

واکاوری تأثیر اکتساب اطلاعات و تخصص مدیریت بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه با نقش میانجی استراتژی‌های

جسورانه

محمدرضا رادفر^۱، منصوره علیقلی^۲

چکیده:

یکی از صنایع نوین که در سال‌های اخیر انقلاب عظیمی در حوزه حمایت از طرح‌های نوآورانه، شرکت‌های نوپا و کارآفرینان ایجاد کرده، صنعت سرمایه‌گذاری جسورانه است. در کشور ما نیز با عنایت به گسترش فرهنگ کارآفرینی و افزایش شرکت‌های دانش‌بنیان در سال‌های اخیر، لزوم توجه هر چه بیشتر به این صنعت و ارتقای عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه محسوس است. این پژوهش با هدف تبیین تأثیر اکتساب اطلاعات و تخصص مدیریت بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه با نقش میانجی استراتژی‌های جسورانه صورت پذیرفته است. روش پژوهش بر مبنای هدف کاربردی و بر مبنای اجرا توصیفی پیمایشی بوده و جامعه آماری شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه می‌باشد. برای جمع‌آوری اطلاعات از پرسشنامه و برای بررسی فرضیه‌های پژوهش از مدل‌سازی معادلات ساختاری استفاده شده و نتایج حاکی از آن است که اکتساب اطلاعات و تخصص مدیریت بر استراتژی‌های جسورانه و عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه تأثیر دارند. همچنین مشاهده گردید که استراتژی‌های جسورانه در تأثیر اکتساب اطلاعات و تخصص مدیریت بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه نقش میانجی دارد. در نهایت پیشنهادات کاربردی ارائه شده است.

واژگان کلیدی: سرمایه‌گذاری جسورانه، کارآفرینی، اکتساب اطلاعات، تخصص مدیریت، استراتژی‌های جسورانه

طبقه‌بندی JEL : M12, D80, L26, G24

۱- مقدمه

فرآیند مبتکرانه در پایان قرن هجدهم، پس از انقلاب صنعتی اول آغاز شد و تا امروز ادامه پیدا کرده و اکنون مهمترین ویژگی منحصر به فرد رشد اقتصادی و اجتماعی جهانی است که در آن زندگی می‌کنیم. با آغاز انقلاب صنعتی، گستره وسیعی از ایده‌های نوآورانه در فناوری برای محصولات جدید ارائه شده است؛ محصولات، خدمات و فناوری‌های تولیدی جدیدی ظهور کرده‌اند و سبک زندگی مردم در جهان را تغییر داده‌اند. بدین ترتیب حتی خطوط روی نقشه نیز تحت تأثیر فرآیند مبتکرانه قرار گرفتند و این جریان تأثیر پذیری همچنان ادامه دارد (آگمون و شوگرن^۳، ۱۳۹۶). فلسفه کسب و کار نوپا و مبتکرانه، به دنبال حذف امور بی‌فایده و افزایش فعالیت‌های ارزش آفرین در ساخت محصول یا خدمت است، به گونه‌ای که بتوانند بدون نیاز به سرمایه‌گذاری کلان بیرونی، محصولی بی‌نقص و با شانس موفقیت بیشتری داشته باشند (پاکرو^۴، ۲۰۲۰). برای راه‌اندازی یک کسب و کار نوپا، ابتدا باید ایده اصلی شکل بگیرد. ایده گاهی از تغییرات محیطی مانند ایجاد قوانین جدید، تصمیم‌گیری‌های دولتی یا تصمیم‌گیری‌هایی در سطح

^۱ گروه مدیریت مالی و حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول). mohamadr.radfar@gmail.com

^۲ گروه مدیریت بازرگانی، واحد تهران مرکز، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. M.aligholi@yahoo.com

^۳ Agmon & Sjogren

^۴ Pakroo

جامعه ایجاد می‌شود که می‌توان از آن به بهترین نحو بهره‌برداری کرد (اونا و همکاران^۱، ۲۰۲۱). البته باید توجه نمود که داشتن ایده تنها یک شروع است. بیش از ۹۸ درصد عامل موفقیت یا عدم موفقیت یک کسب و کار جدید منوط به چگونگی اجرا شدن ایده اولیه و مدیریت ریسک عقلایی و علمی آن می‌باشد (تورچیس^۲، ۲۰۲۱). برای ایجاد، توسعه و رونق یک کسب و کار جدید، مسئله توجیه پذیر بودن اقتصادی و میزان ریسک محیط از اهمیت زیادی برخوردار است (بلومبرگ^۳، ۲۰۲۰). **تأمین مالی همواره یکی از چالش‌های اساسی ایجاد و توسعه کسب و کارهای نوپا بوده؛ از این رو در دهه‌های اخیر، در سطح جهان مؤسسات سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر، فرشتگان کسب و کار، شتاب‌دهندگان و ... به منظور ایجاد راه‌حلی جایگزین برای نهادهای تأمین مالی سنتی نظیر بانک‌ها بکار گرفته شده‌اند که هر کدام برخی از خلأهای موجود تأمین مالی در مراحل مختلف کسب و کارهای کارآفرینانه را مرتفع می‌سازند و در کنار آن به برخی از نیازهای ضروری دیگر در این کسب و کارها نظیر نیاز کارآفرین به مشاوره و کسب تجربیات، نیاز به سرمایه‌های اجتماعی و حتی سرمایه‌های انسانی پاسخ می‌دهند (اسکندری و همکاران، ۱۴۰۰).** سرمایه‌گذاران جسورانه، واسطه‌های مالی هستند که به جذب سرمایه و سرمایه‌گذاری در سبدهای از کسب و کارهای فناورانه و نوآورانه اقدام می‌کنند که دارای مخاطرات بالای اقتصادی است (متوسلی و همکاران، ۱۳۹۶). به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری جسورانه گونه خاصی از تأمین مالی است که با نیازمندی‌های کسب و کارهای نوپا و فناوری محور کاملاً تناسب دارد و مشکل این شرکت‌ها را که به دلیل آینده نامشخص و ریسک بالا، سابقه کم، درآمد منفی و ... شانس کمتری برای دریافت تسهیلات از منابع مالی معمول را دارند، با مشارکت در سهام حل می‌کند (حیدری و محمدی، ۱۳۹۶).

