



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال چهارم / شماره پانزدهم / پاییز ۱۳۹۴

مطالعه تطبیقی ابزارهای مالی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در بانکهای تجاری کشور

محمد ابراهیم پورزرندی

دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی، گروه مدیریت صنعتی، تهران، ایران
Pourzarandi@yahoo.com,

مجید شهریاری

دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی، گروه مدیریت صنعتی، تهران، ایران
Shahriarimajid@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۴/۱/۱۹ تاریخ پذیرش: ۹۴/۳/۲۲

چکیده

سرمایه‌گذاری خطرپذیر از موضوعات با اهمیت در حوزه تأمین مالی بانک‌ها و موسسات مالی بوده که به جهت عدم انطباق با الگوهای رایج تأمین مالی و نیز عدم اطمینان موجود در وضعیت آتی سرمایه‌گذاری، چالش‌های بسیاری را به همراه داشته است. بدین ترتیب ورود به این حوزه که به صورت روزمره به جذابیت آن افزوده می‌شود از یکسو و نبود امکان تحلیل شرایط این نوع از سرمایه‌گذاری و ریسک بالا از سوی دیگر، لزوم مطالعات گسترده و هدفمند را در این حوزه ضروری می‌نماید. بر این اساس پرداختن به این مقوله در سال‌های اخیر ضمن ارائه رویکردها و ابزارهای نوین، شرایط را برای حضور سرمایه‌گذاران تسهیل نموده است. این در حالی است که در بانک‌های داخل کشور، همچنان امکان بررسی‌های بیشتر و توسعه مطالعات فعلی با هدف بهبود جایگاه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در پرتفوی بانک‌ها ضروری می‌نماید. مطالعه حاضر ضمن مروری بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر در بازارهای جهانی، امکان بکارگیری یکی از رایج‌ترین ابزارهای آنرا در داخل کشور مورد بررسی قرار داده و رویکرد تطبیقی را پیشنهاد خواهد نمود.

واژه‌های کلیدی: بانک تجاری، تأمین مالی خطرپذیر، ابزار مالی نوین، مطالعه تطبیقی.

۱- مقدمه

سرمایه‌گذاری خطرپذیر به نوع خاصی از موسسات مالی اطلاق می‌شود که به تأمین مالی پروژه‌های توأم با نوآوری، که در آن روشهای فعلی بانکداری حضور نخواهند یافت، خواهند پرداخت. تمرکز اصلی سرمایه‌گذاری خطرپذیر بر شرکت‌هایی است که در مراحل معرفی و توسعه محصولات و خدمات خود که عمدتاً موارد تکنولوژی بالا و یا مطالعات تحقیق و توسعه را در بر می‌گیرد و یا سایر شرکت‌های در ابعاد کوچک و متوسط که در مراحل بعدی توسعه محصول و خدمت خود قرار دارند، می‌باشد. عمده منابع این موسسات خطرپذیر از طریق نهادهای دولتی، اشخاص خصوصی که تمایل به حمایت از این موسسات دارند و یا سایر موسساتی که تمایل به مشارکت در طرح‌های معرفی شده دارند، تأمین می‌گردد.

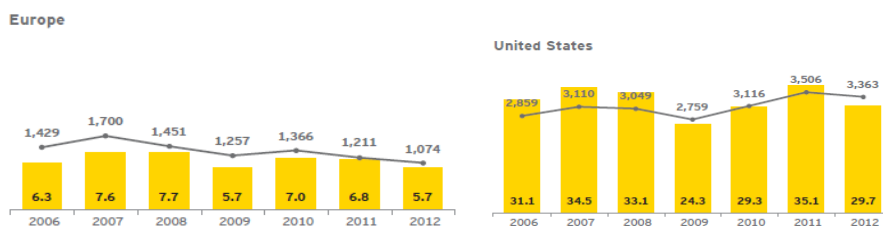
سرمایه‌گذاری خطرپذیر به دنبال فراهم‌سازی منابع بلندمدت و با قابلیت مشارکت در تعهدات را برای رشد و توسعه شرکت‌های تازه تأسیس و یا کوچک و متوسط می‌باشد. این نوع سرمایه‌گذاری اساساً دارای ریسک بالایی بوده و برگشت‌پذیری آن قابل تضمین نخواهد بود. در این راستا موسسات سرمایه‌گذار به دنبال دستیابی به کمترین میزان ریسک در میان پروژه‌های موجود می‌باشند. مطالعات نشان می‌دهند که این موسسات سرمایه‌گذار به دلیل ماهیت ریسکی خود از متخصصین برتر این حوزه بهره‌گرفته و با انجام مطالعات دقیق‌تر نسبت به اعطای وام اقدام می‌کنند و در عین حال از میزان سودآوری بیشتری نسبت به موسسات با فعالیت مشابه برخوردارند (پذیرش ریسک بیشتر با کسب سود بیشتر همراه است).

