperation model of venture capitalists and start-ups through 23 semi-structured interviews with the assistants and advisors of two domestic venture capitalists and 6 start-ups affiliated with them in the period (2014 to 2021). In this research, the mechanisms of creating non-financial values have been investigated using qualitative content analysis of interviews and axial coding. The results of this research show that the ability and focus of venture capitalists and the needs of start-ups are effective on the overall approach and effectiveness of non-financial value creation mechanisms. Based on the findings of this article, regarding the way the government supports venture capital activities, holding training courses and specialized venture capital meetings with the aim of correcting the incomplete and incorrect understanding of this type of investment, strengthening interdepartmental interactions and cooperation, and laying the groundwork for creating cooperation models and cooperative relationships. Reciprocity between venture investors in different sectors, support for the private sector to participate more in venture investment and support for start-ups in the public offering of shares will help the development of this type of investment in the country.

* Corresponding Author:

Seyed Soroush Ghazi Nouri, PhD.

Address: Associate Professor, Department of Industrial Management, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

E-mail: ghazinoori@gmail.com

مقاله پژوهشی

تحلیل الگوی همکاری سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین مبتنی بر سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی

میلاد همایونی‌زاده^۱، * سید سروش قاضی نوری^۲، جهانیار بامداد صوفی^۳، محمد نقی‌زاده^۳

۱. دانشجوی دکتری مدیریت تکنولوژی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.
۲. دانشیار گروه مدیریت صنعتی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.
۳. استادیار گروه مدیریت صنعتی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.

چکیده

تاریخ دریافت: ۲۶ بهمن ۱۴۰۱
تاریخ پذیرش: ۱۶ اسفند ۱۴۰۱
تاریخ انتشار: ۱۱ اردیبهشت ۱۴۰۲

سرمایه‌گذاران خطرپذیر در تعامل با شرکت‌های نوآفرین، نقشی فراتر از تأمین‌کننده منابع مالی برای این شرکت‌ها به عهده دارند و برای آن‌ها ارزش خلق می‌کنند. تحقیق حاضر با روش مطالعه موردی، به بررسی الگوی همکاری سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین از طریق ۲۳ مصاحبه نیمه‌ساختاریافته با معاونین و مشاورین ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر داخلی و ۶ شرکت نوآفرین وابسته به آن‌ها در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ پرداخته است. در این تحقیق سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی با استفاده از تحلیل محتوای کیفی مصاحبه‌ها و کدگذاری محوری مورد بررسی قرار داده شده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد توانمندی و تمرکز سرمایه‌گذار خطرپذیر و نیاز شرکت‌های نوآفرین، بر رویکرد کلی و اثربخشی سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی مؤثر است. براساس یافته‌های مقاله حاضر، در خصوص نحوه حمایت دولت از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، برگزاری دوره‌های آموزشی و نشست‌های تخصصی سرمایه‌گذاری خطرپذیر با هدف اصلاح درک ناقص و نادرست از این نوع سرمایه‌گذاری، تقویت تعامل‌ها و همکاری‌های بین‌بخشی و زمینه‌سازی برای ایجاد مدل‌های همکاری و روابط همکارانه متقابل بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر در بخش‌های مختلف، حمایت از بخش خصوصی جهت مشارکت بیشتر در سرمایه‌گذاری خطرپذیر و حمایت از شرکت‌های نوآفرین در عرضه عمومی سهام به توسعه این نوع سرمایه‌گذاری در کشور کمک شایانی خواهد کرد.

کلیدواژه‌ها:

سرمایه‌گذاری
خطرپذیر، شرکت‌های
نوآفرین، خلق ارزش
غیرمالی

* نویسنده مسئول:

دکتر سید سروش قاضی نوری

نشانی: تهران، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده مدیریت و حسابداری، گروه مدیریت صنعتی.

پست الکترونیکی: ghazinoori@gmail.com

مقدمه

منابع مالی به یک کسب‌وکار نوپا و سپس خروج از آن است. گمپرز و لرنر (۱۹۹۹) باور منحرف‌شده در خصوص سرمایه‌گذاری خطرپذیر را که به معنای ایجاد میزان اندکی ارزش افزوده برای کسب‌وکارهای نوپا علاوه بر تخصیص منابع مالی است، به چالش کشیدند. آن‌ها معتقدند این باور اشتباه درباره سرمایه‌گذاری خطرپذیر نه تنها منجر به شکست برای سرمایه‌گذاران در خصوص انتخاب فرصت‌های جذاب سرمایه‌گذاری می‌شود، بلکه برای شرکت‌های نوآفرین به تخریب ارزش منجر خواهد شد (سورشجانی و محمدی، ۱۳۹۷؛ دهقانی عشرت‌آباد و همکاران، ۱۳۹۹). آن‌ها به سرمایه‌گذاری خطرپذیر به‌عنوان یک چرخه نگاه می‌کنند که با تخصیص منابع مالی به شرکت‌های نوآفرین شروع شده و سپس با پیش و افزودن ارزش‌های غیرمالی به این کسب‌وکارها ادامه می‌یابد. این چرخه تا زمانی ادامه می‌یابد که سرمایه‌گذار خطرپذیر بتواند با موفقیت از کسب‌وکار خروج کرده و سرمایه را به سرمایه‌گذاران برگرداند و خود را برای سرمایه‌گذاری‌های آتی آماده کند (سپینزا، ۱۹۹۲؛ هلمان و پوری، ۲۰۰۰).

در ایران براساس گزارش انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر^۱ در سال ۱۳۹۹ حدود ۷۵۰ میلیارد تومان سرمایه‌گذاری خطرپذیر در قالب ۲۹۰ قرارداد سرمایه‌گذاری از طرف اعضای انجمن بسته شده است، ۱۷۰۰ میلیارد تومان خدمات تأمین مالی در قالب ۴۷۰۰ قرارداد تأمین مالی ثبت شده است و ۲۳۰۰ میلیارد تومان صدور ضمانت‌نامه در قالب ۳۷۰۰ قرارداد تضمین معاملات بوده است که همان‌طور که ملاحظه می‌شود عمده عملکرد سرمایه‌گذاران خطرپذیر تمرکز بر حمایت‌های مالی از شرکت‌های نوآفرین بوده است (مصاحبه مدیر

اغلب کارآفرینان و مؤسسان شرکت‌های نوآفرین^۱، دانش‌آموختگان جوان و خوش‌فکری هستند که فاقد تجربه مدیریتی کافی، منابع مالی مناسب و بازار و مشتری هستند. از این‌رو بسیاری از تلاش‌ها برای راه‌اندازی کسب‌وکار جدید، به دلیل ضعف در این ۳ عامل، با شکست مواجه می‌شوند. از طرفی بسیاری از شرکت‌های نوآفرین، به دلیل وجود ریسک‌های زیاد در کسب‌وکار امکان گرفتن وام و تسهیلات از بانک‌ها و دیگر مؤسسات مالی را ندارند و به دلیل عدم دسترسی به بازار تثبیت‌شده و نیاز جدی به منابع بیرونی به‌ویژه منابع مالی برای دستیابی به رشد معمولاً به سرمایه‌گذاران خطرپذیر مراجعه می‌کنند (باقری، ۱۳۹۲؛ درخشان و محمدی ۱۳۹۴؛ آئوکن، ۲۰۰۵). این شرکت‌ها علاوه بر تأمین منابع مالی، حمایت‌های دیگری از جمله بهره‌مندی از تجارب مدیریتی، تخصص و دانش موردنیاز و دستیابی به بازار را از سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای موفقیت کسب‌وکار خود تأمین کنند (جاریلو، ۱۹۸۹). بنابراین 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 (احسنی‌زاده 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

۱. هدف و تمرکز محقق در مقاله حاضر بررسی شرکت‌های نوآفرین با مفهوم رایج در کشور (شرکت‌های استارت‌آپ) است.

۲. براساس گزارش انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور (آبان ۱۴۰۰).

انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایران، آبان ۱۴۰۰).

نظر به توجه کمتر به مقوله خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر در پیشینه سرمایه‌گذاری خطرپذیر و نبود یک نگاه کل‌نگر به همه سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی این نوع سرمایه‌گذاران و همچنین خلأ تعریف درست از ماهیت و نقش حمایتی سرمایه‌گذاران خطرپذیر پس از تأمین مالی برای شرکت‌های نوآفرین در کشور، هدف مطالعه حاضر ارائه چارچوبی برای تحلیل نقش فراتر از تأمین‌کننده مالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر و سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی آنان برای شرکت‌های نوآفرین است. آنچه ضروری به نظر می‌رسد این است که سرمایه‌گذاران خطرپذیر کشور در ایفای نقش خود به‌عنوان یک نهاد مالی و سرمایه‌گذاری فعال در چرخه نظام نوآوری باید موفق‌تر عمل کنند و هوشمندانه‌تر و جامع‌تر به حمایت از شرکت‌های نوآفرین بپردازند و در الگوی همکاری خود با شرکت‌های نوآفرین می‌بایست پا را از یک نهاد مالی صرف، فراتر گذاشته و حمایت خود از نوآوری‌های شرکت‌های نوآفرین را محدود به حمایت‌های مالی نکنند. 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 شده و در نتیجه این امر شکوفاسازی اقتصاد دانش‌بنیان، ایجاد اشتغال و توسعه اقتصاد داخلی را شتاب خواهد بخشید (قربانی و فقیهی، ۱۴۰۰).

در این راستا ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر و در هر یک ۳ شرکت نوآفرین بررسی شده و سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی در هر کدام شناسایی و تحلیل

شده است. بدین‌منظور پس از مرور پیشینه، در ادامه به بیان روش انجام تحقیق و نحوه گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها، بیان یافته‌ها و درنهایت نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهاداتی در این زمینه پرداخته شده است.

۱. پیشینه پژوهش

۱-۱. تئوری نمایندگی

تئوری نمایندگی به تضاد منافع بین مالک و نماینده اشاره دارد. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) مبانی این تئوری را بیان کردند. این تئوری مربوط به مواردی است که فردی (مالک) مسئولیت تصمیم‌گیری در خصوص توزیع منابع مالی، اقتصادی و یا خدمتی خود را از طریق یک قرارداد مشخص به شخص دیگری (نماینده) واگذار می‌کند. در پژوهش‌های گذشته به مفهوم تئوری نمایندگی به‌عنوان یکی از مفاهیم مهم و مؤثر در مدیریت روابط بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین و الگوی همکاری بین آن‌ها اشاره شده است (ایزنهارت، ۱۹۸۹؛ زنگ ۲۰۰۴). بنابراین توجه به موضوع تئوری نمایندگی و چالش‌های آن در مدیریت روابط بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین و داشتن راهکار مناسب برای مواجهه با این چالش‌ها از عوامل حیاتی موفقیت سرمایه‌گذاران خطرپذیر است (کاپلان و استرومیرگ، ۲۰۰۳). دی‌کلارک و مانیگارت (۲۰۰۷) به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین براساس تئوری نمایندگی براساس احتمال وقوع انتخاب اشتباه^۳ و ریسک اخلاقی^۴ پرداخته‌اند. تئوری نمایندگی به بررسی نقش عدم

3. Adverse Selection
4. Moral Hazard

حاکمیت و کنترل، چالش‌های بالقوه ناشی از مسئله نمایندگی را به حداقل برسانند. آرتور و بوسنیتز (۲۰۰۳)، این چالش‌ها و شرایط را نقاط عطف بالقوه^۶ نامیده و معتقدند که چنانچه به این چالش‌ها توجه جدی نشود، مسئله نمایندگی و تعارضات بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین کمتر مورد توجه قرار گرفته و سایر تئوری‌ها که از منظر مثبت و خوش‌بینانه به این روابط می‌پردازند، پررنگ‌تر خواهد شد.