جهان امروز سرشار از عدم اطمینان است؛ پس از بروز پاندمی کووید-۱۹، بسیاری از کسب و کارها در جهان دچار مشکلات جدی شدند. در این میان نه تنها کسب و کارهای نوپا، بلکه بسیاری از شرکت‌های تجاری بزرگ نیز آسیب‌های جدی دیده و حتی با ریسک ورشکستگی مواجه شده‌اند. همین امر لزوم توجه به مقوله کارآفرینی و حمایت از طرح‌های نوآورانه برای شکل‌گیری مجدد کسب و کارها و بهبود اشتغال در فضای متلاطم فعلی را بیش از پیش نمایان می‌سازد؛ بنابراین سرمایه‌گذاری جسورانه به عنوان صنعتی پیشرو و ضرورتی انکار ناپذیر برای رونق مجدد کسب و کار و بهبود وضعیت اقتصاد به ویژه در کشور ما که با چالش‌های مهمی نظیر کاهش نرخ تولید ناخالص داخلی، کاهش ارزش پول ملی، افزایش نرخ بیکاری، تحریم، نرخ پایین صادرات غیر نفتی و ... مواجه است، مطرح می‌شود. شاید تا پیش از سال ۲۰۰۰ میلادی به این صنعت آنچنان که باید توجه شایانی نشده بود اما در طول ۲۰ سال اخیر، نگاه ویژه‌ای به فعالیت‌های کارآفرینانه و صنعت سرمایه‌گذاری جسورانه شده است. با عبور اکثر کشورهای پیشرفته و تراز اول جهان از اقتصاد نفتی، عصر حاضر را می‌توان عصر کارآفرینی و نوآوری های تکنولوژیک دانست و لازمه رشد و شکوفایی کارآفرینی، وجود شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه است. در ایران حدود دو دهه است که شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه به ارائه خدمت به کارآفرینان و شرکت‌های نوپا می‌پردازند؛ اما علی‌رغم اینکه در سال‌های اخیر وضعیت این صنعت در کشور بهبود پیدا کرده، با این وجود همچنان عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه و حجم آن در کشور ما بسیار پایین‌تر از ظرفیت اقتصادی کشور است (رادفر و کریمخانی، ۱۴۰۰). **سازمان‌ها مأموریت‌ها و اهداف متفاوتی دارند که عمدتاً در استراتژی‌های آن‌ها قابل مشاهده است (رحمانیان کوشکی و طاهری، ۱۴۰۳).** بسیاری از تلاش‌های صورت گرفته برای راه اندازی کسب و کار جدید با وجود داشتن ایده‌های بکر، با شکست مواجه می‌شود. امروزه کلید حل مشکل در دست سرمایه‌گذاران جسورانه‌ای است که با تکیه بر تجربه خود و با تقبل مخاطرات قابل محاسبه و یا غیر قابل محاسبه، فعالانه با کارآفرینان همراه شده و با هدف کسب سود، نقاط ضعف آنان (تخصص مدیریتی، اطلاعات بازار و علی‌الخصوص منابع مالی کافی) را پوشش می‌دهند. البته شایان ذکر است ارتقای عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه یکی از چالش‌های پیش روی این صنعت بوده و آمار نشان می‌دهد بیش از یک سوم سرمایه‌گذاری‌های جسورانه در جهان با شکست مواجه می‌شود. در کشور ما در سال‌های اخیر تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه رشد قابل توجهی داشته و از ۱۵ شرکت در سال ۱۳۹۵ به ۴۳ شرکت در سال ۱۳۹۷ و در حال حاضر به ۱۰۵ صندوق پژوهش و فناوری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، صندوق‌های جسورانه، شتاب‌دهنده‌ها و فرشتگان کسب و کار رسیده است؛ در این میان، برخی از شرکت‌ها عملکردی موفقیت‌آمیز داشته‌اند و برخی نیز عملکرد چندان مطلوبی را از خود به جای نگذاشته‌اند؛ لذا ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه امری مهم و حیاتی به شمار رفته و تصمیم‌گیران در این حوزه باید به صورت پیوسته به دنبال راه‌حلی پویا جهت افزایش درصد موفقیت طرح‌ها و کسب بازده بیشتر باشند. اگر به پژوهش‌های صورت گرفته در حوزه سرمایه‌گذاری جسورانه در کشور بنگریم،

¹ Oana et al

² Torchys

³ Blumberg

در می‌یابیم که اکثر این پژوهش‌ها محدود به مدل‌های تصمیم‌گیری در خصوص انتخاب طرح‌های نوآورانه بوده و خلأ تحقیقاتی در خصوص عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه مشهود می‌باشد؛ با عنایت به موارد مطرح شده سؤال اصلی این پژوهش این است که اکتساب اطلاعات و تخصص مدیریت چه تأثیری بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه با نقش میانجی استراتژی‌های جسورانه دارند؟

۲- مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

توسعه کارآفرینی فرآیندی پیچیده، بلندمدت و فراگیر است و امروزه به استراتژیک‌ترین و مهمترین ابزار توسعه اقتصادی جوامع پیشرفته تبدیل شده است (مختارپور و شوری، ۱۴۰۱). در اقتصاد کنونی جهان، استارت‌آپ‌ها و کسب و کارهای نوآورانه نقش بی‌بدیلی در رونق اقتصادی کشورها ایفا می‌کنند، زیرا به واسطه اشتغال‌زایی، کارآفرینی، تولید ثروت به واسطه توسعه فناوری و... رشد اقتصادی را در پی دارند اما حصول این شرایط و تجاری سازی دارایی‌های فکری از مرحله تبدیل ایده به محصول گرفته تا تجاری سازی آن مستلزم دسترسی به منابع مالی مورد نیاز است. البته داشتن سرمایه کافی، شرطی لازم است نه کافی؛ چرا که مدیریت این فرآیند خود مقوله‌ای دیگر است که دانش و تخصص ویژه‌ای را می‌طلبد. بدین ترتیب تأمین مالی توأم با مدیریت فنی، موضوع سرمایه‌گذاری جسورانه است که چارچوب فعالیت آن در قالب صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه صورت می‌گیرد. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاری جسورانه یکی از روش‌های نوین تأمین مالی است که سازوکار عملیاتی آن در قالب صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه صورت می‌گیرد. موضوع این شیوه تأمین مالی، سرمایه‌گذاری بر روی دارایی‌های مبتنی بر ایده‌های نوآورانه و تأمین مالی شرکت‌های سرمایه‌پذیر است (حکمت نیا و همکاران، ۱۴۰۲). با توجه به تحولات صورت گرفته در جهان اقتصاد و حضور در فضای رقابتی، شرکت‌ها ناگزیر به استفاده از روش‌های مناسب در جهت استفاده از امکانات و منابع خود می‌باشند. یکی از مباحث مورد توجه در این زمینه سرمایه‌گذاری است (فرمان آرا، ۱۳۹۷). سرمایه‌گذاری جسورانه با هدف تسهیل در تأسیس شرکت‌های جدید، کمک به شرکت‌هایی که در مرحله توسعه و یا در مرحله افول با مشکلات مالی مواجه شده‌اند، کمک به تحقق ایده‌ها و تولید محصولات مورد نیاز در بازار، تشویق به توسعه پروژه‌های تحقیق و توسعه، ساده‌سازی روند سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی، کمک به توسعه و تسهیل انتقال فناوری‌های جدید، کمک به روند انتقال مالکیت یک شرکت و ارائه سرمایه، دانش و تجربه حرفه‌ای برای کمک به شرکت سرمایه‌گذاری شده برای کسب سود بیشتر و کسب بازده بالا از طریق افزایش ارزش حقوق صاحبان سهام هنگام خروج ایجاد شده است (ترابی و همکاران، ۱۴۰۱). در خصوص نقش حیاتی صنعت سرمایه‌گذاری جسورانه در اقتصاد جهان همین بس که بسیاری از شرکت‌های شناخته شده آمریکا در سه دهه اخیر را ابتدا سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر تأسیس کرده‌اند. اپل، گوگل و مایکروسافت که جزو برترین و بزرگترین شرکت‌های جهان هستند، بیشتر تأمین مالی اولیه خود را از سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر دریافت کرده‌اند. همچنین بسیاری از شرکت‌های مشهور و موفق امروزی نظیر اینتل^۱، هام دپوت^۲ و مدترونیک^۳ شرکت‌هایی هستند که در بدو کار سرمایه مورد نیاز برای فعالیت‌های خود را از طریق شرکت‌های جسورانه دریافت نموده‌اند که خود حاکی از اهمیت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در جهان است. عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه و چرخه عمر این صندوق‌ها شامل پنج مرحله اصلی است. در مرحله اول، وجوهی که شرکت سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر، به آن نیاز دارد را از طریق سرمایه‌گذاران خارجی جمع‌آوری می‌نماید. در این مرحله، سرمایه تنها تعهد گردیده ولی هنوز هیچ‌گونه وجوهی توسط سرمایه‌گذاران پرداخت نشده است. دومین مرحله شامل تأمین منابع سرمایه‌گذاری، بررسی طرح‌های تجاری و تعیین نقطه فروش بهینه هر یک از این شرکت‌ها می‌باشد. نکته مهم این است که در خلال مرحله دوم، صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه نه تنها سودی به دست نمی‌آورد، بلکه در این مرحله صندوق با زیان مواجه می‌شود زیرا صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، ملزم به پرداخت حقوق سالانه کارآفرینان، کارکنان و مدیریت است. در مرحله سوم، فرآیند سرمایه‌گذاری از وجوه حاصله شروع می‌گردد. در این مرحله، سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر ارزیابی و تعیین می‌کند که چه مقدار سرمایه به هر یک از شرکت‌های تازه تأسیس اختصاص یابد. در خلال مرحله چهارم، فعالیت‌های کارآفرینان و سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر به تدریج به نتیجه می‌رسد و به ایجاد سود برای صندوق و شرکای تضامنی ختم می‌گردد. این سودها در ابتدا با میزان حقوق پرداختی به کارآفرینان، کارکنان و مدیریت تهاتر می‌شود و تا زمانی ادامه می‌یابد که ارزش خالص دارایی‌ها در صندوق سرمایه‌گذاری مثبت گردد. در نهایت، آخرین مرحله شامل تصفیه است. در این مرحله، همه سرمایه تعهد شده به صندوق پرداخت گردیده است و اکنون سرمایه‌گذار