منابع اعطایی به شرکت‌های حوزه خطرپذیر از آنجا که زمینه رشد ایشان را فراهم نموده و در بازار رقابتی می‌تواند یک مزیت رقابتی محسوب گردد، می‌تواند در بهبود کسب و کار ایشان مفید واقع گردد. البته لازم به ذکر است که سایر شرکت‌های با حجم‌داری بالا و نیز گردش نقدی مثبت نیز ممکن است در زمره مشتریان منابع خطرپذیر قرار بگیرند که از جمله این کاربردها می‌توان به سرمایه‌گذاری لازم برای ورود به یک بازار جدید، تولید و بهبود محصول و خدمات فعلی و موارد مشابه اشاره کرد. نکته مهم در این خصوص را می‌توان در تطابق حداکثری منابع خطرپذیر و مرحله توسعه یافتگی شرکت دانست. شرکت‌هایی که در مراحل اولیه عمر محصول بوده و فاقد هرگونه تجربه لازم در زمینه فعالیت خود می‌باشند، لازم است تا به سراغ افراد خطرپذیر و یا موسسات سرمایه‌گذاری خطرپذیر که تمایل به سرمایه‌گذاری در این شرایط خاص را دارند بروند؛ از سوی دیگر شرکت‌هایی که در مراحل نهایی توسعه محصول قرار دارند، بدون در نظرگیری تجربیات خود می‌توانند به بانک‌های تأمین‌کننده سرمایه مراجعه نمایند.

با مروری بر آمارهای منتشره در حوزه تأمین مالی شرکت‌های خطرپذیر، موارد زیر قابل ذکر هستند:

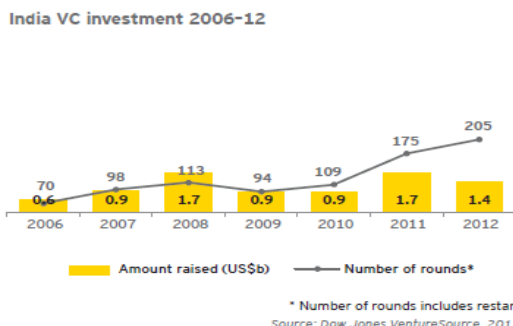
الف) صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در سی سال اخیر از رشد قابل ملاحظه‌ای برخوردار بوده است. به عنوان نمونه در ۱۹۸۰ میزان این سرمایه‌گذاری‌های در منطقه آمریکا ۶۱۰ میلیون دلار بوده است که این مبلغ در سال ۱۹۹۰ به ۲,۳ میلیارد دلار و در سال ۲۰۱۰ به ۳۰ میلیارد دلار رسیده است. این در حالی است که از سال ۲۰۰۰، به طور متوسط سالیانه ۲۰۰ شرکت فعال در این حوزه تأسیس شده‌اند.

ب) روند رو به رشد سرمایه‌گذاری خطرپذیر پیش از سال ۲۰۱۲، شاهد کاهش حجم در این سال بوده است (نمودار ۱)؛ بدین ترتیب که در منطقه آمریکا و اروپا تا ۱۵٪ افت را در این حوزه ملاحظه می‌شود. بروز بحران‌های مالی و پدیدار شدن شرایط نامطمئن اقتصادی و تغییر در قوانین و مقررات همچون مالیات را می‌توان از جمله مهم‌ترین دلایل این کاهش برشمرد.