۲-۱. سرمایه‌گذاری خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین

سرمایه‌گذاری خطرپذیر، نوعی از سرمایه‌گذاری با بازگشت بالا^۷ در شرکت‌های نوآفرین و با ریسک بالا است (لام، ۱۹۹۱). منابع سرمایه در سرمایه‌گذاران خطرپذیر از طریق صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها، شرکت‌ها و مؤسسات، دولت و یا افراد ثروتمند تأمین شده و به‌صورت مستقیم در شرکت‌های نوآفرین، سرمایه‌گذاری می‌شود (لندرسترم، ۲۰۰۷). بسیاری از پژوهشگران و محققین معتقدند حمایت‌های مالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر تنها دستاورد و کارکرد این نوع سرمایه‌گذاری نیست (کومینگ و مکینتاش، ۲۰۰۳؛ متریک، ۲۰۰۷؛ لارج و موئگ، ۲۰۰۸؛ لی و همکاران، ۲۰۲۰).

مطالعات تجربی متعدد در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر نشان می‌دهد شرکت‌های با سابقه برخوردار از سرمایه‌گذاری خطرپذیر نسبت به شرکت‌های نوآفرینی که از این نوع سرمایه‌گذاری بهره نبرده‌اند، موفقیت بیشتری در رشد و توسعه از جمله ارتقای بهره‌وری در عملکرد، ارزش‌گذاری بالاتر

تقارن اطلاعات در رفتار سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین می‌پردازد. در رابطه بین نماینده و مسئول اصلی^۸، یک طرف (مسئول اصلی) کار را با طرف دیگر (نماینده) جهت انجام وظایف و امور مشخص براساس یک قرارداد دو طرفه تفویض می‌کند (اسمیت و همکاران، ۲۰۰۷). در رابطه بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین هر یک از آن‌ها می‌تواند به‌عنوان نماینده تلقی شود. اگر شرکت نوآفرین به‌عنوان نماینده تلقی شود، انتخاب اشتباه وقتی رخ می‌دهد که سرمایه‌گذار خطرپذیر دچار ارزیابی اشتباه درباره توانمندی و شایستگی شرکت نوآفرین در دستیابی به اهداف و انتظارات از پیش تعیین‌شده بین طرفین می‌شود و ریسک اخلاقی نیز در شرایطی رخ خواهد داد که شرکت نوآفرین رفتارهای غیرهمکارانه و یا عدم تمایل برای دستیابی به اهداف از پیش تعیین‌شده بروز دهد و این موضوع رابطه سرمایه‌گذاری بین طرفین را دچار چالش کند (دی‌کلارک و مانیگارت، ۲۰۰۷). به‌عنوان مثال، واگرایی در اهداف ممکن است بین طرفین رخ دهد و یا شرکت نوآفرین از ارائه اطلاعات خاص درباره توسعه محصول به سرمایه‌گذار خطرپذیر امتناع کند. از طرفی وقتی سرمایه‌گذار خطرپذیر به‌عنوان نماینده تلقی شود، رابطه سرمایه‌گذاری در اثر سرمایه‌گذاری کمتر (نسبت به تعهد سرمایه‌گذار خطرپذیر به شرکت نوآفرین)، خروج قبل از بلوغ از شرکت نوآفرین و یا عدم توجه به پیشرفت شرکت نوآفرین، دچار اختلاف و چالش می‌شود (دی‌کلارک و مانیگارت، ۲۰۰۷). بنابراین مسئله نمایندگی در رابطه بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین نقش مهمی داشته و البته طرفین همواره تلاش می‌کنند تا از طریق قراردادهای تعیین شیوه

6. Potential Inflection Points

7. High Return

5. Agent - Principal

بنابراین براساس مفاهیم و تعاریف ذکرشده، در تحقیق حاضر تعریف زیر برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر باتوجه به قربت بیشتر با موضوع تحقیق و توجه و تمرکز بیشتر به حمایت‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر به‌عنوان مبنا قرار خواهد گرفت (میونا، ۲۰۱۸؛ یانگ و همکاران، ۲۰۱۹؛ ژانگ و همکاران، ۲۰۱۹):

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

همچنین شرکت‌های نوآفرین یا استارت‌آپ‌ها به کسب‌وکارهای نوینی اطلاق می‌شوند که با روش‌های مبتکرانه به دنبال انجام کارهای نوآورانه به کمک فناوری هستند (لی، ۲۰۱۷؛ ژانگ و همکاران، ۲۰۱۹). شرکت نوآفرین کسب‌وکاری است که برای جست‌وجوی یک مدل کسب‌وکار تکرارشونده و گسترش‌پذیر شکل گرفته است (هشدار و همکاران، ۱۳۹۸)

۳-۱. سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر

هدف اصلی سرمایه‌گذاران خطرپذیر از تأمین سرمایه برای شرکت‌های نوآفرین، دستیابی به بازگشت سرمایه‌های قابل‌توجه به هنگام خروج از این نوع سرمایه‌گذاری است (کومینگ و مکینتاش، ۲۰۰۳؛ متریک، ۲۰۰۷). سرمایه‌گذاران خطرپذیر می‌دانند که دستیابی به بازگشت سرمایه بالا

هنگام خروج سرمایه‌گذار خطرپذیر، بین‌المللی‌سازی و بهبود نوآوری داشته‌اند (بسلر و سیم، ۲۰۱۲؛ باری و میهو، ۲۰۱۳؛ دی‌گو و ژیانگ، ۲۰۱۳؛ ایلو و لوری، ۲۰۲۰؛ لرنر و ناندا، ۲۰۲۰؛ بارگ و همکاران، ۲۰۲۱). 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 (ناهااتا، ۲۰۰۸؛ چمانور و همکاران، ۲۰۱۱؛ بسلر و سیم، ۲۰۱۲). 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 کسب‌وکارها و شرکت‌های بزرگ و جلب حمایت‌های مالی و معنوی از این ارتباطات است (میونا، ۲۰۱۸؛ یانگ و همکاران، ۲۰۱۹). بنابراین این روابط برای شرکت‌های نوآفرین مشروعیت بیشتر در توسعه تعاملات کسب‌وکاری و در نتیجه آن، رشد بیشتر و سودآوری بالاتر برای آن‌ها در پی خواهد داشت (لی، ۲۰۱۷؛ ژانگ و همکاران، ۲۰۱۹). بنابراین بررسی و تحلیل مطالعات تجربی صورت‌گرفته در پیشینه سرمایه‌گذاری خطرپذیر بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران خطرپذیر علاوه بر تأمین منابع مالی برای شرکت‌های نوآفرین، مجموعه‌ای از ارزش‌ها را برای آن‌ها خلق می‌کنند (گورمان و شالمن، ۱۹۸۹؛ ساینزا و همکاران، ۱۹۹۶؛ دنیس، ۲۰۰۴؛ کاپلان و استرومبرگ، ۲۰۰۳).

۱-۳-۱. مشروعیت بخشی

منظور از مشروعیت بخشی، ویژگی‌های خاصی است که در پیشینه با عناوینی همچون اعتبار، شهرت، تأیید 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 (ماتولا و همکاران، ۲۰۰۵؛ وینکه، ۲۰۱۷).

۱-۳-۲. 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، انجام می‌دهند و به واسطه آن‌ها ارزش خلق کرده و تعهد و حمایت این ذی‌نفعان را برای شرکت‌های نوآفرین به ارمغان می‌آورند. همچنین شرایط دستیابی به خدمات تخصصی موردنیاز شرکت‌های نوآفرین را تسهیل کرده و شرکای جدید و سرمایه‌گذاران بالقوه را برای تأمین منابع جذب می‌کنند و از این طریق سرمایه اجتماعی شرکت‌های نوآفرین را توسعه می‌دهند و زمینه‌ساز جذب سرمایه‌گذاران جدید، نیروی انسانی ماهر و مشتریان می‌گردند (استوارت و همکاران، ۱۹۹۹؛ هسو، ۲۰۰۶؛ لیندسی، ۲۰۰۸؛ کولومبو و همکاران، ۲۰۱۶).

صرفاً با تأمین منابع مالی محقق نخواهد شد و این مهم نیاز به مشارکت فعال و تعامل مؤثر با شرکت‌های نوآفرین از طریق 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^۸ و یا فعالیت‌های قبل از خروج^۹ شناخته می‌شود (زاچاراکیس و شپرد، ۲۰۰۷). بنابراین سرمایه‌گذاران خطرپذیر علاوه بر تأمین منابع مالی برای شرکت‌های نوآفرین، زمینه دستیابی به موفقیت را از طریق نظارت‌های مستمر و خلق ارزش برای این شرکت‌ها فراهم می‌کنند (ساپینزا، ۱۹۹۲؛ هلمان و پوری، ۲۰۰۰). در تحقیق حاضر تعریف زیر برای سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر براساس قرابت بیشتر با موضوع و هدف تحقیق، مبنا قرار گرفت (استوارت و همکاران ۱۹۹۱، لیندسی، ۲۰۰۲، کولومبو و همکاران، ۲۰۰۶، هسو، ۲۰۰۶):

«مجموعه‌ای از سازوکارها که سرمایه‌گذاران خطرپذیر از طریق آن‌ها علاوه بر حمایت‌های مالی برای شرکت‌های نوآفرین و نوپا ارزش خلق می‌کنند. حمایت‌های مدیریتی، مشاوره‌های عملیاتی، کمک به بازاریابی و توسعه بازار، حمایت در جذب و استخدام مدیران کلیدی، مربیگری و مشاوره مدیران ارشد شرکت‌های نوآفرین و تقویت هیئت‌مدیره این شرکت‌ها از جمله سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر است.»

در ادامه به مهم‌ترین سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر براساس پیشینه این حوزه اشاره می‌شود.

8. Post Investment Activities

9. Pre – Exit Activities

۳-۳-۱. جذب و آموزش

سرمایه‌گذاران خطرپذیر از طریق شناسایی، توصیه و استخدام و مذاکره با کارکنان کلیدی و همچنین برگزاری دوره‌های آموزشی برای شرکت‌های نوآفرین ارزش خلق می‌کنند. این سازوکار به‌ویژه در جذب و آموزش مدیران ارشد و کارکنان کلیدی و با استعداد اهمیت بالاتری پیدا می‌کند (کومینگ و مکینتاش، ۲۰۰۳؛ متریک، ۲۰۰۷).

۳-۳-۱. کنترل و حکمرانی

سرمایه‌گذاران خطرپذیر از طریق مفاد قراردادهای فی‌مابین، اهداف عملکردی، کنترل‌ها و مشوق‌ها، روابط خود را 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 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 و شبکه‌سازی، زمینه دستیابی به موفقیت را برای آنان فراهم می‌کنند (لوکت، ۲۰۰۸؛ کولومبو و همکاران ۲۰۱۶).

۳-۳-۱. تقویت هیئت‌مدیره

سرمایه‌گذاران خطرپذیر از طریق معرفی و جذب افراد شاخص و با تجربه در هیئت‌مدیره 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، ۱۹۸۸؛ متریک، ۲۰۰۷).

۳-۳-۱. 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 (بوتازی و همکاران، ۲۰۰۲؛ بیرستین 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 (استورت و همکاران، ۱۹۹۹؛ لیندسی، ۲۰۰۸؛ کولومبو و همکاران، ۲۰۱۶).

۳-۳-۱. 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

۲. روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نوع کیفی است و دلیل آن نیز انطباق بسیار زیاد پرسش‌ها و اهداف تحقیق با ویژگی‌های تحقیق کیفی، از جمله ۵ ویژگی اشاره‌شده توسط این (۲۰۱۱) برای تحقیق کیفی شامل ۱. مطالعه روش زندگی مردم در شرایط واقعی؛ ۲. ارائه دیدگاه‌های افراد (مشارکت‌کنندگان) در تحقیق؛ ۳. پوشش دادن شرایط زمینه‌ای که مردم در آن زندگی می‌کنند؛ ۴. ارائه بینش‌هایی در مورد مفاهیم موجود و نوظهور و کمک به توضیح رفتار اجتماعی؛ ۵. استفاده از منابع چندگانه خواهد، به جای استفاده از یک منبع و برای تحقیق کیفی است. 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^{۱۱} است، زیرا این گونه می‌تواند به بررسی چگونگی سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین و عوامل مؤثر بر این سازوکارها پرداخت. 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 تفصیلی 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 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) در این مقاله از روش مطالعه چندموردی استفاده شده است.