¹ Intel

² Home Depot

³ Medtronic

در مرحله برداشت از سرمایه گذاری خود می باشد و هر شرکت پرتفوی یا در بازارهای عمومی طی یک پیشنهاد فروش اوراق بهادار (IPO) به خریداران استراتژیک فروخته می شود و یا طی فرآیند تصفیه ورشکستگی، تصفیه می گردد. سودها نیز بین شرکای با مسئولیت محدود و شرکای تضامنی توزیع خواهد شد. حالا سرمایه گذار جسورانه می تواند حقوق ناشی از سود سهام یا پاداش خود را به دست آورد (زمردیان و همکاران، ۱۴۰۲).

در این بخش از مقاله به بررسی مطالعات پیشین مربوط به موضوع پژوهش پرداخته می شود. در ادامه برخی از مطالعات داخلی و خارجی صورت گرفته در حوزه سرمایه گذاری جسورانه ارائه می گردد.

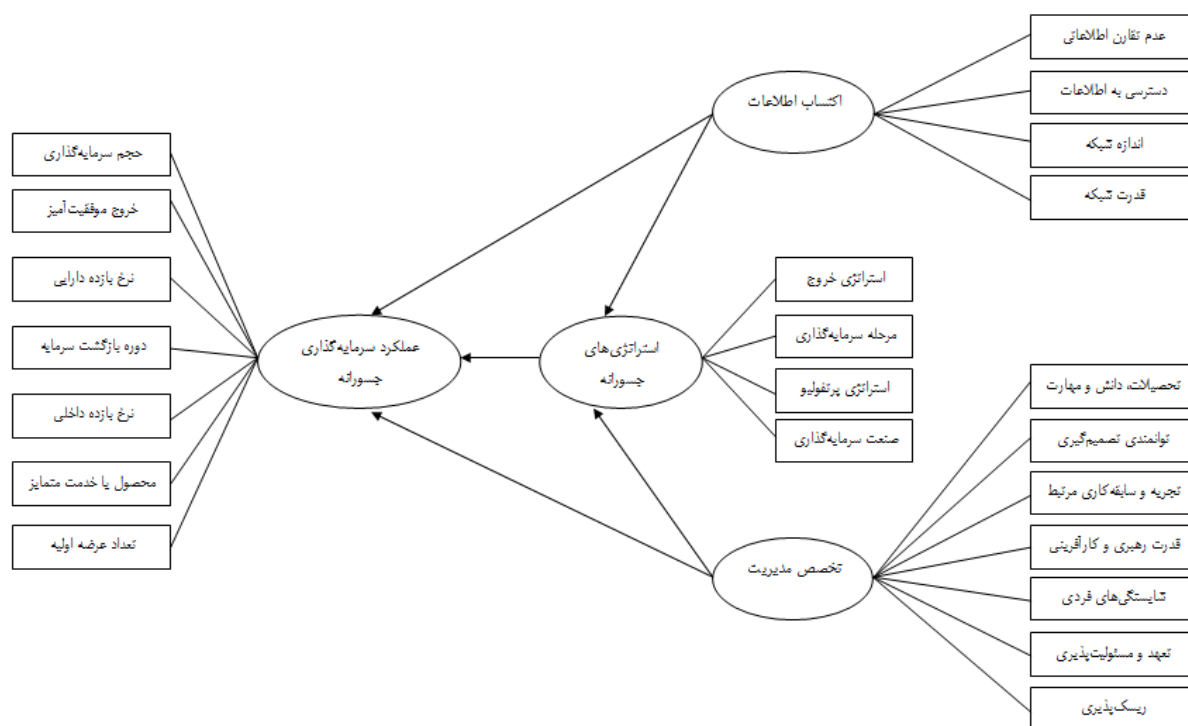
شرفی زاده و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به طراحی مدل راهبردی تصمیم گیری سرمایه گذاران مخاطره پذیر در انتخاب کسب و کارهای نوپا در ایران با تأکید بر دوران تحریم پرداختند. این پژوهش با رویکردی کیفی صورت پذیرفته و برای گردآوری اطلاعات مورد نیاز از مصاحبه های نیمه ساختار یافته و برای تأیید کیفیت داده ها در هنگام اجرای تکنیک دلفی فازی از پرسشنامه استفاده شده است. خبرگان منتوری کارآفرینی فعال در شتاب دهنده های استان تهران، مشارکت کنندگان تحقیق را با نمونه گیری هدفمند تشکیل دادند. یافته ها نشان داده است که مقولات آموزش و پرورش منتوری، عوامل سازمانی و دولتی در بُعد عوامل رسمی و جامعه و فرهنگ منتورپرور و خانواده منتوری در بُعد عوامل غیررسمی به همراه 12 مفهوم، الگوی اکوسیستم پرورش منتور کارآفرینی را تشکیل می دهند. مهری و محمدی (۱۴۰۱) در پژوهشی به ارایه چارچوبی برای طبقه بندی شرکت های سرمایه گذاری خطرپذیر در ایران با استفاده از روش "آلکایر- فوستر" و استخراج ویژگی های مشترک شرکت های برتر پرداختند. با استفاده از نظرات 5 نفر خبره فعال در حوزه سرمایه گذاری خطرپذیر چارچوب طبقه بندی روش آلکایر- فوستر تنظیم و به روش سرشماری به 35 شرکت سرمایه گذاری خطرپذیر موجود در کشور مراجعه و از آمار و اطلاعات ۱۵ شرکت استفاده شده است. بر اساس اطلاعات جمع آوری شده و در چارچوب روش ذکر شده، 4 شرکت در دسته برتر، 7 شرکت در دسته میانه و 4 شرکت نیز در دسته کمتر موفق جای گرفتند. همچنین عوامل مؤثر بر موفقیت شرکت های سرمایه گذاری خطرپذیر نظیر شهرت شرکت، تجربه، اندازه سرمایه، مرحله پروژه، حوزه فعالیت، مجاورت جغرافیایی با شرکت های سرمایه پذیر در شرکت های برتر و کمتر موفق مورد مطالعه قرار گرفتند؛ سپس با روش کانون منفی توافق، وجوه اشتراک در هر دسته و وجوه افتراق بین دو دسته از شرکت ها تبیین شد. نتایج نشان داد که شرکت های برتر مورد بررسی پژوهش، سرمایه جذب شده زیادی دارند. شرکت های مذکور بیشترین سرمایه گذاری را در کسب و کارهای اینترنتی داشته اند و سهم زیادی از سبد سرمایه گذاری خود را به حوزه مشتری از فعالیت ها نظیر فروشگاه های اینترنتی، آموزش، پزشکی و فناوری اطلاعات اختصاص داده اند؛ همچنین سابقه فعالیت زیاد، تعداد سرمایه گذاری زیاد و فاصله کم از شرکت های سرمایه پذیر، از دیگر عوامل مؤثر بر موفقیت شرکت های سرمایه گذاری خطرپذیر برتر شناسایی شد. رادفر و زمردیان (۱۴۰۱) در پژوهشی به طراحی و تبیین مدل بومی تصمیم گیری جهت انتخاب سرمایه گذاری مخاطره پذیر در شرکت های نوپا پرداختند. در این راستا و برای نیل به این هدف، با اتکا بر رویکرد کیفی تحلیل مضمون به جمع آوری داده های کیفی از طریق مصاحبه با خبرگان و شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیر پرداخته شده و سپس مدل بومی تصمیم گیری جهت انتخاب سرمایه گذاری مخاطره پذیر در شرکت های نوپا ارائه گردید. در ادامه در بخش کمی، پرسشنامه