نمودار ۱: روند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در مناطق آمریکا، اروپا

در مقابل و با مروری بر عملکرد کشور هند در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر (نمودار ۲)، افزایش حجم آنرا شاهد بوده ایم (البته با توجه به کاهش حجم هر یک از موارد سرمایه‌گذاری، حجم کل آن نیز با کاهش روبرو بوده است). گسترش فناوری‌های نوین با تأکید بر نیازهای مصرف‌کنندگان و بهبود جایگاه اقتصادی این کشور را می‌توان از جمله دلایل این رشد دانست.



نمودار ۲: روند سرمایه‌گذاری خطرپذیر منطقه هند

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در سال‌های اخیر تأمین مالی جمعی^۱، یک نوآوری در حوزه تأمین منابع مالی بوده است که در آن تأمین مالی یک شرکت با فروش بخش کوچکی از حقوق صاحبان سهام به تعداد زیادی سرمایه‌گذار صورت می‌گیرد. در حقیقت این نوع تأمین مالی، نوع جدیدی از بانکداری سرمایه‌گذاری است که به سرمایه‌گذاران خرد اجازه می‌دهد تا سهم کمی را در یک شرکت خریداری نمایند؛ به عبارت دیگر این امکان را برای سرمایه‌گذاران خرد

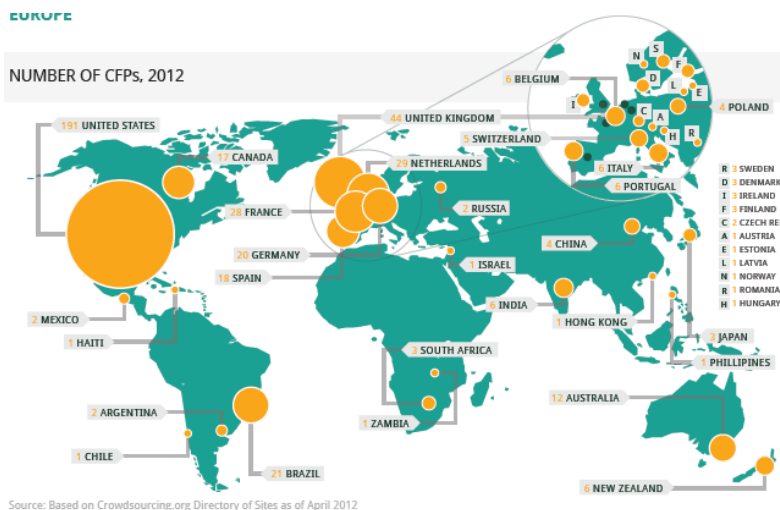
فراهم می‌سازد تا یک سرمایه‌گذار خطرپذیر باشند. این نوع سرمایه‌گذاری با شکل‌گیری یک اجتماع همراه می‌باشد که حال حاضر شبکه‌های اجتماعی نقش مهمی را در آن ایفا می‌کنند (نمودار ۳).