مسلط و توانمند ارزش خلق می‌کنند (هلمان و پوری، ۲۰۰۰؛ بوتازی و همکاران، ۲۰۰۲؛ لی، ۲۰۱۷؛ ژانگ و همکاران، ۲۰۱۹). این حمایت و ارزش خلق‌شده به‌ویژه برای شرکت‌های نوآفرین و جوان و فعال در صنایع با تکنولوژی بالا^{۱۱} نقش مهم‌تر و حیاتی‌تری دارد (زاچاراکیس و شپرد، ۲۰۰۷).

در جمع‌بندی مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین مرتبط با سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین می‌توان تمامی مفاهیم به‌کاررفته در پیشینه را براساس جهت‌گیری داخلی و خارجی سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی مطابق جدول شماره ۱ ارائه کرد. این تقسیم‌بندی بیانگر آن است که سرمایه‌گذاران خطرپذیر در خلق ارزش برای شرکت‌های نوآفرین می‌توانند در تعامل این شرکت‌ها با ذی‌نفعان بیرونی (جهت‌گیری خارجی) مانند عموم مردم، نهادهای حاکمیتی، مشتریان، سرمایه‌گذاران بعدی و حتی تأمین‌کنندگان و همچنین ذی‌نفعان داخلی (جهت‌گیری داخلی) مانند هم‌بنیان‌گذاران و کارکنان کلیدی نقش‌آفرینی کنند. در بخش مربوط به سازوکارهای خلق ارزش با جهت‌گیری خارجی ۲ سازوکار مشروعیت‌بخشی و شبکه‌سازی اثربخش و در بخش مربوط به سازوکارهای خلق ارزش با جهت‌گیری داخلی، ۵ سازوکار شامل تقویت هیئت‌مدیره، کنترل و حکمرانی، جذب و آموزش نیروی انسانی، مشاوره، مربیگری و راهنمایی و مشاوره تخصصی و عملیاتی مطابق جدول شماره ۱ معرفی می‌شود.

11. Descriptive Case study

10. High - Tech

الگوی همکاری و سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر و ۶ شرکت نوآفرین وابسته به آن‌ها، در بازه زمانی ۸ ساله از سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ مورد بررسی قرار گرفته است. دلیل اصلی انتخاب این ۲ 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 براساس مستندات مربوط به عملکرد و همچنین مصاحبه‌های صورت گرفته با معاونین و مدیران ارشد این سرمایه‌گذاران و مؤسسين و مدیران عامل شرکت‌های نوآفرین وابسته به آن‌ها و از طرفی سابقه فعالیت، تعداد سرمایه‌گذاری‌ها، حجم و تنوع سرمایه‌گذاری‌ها و همچنین تمایل به اشتراک‌گذاری اطلاعات توسط مصاحبه‌شوندگان 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. ۳ نفر از این افراد عضو هیئت‌علمی دانشگاه علامه طباطبایی و دانشگاه شهید بهشتی و ۲ 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 مشخص شدند و هماهنگی با افراد مورد نظر 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 انجام شد. مشارکت‌کنندگان در این تحقیق نمایندگان اصلی

سرمایه‌گذاران خطرپذیر، شامل معاونین و مشاوران ارشد این سرمایه‌گذاران و همچنین مؤسسين 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 خصوص الگوی همکاری و سازوکار خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر به صورت جداگانه اخذ شد. تمامی مصاحبه‌های صورت گرفته پس از مستندسازی جهت بازنگری و اصلاح برای مصاحبه‌شونده‌ها ارسال شد و به تأیید آن‌ها رسید.

متداول‌ترین استراتژی مورد استفاده در تحلیل داده‌های کیفی، استفاده از کدگذاری و دسته‌بندی جهت تفسیر و تحلیل یافته‌هاست و 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 پیاده‌شده حاصل از مصاحبه‌ها و مستندات مرتبط، برای تجزیه و تحلیل یافته‌ها استفاده کرده است. بنابراین براساس موارد یادشده و با توجه به سؤالات این تحقیق، از استراتژی کدگذاری ۲ مرحله‌ای برای استخراج سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر، استفاده شد. کدگذاری داده‌های جمع‌آوری شده از طریق مصاحبه (متون پیاده‌شده مصاحبه‌ها^{۱۲})

12. Transcripts

جدول ۱. جمع‌بندی پیشینه و چارچوب کلی تحقیق

منابع	سازوکار خلق ارزش غیرمالی	نوع جهت‌گیری
مولا، و همکاران، ۲۰۰۵ و وینکه، ۲۰۱۷	مشروعیت‌بخشی	خارجی
استوارت، و همکاران، ۱۹۹۹، هسو، ۲۰۰۶، لیندزی، ۲۰۰۸ و کلمبو، و همکاران، ۲۰۱۶	شبکه‌سازی اثربخش	
مک‌میلان، و همکاران، ۱۹۸۸ و متریک، ۲۰۰۷	تقویت هیئت‌مدیره	
لاکت، ۲۰۰۸، کلمبو، و همکاران، ۲۰۱۶	کنترل و حکمرانی	
مک‌میلان و همکاران، ۱۹۸۸، اریچ و همکاران، ۱۹۹۴، مولا، و همکاران، ۲۰۰۵ و پروکس و همکاران، ۲۰۱۶	جذب و آموزش نیروی انسانی	داخلی
استوارت، و همکاران، ۱۹۹۹، بوتازی، و همکاران، ۲۰۰۲، لیندزی، ۲۰۰۸، کلمبو، و همکاران، ۲۰۱۶، برشتاین، و همکاران، ۲۰۱۷	مشاوره، مربیگری و راهنمایی	
هلمن و پوری، ۲۰۰۰، بوتازی، و همکاران، ۲۰۰۲، شپرد، ۲۰۰۷، زاخاراکیس و لی، ۲۰۱۷ و پانگ، و همکاران، ۲۰۱۹	مشاوره تخصصی و عملیاتی	

رئوس چارچوب مفهومی و سؤالات تحقیق) صورت گرفت. در کدگذاری اولیه شناسایی تمام مطالبی که می‌تواند که محقق را حول شناسایی سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر جهت تحلیل این سازوکارها کمک کند، مورد توجه قرار

و اسناد در دسترس از شرکت‌ها در ۲ مرحله باز^{۱۳} (استخراج از متون تا حد اشباع) و محوری^{۱۴} (استخراج دلالت‌های حاصل از متون مصاحبه و اسناد براساس

.....
13. Open
14. Axial

جدول ۲. 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	
۱۵	۱۳۹۴	آژانس گردشگری آنلاین و پلتفرم جامع سفر	F	سرمایه‌گذار خطرپذیر X
۱۸	۱۳۹۵	بازار اینترنتی تولیدکنندگان خرد، خانگی و محلی	B	
۱۲	۱۳۹۲	سایت مرجع محتوای سینمایی و تلویزیونی	S	
۱۶	۱۳۹۶	بازار آنلاین خدمات منزل	J	سرمایه‌گذار خطرپذیر Y
۲۲	۱۳۹۶	وبسایت سفارش غذای خانگی	M	

جدول ۳. اطلاعات مربوط به مصاحبه‌ها برای گردآوری داده

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

نزدیکی و قرابت موضوعات و نیز تا حدودی پشتیبانی پیشینه و نظر برخی مصاحبه‌شوندگان، مهم‌ترین موضوعات سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر و عوامل مؤثر بر آن‌ها، در قالب مجموعاً ۱۶ مقوله فرعی و ۷ دسته کلی استخراج شد.

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. برای اطمینان از روایی یافته‌ها، دسته‌بندی سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی با تعدادی از مصاحبه‌شوندگان در میان گذاشته شد (مشخصاً ۵ مصاحبه‌شونده که دارای مطالعات و دانش کافی در خصوص موضوع بودند). همچنین مصاحبه‌شوندگان نیز از طیف

گرفت. براین اساس، محقق پس از بررسی پیشینه و براساس چوب مفهومی تحقیق، سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی را استخراج کرد و برای حصول اطمینان آن‌ها با اکثر مصاحبه‌شوندگان، در ابتدا یا انتهای مصاحبه‌ها، مطرح کرد و به تأیید آن‌ها رساند. همچنین محقق برای استخراج کلیدواژه‌های مورداستفاده در کدگذاری باز به صرف پیشینه محدود نبود و در طی مصاحبه‌ها نیز در مواردی که مصاحبه‌شونده به کلیدواژه‌های اشاره می‌کرد که می‌توانست در کدگذاری باز مفید باشد، مورد استفاده قرار گرفت. کدگذاری ثانویه نیز که عموماً در اکثر پژوهش‌های کیفی صورت می‌گیرد، با هدف سازمان‌دهی و فراهم آوردن زمینه تحلیل نتایج کدگذاری اولیه صورت گرفت. براین اساس، تمام متون مصاحبه‌های پیاده‌سازی شده در کدگذاری اولیه مورد مطالعه قرار گرفت و موضوعات مرتبط با سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر استخراج شد. در ادامه با در نظر گرفتن

مصاحبه صورت گرفت و مصاحبه‌شوندگان نیز از طیف متنوعی از بازیگران انتخاب شدند که سویری احتمالی مصاحبه‌شوندگان به حداقل برسد.

۳. یافته‌های پژوهش

در این بخش، خلاصه‌ای از تحلیل هر مطالعه موردی در خصوص سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی ارائه خواهد شد که این مطالب از مصاحبه با افراد مؤثر 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. در نقل و قول‌های ارائه‌شده در مورد سازوکارها از بیان تکراری سازوکار توسط افراد مصاحبه‌شونده برای هر سرمایه‌گذاری به جهت اختصار خودداری شده است.

۳-۱. 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 فعالیتی خود شکل داده است.

۳-۱-۱. مطالعه موردی اول (کد E)

شرکت نوآفرین E به‌عنوان یک فروشگاه اینترنتی فروش اقساطی کالا و خدمات با تنوع زیاد از

متنوعی از بازیگران شامل مؤسسين، مدیران عامل، مشاوران و فعالان اجرایی انتخاب شدند تا سوگیری احتمالی مصاحبه‌شوندگان به حداقل برسد. در خصوص اعتبار بیرونی و قابلیت تعمیم یافته‌ها از منطق تکرار در مطالعات کیفی و مطالعه حوزه‌های متفاوت سرمایه‌گذاری خطرپذیر استفاده شده است (ین، ۲۰۱۴). 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 (مثلت‌سازی) استفاده شده است. برای مثلت‌سازی و برای جمع‌آوری داده‌های مرتبط با سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی، از مصاحبه‌های نیمه‌ساختار یافته هم از مدیران ارشد، مشاوران سرمایه‌گذاران خطرپذیر و مؤسسين و مدیران عامل شرکت‌های نوآفرین استفاده شد. ضمن اینکه در خصوص گردآوری داده‌ها علاوه بر مصاحبه نیمه‌ساختار یافته، از مستندات و داده‌های مکتوب و سایر مصاحبه‌های انجام‌شده توسط ذی‌نفعان (در وب‌سایت‌های خبری یا مرتبط) استفاده شده است.