ای طراحی و توسط مدیران شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیر تکمیل گردید. برای تجزیه و تحلیل داده های پرسشنامه، از تحلیل عاملی تأییدی استفاده شده و نتایج پژوهش بیانگر این است که تمامی مضامین معرفی شده در این پژوهش شامل ویژگی های مالی، محصول یا خدمت، ویژگی بازار و صنعت، انواع ریسک، تجربه کارآفرین، حقوق مالکیت معنوی، شایستگی های فردی کارآفرین، قابلیت بازاریابی، استراتژی خروج، مسئولیت اجتماعی، قوانین و مقررات، نوآوری، ویژگی های شخصیتی کارآفرین، افق سرمایه گذاری، منش کارآفرین و عدم تقارن اطلاعاتی برای انتخاب سرمایه گذاری مخاطره پذیر در شرکت های نوپا تأثیر دارند.

ژانگ و ژانگ^۱ (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی تجربه شرکت های سرمایه گذاری جسورانه بر موفقیت و عملکرد آنها پرداختند. نتایج این نشان دهنده این است که شرکت های سرمایه گذاری خطرپذیر با تجربه بیشتر در کشور چین، موفقیت بیشتری را کسب کرده اند؛ اما شرکت های سرمایه گذاری خطرپذیر با تجربه خارجی، به علت فاصله فرهنگی از موفقیت کمتر و عملکرد پایین تری برخوردار هستند. دوژاک و دالیا^۲ (۲۰۲۱) در پژوهشی عوامل

¹ Zhang & Zhang

² Dhochak & Doliya

موثر بر فرآیند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در هند را مورد بررسی قرار دادند و نتایج حاکی از آن است که تصمیم سرمایه‌گذاران خطرپذیر صرفاً بر فعالیت‌های کارآفرینانه، محصول و بازار تأکید نمی‌کند و محیط اقتصادی و نظارتی نیز نقش مهمی در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران خطرپذیر ایفا می‌کند. پانسار^۱ (۲۰۱۹) در پژوهشی به شناسایی معیارهای سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه در شرکت‌های نوپای فناوری مالی پرداخت. معیارهای حاصله شامل داشتن استراتژی‌های دفاعی مانند مشارکت و ادغام با بانک‌ها و شرکت‌های بزرگ، سادگی در پیوستن به اکوسیستم مالی در حوزه‌هایی با کمترین مشکل با رگولاتوری و داشتن تیمی با توانمندی‌های چند بُعدی و سرعت عمل در تطبیق با نیازهای بازار بوده است. با توجه به مبانی نظری، پیشینه پژوهش و بررسی‌های صورت گرفته، مدل مفهومی ذیل به عنوان مدل پژوهش مطرح می‌شود.



شکل ۱- مدل مفهومی پژوهش

۳- روش شناسی پژوهش

این پژوهش بر مبنای هدف، کاربردی و از نظر شیوه اجرا، توصیفی پیمایشی است. جامعه آماری شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه بوده و برای جمع‌آوری داده‌ها از پرسشنامه استفاده شده که شامل ۲۲ گویه می‌باشد و شاخص‌های آن با استفاده از مقیاس لیکرت ۵ درجه‌ای نمره‌گذاری گردیده است. در این پرسشنامه اکتساب اطلاعات شامل ۴ گویه، تخصص مدیریت شامل ۷ گویه، استراتژی‌های جسورانه شامل ۴ گویه و عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه نیز شامل ۷ گویه می‌باشند. برای تأیید نسبت روایی محتوا، پرسشنامه بین اساتید دانشگاه توزیع و بر اساس نظرات ۱۰ ارزیاب محاسبه گردید. حداقل CVR قابل قبول برابر با ۰.۶۲ است که نتایج عدد بین ۰.۶۲ تا ۱ را برای همه موارد نشان داد. پس از محاسبه CVI، CVR نیز محاسبه شد و شاخص روایی محتوایی عدد ۰.۹۱ به دست آمد و چون بیش از ۰.۷ است، روایی پرسشنامه تأیید می‌گردد. برای سنجش پایایی از آلفای کرونباخ و پایایی مرکب (CR) استفاده شده و با توجه به جدول ۱ چون مقدار آلفای کرونباخ و پایایی مرکب برای تمامی متغیرها بیش از ۰/۷ است، پایایی پرسشنامه نیز مورد تأیید قرار می‌گیرد. همچنین روایی همگرا زمانی تأیید می‌شود که مقادیر روایی همگرا برای هر متغیر از ۰/۵ بزرگتر باشد؛ همانطور که مشاهده می‌شود روایی همگرا برای تمامی متغیرها از ۰/۵ بزرگتر بوده لذا این مورد نیز تأیید می‌گردد.