نمودار ۳: یک ساختار موفق در تأمین مالی جمعی

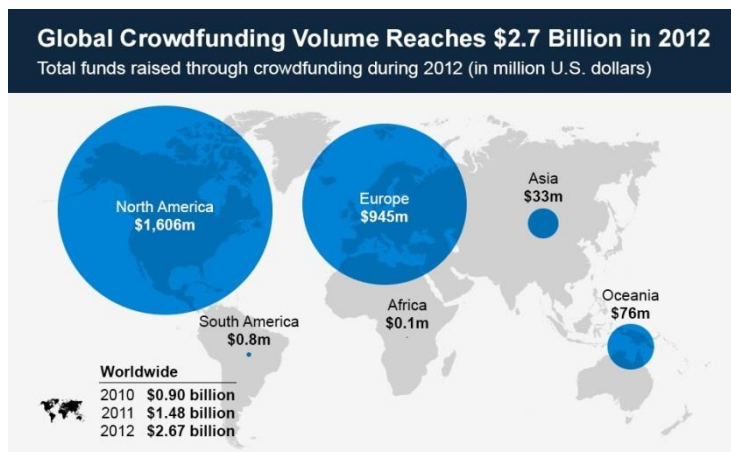
تأمین مالی جمعی در کنار سایر روش‌های متنوع تأمین مالی همچون وام و سرمایه‌گذاری خطرپذیر، روشی مکمل را در تأمین مالی کسب و کارهایی که در آغاز راه قرار دارند و یا افرادی که دارای ایده‌های کسب و کار هستند، فراهم می‌سازد. این روش، شرایط ورود ایشان را به بازار از طریق سرمایه‌گذاری‌های خرد که تماماً از سوی افراد و به صورت داوطلبانه بوده است را فراهم می‌سازد. بدین ترتیب می‌توان اساس این روش را بر صداقت مبتنی دانست، چرا که علیرغم سرمایه‌گذاری در فاز ابتدایی طرح، نتایج آن تا مراحل پایانی اجرا نهایی نمی‌شود. در این روش، لازم است تا در ابتدا افراد ایده‌های کسب و کار خود را مطرح نمایند؛ در ادامه نیازمندی این پروژه به منابع مالی به اطلاع عموم رسیده و با استفاده از روش‌هایی چون شبکه‌های جمعی اطلاع‌رسانی می‌شود. در ادامه برای جمع‌آوری منابع هدفگذاری شده و برای این موضوع زمان معینی نیز تعیین می‌گردد. اگر در موعد معین میزان منابع تأمین نشود، کل افراد سرمایه‌های خود را بازپس خواهند گرفت (اصل همه یا هیچ کس).

در پایان سال ۲۰۱۲ بیش از ۴۵۰ جمعیت جهت تأمین مالی در سراسر جهان فعال بوده که بخش عمده‌ای از آن در آمریکای شمالی و اروپا واقع داشته‌اند (نمودار ۴).



نمودار ۴. موقعیت جغرافیایی اجتماعات تأمین مالی در رویکرد تأمین مالی جمعی

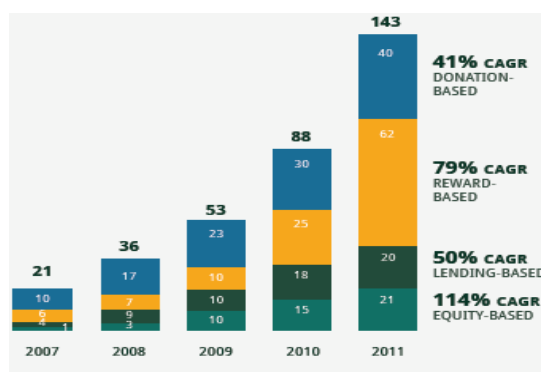
در این سال، حجم کل تأمین منابع مالی از این روش به حدود ۲,۷ میلیارد دلار بالغ گردیده است که نحوه توزیع آن در نمودار ۵ ذیل قابل مشاهده است:



نمودار ۵. توزیع جغرافیایی تأمین مالی در رویکرد تأمین مالی جمعی

انواع روش های تأمین مالی جمعی برحسب عواید حاصل برای سرمایه گذاران به حالات مختلفی چون بدون کسب عواید مالی (همراه با و یا بدون پاداش غیرمالی)، به عنوان مالک بخشی از شرکت و نیز کسب عایدی مالی

مطابق با نرخ سود تعیین شده تقسیم می‌گردد. در سال‌های اخیر و با در نظرگیری ۱۴۳ مورد از جمعیت تأمین مالی، تأمین مالی جمعی با دریافت پاداش غیر مالی بیشترین حجم را داشته و حالت مالکیت از بیشترین رشد برخوردار بوده است (نمودار ۶).