پایایی در انجام مصاحبه تحقیق‌های کیفی عبارت است از رویه شفاف انجام مصاحبه و پیاده‌سازی داده با امانت‌داری کامل نسبت به اظهارات مصاحبه‌شونده در نقل قول و تحلیل براساس مصاحبه‌ها (فلیک، ۲۰۰۸). در این راستا، برای انجام مصاحبه‌ها (پیوست ۱) و کدگذاری اسناد و مصاحبه‌ها پروتکل مشخص و یکسانی (پیوست ۲) تدوین شد و مورد استفاده قرار گرفت. باتوجه به قید لزوم تطبیق متون و مصاحبه‌ها در خصوص مقولات جهت تجزیه و تحلیل و نیز استفاده از پروتکل مصاحبه و راهنمای کدگذاری، پایایی تحقیق تا حد زیادی قابل احصاست. به علاوه، تمامی مصاحبه‌ها براساس پروتکل تدوین شده

۳-۱-۲. مطالعه موردی دوم (کد F)

شرکت نوآفرین F یک آژانس گردشگری آنلاین و پلتفرم جامع برای سفر به ایران است. این شرکت تلاش می‌کند ۳ 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 و همچنین از طریق برگزاری مراسمات و گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی به شبکه‌سازی این شرکت کمک کرد. از طرفی سرمایه‌گذار خطرپذیر X با معرفی افراد توانمند و باتجربه جهت عضویت در هیئت‌مدیره شرکت و زمینه‌سازی جهت بهره‌مندی شرکت از روابط گسترده اعضای هیئت‌مدیره حمایت مؤثری از شرکت F کرد.

سرمایه‌گذار خطرپذیر X کنترل و حکمرانی خود را از طریق بازخوردهای نماینده خود در هیئت‌مدیره انجام می‌داد و همچنین از طریق ارائه مشاوره‌های حقوقی به‌ویژه در ابتدای مسیر و پایش‌های مستمر، منظم و مشخص و کمک به جهت‌گیری‌های استراتژیک کمک مؤثری به شرکت کرد. بخشی از نقل‌قول‌های اشاره‌شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری و مشاور سرمایه‌گذار خطرپذیر X و همچنین مدیرعامل و مؤسس شرکت F، به همراه کد مصاحبه‌شونده و سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره‌شده در مصاحبه در قالب جدول شماره ۵ ارائه شده است.

۳-۱-۳. مطالعه موردی سوم (کد A)

شرکت نوآفرین A یک پلتفرم آنلاین در زمینه کسب‌وکارهای خانگی، محلی و تولیدی‌های کوچک

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. سرمایه‌گذار خطرپذیر X به دلیل برخورداری از وجاهت قانونی بالا و از طریق تسهیل ارتباط با نهادهای حاکمیتی و همچنین کمک به اخذ مجوزهای لازم منجر به مشروعیت‌بخشی به این شرکت شد. همچنین این سرمایه‌گذار از طریق برگزاری کنفرانس خبری، اطلاع‌رسانی از طریق وبسایت رسمی و شبکه‌های اجتماعی خود، معرفی به سایر سرمایه‌گذاران و برگزاری مراسمات و گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی به شبکه‌سازی اثربخش این شرکت کمک شایانی کرد.

سرمایه‌گذار خطرپذیر X بلافاصله پس از سرمایه‌گذاری، از طریق ارائه مشاوره‌های مالیاتی و حقوقی و همچنین معرفی افراد شاخص و باتجربه جهت عضویت در هیئت‌مدیره شرکت، انتقال تجارب و آموزه‌های مدیریتی از طریق هیئت‌مدیره به تیم اجرایی شرکت و بهره‌مندی شرکت از روابط ارزنده و گسترده اعضای هیئت‌مدیره و از طرفی ارائه بازخوردهای مهم و راهبردی در خصوص عملکرد شرکت از طریق هیئت‌مدیره و همچنین ارائه مشاوره در حوزه بازاریابی دیجیتال و تبلیغات آنلاین حمایت مؤثری از شرکت کرد. بخشی از نقل‌قول‌های اشاره‌شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری و معاون مالی سرمایه‌گذار خطرپذیر X و همچنین مدیرعامل و مؤسس شرکت E، به همراه کد مصاحبه‌شونده و سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره‌شده در مصاحبه، در قالب جدول شماره ۴ ارائه شده است.

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 هر آنچه 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 شد و همچنین با گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی به شکل‌گیری و توسعه روابط این شرکت کمک کرد. از طرفی با ارائه مشاوره‌های عمومی در زمینه شرکت‌داری و امور حقوقی، مشاوره‌های مدیریتی و رهبری به مدیران شرکت ارزیابی‌های منظم عملکرد و ارائه بازخوردهای لازم و انتقال تجارب و آموزه‌های مدیریتی از طریق هیئت‌مدیره به تیم اجرایی شرکت نقش مؤثری در موفقیت شرکت ایفا کرد. از دیگر اقدامات مهم سرمایه‌گذار خطرپذیر Y برای شرکت S، کمک به جذب و آموزش نیروی انسانی کلیدی و مشاوره و همراهی در عقد قراردادهای با مشتریان بود.

بخشی از نقل‌قول‌های اشاره‌شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری و مشاور سرمایه‌گذار خطرپذیر Y و همچنین مدیرعامل و مؤسس شرکت S، به همراه کد مصاحبه‌شونده و سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره‌شده در مصاحبه در قالب جدول شماره ۷ ارائه شده است.

۳-۲-۲. مطالعه موردی پنجم (A)

شرکت نوآفرین L با هدف شکل دادن به یک بازار آنلاین برای خدمات و با تأکید بر دانش فنی و بهینه‌سازی فرایند انتخاب متخصصان خدمات متنوع، کار خود را در سال ۱۳۹۶ آغاز کرده است.

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 کسب‌وکاری خود را داشته باشند و محصولات خود را به مشتریان عرضه کنند. سرمایه‌گذار خطرپذیر X در شکل‌گیری و توسعه روابط با نهادهای حاکمیتی و اخذ مجوزهای قانونی لازم از این شرکت حمایت کرد. همچنین از طریق ارائه مشاوره‌های حقوقی و شرکت‌داری و کنترل‌های منظم و مشخص و تعیین اهداف کلان و استراتژیک کمک مؤثری به این شرکت کرد.

بخشی از نقل‌قول‌های اشاره‌شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذار خطرپذیر X و همچنین مدیرعامل و مؤسس شرکت A، به همراه کد مصاحبه‌شونده و سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره شده در مصاحبه در قالب جدول شماره ۶ ارائه شده است.

۳-۲-۲. سرمایه‌گذار خطرپذیر Y

سرمایه‌گذار خطرپذیر Y از سال ۱۳۹۱ فعالیت خود را به‌عنوان سرمایه‌گذار خطرپذیر در حوزه فناوری اطلاعات آغاز کرده است و تاکنون 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.

۳-۲-۱. 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 ۳ اصل مرجعیت و کامل بودن، محتوای اختصاصی و

سرمایه‌گذار خطرپذیر Y با ارائه راهنمایی‌های لازم ارتباط با سایر سرمایه‌گذاران را برای شرکت M فراهم کرد و همچنین از طریق انتقال تجارب و آموزه‌های مدیریتی توسط هیئت‌مدیره به تیم اجرایی شرکت، ارائه مشاوره‌های عمومی در حوزه‌های حقوقی و شرکت‌داری، کمک به جذب و برگزاری دوره‌های آموزشی برای نیروهای کلیدی و از طرفی ارائه مشاوره در حوزه‌های عملیاتی مانند تأمین، لجستیک و بازاریابی کمک قابل‌ملاحظه‌ای به این شرکت کرد.

بخشی از نقل‌قول‌های اشاره‌شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذار خطرپذیر Y و همچنین مدیرعامل و مؤسس شرکت M، به همراه کد مصاحبه‌شونده و سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره‌شده در مصاحبه در قالب جدول شماره ۹ ارائه شده است.

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

۴. بحث و نتیجه‌گیری

در این بخش به بررسی رفتار هر ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر X و Y در تعامل با شرکت‌های نوآفرین و همچنین مشابهت‌ها و تفاوت‌های سازوکارهای خلق ارزش در این ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر پرداخته خواهد شد.

۴-۱. سازوکارهای خلق ارزش سرمایه‌گذار خطرپذیر X

براساس داده‌های گردآوری‌شده به‌ویژه مصاحبه‌های انجام‌شده با مدیران ارشد سرمایه‌گذار خطرپذیر X و مدیران عامل شرکت‌های نوآفرین، سرمایه‌گذار

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 به شبکه‌سازی این شرکت کمک کرد و همچنین با ارائه مشاوره‌های حقوقی و شرکت‌داری و ارائه مشاوره‌های مدیریتی و کارآفرینی به مدیران اجرایی شرکت منجر به کاهش ریسک‌های مرتبط با این حوزه‌ها برای شرکت شد. از طرفی سرمایه‌گذار خطرپذیر از طریق ارزیابی‌های منظم عملکرد و ارائه بازخوردهای لازم و کمک به تعیین اهداف کلیدی و کلان در ارتقای شفافیت و اعتماد بین این ۲ مجموعه مؤثر واقع شد و همچنین در جذب و آموزش‌های لازم برای نیروی انسانی کلیدی و از طرفی ارائه مشاوره در حوزه‌های عملیاتی به‌ویژه در بخش مدیریت محصول کمک شایانی به شرکت کرد.

بخشی از نقل‌قول‌های اشاره‌شده در مصاحبه‌های معاون سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذار خطرپذیر Y و همچنین مدیرعامل و مؤسس شرکت M، به همراه کد مصاحبه‌شونده و سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی اشاره‌شده در مصاحبه در قالب جدول شماره ۸ ارائه شده است.

۳-۲-۳. 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.

جدول ۴. سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر X در شرکت نوآفرین E

سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه‌شونده	نقل قول مصاحبه‌شونده
L1, L2	E1	ما تا قبل از حضور سرمایه‌گذار خطرپذیر X به‌عنوان سهام‌دار در ارتباط با نهادهای مالی حاکمیتی به‌شدت دچار مسئله بودیم و حتی به‌سختی امکان جلسات حضوری برای ما فراهم می‌شد، ولی با ورود سرمایه‌گذار خطرپذیر X، روابط با نهادهای حاکمیتی و همچنین فرایند اخذ مجوزات به‌شدت تسهیل شد
N1, N2, N3	X1	بلافاصله بعد از عقد قرارداد سرمایه‌گذاری با شرکت E یک کنفرانس خبری از این سرمایه‌گذاری با حضور چندین رسانه برگزار کردیم و همچنین اطلاع‌رسانی از طریق وبسایت رسمی و شبکه‌های اجتماعی سرمایه‌گذاری خطرپذیر X را انجام دادیم.
G3	X1	از طریق نماینده سرمایه‌گذار خطرپذیر X در هیئت‌مدیره شرکت E و ارائه بازخوردهای لازم در خصوص اهداف عملکردی موردنظر مؤسسه در جلسات هیئت‌مدیره، عملکرد شرکت E مورد ارزیابی و مذاقه قرار گرفته و بازخوردهای لازم از طریق نمایندگان مؤسسه 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 کردیم. در ابتدا مشاوره‌های مالیاتی و حقوقی به این شرکت ارائه دادیم و همچنین با همکاری خود شرکت E افراد شاخص و باتجربه را در هیئت‌مدیره شرکت عضو کردیم و انتقال تجارب و آموزه‌های مدیریتی بسیار راهگشایی از طریق هیئت‌مدیره به تیم اجرایی شرکت صورت گرفت و براساس 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 شد.

به‌ویژه برای هر ۳ شرکت E، F و A ارزش‌آفرینی قابل‌ملاحظه‌ای داشته است.