جدول ۱- نتایج آلفای کرونباخ، پایایی مرکب و روایی همگرا

| متغیر | ابعاد | تعداد گویه | آلفای کرونباخ | پایایی مرکب | روایی همگرا |
|-----------------------------------|--------------------------|------------|---------------|-------------|-------------|
| اکتساب اطلاعات (InAc) | عدم تقارن اطلاعاتی | ۴ | ۰/۷۶۴ | ۰/۷۷۱ | ۰/۵۲۲ |
| | دسترسی به اطلاعات | | | | |
| | اندازه شبکه | | | | |
| | قدرت شبکه | | | | |
| تخصص مدیریت (MngEx) | تحصیلات، دانش و مهارت | ۷ | ۰/۸۶۳ | ۰/۸۹۰ | ۰/۵۹۱ |
| | توانمندی تصمیم‌گیری | | | | |
| | تجربه و سابقه کاری مرتبط | | | | |
| | قدرت رهبری و کارآفرینی | | | | |
| | شایستگی‌های فردی | | | | |
| | تعهد و مسئولیت‌پذیری | | | | |
| | ریسک‌پذیری | | | | |
| استراتژی‌های جسورانه (VS) | استراتژی خروج | 4 | ۰/۷۸۹ | ۰/۸۰۶ | ۰/۵۳۴ |
| | مرحله سرمایه‌گذاری | | | | |
| | استراتژی پرتفولیو | | | | |
| | صنعت سرمایه‌گذاری | | | | |
| عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه (VCP) | حجم سرمایه‌گذاری | ۷ | ۰/۸۳۶ | ۰/۸۵۵ | ۰/۵۷۷ |
| | خروج موفقیت‌آمیز | | | | |
| | نرخ بازده دارایی | | | | |
| | دوره بازگشت سرمایه | | | | |
| | نرخ بازده داخلی | | | | |
| | محصول یا خدمت متمایز | | | | |
| | تعداد عرضه اولیه | | | | |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴- یافته‌های پژوهش

برای بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف با نرم‌افزار SPSS استفاده شده است. در جدول (۲) نتایج مربوط به این آزمون آورده شده و از آنجا که سطح معناداری از ۰/۰۵ کمتر بوده، لذا توزیع داده‌ها غیر نرمال می‌باشد و برای پاسخ به فرضیه‌های پژوهش از مدل‌سازی معادلات ساختاری با نرم‌افزار اسمارت PLS استفاده می‌گردد.

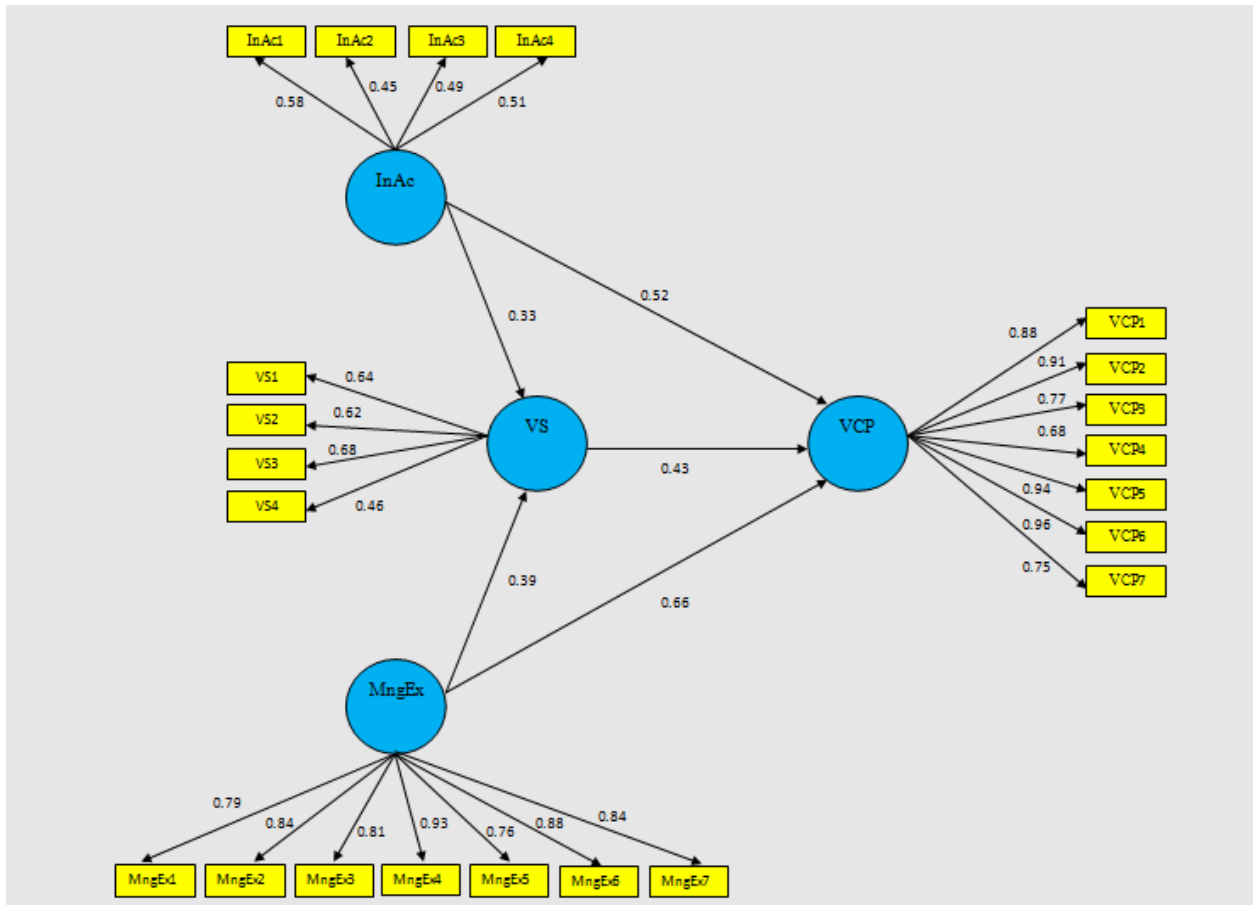
جدول ۲- نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف

| نتیجه آزمون | سطح معناداری (sig) | متغیر |
|------------------------------|--------------------|----------------|
| توزیع داده‌ها غیر نرمال است. | ۰/۰۰۰ | اکتساب اطلاعات |