نمودار ۶. انواع روشهای تأمین مالی جمعی بر حسب عواید

اهمیت قابل توجه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در توسعه شرکت‌های نوپا و نیز با حجم کوچک و متوسط منجر به پدیدار شدن حجم بالایی از مطالعات و پژوهش در این حوزه گردیده است (مواردی چون سالمان (۱۹۹۰)، گومپرز و لرنر (۲۰۰۱)، گومپرز (۲۰۰۷)، کاپلان و استرومبرگ (۲۰۰۹)، متریک و یاسودا (۲۰۱۱)، کر و ناند (۲۰۱۱)) که از زوایای متفاوتی چون بهبود روش‌های سرمایه‌گذاری، مطالعات آماری در حوزه بخش‌های قابل سرمایه‌گذاری و نیز نحوه اثرگذاری این نوع از سرمایه‌گذاری بوده است.

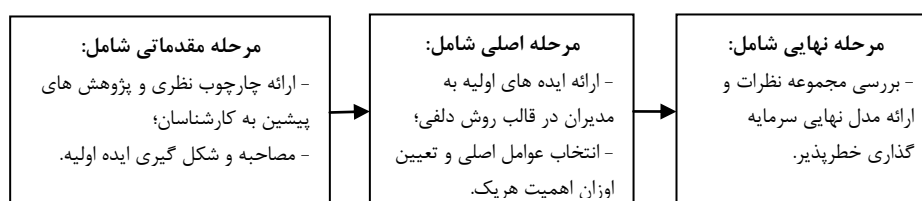
در مقایسه میزان استفاده از منابع خطرپذیر نسبت به سایر منابع از سوی شرکت‌های نوپا، پوری و زاروتسکی (۲۰۱۱) بر مبنای آمارهای منطقه آمریکا دریافتند که در دوره ۲۵ ساله ۱۹۸۱ تا ۲۰۰۵ تنها ۰,۱۱٪ این شرکت‌ها از منابع خطرپذیر استفاده کرده‌اند که این درصد در دوره ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۰ به ۰,۲۲٪ رسیده است. همچنین بر اساس مطالعه برگر و ادلا (۱۹۹۸) در خصوص شرکت‌های با کسب و کار کوچک، تنها ۲٪ افزایش سرمایه‌ها از محل سرمایه‌گذاری خطرپذیر بوده است. از سوی دیگر و در تقابل منابع خطرپذیر با منابع حاصل از بانک‌ها، دی‌بتیگنی و براندر (۲۰۰۷) بر اثرگذاری بهتر سرمایه‌گذاری خطرپذیر نسبت به منابع بانکی پس از سرمایه‌گذاری تأکید داشته‌اند که البته ادا (۲۰۰۴) بر اثرگذاری بیشتر آن پیش از سرمایه‌گذاری با این استدلال که بانک‌ها بر ارائه تسهیلات در قبال وثایق اصرار دارند که این امر از سوی شرکت‌های نوپا امکان‌پذیر نمی‌باشد، اشاره داشته است.

براندر و همکاران (۲۰۱۱) با مطالعه ارتباط میان اثرگذاری عملکرد یک موسسه سرمایه‌گذار و محل تأمین آن در خلال سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۸ دریافتند که تأمین این منابع از سوی دولت نقش اثرگذاری در عملکرد این موسسات داشته است. در این حالت موسسات با محل تأمین منابع مختلط دولتی و غیردولتی از نرخ سرمایه

گذاری بالاتری نسبت به موسسات تنها با حمایت بخش غیردولتی برخوردار بوده‌اند؛ این امر را می‌توان به میزان منابع در دسترس بالاتر ایشان نسبت داد. این در حالی است که موسسات با حمایت صرف دولتی نیز از نرخ سرمایه‌گذاری پایینی برخوردار بوده‌اند. براندر و همکاران (۲۰۱۰) دریافتند که موسسات سرمایه‌گذار با حامیان دولتی از موسسات مشابه با حامیان ترکیب دولتی و غیردولتی عملکرد پایین‌تری را از خود نشان داده‌اند.