در خصوص تقویت هیئت‌مدیره نکته مهم برای هر دو شرکت E و F معرفی اعضای هیئت‌مدیره از طرف تیم اجرایی شرکت نوآفرین به سرمایه‌گذار خطرپذیر X بوده است و همه افراد موردنظر ۲ شرکت با همکاری و مشارکت سرمایه‌گذار خطرپذیر X جذب هیئت‌مدیره شده‌اند و در تقویت عملکرد و توسعه روابط این شرکت‌ها بسیار مؤثر واقع شده‌اند و از طرفی شرکت A در این خصوص اعلام نیازی نداشته و به دلیل ترکیب خوب هیئت‌مدیره قبل از

خطرپذیر X در مشروعیت‌بخشی (تسهیل ارتباط با نهادهای حاکمیتی و اخذ مجوزات لازم شروع و توسعه فعالیت) به‌ویژه برای شرکت‌های E و A موفقیت چشم‌گیری داشته است و این ۲ شرکت علاوه بر تأمین منابع مالی خود توانسته‌اند در این بخش کمک مؤثری از سرمایه‌گذار خود دریافت کنند. از طرفی سرمایه‌گذار خطرپذیر X یکی از اقدامات مداوم و مؤثری که به‌صورت منظم اجرا می‌کند، برگزاری مراسمات و گردهمایی‌های ماهانه و غیررسمی است که به شبکه‌سازی شرکت‌های نوآفرین و بهبود روابط و شناسایی و بهره‌برداری از فرصت‌های بازار برای این شرکت‌ها کمک شایانی می‌کند این اقدام مؤثر

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

سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه‌شونده	نقل قول مصاحبه‌شونده
B1, B3	F1	سرمایه‌گذار خطرپذیر X انتخاب اعضای هیئت‌مدیره را به تیم اجرایی شرکت واگذار کرد و ما هم از این فرصت به بهترین شکل استفاده کردیم و افراد بانفوذ و قوی به سرمایه‌گذار معرفی کردیم و موفق شدیم از این طریق این افراد مؤثر را به‌عنوان عضو هیئت‌مدیره 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 کردیم و از طرفی برگزاری مراسمات و گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی که جزو برنامه‌های ثابت و همیشگی ماست در ایجاد شبکه برای این شرکت مؤثر واقع شد.
C1, G1, G2	X2	پس از سرمایه‌گذاری در شرکت E ما چند موضوع مهم را در این شرکت دنبال کردیم. مشاوره‌های مالیاتی و حقوقی به این شرکت ارائه دادیم و همچنین با همکاری خود شرکت E افراد شاخص و باتجربه را در هیئت‌مدیره شرکت عضو کردیم و انتقال تجارب و آموزه‌های مدیریتی بسیار راهگشایی از طریق هیئت‌مدیره به تیم اجرایی شرکت صورت گرفت.
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 هیئت‌مدیره 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 مؤثر واقع شد.

و حوزه‌های حقوقی و مالیاتی به این شرکت‌ها بوده است که این امر به‌ویژه در ابتدای مسیر در کاهش ریسک‌ها و چالش‌های مربوطه برای هر ۳ شرکت مؤثر بوده است. نکته قابل‌تأمل برای سرمایه‌گذار خطرپذیر X در تعامل با شرکت‌های نوآفرین، خودارزش‌آفرینی با تمرکز بر سازوکارهای خارجی (بر اساس تقسیم‌بندی مقاله حاضر) بوده است و از طرفی نیازمندی‌های اعلام‌شده از سوی هر ۳ شرکت نیز به ارزش‌آفرینی‌های غیرمالی خارجی در تعامل با سرمایه‌گذار خطرپذیر گرایش داشته است.

ورود سرمایه‌گذار خطرپذیر X نیاز به کمک در این زمینه نداشته است. حضور نماینده‌های سرمایه‌گذار خطرپذیر در هیئت‌مدیره شرکت‌های F و A و مشارکت فعالانه و مؤثر این نمایندگان در تعیین جهت‌گیری‌های کلان شرکت‌ها و ارزیابی عملکرد شاخص‌های کلیدی کسب‌وکار و ارائه بازخوردهای سازنده بسیار مهم و مفید بوده است.

یکی دیگر از سازوکارهای مهم خلق ارزش سرمایه‌گذار خطرپذیر X برای هر ۳ شرکت E، F و B ارائه مشاوره‌های عمومی در زمینه‌های شرکت‌داری

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

سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه‌شونده	نقل قول مصاحبه‌شونده
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 مؤثری 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 موردتوافق 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 کرد و ریسک‌های شرکت در این بخش کاهش یافت.

۴-۲. سازوکارهای خلق ارزش سرمایه‌گذار خطرپذیر Y

بوده است. یکی از ویژگی‌های متمایزکننده سرمایه‌گذار خطرپذیر Y بر خورداری از یک مجموعه تخصصی آموزش است که برای هر ۳ شرکت J، S، و M مفید بوده است و هر ۳ شرکت از خدمات آموزشی این سرمایه‌گذار برای توسعه نفرات کلیدی خود برخوردار شده‌اند. از دیگر سازوکارهای مؤثر سرمایه‌گذار خطرپذیر Y به دلیل برخورداری از شبکه مشاوران توانمند و حرفه‌ای، ارائه مشاوره‌های مؤثر تخصصی و عملیاتی به‌ویژه در حوزه مدیریت محصول و بازاریابی دیجیتال برای هر ۳ شرکت J، S، 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 ۳ شرکت J، S، و M اذعان داشته‌اند که بسیار برای آن‌ها مفید بوده است.

نکته مهم در خصوص سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در تعامل با شرکت‌های نوآفرین خود ارزش‌آفرینی با تمرکز بر سازوکارهای داخلی (بر اساس تقسیم‌بندی مقاله حاضر) بوده است و به‌صورت مشخص این سرمایه‌گذار در حوزه مشروعیت‌بخشی برای

براساس داده‌های گردآوری‌شده از مصاحبه‌های انجام‌شده 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 به‌ویژه در معرفی و تأیید 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 ۳ شرکت J، S، و M، فراهم کرده است. همچنین افراد معرفی‌شده توسط سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در ۲ شرکت S و M به توسعه روابط موردنیاز این ۲ شرکت کمک شایانی کرده‌اند. از دیگر سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی ارائه‌شده توسط سرمایه‌گذار خطرپذیر Y به‌ویژه برای ۲ شرکت S و L 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 ۲ شرکت

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

سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه‌شونده	نقل قول مصاحبه‌شونده
N2, N3, H1, H2	Y1	ما زمینه‌ساز معرفی شرکت S به سایر سرمایه‌گذاران بودیم و همچنین از طریق گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی به شکل گیری و توسعه روابط این شرکت کمک کردیم. 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 کرد. حضور اعضای هیئت‌مدیره از طرف سرمایه‌گذار خطرپذیر Y و همچنین ارائه مشاوره در ابتدای ارتباط با مشتریان و عقد قراردادهای، به ما کمک بسیاری کرد و بخش قابل‌توجهی از ریسک‌های شرکت هم در حوزه‌های داخلی و هم در قرارداد با مشتریان را کاهش داد.
B2, G1	Y2	ما از طریق ارزیابی‌های منظم عملکرد و ارائه بازخوردهای لازم و همچنین انتقال تجارب و آموزه‌های مدیریتی از طریق هیئت‌مدیره به تیم اجرایی نقش مؤثری در موفقیت شرکت S ایفا کردیم.

شرکت‌های نوآفرین خود کمک مؤثری نداشته است.

۳-۴. مشابهت‌های دو سرمایه‌گذار خطرپذیر X و Y

مقایسه بین ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر X و Y و شیوه‌های ارزش آفرینی غیرمالی آنان برای شرکت‌های نوآفرین خود نشان می‌دهد در بخش زیادی از این سازوکارها بین هر ۲ سرمایه‌گذار مشابهت وجود دارد. به‌نحوی که ۲ 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 ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر از طریق برگزاری مراسمات و گردهمایی‌های غیررسمی و توسعه روابط و شبکه‌های ارتباطی

شرکت‌های نوآفرین با افراد مؤثر و مجموعه‌هایی مشابه و مرتبط کمک شایانی کردند و این امر به همفکری در خصوص چالش‌های مشابه و همچنین انتقال تجارب، به‌ویژه در حوزه‌های مدیریتی و نحوه اداره شرکت برای شرکت‌های نوآفرین وابسته به این ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر منجر شده است.

هر ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر از طریق تقویت هیئت‌مدیره و معرفی افراد صاحب‌نظر در حوزه‌های کسب‌وکاری و شرکت‌داری به‌ویژه 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 مؤثر عمل کرده‌اند.

است. به‌نحوی که به دلیل برخورداری از ساختار مشخص و زمان‌بندی‌شده در ارزیابی عملکرد شرکت‌های نوآفرین خود، به‌صورت منظم و در دوره‌های زمانی مشخص (ماهانه، ۳ ماهه، ۶ 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 مسائل مهم شرکت‌ها کمک شایانی کرده است. همچنین سرمایه‌گذار خطرپذیر ۷ 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 تأمین و لجستیک موفق عمل کرده است. از طرفی سرمایه‌گذار خطرپذیر ۷ 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 کرد.

سرمایه‌گذار خطرپذیر X در سبک کنترل و حکمرانی شرکت‌های نوآفرین از طریق نمایندگان خود در هیئت‌مدیره این شرکت‌ها، اهداف خود را دنبال می‌کند و 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 استقلال بخشی به شرکت نوآفرین در حوزه‌های عملیاتی، انگیزه مدیران عامل و مدیران اجرایی این شرکت‌ها را بسیار بالا می‌برد. سرمایه‌گذار خطرپذیر X براساس مصاحبه‌های انجام‌شده با ذی‌نفعان مرتبط با آن تمایل چندانی به مشارکت فعال در فرایند برنامه‌ریزی استراتژیک شرکت‌های نوآفرین وابسته

هر ۲ 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 کرده‌اند و منجر به کاهش خطاها و ریسک‌های مرتبط با این حوزه‌ها برای شرکت‌ها شده‌اند. هر ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر از طریق مشارکت فعال در برنامه‌ریزی استراتژیک در تعیین خطوط کلی کسب‌وکار و اهداف کلان شرکت‌های نوآفرین، از طریق نمایندگان خود در هیئت‌مدیره یا شبکه مشاوران خود، برای این شرکت‌ها ارزش‌آفرینی کرده‌اند و این امر به ارتقای شفافیت و اعتماد بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران خطرپذیر منجر شده است.

۴-۴. تفاوت‌های ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر X و Y

در مورد تفاوت‌ها براساس مصاحبه‌های صورت‌گرفته با شرکت‌های نوآفرین، سرمایه‌گذار خطرپذیر X در خلق ارزش‌های غیرمالی با جهت‌گیری خارجی مؤثرتر 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 مؤثر بوده است. از طرفی در بخش‌های مرتبط با ارتقای و جاهت قانونی و تسهیل ارتباط با نهادهای حاکمیتی 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

هم از طریق نمایندگان هیئت‌مدیره و هم جلسات ارزیابی عملکرد پیشگیری کنند.

در جدول شماره ۱۱ به صورت خلاصه مشابهت‌ها و تفاوت‌های ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر X و Y در سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی برای شرکت‌های نوآفرین وابسته به آن‌ها ارائه شده است.

باتوجه به یافته‌های تحقیق حاضر و پیشینه تحقیق می‌توان به چندین تفاوت معنادار و مهم نظری زیر اشاره کرد.

نکته اول، دسته‌بندی سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی در ۲ رویکرد کلی خارجی و داخلی است. در اکثر تحقیقات انجام گرفته در این زمینه (باسو و همکاران ۲۰۱۱، ون‌درانده و همکاران ۲۰۱۱، وادوا و همکاران ۲۰۱۶) صرفاً بر بخشی از این سازوکارها و با عوامل مؤثر اشاره شده است. این در حالی است که طبق یافته‌های تحقیق حاضر ۷ سازوکار کلی خلق ارزش غیرمالی در ۲ رویکرد خارجی و داخلی قابل تقسیم‌بندی و تجزیه و تحلیل است.