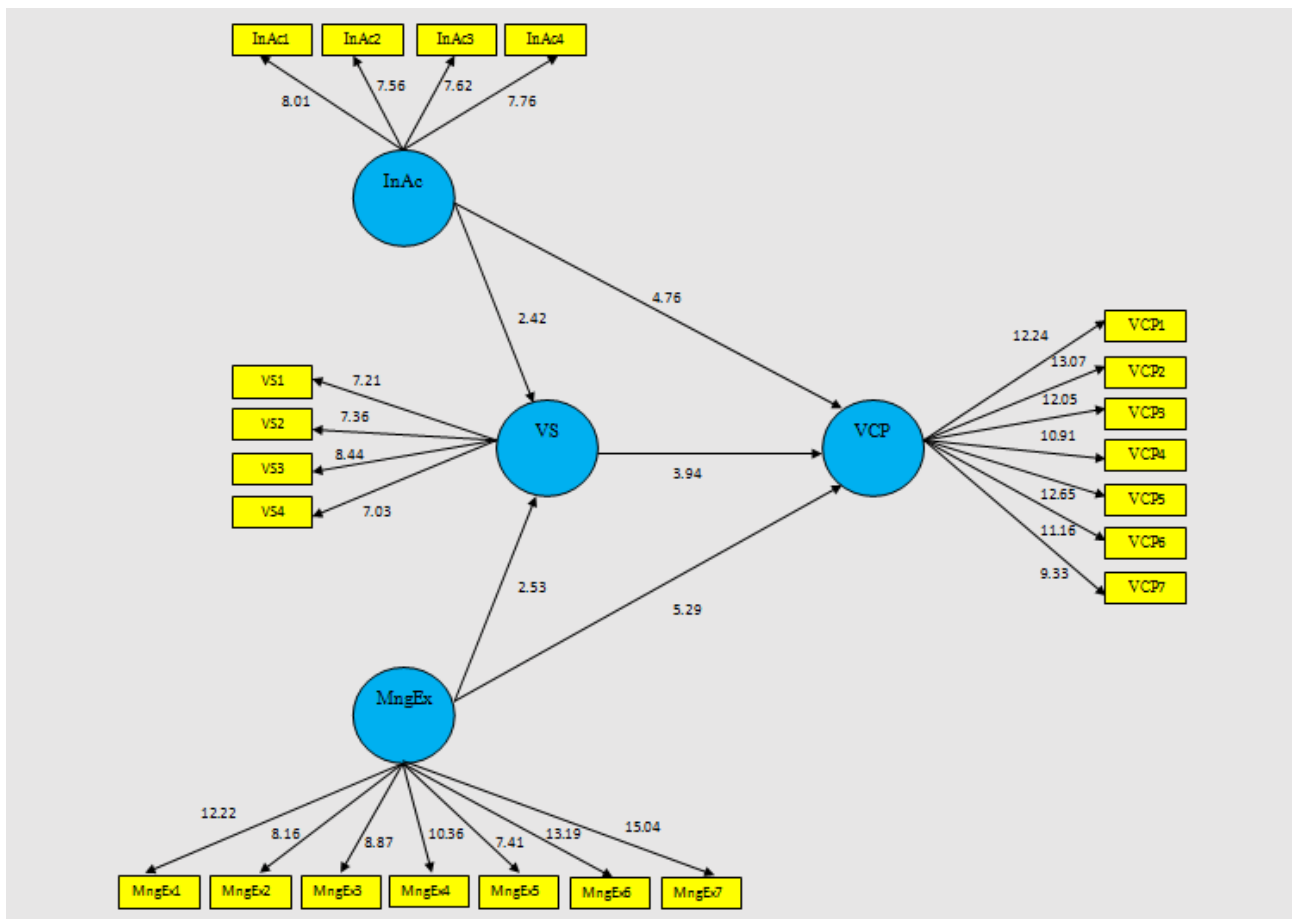
| | | |
|------------------------------|-------|-----------------------------|
| توزیع داده‌ها غیر نرمال است. | ۰/۰۰۰ | تخصص مدیریت |
| توزیع داده‌ها غیر نرمال است. | ۰/۰۰۰ | استراتژی‌های جسورانه |
| توزیع داده‌ها غیر نرمال است. | ۰/۰۰۰ | عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نمودارهای ۱ و ۲ مدل اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش را در دو حالت استاندارد و معناداری نشان می‌دهند.



نمودار ۱- مدل ساختاری پژوهش همراه با ضرایب استاندارد (تحلیل مسیر) منبع: یافته‌های پژوهشگر



نمودار ۲- مدل ساختاری پژوهش همراه با ضرایب معناداری منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۳- نتایج فرضیه‌های مستقیم

| نتیجه | آماره آزمون (T-Value) | ضریب مسیر | فرضیه |
|-------|-----------------------|-----------|---|
| پذیرش | ۲/۴۲ | ۰/۳۳ | اكتساب اطلاعات بر استراتژی‌های جسورانه تأثیر دارد. |
| پذیرش | ۲/۵۳ | ۰/۳۹ | تخصص مدیریت بر استراتژی‌های جسورانه تأثیر دارد. |
| پذیرش | ۴/۷۶ | ۰/۵۲ | اكتساب اطلاعات بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه تأثیر دارد. |
| پذیرش | ۵/۲۹ | ۰/۶۶ | تخصص مدیریت بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه تأثیر دارد. |
| پذیرش | ۳/۹۴ | ۰/۴۳ | استراتژی‌های جسورانه بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه تأثیر دارد. |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نمودار ۲ و از آنجایی که مقدار (T-Value) برابر ۲/۴۲ و ۴/۷۶ می باشد و از ۱/۹۶ بیشتر است، فرضیه‌های اول و سوم پژوهش مورد پذیرش قرار می‌گیرند؛ یعنی اکتساب اطلاعات بر استراتژی‌های جسورانه و عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه تأثیر دارد. با عنایت به مقدار (T-Value) به میزان ۲/۵۳ و ۵/۲۹ که از ۱/۹۶ بیشتر است، فرضیه دوم و چهارم نیز مورد پذیرش قرار می‌گیرند؛ یعنی تخصص مدیریت بر استراتژی‌های جسورانه

و عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه تأثیر دارد. همچنین در خصوص فرضیه پنجم با توجه به اینکه مقدار (T-Value) برابر با ۳/۹۴ است و از ۱/۹۶ بیشتر می‌باشد، این فرضیه نیز مورد پذیرش قرار می‌گیرد؛ یعنی استراتژی‌های جسورانه بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه تأثیر دارد. برای آزمون فرضیه‌های غیرمستقیم که دارای متغیر میانجی هستند، از آزمون سوبل استفاده شده است. نحوه بررسی فرضیه دارای متغیر میانجی بدین صورت است که اگر تأثیر متغیر مستقل بر میانجی و تأثیر میانجی بر وابسته هم زمان معنادار شود، نقش میانجی تأیید شده و تأثیر غیرمستقیم را تأیید خواهد کرد؛ لذا با توجه به مدل‌های پژوهش در حالت استاندارد و معناداری و آماره آزمون سوبل می‌توان در خصوص رد یا پذیرش فرضیه‌ها نتیجه‌گیری نمود.