۴- روش شناسی پژوهش

بر مبنای آنچه در بخش‌های پیشین بدان اشاره گردید، این مطالعه به دنبال انجام یک مطالعه تطبیقی به منظور امکان‌پایه‌سازی رویکرد‌های نوین تأمین مالی خطرپذیر همچون تأمین مالی جمعی در بانک‌های تجاری کشور می‌باشد. بدین ترتیب ضمن انجام مصاحبه‌هایی با برخی از کارشناسان بانکی در حوزه مسائل اعتباری و مالی، چارچوب اولیه‌ای از شرایط و مسائل پیرامون موضوع و نیز راهکارهای پیشنهادی حاصل گردید. در ادامه و با بکارگیری روش دلفی، ایده‌های ارائه شده از سوی کارشناسان، توسط مدیران اعتباری و مالی بانک‌های موردنظر مورد قضاوت و نهایی‌سازی قرار گرفته است. شکل ۱، روش شناسی پژوهش حاضر را نمایش می‌دهد:



شکل ۱- روش شناسی پژوهش

۵- یافته‌های پژوهش: مطالعه تطبیقی تأمین مالی جمعی در بانک‌های تجاری ایران

در این بخش ضمن مرور بر بخش‌های اصلی در الگوی تأمین مالی جمعی، امکان‌اجرایی نمودن آن در بانک‌های تجاری داخل کشور به عنوان یک ابزار نوین در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر مورد بررسی قرار خواهد گرفت:

(۱) شناخت ایده‌های نو و نحوه کارشناسی آنها

اولین بخش از مراحل بکارگیری این ابزار استقرار یک سیستم مناسب جهت جستجو و بررسی ایده‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری خطرپذیر است. در حال حاضر سیستم بانکی کشور به ندرت به دنبال ورود به این بخش بوده و اساساً مواجهه با محدودیت منابع مالی و کارشناسی، تنها بررسی طرح‌های مطابق با عرف نظام بانکی را که بروز ریسک عملیاتی را علاوه بر سایر ریسک‌های مرتبط را به همراه دارد، فراهم

می‌سازد. در این راستا فرد کارآفرین ضمن مراجعه به سیستم بانکی و طرح کسب و کار خود که مبتنی بر یک ایده و بدون تجربیات عینی و مستند بوده و وثایق مطمئنی را نیز برای تضمین تسهیلات بانکی به همراه ندارد، عملاً شانس برای دریافت تسهیلات ندارد. به نظر میرسد راهکار این بخش را می‌توان در تخصیص بخشی از بدنه کارشناسی بانک به افراد خیره حوزه صنعت و نیز اساتید دانشگاه‌ها در قالب یک کمیته تخصصی دانست که علاوه بر امکان شناخت و معرفی ایده‌های نو در حوزه صنعت و دانشگاه، امکان کارشناسی و تعیین تکلیف آنها را نیز در اختیار دارند.

۲) طراحی راهکارهای تأمین مالی

با نگاهی به ساختار ترازنامه بانک‌ها، عمده روش‌های تأمین مالی در سیستم بانکی کشور مبتنی بر جمع‌آوری منابع از محل سپرده‌های مردمی و سپس تخصیص آن به طرح‌های سرمایه‌گذاری کارشناسی شده و سودمند می‌باشد. بدیهی است که با توجه به پرداخت سود از سوی بانک به صاحبان سپرده، اعطای تسهیلات با امکان بازپرداخت کم و نیز با هدف حمایت از شرکت‌های نوپا و بدون تجربیات کافی از اولویت‌های اصلی ایشان نخواهند بود. در این حالت بازهم شانس برای افراد کارآفرین و صاحبان ایده وجود نخواهد داشت. در این زمینه ورود سازمان‌های دولتی با رسالت حمایت از شرکت‌های نوپا و نیز افراد دارای کسب و کار پر رونق در حوزه مربوطه، می‌تواند راهگشا باشد. بر این اساس بانک می‌تواند به طراحی مکانیزم موثری برای هدایت منابع به سوی افراد موردنظر اقدام نماید.