نکته دوم رویکرد کلی سرمایه‌گذار خطرپذیر در نحوه کنترل و حکمرانی در تعاملات با شرکت‌های نوآفرین مؤثر است. به نحوی که در مطالعات موردی تحقیق حاضر بیان شد، کنترل و حکمرانی سرمایه‌گذار خطرپذیر می‌تواند از طریق نماینده سرمایه‌گذار در هیئت‌مدیره صورت گرفته و عملاً در برنامه‌ریزی‌ها و کنترل‌های شرکت نوآفرین مداخله‌ای نداشته باشد و با کنترل و حکمرانی مشابه شرکت‌های هلدینگ از طریق نظام برنامه‌ریزی و کنترل و براساس قالب‌های مدون و زمان‌بندی شده صورت گیرد. در پیشینه تحقیق حاضر پرداختن به رویکرد کلان سرمایه‌گذار خطرپذیر در کنترل و حکمرانی و تأثیر آن بر نحوه تعاملات با شرکت‌های نوآفرین، کمتر مورد توجه قرار گرفته است.

به خود نشان نداده و همچنین به دنبال برگزاری جلسات منظم کنترل عملکرد به صورت از پیش تعیین شده و برنامه‌ریزی شده، نبوده است. بنابراین بخش قابل توجهی از امورات مورد نظر خود را از طریق نماینده حاضر در هیئت‌مدیره دنبال 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 فرایندهای منظم برنامه‌ریزی استراتژیک سالانه و از طریق برگزاری جلسات منظم و ساختار یافته ماهانه و بررسی عملکرد این شرکت‌ها، اهداف و شاخص‌های کلیدی عملکرد مورد توافق با شرکت‌های نوآفرین را بررسی کند. این جلسات ماهانه به شرکت‌های نوآفرین کمک می‌کند تا به راحتی مسائل و چالش‌های خود را با سرمایه‌گذار خطرپذیر Y مطرح کنند 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 هلدینگ‌هاست 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 هریک 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

جدول ۸. سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر Y در شرکت نوآفرین L

سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه‌شونده	نقل قول مصاحبه‌شونده
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 L نقش مهمی در کاهش ریسک‌های شرکت به‌خصوص در ابتدای راه داشتیم. از طرفی در حوزه جذب و آموزش منابع انسانی کلیدی شرکت L و ارائه مشاوره‌های فنی و عملیاتی در حوزه‌های مدیریت محصول و بازاریابی دیجیتال کمک مؤثری به پیشبرد اهداف شرکت کردیم.
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 مؤثر شد. از طرفی با برگزاری جلسات منظم ارزیابی عملکرد و ارائه بازخوردهای راهگشا در قالب برنامه‌های مشخص ماهانه، ۳ ماهه، ۶ ماهه و سالانه در تعیین مسیر دقیق حرکت شرکت مؤثر واقع شد.

مجوزهای قانونی و بهبود روابط و شبکه‌سازی اثربخش آن‌ها بوده است. از طرفی سرمایه‌گذار خطرپذیر Y که مجموعه کاملاً خصوصی بوده است تمرکز اصلی خود را بر سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی با جهت‌گیری داخلی گذاشته است. به‌نحوی که جذب و آموزش منابع انسانی کلیدی و ارائه مشاوره‌های تخصصی و عملیاتی از مهم‌ترین

نکته سوم ماهیت شبه‌دولتی بودن سرمایه‌گذار خطرپذیر X است که به جهت‌گیری خارجی سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی این سرمایه‌گذار خطرپذیر منجر شده است. به‌نحوی که در نمونه‌های موردبررسی بیشترین خلق ارزش غیرمالی این مؤسسه برای شرکت‌های نوآفرین خود، ارتقای وجهت قانونی آن‌ها، تسهیل و تسریع در اخذ

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

سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی مستخرج از مصاحبه‌ها	کد مصاحبه‌شونده	نقل قول مصاحبه‌شونده
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 هیئت‌مدیره 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 ۲ زمینه از ما حمایت کرد. همچنین سرمایه‌گذار Y از طریق شبکه مشاوران خود در حوزه‌های عملیاتی از جمله تأمین، لجستیک و بازاریابی به ما خیلی کمک کرد.

تخصصی و همچنین ارائه مشاوره در حوزه‌های رهبری و مسائل کلان مدیریتی برای شرکت‌های نوآفرین وابسته به خود ارزش خلق کرده است و این امر به ارزش‌آفرینی مؤثر برای شرکت‌های نوآفرین این سرمایه‌گذار منجر شده است.

در خصوص مقایسه نتایج این پژوهش با پژوهش‌های قبلی باید اشاره کرد که برخلاف پژوهش‌های پیشین که به‌صورت پراکنده و جزئی به مقوله خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر پرداخته‌اند، در پژوهش حاضر پس از مرور پیشینه مرتبط با این حوزه، ابتدا با یک نگاه کل‌نگر و دقیق به مقوله ارزش‌آفرینی غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر پرداخته شد و ۷ سازوکار خلق ارزش غیرمالی با ۲ رویکرد خارجی و داخلی به‌عنوان چارچوب تحقیق شناسایی و طراحی شد. براساس مرور پیشینه، در تحقیقات پیشین فعالیت‌های ارزش‌آفرینی سرمایه‌گذاران خطرپذیر با نگاه جامع و دوسویه با شرکت‌های نوآفرین وابسته به آن‌ها مفهوم‌سازی نشده است که از نوآوری‌های تحقیق حاضر محسوب می‌شود. از طرفی در مطالعات و پژوهش‌های صورت‌گرفته در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در کشور کمتر به نقش‌هایی فراتر از تأمین‌کننده منابع مالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین پرداخته شده است.

در ادامه براساس یافته‌های تحقیق پیشنهادات مدیریتی و سیاستی برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر و مؤسسين شرکت‌های نوآفرین و سیاست‌گذاران مربوط به این حوزه و همچنین محدودیت‌های تحقیق حاضر و پیشنهادات جهت تحقیقات آتی ارائه می‌شود.

سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی این سرمایه‌گذار خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین خود بوده است.

در تحقیق حاضر با روش مطالعه موردی، به بررسی سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی توسط ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر در ۶ سرمایه‌گذاری خطرپذیر انجام‌شده توسط آنان در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ پرداخته شد. نتایج نشان می‌دهد هر ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر در ارزش‌آفرینی برای شرکت‌های نوآفرین خود از طریق ارائه مشاوره‌های عمومی کسب‌وکار (شرکت‌داری، حقوقی و مالیاتی)، تقویت هیئت‌مدیره و تعیین اهداف استراتژیک مؤثر بوده‌اند و ریسک‌های مرتبط با این حوزه‌ها را در شرکت‌ها نوآفرین کاهش داده‌اند.

سرمایه‌گذار خطرپذیر X در سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی با جهت‌گیری خارجی موفق‌تر عمل کرده و هم در توسعه ارتباط شرکت‌های نوآفرین وابسته به خود با نهادهای حاکمیتی، هم در تسریع فرایند اخذ مجورهای قانونی برای این شرکت‌ها و از طرفی توسعه ارتباط با سایر سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در دوره‌های بعدی برای این شرکت‌ها ارزش‌آفرینی کرده است. از دلایل مهم موفقیت سرمایه‌گذار خطرپذیر X در ارزش‌آفرینی برای شرکت‌های نوآفرین وابسته به خود، علاوه بر توانمندی در مشروعیت‌بخشی و شبکه‌سازی برای این شرکت‌ها، نیازمندی مبرم این شرکت‌ها به این نوع ارزش‌آفرینی و تقاضا از سرمایه‌گذار خطرپذیر X برای این نوع حمایت بوده است.

سرمایه‌گذار خطرپذیر Y سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی با جهت‌گیری داخلی عملکرد بهتری داشته است. به نحوی که در حوزه‌هایی مانند جذب و آموزش نیروی انسانی کلیدی، مشاوره در حوزه‌های

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

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

تأمین بخشی از نیازهای مالی آن‌ها از این طریق، باید توجه داشت این نوع سرمایه‌گذاری با منافع و ریسک‌هایی برای طرفین همراه است و به دلیل ارتباط نزدیک شرکت‌های نوآفرین با سرمایه‌گذاران

از نظر کارآفرینان و مؤسسان شرکت‌های نوآفرین، انتخاب سرمایه‌گذار خطرپذیر، تصمیم بسیار مهم و سرنوشت‌ساز با آثار و تبعات بلندمدت و قابل توجه برای کسب‌وکار آن‌ها به شمار می‌رود و با وجود

عملکرد شرکت‌های نوآفرین بهتر عمل می‌کنند. از طرفی این سرمایه‌گذاران می‌توانند با بهره‌گیری درست از سازوکارهای خلق ارزش غیرمالي، ریسک اخلاقی شرکت‌های نوآفرین را کاهش داده و از بروز رفتارهای غیرهمکارانه و یا عدم تمایل برای دستیابی به اهداف از سوی این شرکت‌ها جلوگیری کنند.

شرکت‌های نوآفرین وابسته به هریک از این سرمایه‌گذاران نیز علاوه بر توجه به توانمندی و سابقه سرمایه‌گذار خطرپذیر خود در انتخاب به‌عنوان سهام‌دار، در طول تعامل با سرمایه‌گذار می‌بایست 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 پیشگیری کنند.

برساس 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 براساس مصاحبه‌های صورت‌گرفته 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 ارزش‌آفرینی سرمایه‌گذاری خطرپذیر برای شرکت‌های نوآفرین در حمایت‌های مالی و تأمین مالی خلاصه نمی‌شود و این نوع سرمایه‌گذاران مجموعه‌ای از فعالیت‌ها با هدف خلق ارزش غیرمالي برای شرکت‌های نوآفرین بعد از دوره سرمایه‌گذاری انجام می‌دهند. بنابراین

خطرپذیر، می‌تواند مزایا و ریسک‌هایی را به‌طور هم‌زمان به همراه داشته باشد. سرمایه‌گذاران خطرپذیر به‌طور فعالانه در امور شرکت‌های نوآفرین مشارکت می‌کنند و معمولاً یک کرسی از هیئت‌مدیره را در اختیار می‌گیرند تا بتوانند مسیر ارزش‌آفرینی و جهت‌دهی به امور شرکت‌های نوآفرین در جهت منافع موردنظر خود را هموارتر کنند. بنابراین درحالی‌که برخورداری از ارتباط نزدیک و تنگاتنگ با یک سرمایه‌گذار خطرپذیر برای یک شرکت نوآفرین، زمینه دسترسی به منابع ارزشمند و موردنیاز را فراهم می‌کند، احتمال بروز برخی تعارضات بین منافع طرفین نیز وجود خواهد داشت و لازم است هم سرمایه‌گذار خطرپذیر و هم شرکت نوآفرین با نگاه فراتر از تأمین منابع مالی به سایر نیازمندی‌ها و اهداف غیرمالي و استراتژیک درگیر در این نوع سرمایه‌گذاری توجه جدی کنند و براساس یک استراتژی مشخص و شفاف و تعیین دقیق انتظارات از بروز تعارضات بعد از سرمایه‌گذاری جلوگیری کنند. همان‌طور که در خصوص ۲ سرمایه‌گذار مذکور بیان شد هر سرمایه‌گذار خطرپذیر با توجه به ماهیت و توانمندی‌های خود در بخشی از سازوکارهای خلق ارزش غیرمالي مؤثرتر عمل می‌کند و این مهم باید توسط مؤسسين 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 قرار گیرد.

سرمایه‌گذاران خطرپذیر از طریق سازوکارهای خلق ارزش غیرمالي و بهبود تعاملات با شرکت‌های نوآفرین کمتر دچار ارزیابی اشتباه درباره توانمندی و شایستگی شرکت نوآفرین شده و در دستیابی به اهداف و انتظارات از پیش تعیین‌شده و نحوه کنترل

اقتصاد دانش‌بنیان کمک جدی کند. این امر در کشورهای توسعه‌یافته به شکل طبیعی شکل گرفته و بخش خصوصی نقش پررنگی در کنار دولت در توسعه صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر بازی می‌کند.