جدول 4- نتایج فرضیه‌های غیرمستقیم

| نتیجه | آماره آزمون سوبل | فرضیه |
|-------|------------------|--|
| پذیرش | ۶/۳۰۹ | استراتژی‌های جسورانه در تأثیر اکتساب اطلاعات بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه نقش میانجی دارد. |
| پذیرش | ۷/۳۳۲ | استراتژی‌های جسورانه در تأثیر تخصص مدیریت بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه نقش میانجی دارد. |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به جدول 4 و از آنجایی که مقدار آماره آزمون سوبل به ترتیب برابر ۶/۳۰۹ و ۷/۳۳۲ شده است، فرضیه‌های غیرمستقیم پژوهش تأیید می‌شوند؛ یعنی استراتژی‌های جسورانه در تأثیر اکتساب اطلاعات و تخصص مدیریت بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه نقش میانجی دارند.

جهت ارزیابی مقدار برازندگی کل مدل از شاخص GOF استفاده می‌شود. این آزمون کیفیت کلی مدل‌های اندازه‌گیری و ساختاری را تعیین می‌کند. هر چه مقدار این شاخص بیشتر باشد نشان از قدرت برازندگی بالای مدل است و هر چه به صفر نزدیک شود، حکایت از برازش ضعیف مدل دارد. سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۶ برای GOF به ترتیب برازش ضعیف، متوسط و قوی را تبیین می‌کنند. فرمول مربوط به محاسبه شاخص GOF به شرح ذیل است:

$$GOF = \sqrt{\text{Communalities} \times R^2} = \sqrt{0/587 \times 0/696} = 0/639$$

همان‌طور که ملاحظه می‌شود مقدار محاسبه شده برای شاخص GOF عدد ۰/۶۳۹ است و نشان از برازش قوی مدل کلی پژوهش دارد؛ بنابراین می‌توان این‌گونه برداشت نمود که مدل ارائه شده دارای برازش مطلوبی بوده و داده‌های گردآوری شده به خوبی توانسته‌اند مدل طراحی شده را پوشش دهند و با قدرت بالایی مدل را تأیید نمایند.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

سرمایه‌گذار جسورانه با مدیریت فعالانه و برنامه‌ریزی در توسعه مدل‌های راهبردی، در کسب و کار هدف، ارزش افزوده و افزایش قیمت سهام این شرکت‌ها نقش مهمی ایفا می‌کند. رونق، گسترش و توسعه فعالیت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه موتور محرکه و محور اصلی رشد محصولات جدید و نوآوری در عرصه فناوری است. توجه جدی به صنعت سرمایه‌گذاری جسورانه در ایران از اوایل دهه ۸۰ آغاز شده و نهادهای دولتی و خصوصی به مقوله سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دانش‌بنیان توجه ویژه داشته‌اند. در سال‌های اخیر با رشد فرهنگ کارآفرینی و توسعه شرکت‌های نوپا و دانش‌بنیان در کشور، لزوم گسترش سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر برای حمایت از طرح‌های نوآورانه و ایده‌های بکر بیش از پیش محسوس شده و همین امر لزوم ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه و متغیرهای تأثیرگذار بر آن را تبدیل به امری حیاتی کرده است. هدف از انجام پژوهش حاضر تبیین تأثیر اکتساب اطلاعات و تخصص مدیریت بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه با نقش میانجی استراتژی‌های جسورانه با رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری

بوده است. پس از بررسی فرضیه‌های مستقیم پژوهش مشخص گردید اکتساب اطلاعات بر استراتژی‌های جسورانه و عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه به ترتیب با ضریب مسیر ۰/۳۳ و ۰/۵۲ تأثیر دارد. همچنین مشاهده شد تخصص مدیریت بر استراتژی‌های جسورانه و عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه با ضریب مسیر ۰/۳۹ و ۰/۶۶ تأثیر دارد. در نهایت مشخص گردید تأثیر استراتژی‌های جسورانه بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه با ضریب مسیر ۰/۴۳ معنادار است. نتایج حاصل شده در این پژوهش با نتایج پژوهش وانگ و همکاران^۱ (۲۰۲۳) همسو بوده و در پژوهش مذکور نیز تأثیر مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و اطلاعات بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه مورد پذیرش قرار گرفته بود. به علاوه در پژوهش حاضر برای بررسی فرضیه‌های غیرمستقیم از آزمون سوبل استفاده شده و مشخص گردید استراتژی‌های جسورانه در تأثیر اکتساب اطلاعات بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه نقش میانجی دارد و نقش میانجی استراتژی‌های جسورانه در تأثیر تخصص مدیریت بر عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه نیز تأیید گردید. امروزه بسیاری از شرکت‌های نوپا و کارآفرین از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر استفاده می‌کنند و پس از پیاده‌سازی ایده و خلق محصول و خدمت مورد نظر، باعث رشد اقتصادی و اشتغال در کشور می‌شوند؛ لذا با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان عنوان کرد اگر اطلاعات کسب شده جامع باشد و مدیران متخصص استراتژی‌های مناسبی اتخاذ کنند، عملکرد سرمایه‌گذاری جسورانه بهبود خواهد یافت. بر اساس نتایج حاصله می‌توان پیشنهادات ذیل را ارائه نمود:

- ❖ ایجاد شبکه‌ای پویا برای استخراج داده‌های لازم و کسب اطلاعات مورد نیاز جهت تحلیل صنعت، بازار و ارزیابی طرح‌های بکر
- ❖ استفاده از مدیران متخصص، توانمند، مسئولیت‌پذیر و دارای سابقه کاری مرتبط در بخش حساس ارزیابی طرح‌ها و سرمایه‌گذاری
- ❖ تدوین استراتژی‌های مناسب و هدف‌مند جهت ارتقای بازده و نیل به موفقیت‌های بیشتر