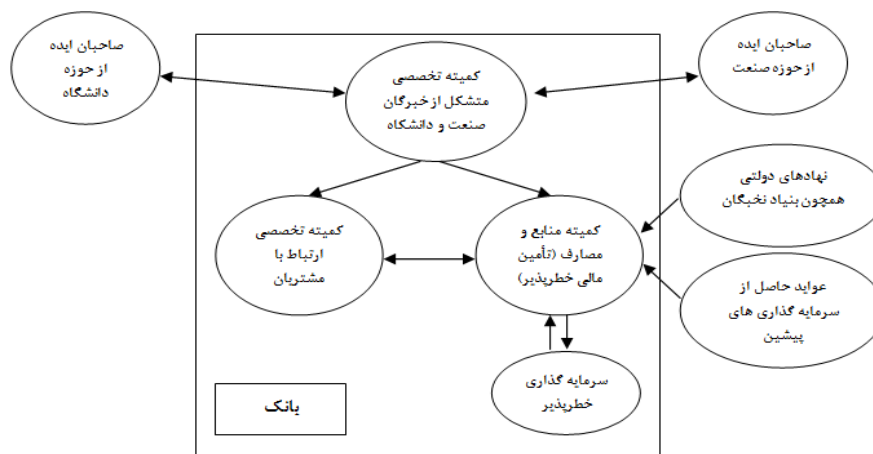
۳) برقراری کانال‌های ارتباطی مناسب

لزوم معرفی طرح سرمایه‌گذاری خطرپذیر به افراد دارای کسب و کارهای موفق از دیگر موارد قابل اهمیت می‌باشد. در این زمینه و با توجه به محدودیت امکانات صاحبان ایده، بانک می‌تواند با در دست داشتن ابزارهای متفاوت ارتباطی خود نقش مهمی ایفا نماید. طراحی بانک‌های اطلاعات در هر یک حوزه‌های صنعت و مدیریت ارتباط با مشتریان علاقمند به سرمایه‌گذاری خطرپذیر از جمله این اقدامات می‌باشند.

۴) راهبردهای نظارتی

وجود امکان کارشناسی دقیق در بسیاری از طرح‌های سرمایه‌گذاری قابل ارائه به بانک‌ها و نیز اخذ وثایق مطمئن، برقراری راهبردهای نظارتی از سوی برخی بانک‌ها را به امری تشریفاتی تبدیل نموده است. این در حالی است که در طرح‌های خطرپذیر و به دلیل نبود هیچ‌یک از دو امکان فوق، لزوم طراحی و استمرار بر یک رویکرد نظارتی مطمئن ضروری می‌نماید. در صورت برقراری یک سیستم نظارت مناسب، علاوه بر افزایش امکان بازپرداخت تسهیلات، هدایت و به ثمر رساندن ایده‌موردنظر از سوی کارشناسان خیره بانک نیز قابل دسترسی خواهد بود.

با عنایت به موارد یاد شده، مدل سرمایه‌گذاری خطرپذیر در بانک‌های کشور به صورت زیر پیشنهاد می‌گردد:



شکل ۲. مدل پیشنهادی تأمین مالی جمعی در بانک های کشور

۶- نتیجه گیری و بحث

همچنان که اشاره گردید، سرمایه‌گذاری خطرپذیر از حوزه‌های تأمین مالی در حال گسترش بوده که مواجهه با ریسک‌های بالا در آن از یکسو و نیز عواید سرشار آن برای شرکت‌های نوپا که امکان بهره‌گیری از تسهیلات بانکی را در اختیار ندارند از سوی دیگر، انجام مطالعات در این زمینه را جذاب نموده است. در این راستا و علیرغم پدیدار شدن فضاهای مناسب سرمایه‌گذاری با رویکرد خطرپذیر در بخش‌های مختلف جهان همچون اروپا و آمریکا، در بانک‌های ایران همچنان امکان توسعه وجود دارد. دلیل این امر را می‌توان به محدودیت‌های متفاوتی چون کمبود منابع مالی و نیز عدم تجهیز نیروی انسانی متبحر در این حوزه نسبت داد که اعطای تسهیلات به صاحبان ایده و مشتریان کارآفرین را عملاً ناممکن می‌سازد.