حمایت از شرکت‌های نوآفرین در عرضه عمومی سهام: یکی از مهم‌ترین مراحل بلوغ شرکت‌ها نوآفرین عرضه کردن عمومی سهام این شرکت‌ها جهت ورود سرمایه به شرکت و دره‌ایت برخوردار شدن همه سهام‌داران و سرمایه‌گذاران از منافع اقتصادی عرضه کردن عمومی سهام است. در حال حاضر فضای حاکم بر بورس کشور و نوسانات متعدد این بازار نه تنها رغبت لازم برای حضور شرکت‌های نوآفرین را سلب کرده، بلکه وجود قوانین و الزامات دست‌وپاگیر و سخت‌گیرانه، مسیر دستیابی شرکت‌های نوآفرین به منافع اقتصادی حاصل از عرضه عمومی سهام را با مشکل مواجه کرده است. از مهم‌ترین دستاوردهای سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر، بهبود عملکرد همه‌جانبه شرکت‌های نوآفرین و کمک به این شرکت‌ها در ارزش‌گذاری بالاتر هنگام عرضه عمومی سهام است. بنابراین تسهیل قوانین و الزامات عرضه عمومی سهام برای شرکت‌های نوآفرین و هدف‌گذاری این شیوه تأمین سرمایه برای تعامل بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین از مهم‌ترین پیشنهادات برای نهادهای حاکمیتی و سیاست‌گذار در کشور می‌تواند باشد.

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

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 مؤثر 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 زمینه‌سازی برای ایجاد مدل‌های همکاری و روابط همکارانه متقابل بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر به جهت تأمین 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 کند.

حمایت از بخش خصوصی جهت مشارکت بیشتر در سرمایه‌گذاری خطرپذیر: مهم‌ترین مخاطب سرمایه‌گذاری خطرپذیر در اکثریت کشورهای توسعه‌یافته، بخش خصوصی واقعی است. بنابراین توجه جدی دولت و قانون‌گذاران به بخش خصوصی، رفع چالش‌ها و مشکلات آن‌ها برای حضور در این صنعت و توسعه فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و همچنین تشویق و ترغیب این بخش به حضور و مشارکت فعال در اکوسیستم نوآوری کشور و حمایت همه‌جانبه مالی و غیرمالی از شرکت‌های نوآفرین می‌تواند به اشتغال‌زایی، توسعه فناوری و نوآوری در صنایع بزرگ کشور و تحقق

جدول ۱۱. تعداد سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی به کار گرفته‌شده 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
	برگزاری گردهمایی‌های رسمی و غیررسمی داخلی، ارتباطات درون‌سازمانی	۳	۳
تقویت هیئت‌مدیره	انتصاب اعضای حرفه‌ای و باتجربه در هیئت‌مدیره	۳	۱
	توسعه روابط از طریق هیئت‌مدیره، توسعه شبکه ارتباطی	۳	۱
	انتقال تجارب به مدیران، جهت‌گیری‌های کلان شرکت	۳	۱
کنترل و حکمرانی	جلسات ارزیابی عملکرد، پایش مستمر و منظم عملکرد، ارائه بازخورد در خصوص عملکرد	-	۳
	جهت‌گیری‌های استراتژیک، تعیین اهداف کلان، تعیین شاخص‌های کلیدی عملکرد	-	۳
	ارائه بازخوردهای لازم از طریق هیئت‌مدیره، ارتباطات دو طرفه از طریق هیئت‌مدیره	۳	-
مشاوره و راهنمایی	مشاوره‌های حقوقی، مشاوره‌های مالیاتی، مشاوره‌های اداری و شرکت‌داری	۳	۳
	مشاوره‌های کارآفرینی، مشاوره‌های مدیریتی و رهبری	۲	۳
جذب و آموزش منابع انسانی	جذب نیروهای کلیدی، ارتباط با شبکه‌های تخصصی جذب	-	۳
	برگزاری دوره‌های آموزشی تخصصی	-	۳
مشاوره‌های تخصصی و عملیاتی	مشاوره مدیریت محصول، مشاوره تأمین و لجستیک، مشاوره بازاریابی دیجیتال، مشاوره عقد قرارداد با مشتریان	۱	۳

باید توجه داشت 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 سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی اثر قابل‌توجهی دارد و پیشنهاد می‌شود در

نبودند. باتوجه‌به این مطلب که تحقیق حاضر بر ۲ سرمایه‌گذار خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین وابسته به آن‌ها تمرکز کرد، نتایج نیز توصیف‌کننده وضعیت سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی در محدوده تحقیق خواهند بود و نمی‌توان یافته‌ها را به‌طور کامل به دیگر سرمایه‌گذاران خطرپذیر تعمیم داد.

تحقیقات آتی نقش این عوامل به‌عنوان عوامل تقویت‌کننده یا محدودکننده این سازوکارها 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 سازوکارهای خلق ارزش غیرمالی مؤثر است و پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی به تفکیک ماهیت این نوع سرمایه‌گذاران، به بررسی سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی پرداخته شود.

ملاحظات اخلاقی

پیروی از اصول اخلاق پژوهش

تمامی اصول اخلاقی در این پژوهش رعایت شده‌اند.

حامی مالی

این مقاله حامی مالی نداشته‌اند.

مشارکت‌نویسندگان

تمامی نویسندگان به یک اندازه در نگارش مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع

بنابر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

منابع فارسی

- احسنی زاده، س.، پیشوایی، م. س.، و کریمی، ا. ع. (۱۳۹۵). رتبه‌بندی طرح‌های کسب و کار سرمایه‌گذاری خطرپذیر با روش تحلیل پوششی داده‌ها-مورد مطالعه: یک شرکت سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایرانی. *مدیریت نوآوری*، ۵(۲)، ۸۷-۱۰۸.
- حیدری، م.، و محمدی، پ. (۱۳۹۶). مسائل کارگزاری در سرمایه‌گذاری خطرپذیر و راهکارهای رفع آنها در مراحل مختلف رشد شرکت‌های نوآور در ایران. *مدیریت نوآوری*، ۳(۳)، ۱۱۳-۱۴۰.
- درخشان، ش.، و محمدی، پ. (۱۳۹۳). اولویت بندی عوامل اثرگذار بر ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر. *مدیریت نوآوری*، ۳(۴)، ۱۳۱-۱۵۲.
- دهقانی عشرت آباد، م.، البدوی، ا.، سپهری، م.، و حسین زاده کاشان، ع. (۱۳۹۹). ارزش‌گذاری کسب‌وکارهای نوپا در دور اول تأمین مالی خطرپذیر با در نظر گرفتن اختیارات حقیقی قبل و بعد از تجاری‌سازی. *مدیریت نوآوری*، ۹(۲)، ۱۷۵-۱۵۱.
- کریمی صدر، م. ر.، و بنیادی نائینی، ع. (۱۳۹۵). انتخاب سبد حوزه‌های کسب و کاری برای یک صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایرانی. *مدیریت نوآوری*، ۵(۳)، ۱۱۷-۱۴۲.
- انجمن صنفی کارفرمایی صندوق‌ها و نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور. (۱۴۰۰). گزارش عملکرد اعضای انجمن سرمایه‌گذاری خطرپذیر کشور در سال ۱۴۰۰.
- قربانی، و.، و فقیهی، ا. ح. (۱۴۰۰). رابطه بین سیاست‌های دولتی با مدیریت دانش در شرکت‌های دانش بنیان و دارای فناوری پیشرفته. *مطالعات راهبردی سیاست‌گذاری عمومی*، ۱۱(۳۹)، ۳۷۹-۳۵۲.
- هشدار، ف.، سلطانی، ب.، فصیحی، س. ف.، و تشکری، ن. (۱۳۹۸). ارائه مدل بهبود یافته دسته‌بندی شرکت‌های دانش‌بنیان در ایران. *مطالعات راهبردی سیاست‌گذاری عمومی*، ۹(۳۰)، ۲۳۳-۲۱۵.

References

- Auken, H. E. V. (2005). A model of small firm capital acquisition decisions. *The International Entrepreneurship and Management Journal*, 1(3), 335-352. [DOI:10.1007/s11365-005-2599-z]
- Ahsanizadeh, S., Pishvae, M. S., & Karimi, A. A. (2016). [Ranking venture capital business plans by data development analysis method: A case study of an Iranian venture capital company (Persian)]. *Innovation Management Journal*, 5(2), 87-108. [Link]
- Barg, J. A., Drobetz, W., & Momtaz, P. P. (2021). Valuing start-up firms: A reverse-engineering approach for fair-value multiples from venture capital transactions. *Finance Research Letters*, 43, 102008. [DOI:10.1016/j.frl.2021.102008]
- Iliev, P., & Lowry, M. (2020). Venturing beyond the IPO: Financing of newly public firms by venture capitalists. *The Journal of Finance*, 75(3), 1527-1577. [DOI:10.1111/jofi.12879]
- Barry, C. B., & Mihov, V. T. (2013). Debt financing, venture capital, and the performance of initial public offerings. *Journal of Banking & Finance*, 58, 144-165. [DOI:10.1016/j.jbankfin.2015.04.001]
- Bernstein, S., Korteweg, A., & Laws, K. (2017). Attracting early stage investors: Evidence from a randomized field experiment. *The Journal of Finance*, 72(2), 509-538. [DOI:10.1111/jofi.12470]
- Bessler, W., & Seim, M. (2012). The performance of venture-backed IPOs in Europe. *Venture Capital*, 14(4), 215-239. [DOI:10.1080/13691066.2012.702447]
- Bottazzi, L., Da Rin, M., Van Ours, J. C., & Berglöf, E. (2002). Venture capital in Europe and the financing of innovative companies. *Economic Policy*, 17(34), 229-270. [DOI:10.1111/1468-0327.00088]
- Stuart, T. E., Hoang, H., & Hybels, R. C. (1999). Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures. *Administrative Science Quarterly*, 44(2), 315-349. [DOI:10.2307/2666998]
- Chemmanur, T. J., Krishnan, K., & Nandy, D. K. (2011). How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface. *The Review of Financial Studies*, 24(12), 4037-4090. [DOI:10.1093/rfs/hhr096]
- Colombo, M. G., Adda, D. D., & Pirelli, L. H. (2016). The participation of new technology-based firms in EU-funded R&D partnerships: The role of venture capital. *Research Policy*, 45(2), 361-375. [DOI:10.1016/j.respol.2015.10.011]
- 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. [DOI:10.2307/3650880]
- Cumming, D., & Johan, S. (2010). Venture capital investment duration. *Journal of Small Business Management*, 48(2), 228-257. [DOI:10.1111/j.1540-627X.2010.00293.x]
- De Bettignies, J. E. (2010). Banks versus venture capital in the financing of new ventures. In D. J. Cumming (Ed.), *Venture capital: Investment strategies, structures and Policies* (pp. 31-50). Hoboken: John Wiley & Sons. [DOI:10.1002/9781118266908.ch3]
- De Clercq, D., & Manigart, S. (2007). The venture capital post-investment phase: opening the black box of investment. In H. Landstrom (Ed.), *Handbook of research on venture capital* (pp. 193-206). Massachusetts: Edward Elgar Publishing Limited. [DOI:10.4337/9781847208781.00015]
- Dehghani Eshrat Abad, M., Albadvi, A., Sepehri, M., & Hossein Zadekashan, A. (2020). [Startup valuation in the first round of venture financing by considering real options before and after commercialization (Persian)]. *Innovation Management Journal*, 9(2), 151-175. [Link]
- Denis, D. J. (2004). Entrepreneurial finance: An overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10(2), 301-26. [DOI:10.1016/S0929-1199(03)00059-2]
- Derakhshan, S., & Mohammadi, P. (2015). [The prioritization of criteria affecting the evaluation of venture capital projects (Persian)]. *Innovation Management Journal*, 3(4), 131-152. [Link]
- Guo, D., & Jiang, K. (2013). Venture capital investment and the performance of entrepreneurial firms: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 22, 375-395. [DOI:10.1016/j.jcorpfin.2013.07.001]
- Ehrlich, S. B., De Noble, A. F., Moore, T., & Weaver, R. R. (1994). After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing*, 9(1), 67-82. [DOI:10.1016/0883-9026(94)90027-2]