منابع

- اسکندری، بهمن؛ وظیفه دوست، حسین؛ جعفری، پرپوش و موسی‌خانی، مرتضی (۱۴۰۰). تأثیر روش‌های تأمین مالی کارآفرینی بر مشارکت جمعی در کسب و کارهای دانش بنیان، **فصلنامه اقتصاد مالی**، دوره ۱۵، شماره ۴ (پیاپی ۵۷)، زمستان ۱۴۰۰، صص ۲۸۳-۲۵۹.
- آگمون، تامیر و شوگرن، استفان (۱۳۹۶). ترجمه کهن هوش نژاد، روح اله. جهان بین، رضا و محمدیان امیری، رضا. **"سرمایه‌گذاری جسورانه و فرآیند مبتکرانه"**، چاپ اول، تهران، نشر چالش. (۲۰۱۶)
- ترابی، اصغر؛ فلاح، میرفیض. چاوشی، سید کاظم؛ غلامی جمکرانی، رضا (۱۴۰۱). امکان سنجی سرمایه‌گذاری جسورانه از منظر فقهی، قانونی و اقتصادی در ایران. **فصلنامه علمی اقتصاد اسلامی**، سال ۲۲، شماره ۸۵، بهار ۱۴۰۱، صص ۱۸۸-۱۶۱.
- حکمت نیا، محمود؛ حسین زاده، جواد؛ سکوتی، نیما (۱۴۰۲). مطالعه تطبیقی ماهیت صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه، **پژوهش تطبیقی حقوق اسلامی و غرب**، دوره ۱۰، شماره ۱، شماره پیاپی ۳۵، فروردین ۱۴۰۲، صص ۱۲۴-۱۰۱.
- حیدری، مهرناز و محمدی، پرستو (۱۳۹۶). مسائل کارگزاری در سرمایه‌گذاری خطرپذیر و راهکارهای رفع آن‌ها در مراحل مختلف رشد شرکت‌های نوآور در ایران، **مدیریت نوآوری**، دوره ۶، شماره ۳، شماره پیاپی ۲۱، آذر ۱۳۹۶، صص ۱۴۰-۱۱۳.
- رادفر، محمدرضا؛ زمردیان، غلامرضا (۱۴۰۱). طراحی و تبیین مدل بومی تصمیم‌گیری جهت انتخاب سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در شرکت‌های نوپا؛ پژوهشی آمیخته. **مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار**، دوره ۱۵، شماره ۵۵، صص ۱۱۲-۹۹.

¹ Wang et al

رادفر، محمدرضا؛ کریمخانی، مسعود (۱۴۰۰). سرمایه‌گذاری جسورانه، راه‌حلی پویا برای اقتصاد جهان در دوران پسا کرونا. اولین کنفرانس ملی سرمایه‌گذاری جسورانه (تأمین مالی و مدل‌های ارزیابی)، تهران، ایران.

رحمانیان کوشکی؛ عبدالرسول. طاهری، حسین (۱۴۰۳). معادلات ساختاری ارتباط بین رشد دارائی‌ها، تداوم سود، مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با تقسیم سود و ارزش شرکت. **فصلنامه اقتصاد مالی**، دوره ۱۲، شماره ۴۳، تابستان ۱۳۹۷، صص ۲۳۲-۲۰۹.

زمردیان، غلامرضا؛ رادفر، محمدرضا و کریمخانی، مسعود (۱۴۰۲). "نگرشی جامع به سرمایه‌گذاری جسورانه (تأمین مالی و مدل‌های ارزیابی)"، تهران، چاپ اول، انتشارات هوشمند تدبیر.

شرفی زاده، داود؛ عباسی، ابراهیم؛ محرابی، جواد (۱۴۰۱). طراحی مدل راهبردی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مخاطره‌پذیر در انتخاب کسب و کارهای نوپا در ایران با تأکید بر دوران تحریم. **فصلنامه توسعه کارآفرینی**، دوره ۱۵، شماره ۲، تابستان ۱۴۰۱، صص ۲۸۰-۲۶۳.

فرمان آرا، وحید (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین اطلاعات نامتقارن و اختیارات مدیریتی با تأمین مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه اقتصاد مالی**، دوره ۱۸، شماره ۶۶ بهار ۱۴۰۳، صص ۱۲۴-۱۰۳.

متوسلی، محمود؛ شجاعی، سعید؛ چیت‌سازان، هستی؛ محمدی الیاسی، قنبر (۱۳۹۶). موانع نهادی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران: مطالعه‌ای برای واکاوی انگیزه‌های سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های کوچک فناور. **فصلنامه علمی پژوهشی توسعه کارآفرینی**، دوره ۱۰، شماره ۳، شماره پیاپی ۳۷، پاییز ۱۳۹۶، صص ۴۹۶-۴۷۷.

مختاریور، داود؛ شوریج، فردین (۱۴۰۱). طراحی مدل کارآفرینی بر اساس توانمندسازها برای ایران، **فصلنامه اقتصاد مالی**، دوره ۱۶، شماره ۲ (پیاپی ۵۹)، تابستان ۱۴۰۱، صص ۱۷۸-۱۵۵.

مهری، حمیدرضا؛ محمدی، پرستو (۱۴۰۱). ارایه چارچوبی برای طبقه‌بندی شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران با استفاده از روش "آلکایر-فوستر" و استخراج ویژگی‌های مشترک شرکت‌های برتر. **توسعه کارآفرینی**، دوره ۱۶، شماره ۳، صص ۱۳۷-۱۲۱.

Blumberg, M (2020). **Startup CEO: A Field Guide to Scaling Up Your Business**(Techstars). John Wiley & Sons.

Dhochak, M & Doliya, P (2021). Application of fuzzy analytic hierarchy process in multi-criteria decision-making of venture capitalists. **International Journal of Entrepreneurship and Small Business**,43(2), 165-179

Oana, E; Simona; T., Alina; M., & Petri, C. (2021). Innovation of Startups, the Key to Unlocking Post-Crisis Sustainable Growth in Romanian Entrepreneurial Ecosystem, **Journal of Sustainability**, 13(6), 226- 240.

Pakroo, P. (2020). **Small Business Start-Up Kit: A Step-by-Step Legal Guide**, London: SAGE.

Pansar, P. (2019), "What do angel investors look for in fintech startups?" <https://www.moneycontrol.com/news/business/companies/what-do-angel-investors-look-for-in-fintech-startups-3616291.html>

Torchys, K. (2021). **Freight Broker Business Startup: The Ultimate Beginners Guide on How to Start and Scale Your Own Successful Freight Brokerage Company with a Practical Step-by-Step System**, London: Oxford University Press

Zhang, L., & Zhang, X. (2022). The foreign experience and investment performance of Venture capitalists. **Accounting & Finance**, 62, 1675-1714. <https://doi.org/10.1111/acfi.12836>

Investigating the effect of information acquisition and management expertise on venture capital performance with the mediating role of venture strategies

Mohammad Reza Radfar¹, Mansoureh Aligholi²

Abstract

One of the new industries that has created a huge revolution in the field of supporting innovative projects, start-up companies and entrepreneurs in recent years is the venture capital industry. In our country, due to the expansion of entrepreneurial culture and the increase of knowledge-based companies in recent years, the need to pay more attention to this industry and improve the performance of venture capital is noticeable. This research aims to explain the effect of information acquisition and management expertise on venture capital performance with the mediating role of venture strategies. The research method is based on the practical purpose and on the basis of descriptive survey implementation, and the statistical population includes venture capital companies. A questionnaire was used to collect information and Structural equation modeling was used to examine research hypotheses, and the results indicate that information acquisition and management expertise have an effect on venture strategies and venture capital performance. It was also observed that venture strategies play a mediating role in the effect of information acquisition and management expertise on venture capital performance. Finally, practical suggestions are provided.

Keywords: Venture Capital, Entrepreneurship, Information acquisition, Management expertise, Venture strategies

JEL Classification: G24, L26, D80, M12, L10

¹ Department of Financial Management and Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran (corresponding author). mohamadr.radfar@gmail.com

² Department of Business Management, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. M.aligholi@yahoo.com