بدین ترتیب مطالعه حاضر بر آن است تا ضمن بررسی یکی از رایج‌ترین الگوهای تأمین مالی خطرپذیر که در بسیاری از کشورها مورد استفاده بوده، امکان بکارگیری آنرا در داخل کشور مورد بررسی قرار دهد. در این راستا ضمن برشمردن محدودیت‌های موجود در این مسیر، تلاش داشته است تا با ارائه یک ساختار متفاوت در درون ساختار اعتباری بانک‌ها، به رفع کاستی‌های ساختار فعلی بپردازد. در ادامه بانک با استفاده از ابزارهای ارتباطی خود که در مدیریت امور مشتریان مستقر می‌باشد، زمینه تعامل میان مشتریان فعال در حوزه مربوطه که تمایل به سرمایه‌گذاری در ایده مطرح شده را دارند فراهم نموده و در عین حال امکان تأمین منابع مالی موردنیاز از سایر دستگاه‌های ذیربط نیز جستجو می‌گردد. در نهایت نیز کمیته‌های تخصصی مالی مربوط به سرمایه‌گذاری خطرپذیر با در اختیار قرار دادن منابع لازم در طرح پیشنهادی، ضمن مدیریت و نظارت بر نحوه پیشبرد آن، به جمع‌آوری عواید و تسهیم آن در میان سرمایه‌گذاران اقدام خواهد نمود.

فهرست منابع

- * Brander, J., Du, Q., & Hellmann, T. (2012). The effects of government-sponsored venture capital: international evidence. Unpublished working paper.
- * Brander, J., Du, Q., & Hellmann, T. (2010). Governments as venture capitalists: striking the right balance. In: Globalization of Alternative Investments, Volume 3: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010. World Economic Forum.
- * Berger, A., & Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22, 613
- * Bloomfield, S. (2008), *Venture Capital Funding: Second Edition*, Kogan Page Limited.
- * Crowdfunding, LLC (2012), *Crowdfunding Industry Report*.
- * Deutsche Bank Research (2013), *Crowdfunding, An alternative source of funding with potential*.
- * Da Rin, M., Hellmann, T., Puri, M. (2010), A survey of venture capital research, Forthcoming in George Constantinides, Milton Harris, and René Stulz (eds) *Handbook of the Economics of Finance*, vol 2, Amsterdam, North Holland
- * de Bettignies, J.-E., & Brander, J. (2007). Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital. *Journal of Business Venturing*, 22, 808 – 832.
- * *Guide to Venture Capital*, Madison Park Group
- * Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15, 145 – 168.
- * Gompers, P. (2007). Venture capital. In E. Eckbo (Ed.), *Handbook of corporate finance*, vol. 1. Amsterdam North-Holland.
- * Kaplan, S., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23, 121 – 146.
- * Kerr, W., & Nanda, R. (2011). Financing constraints and entrepreneurship. In D. Audretsch O. Falck & S. Heblich (Eds.), *Handbook on research on innovation and entrepreneurship*. Cheltenham: Edward Elgar.
- * Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). Venture capital and other private equity: A survey. *European Financial Management*, 17, 619 – 654.
- * Pearce, R., Barnes, S. (2006), *Raising Venture Capital*, Wiley & Sons Ltd.
- * Puri, M., & Zarutskie, R. (in press). On the lifecycle dynamics of venture-capital- and non-venture-capital-financed firms. *Journal of Finance*.
- * Sahlman, W. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27, 473 – 521.
- * Shiller, R. J. (2013), *Capitalism and Financial Innovation*, *Financial Analysts Journal*, Vol. 69.
- * Social Finance, Inc. (2012), *A New Tool for Scaling Impact*.
- * Social Finance, Inc. (2011), *A Technical Guide to Developing Social Impact Bonds*.
- * SocialFinance.ca (2010), *Social Impact Bonds*.
- * Ueda, M. (2004). Banks versus venture capital: Project evaluation, screening, and expropriation. *Journal of Finance*, 59, 601 – 621.
- * http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=344&Itemid=103
- * <http://www.statista.com/topics/1283/crowdfunding/chart/1034/funds-raised-through-crowdfunding-in-2012>

یادداشت‌ها

¹ Crowd Funding