- Feng, X., Chan, K. C., & Lo, Y. L. (2018). Are venture capitalist-backed IPOs more innovative? Evidence from an emerging market. *The North American Journal of Economics and Finance*, 51, 100839. [DOI:10.1016/j.najef.2018.08.022]
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (1999). *The venture capital cycle*. Cambridge: MIT Press. [Link]
- Gorman, M., & Sahlman, W. A. (1989). What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing* 4(4), 231-248. [DOI:10.1016/0883-9026(89)90014-1]
- Ghorbani, V., & Faghihi, A. (2021). [Relationship between public policies with knowledge management in knowledge based & high technology companies (Persian)]. *Strategic Studies of public policy*, 11(39), 352-379. [Link]
- Hellmann, T., & Puri, M. (2000). The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *The Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984. [DOI:10.1093/rfs/13.4.959]
- Hellmann, T. F., & Puri, M. (2000). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *Sauder School of Business Working Paper*, 1-44. [DOI:10.2139/ssrn.243149]
- Heidari Soureshjani, M., & Mohammadi, P. (2017). [Mitigating agency problems in venture capital contracting in different stage of Iranian entrepreneurial firms growth (Persian)]. *Innovation Management Journal*, 6(3), 113-140. [Link]
- Hoshdar, F., Soltani, B., Fassihi, S., & Tashkori, N. (2019). [Provide an improved model for classifying knowledge-based firms in Iran (Persian)]. *Strategic Studies of Public Policy*, 9(30), 215-233. [Link]
- Hsu, D. H. (2006). Venture capitalists and cooperative start-up commercialization strategy. *Management Science* 52(2), 204-219. [DOI:10.1287/mnsc.1050.0480]
- Iranian Venture Capital Association (IRVC Association). (2021). [Report on the performance of the members of the Venture Investment Association of the country in 2021 (Persian)]. Retrieved from: [Link]
- Jarillo, J. C. (1989). Entrepreneurship and growth: The strategic use of external resources. *Journal of Business Venturing* 4(2), 133-147. [DOI:10.1016/0883-9026(89)90027-X]
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, Agency costs and capital structures. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [DOI:10.1016/0304-405X(76)90026-X]
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2003). Venture capitalists as economic principles. *NBER Reporter*, 3, 22-5. [Link]
- Karimisadr, M. R., & Bonyadi Naeni, A. (2016). [Business sector portfolio selection for an Iranian venture capital fund (Persian)]. *Innovation Management Journal*, 5(3), 117-142. [Link]
- Lam, S. S. (1991). Venture capital financing: A conceptual framework. *Journal of Business Finance & Accounting*, 18(2), 138-149. [DOI:10.1111/j.1468-5957.1991.tb00585.x]
- Landström, H. (2007). Pioneers in venture capital research. In H. Landström (Ed.), *Handbook of research on venture capital* (pp. 3-65). Massachusetts: Edward Elgar Publishing. [DOI:10.4337/9781847208781.00008]
- Large, D., & Muegge, S. (2008). Venture capitalists' non-financial value-added: An evaluation of the evidence and implications for research. *Venture Capital*, 10(1), 21-53. [DOI:10.1080/13691060701605488]
- Lindsey, L. (2008). Blurring firm boundaries: The role of venture capital in strategic alliances. *The Journal of Finance* 63(3), 1137-68. [DOI:10.1111/j.1540-6261.2008.01354.x]
- Lee, H. S. (2017). Peer networks in venture capital. *Journal of Empirical Finance*, 41, 19-30. [DOI:10.1016/j.jempfin.2016.12.006]
- Lerner, J., & Nanda, R. (2020). Venture capital's role in financing innovation. *Journal of Economic Perspectives*. 34(3), 237-261. [DOI:10.1257/jep.34.3.237]
- Li, H., Terjesen, S., & Umans, T. (2020). Corporate governance in entrepreneurial firms: A systematic review and research agenda. *Small Business Economics* volume, 54(1), 43-74. [DOI:10.1007/s11187-018-0118-1]
- Lockett, A., Wright, M., Burrows, A., Scholes, L., & Paton, D. (2008). The export intensity of venture capital backed companies. *Small Business Economics*, 31(1), 39-58. [DOI:10.1007/s11187-008-9109-y]
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2021). *Venture capital & the finance of innovation*. New York: Wiley. [Link]

- MacMillan, I. C., Kulow, D. M., & Khoylian, R. (1988). Venture capitalists' involvement in their investments: Extent and Performance. *Journal of Business Venturing* 4(1), 27-47. [DOI:10.1016/0883-9026(89)90032-3]
- Milosevic, M. (2018). Skills or networks? Success and fund raising determinants in a low performing venture capital market. *Research Policy*, 47(1), 49-60. [DOI:10.1016/j.respol.2017.09.009]
- Nahata, R. (2008). Venture capital reputation and investment performance. *Journal of Financial Economics*, 90(2), 127-151. [DOI:10.1016/j.jfineco.2007.11.008]
- Okpala, K. E. (2012). Venture capital and the emergence and development of entrepreneurship: A focus on employment generation and poverty alleviation in Lagos state. *International Business and Management*, 5(2), 134-141. [Link]
- Proksch, D., Stranz, W., Röhr, N., Ernst, C., Pinkwart A., & Schefczyk, M. (2016). Value-adding activities of venture capital companies: A content analysis of investor's original documents in Germany. *Journal of Venture Capital*, 19(3), 129-146. [DOI:10.1080/13691066.2016.1242573]
- Rosenbusch, N., Brinckmann, J., & Müller, V. (2013). 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* 28(3), 335-353. [DOI:10.1016/j.jbusvent.2012.04.002]
- Sapienza, H. J. (1992). When do venture capitalists add value? *Journal of Business Venturing* 7(1), 9-27. [DOI:10.1016/0883-9026(92)90032-M]
- Sapienza, H. J., Manigart, S., & Vermeir, W. (1996). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11(6), 439-469. [DOI:10.1016/S0883-9026(96)00052-3]
- Yang, D., Hu, X., Wu, B., & Xie, Z. (2018). Do better-networked venture capital firms always enjoy higher investment performance? The contingent role of China's institutional changes. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(4), 759-780. [DOI:10.1080/1540496X.2018.1485096]
- Yin, R. K. (2014). *Case study research and applications: design and methods*. Los Angeles: Sage Publications. [Link]
- Zacharakis, A., & Sheperd, D. (2007). The pre-investment process: Venture capitalists' decision policies. In H. Landstrom (Ed.), *Handbook of research on venture capital* (pp. 177-192). Massachusetts: Edward Elgar Publishing Limited. [DOI:10.4337/9781847208781.00014]
- Zhang, J., Jiang, J., & Noorderhaven, N. (2019). Is certification an effective legitimacy strategy for foreign firms in emerging markets? *International Business Review*, 28(2), 252-267. [DOI:10.1016/j.ibusrev.2018.09.003]

پیوست ۱. اطلاعات مربوط به مصاحبه‌ها برای گردآوری داده

کد مصاحبه‌شونده	سمت مصاحبه‌شونده	نام مصاحبه‌شونده	شرکت نوافرین	سرمایه‌گذار خطرپذیر
G1	مدیرعامل و مؤسس	محمد آشتیانی	قسطا	
F1	مدیرعامل و مؤسس	محمد صادق‌پور	فرست کوئست	
A1	مدیرعامل و مؤسس	آقای آقایا	با سلام	
X1	معاون سرمایه‌گذاری	آقای موسوی		مؤسسه دانش‌بنیان برکت
X2	معاون مالی	آقای ایثاری‌نیا		ستاد مؤسسه دانش‌بنیان
X3	مشاور	آقای مظاهری		برکت
X4	مشاور	آقای بذرافشان		
S1	مدیرعامل و مؤسس	آقای راسخ	سلام سینما	
J1	مدیرعامل و مؤسس	آقای آیت	سنجاق	
M1	هم‌بنیان‌گذار	آقای مسکین	مامان‌پز	
Y1	معاون سرمایه‌گذاری	آقای کاظمیان		رهنما ونچرز
Y2	مشاور	آقای کلانتری		
Y3	مشاور	آقای کاظمی		ستاد رهنما ونچرز
Y4	مشاور	آقای قرائی		

پیوست ۲. پروتکل مصاحبه مورداستفاده در تحقیق

پروتکل مصاحبه تحقیق با عنوان: چارچوب خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر در شرکت‌های نوافرین (مطالعه چندموردی)

نام و نام خانوادگی مصاحبه‌شونده:

میزان تحصیلات:

رشته‌ی تحصیلی:

سمت فعلی:

سازمان:

سمت‌های پیشین:

دسته مخاطب (طبق دسته‌بندی زیر):

ارتباط با خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر از بین دسته‌های سه‌گانه مخاطبین:

مخاطبین بالقوه مصاحبه‌ها:

- الف) معاونین، مدیران ارشد و مشاوران سرمایه‌گذاران خطرپذیر
 ب) مدیران عامل، هم‌بنیان‌گذار، اعضای هیئت‌مدیره و مدیران ارشد شرکت‌های نوآفرین
 ج) اساتید دانشگاه، محققین و مشاوران دارای مطالعه و سابقه اجرایی و پژوهشی

سؤالات:

۱. لطفاً خودتان را معرفی بفرمایید؟ (سوابق تحصیلی و حرفه‌ای؛ و ارتباط شما با خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر در شرکت‌های نوآفرین تا امروز و به‌طور کلی تعامل بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوآفرین چه بوده است؟)
۲. ارتباط شما با سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر و نیز عوامل مؤثر بر این سازوکارها را بفرمایید؟ (طبق جدول زیر)

نوع مکانیسم‌های خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذار خطرپذیر برای شرکت نوآفرین					
جهت‌گیری داخلی			جهت‌گیری خارجی		
مشاوره‌های تخصصی و عملیاتی	مشاوره، راهنمایی و مربیگری	جذب و آموزش منابع انسانی	کنترل و حکمرانی	تقویت هیئت‌مدیره	شبکه‌سازی اثربخش

برای هر بخش مصاحبه‌شونده باید به سؤالات به‌صورت مجزا پاسخ دهد و یا در جلسه‌های مصاحبه مستقل (بنا به مقدمات مصاحبه‌شونده) به طرح سؤالات دیگر سازوکارهای خلق ارزش‌های غیرمالی و عوامل مؤثر بر آن پرداخته شود

۳. آیا در نهایت به نظر شما سازوکار خلق ارزش منجر به بهبود وضعیت اولیه شرکت‌های نوآفرین شده است؟ آیا نیاز به تغییرات دیگری برای دستیابی به وضعیت مطلوب در شرکت‌های نوآفرین موردنظر شما (همراه با ذکر وضعیت مطلوب) وجود دارد؟ آن‌ها را ذکر بفرمایید.

(۴) باتوجه به تجارب جناب‌عالی چه فرد / افراد دیگری برای مصاحبه در موضوعات و زیرموضوعات خلق ارزش‌های غیرمالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر (ارائه‌شده ذیل سؤال ۲) پیشنهاد می‌کنید؟

موضوع اصلی	زیرموضوعات مرتبط	نام و نام خانوادگی افراد پیشنهادی به همراه نقش آن‌ها در موضوع / زیرموضوعات
------------	------------------	--

تاریخ و ساعت (مدت زمان: آغاز و پایان) مصاحبه:

