



طراحی مدل جامع سرمایه گذاری خطرپذیر

محمدابراهیم پورزرندی^۱
مجید شهریاری^۲

تاریخ پذیرش: ۹۴/۲/۲۸

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۱/۱۷

چکیده

تأمین مالی شرکت های دانش بنیان (سرمایه گذاری خطرپذیر) به جهت عدم انطباق با الگوهای رایج تأمین مالی در سیستم بانکی و نیز عدم اطمینان موجود در وضعیت آتی سرمایه گذاری، چالش های بسیاری را به همراه داشته است؛ از جمله مهم ترین این چالش ها می توان به سودآوری، مدیریت کسب و کار، نظارت بر مصرف تسهیلات و نیز بکارگیری عقود اسلامی متناسب اشاره داشت. در این راستا بدیهی است که پیشنهاد یک الگوی نوین تأمین مالی در این حوزه، مستلزم اتخاذ تمهیداتی به منظور پوشش این چالش ها خواهد بود. مطالعه حاضر رویه پیشنهاد یک الگوی مناسب تأمین مالی را از مسیر شناخت نیازمندی های طرح های دانش بنیان و با بررسی ابعاد متفاوت موضوع، مدلسازی نموده است. در این راستا، مکانیزم های متفاوتی به منظور پیاده سازی مدل ارائه شده مدنظر قرار گرفته و در این گزارش تبیین شده اند. بکارگیری یافته های پژوهش در برخی نهادهای پولی و مالی، نشان از توانمندی آن در پوشش بخشی از چالش های یاد شده داشته است.

واژه های کلیدی: سرمایه گذاری خطرپذیر، تأمین مالی، عقود اسلامی، راهبرد خروج.

۱- دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی، گروه مدیریت صنعتی، تهران، ایران

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

۱- مقدمه

سرمایه گذاری خطرپذیر نقش بسزایی را در توسعه موسسات دانش بنیان و نیز موسسات با اندازه کوچک و متوسط ایفا نموده که این امر پدیدار شدن بسیاری از پژوهش های موجود در این حوزه را همچون مطالعات گومپرز و لرنر (۲۰۰۱)، گومپرز (۲۰۰۷)، کاپلان و استرومبیرگ (۲۰۰۹)، متریک و یاسودا (۲۰۱۱)، کر و ناندا (۲۰۱۱) سبب گردیده است. این مطالعات از زوایای متفاوتی چون بهبود روش های سرمایه گذاری، مطالعات آماری در حوزه بخش های قابل سرمایه گذاری و نیز نحوه اثرگذاری، این نوع از سرمایه گذاری ها را مورد بررسی قرار داده اند.

در مقایسه میزان استفاده از منابع خطرپذیر نسبت به سایر منابع از سوی شرکت های نوپا، پوری و زاروتسکی (۲۰۱۱) بر مبنای آمارهای منطقه آمریکا دریافتند که در دوره ۲۵ ساله ۱۹۸۱ تا ۲۰۰۵ تنها ۰,۱۱٪ این شرکت ها از منابع خطرپذیر استفاده کرده اند که این درصد در دوره ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۰ به ۰,۲۲٪ رسیده است. همچنین بر اساس مطالعه برگر و ادلا (۱۹۹۸) در خصوص شرکت های با کسب و کار کوچک، تنها ۲٪ افزایش سرمایه ها از محل سرمایه خطرپذیر بوده است. از سوی دیگر و در تقابل منابع خطر پذیر با منابع حاصل از بانک ها، دی بتیگنی و براندر (۲۰۰۷) بر اثرگذاری بهتر سرمایه گذاری خطرپذیر نسبت به منابع بانکی پس از سرمایه گذاری تأکید داشته اند که البته ادا (۲۰۰۴) بر اثرگذاری بیشتر آن پیش از سرمایه گذاری با این استدلال که بانک ها بر ارائه تسهیلات در قبال وثایق اصرار دارند که این امر از سوی شرکت های نوپا امکان پذیر نمی باشد، اشاره داشته است.

براندر و همکاران (۲۰۱۱) با مطالعه ارتباط میان اثرگذاری عملکرد یک موسسه سرمایه گذار و محل تأمین آن در خلال سال های 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 بوده اند؛ این امر را می توان به میزان منابع در دسترس بالاتر ایشان نسبت داد. این در حالی است که موسسات با حمایت صرف دولتی نیز از نرخ سرمایه گذاری پایینی برخوردار بوده اند. براندر و همکاران (۲۰۱۰) دریافتند که موسسات سرمایه گذار با حامیان دولتی از موسسات مشابه با حامیان ترکیب دولتی و غیردولتی عملکرد پایین تری را از خود نشان داده اند.

علیرغم مطالعات به عمل آمده در حوزه تأمین مالی موسسات دانش بنیان، روند توسعه ای الگوهای موجود در این حوزه از سوی نهادهای مالی و بانکی داخل کشور، با چالش های مختلفی همراه می باشد. بروز چنین شرایطی به کمرنگ شدن سهم تسهیلات پرداختی به این بخش در پرتفوی بانک ها و به دنبال آن عدم برخورداری از بازدهی قابل توجه موجود در آن انجامیده است؛ از سوی دیگر موسسات دانش بنیان نیز از دسترسی به منابع مالی کافی و ارزان قیمت در راستای اقدامات توسعه ای خود محروم مانده اند. در این راستا مطالعه حاضر در نظر دارد تا ضمن بررسی مسائل پیرامون تأمین مالی موسسات دانش بنیان، به ارائه یک رویه اجرایی بدیع با هدف پوشش حداکثری این موارد بپردازد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در حوزه تأمین مالی موسسات دانش بنیان با چالش های بسیاری مواجه هستیم که مدنظر قرار دادن هریک از این موارد، لازمه ارائه الگوهای پیشنهادی خواهد بود. با مروری بر ادبیات موجود در این حوزه، بررسی های تجربی بسیاری را می توان یافت که از جوانب متفاوت به موضوع پرداخته و کاستی های موجود در رویه های جاری سرمایه گذاری خطرپذیر را ارائه نموده اند (مواردی چون شرم، ۲۰۰۱؛ آگیمن، ۲۰۱۰ و اندرسون و ناپیر، ۲۰۰۷). در ادامه برخی از این چالش ها که با نظر برخی از کارشناسان مالی و بانکی داخل کشور نهایی شده اند، مورد اشاره قرار خواهند گرفت:

چالش سود حاصل از سرمایه گذاری: در اغلب سرمایه گذاری فعلی در حوزه تأمین مالی شرکت های دانش بنیان، سرمایه گذاران به دنبال کسب سود تقسیمی حاصل از سرمایه گذاری خود هستند. بر این اساس و با عنایت به چارچوب کاری شرکت های دانش بنیان و عدم امکان حصول به بازدهی مطابق با سایر سرمایه گذاری های معمول، این مهم حاصل نشده و از این رو سرمایه گذاران را از منظر مطلوبیت با چالش مواجه می سازد.

این در حالی است که همچنان که در مطالعات مختلف این حوزه مشخص می باشد، عمده بازدهی حاصل از سرمایه گذاری های خطرپذیر بر سود سرمایه ای که از محل خروج سرمایه گذاری حاصل می شود، معطوف است. به عبارت دیگر با رشد شرکت دانش بنیان و دستیابی به یک جایگاه مطمئن، سرمایه گذار خطرپذیر از این شرکت خارج شده و از محل فروش سهام خود به عواید میرسد. بدین ترتیب تعیین یک الگوی مناسب خروج از سرمایه گذاری از سوی سرمایه گذار خطرپذیر، لازمه هر پیشنهاد جدید تأمین مالی این حوزه می باشد.

چالش مدیریتی دانش بنیان: با درنظرگیری ساختار یک شرکت دانش بنیان که عمدتاً بر صاحبان ایده استوار است، مشخص است که نبود یک الگوی مدیریتی قوی در کنار یک مدل کسب و کار مطمئن را می توان از عوامل اصلی عدم موفقیت در بسیار از این شرکت ها دانست. براین اساس و به عنوان یک چالش، تبیین یک الگوی مناسب مدیریت کسب و کار در این شرکت ها، لازمه طراحی ساختار تأمین مالی خواهد بود.

چالش بکارگیری عقود اسلامی: همچنان که در بخش پیشین بدان اشاره گردید، قوانین ناظر بر عملیات بانکی برخی از عقود را به منظور حمایت از فعالیت های تولیدی، بازرگانی و ... پیشنهاد کرده اند که با بررسی های به عمل آمده، شماری از این عقود با ویژگی های شرکت های دانش بنیان انطباق بیشتری دارند. بر این اساس لازم است تا در الگوی پیشنهادی، بکارگیری مناسب ترین عقود با بیشترین انطباق با شرکت های دانش بنیان موردنظر قرار گیرد.

چالش برقراری ارتباطات: در تأمین مالی شرکت های دانش بنیان، تدوین رویه های ارتباطی مناسب به منظور شناسایی صاحبان ایده و نیز اشخاصی که حاضر به سرمایه گذاری در مراحل مختلف عمر یک

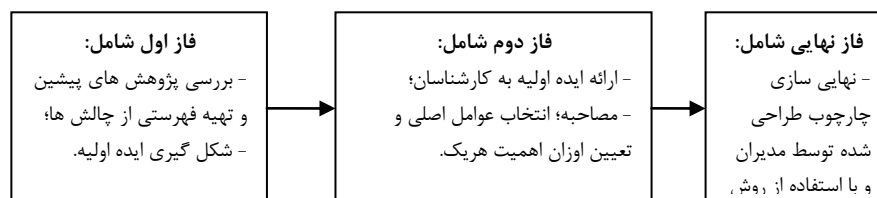
محصول دانش بنیان هستند، ضروری می نماید. از اینرو طراحی الگوی تأمین مالی شرکت های دانش بنیان در بستری از شبکه های ارتباطی مناسب و اثربخش امکان پذیر خواهد بود.

چالش نظارت بر مصرف: شرایط خاص حاکم بر طرح های سرمایه گذاری دانش بنیان، نظارت بر روند مصرف منابع در اختیار این شرکت ها را با ابهاماتی مواجه می سازد. این امر در کنار عدم اخذ وثایق مطمئن، نیاز به توجه به ویژه به ساختارهای نظارتی را در طراحی الگوهای تأمین مالی دانش بنیان ضروری می سازد.

۳- روش شناسی پژوهش

بر مبنای آنچه در بخش های پیشین بدان اشاره گردید، این مطالعه به دنبال پیشنهاد یک الگوی تأمین مالی موسسات دانش بنیان به منظور پوشش چالش های موجود در این حوزه و بکارگیری آن در نهادهای مالی و بانکی کشور می باشد. رویه اجرایی این پژوهش در دو بخش کلی بررسی و جمع بندی چالش ها و نیز طراحی مدل پیشنهادی به ترتیب زیر انجام شده است:

الف) به منظور شناخت و تحلیل مسائل موجود پیرامون تأمین مالی دانش بنیان، این مطالعه در فاز اول به بررسی مطالعات تجربی موجود پرداخته و فهرستی از این موارد را تهیه نموده است. در فاز دوم موارد فهرست شده ضمن انجام مصاحبه با برخی از کارشناسان مالی و بانکی، در قالب یک چارچوب اولیه تدوین گردیده است. چارچوب ارائه شده در ادامه توسط مدیران اعتباری و مالی بانک های موردنظر و با بکارگیری روش دلفی، مورد قضاوت و نهایی سازی قرار گرفته است. شکل ۱، روش شناسی پژوهش حاضر را نمایش می دهد:



شکل ۱. روش شناسی پژوهش

ب) بخش طراحی مدل پیشنهادی مطابق با فرآیند تأمین مالی موسسات دانش بنیان، گام های زیر را در راستای یک الگوی جامع مدنظر قرار داده است. بدین منظور ارتباط چالش های شناسایی شده در بخش قبل با هریک از گام های این فرآیند تعیین و مورد ارائه راهکار واقع شده است:

الف) شکل گیری ایده: در بسیاری از حالات، شرکت های دانش بنیان انجام این گام را بر عهده خواهند داشت. بدین ترتیب که شروع موضوع تأمین مالی خطرپذیر از یک ایده که می توان آنرا محصول یک طرح پژوهشی و مطالعاتی دانست، خواهد بود.

ب) تشکیل گروه سرمایه گذاری: در این مرحله لازم است تا شرکت دانش بنیان، به منظور بهره مندی از تخصص های دیگری همچون مسائل مالی، اقتصادی و مدیریتی اقدام به تشکیل یک گروه سرمایه گذاری نماید. بر این اساس، ادامه مسیر تجاری سازی ایده اولیه را یک تیم سرمایه گذاری و نه فقط شرکت دانش بنیان بر عهده خواهند داشت.

ج) طراحی مدل کسب و کار سرمایه گذاری خطرپذیر: این مرحله را می توان آغازی بر فرآیند تجاری سازی ایده موردنظر دانست. در این گام مدلی طراحی می شود تا بر مبنای آن گزارش توجیهی طرح، راهبردهای جلب سرمایه، طراحی و پیاده سازی فرآیندهای تولیدی، راهبردهای شناخت و نفوذ در بازار و الگوی خروج سرمایه گذار تدوین خواهد گردید.

د) اجرایی نمودن مدل کسب و کار: در این مرحله برنامه ریزی های به عمل آمده در گام پیشین، اجرایی خواهند شد. دریافت منابع مالی از سرمایه گذار، تجهیز فرآیند تولید، تولید محصول مطابق با برنامه تعیین شده و ارائه محصول به بازار از جمله اصلی ترین این موارد می باشند.

ه) خروج از مشارکت: در این گام، سرمایه گذاران اولیه طرح با توجه به وضعیت تجاری شدن ایده، به صورت توافقی سهام خود را واگذار کرده تا بدان وسیله سرمایه خود را همراه با سود موردنظر از طرح خارج نمایند.

۴- یافته های پژوهش

الگوی پیشنهادی تأمین مالی

در این بخش، با در نظر گیری چالش های موجود در حوزه تأمین مالی دانش بنیان و نیز گام های برشمرده شده در مسیر این فرآیند، الگوی عملیاتی تأمین مالی شرکت های دانش بنیان ارائه می گردد. تأکید می گردد که این الگو اساساً از ساختاری پویا برخوردار بوده که با در نظر گیری شرایط متغیر محیطی، انعطاف پذیر خواهد بود.

در ابتدا به معرفی بخش های اصلی الگو خواهیم پرداخت:

الف) اجزای تشکیل دهنده: در الگوی پیشنهادی، تشکیل گروه سرمایه گذاری به عنوان بخش اصلی و در ابتدای فرآیند ضروری خواهد بود. در این راستا گروهی با سه جزء شرکت دانش بنیان، صندوق خطرپذیر و سایر صندوق ها یا شرکت هایی که با هدف ایجاد یک کنسرسیوم به طرح ورود خواهند داشت، مدنظر قرار دارد. وجود جزء سوم یک الزام نبوده و با صلاحدید دو جزء اول می باشد.

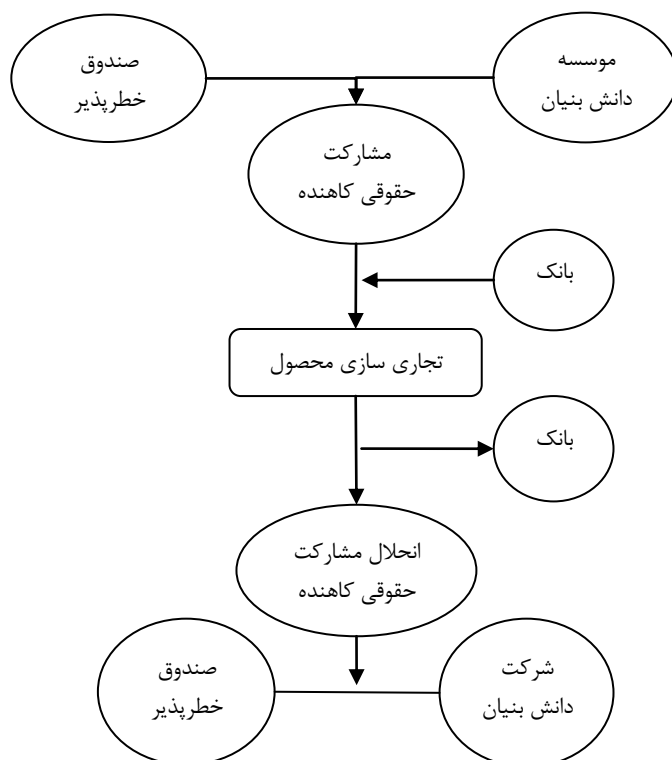
ب) عقد مورد استفاده: استفاده از عقد مشارکت حقوقی کاهنده در این الگو پیشنهاد می گردد. در این راستا صندوق خطرپذیر و شرکت دانش بنیان یک مشارکت حقوقی را تشکیل خواهند داد که در ادامه و با پایان یافتن دوره مشارکت، شرکت دانش بنیان سهم صندوق را به تدریج و با قیمت مورد توافق در قرارداد، خریداری می نماید.

ج) بانک که بررسی طرح توجیهی سرمایه گذاری را جهت تأمین منابع مالی مورد نیاز این شرکت بر عهده خواهد داشت.

رویه اجرایی تأمین مالی:

اجزای فوق در قالب مدل ذیل (شکل ۲) در تعامل خواهند بود:

- در مرحله اول شرکت دانش بنیان با در دست داشتن ایده ای که حاصل یک طرح پژوهشی می باشد، به صندوق سرمایه گذاری خطرپذیر مراجعه می کند. این موضوع با هدف تشکیل گروه سرمایه گذاری و استفاده از خدمات مالی، اقتصادی و مدیریتی تخصصی که زمینه ساز تجاری سازی محصول خواهد بود صورت می پذیرد.
- صندوق سرمایه گذاری خطرپذیر با در نظرگیری ایده ارائه شده و نیز آورده شرکت دانش بنیان که می تواند در برگیرنده مواردی چون ماشین آلات، تجهیزات، زمین و ... باشد، اقدام به مشارکت با این شرکت خواهد نمود.
- در صورتی که دانش بنیان به صورت شخصیت حقیقی باشد، یک شرکت تأسیس و در صورت شخصیت حقوقی، بخشی از سهام به صندوق خطرپذیر واگذار می شود. اصولاً صندوق اقلیت سهام را در اختیار خواهد گرفت و انتظار دستیابی به بازدهی سرمایه خود را پس از واگذاری سهام خود خواهد داشت.
- منابع صندوق می تواند به صورت حقوق صاحبان سهام و یا اوراق قرضه در اختیار شرکت دانش بنیان قرار می گیرد. این امر وقتی محقق می گردد که در جلسات فی مابین صندوق و دانش بنیان، طرح مورد ارزیابی اولیه قرار گرفته و صندوق تمایل خود را در قالب پیشنهاد شامل طرح سرمایه گذاری، تحلیل ریسک های ممکن و نیز توصیه هایی جهت بهبود و رشد کسب و کار به دانش بنیان ارائه نموده باشد.
- با توجه به امکان برقراری یک کنسرسیوم، با توافق شرکت دانش بنیان و نیز صندوق خطرپذیر، امکان حضور صندوق های دیگر و یا مؤسسات تأمین سرمایه میسر می باشد. در این راستا هریک از این مؤسسات و صندوق ها می توانند شرایط خاصی را تعیین کرده و ورود خود را به گروه سرمایه گذاری، بدان منوط نمایند.



شکل ۲. مدل پیشنهادی تأمین مالی دانش بنیان

- صندوق به عنوان یکی از سهامداران در شرکت جدید، رویه نظارتی خود را برای سرمایه در اختیار گذاشته طرح ریزی خواهد نمود. ایفای نقش در تصمیم گیری های کلان، تدوین استانداردهای مالی، اعمال نظر در تدوین دستورالعمل های کنترلی و ... از جمله این موارد هستند. همچنین بررسی رخدادهای محیطی و راهبرد شرکت در مقابله با آن نیز به طور مستمر مورد تحلیل قرار خواهند گرفت.
- با عنایت به شخصیت مستقل و جدید شکل گرفته، بررسی تخصصی ایده مورد نظر و تهیه طرح های توجیهی به منظور ارائه درخواست تأمین مالی به بانک پیگیری می شود. در این راستا می توان به نقش با اهمیت صندوق در راهبری طرح تجاری سازی ایده ارائه شده علاوه بر تأمین بخشی از منابع اشاره داشت.
- پیشنهاد تأمین منابع مالی مورد نیاز برای تجاری سازی طرح از سوی شرکت جدید التأسیس به بانک ارائه می گردد. در این حالت و با عنایت به حضور صندوق خطرپذیر در طرح، امکان انطباق بیشتر با شرایط موردنظر بانک فراهم می باشد.

- با بکارگیری آورده دانش بنیان، آورده صندوق خطرپذیر و نیز منابع دریافتی از بانک، فراهم سازی امکانات تولید و تجاری سازی محصول آغاز می گردد.
- در این مرحله بازپرداخت تسهیلات دریافتی از بانک از محل عواید حاصل از طرح انجام می شود. بدین ترتیب شرکت تأسیس شده با گسترش تولید محصول موردنظر، منابع دریافتی از بانک را مستهلک می سازد.
- در مرحله نهایی، صندوق با انحلال شرکت، سرمایه و سود توافق شده خود را برداشت نموده و سهام خود را به دانش بنیان یا سایر شرکت های متقاضی واگذار می کند.
- پیاده سازی یک ساز و کار ارتباطی مناسب مبتنی بر شبکه، در تمامی مراحل فوق نقش تسهیل گر را بر عهده خواهد داشت.

۵- نتیجه گیری و بحث

در این مطالعه، طراحی یک الگوی تأمین مالی موسسات دانش بنیان با در نظرگیری چالش های موجود در این حوزه مدنظر قرار گرفت. در این راستا و در بخش اول، ضمن بررسی تجارب موجود در زمینه این نوع تأمین مالی، مسائل پیرامون آن شناسایی و مورد تحلیل قرار گرفته و با استفاده از نظرات متخصصین مالی و بانکی، نهایی و اولویت بندی گردید. در مرحله بعد نیز با استفاده از فرآیند گام به گام تأمین مالی دانش بنیان، در هر مرحله چالش ها مطابقت و مورد ارائه راهکار قرار گرفت. در نهایت نیز ضمن بررسی اعتبار راهکار پیشنهادی، عملکرد آن در پوشش چالش های تدوین شده مورد بررسی و تأیید متخصصین مالی و بانکی قرار گرفته است. از منظر متخصصین، برخی از نقاط قوت راهکار پیشنهادی به شرح زیر می باشد:

الف) تشکیل مشارکت در میان موسسات دانش بنیان و نیز صندوق های خطرپذیر، ضمن کاهش ریسک های در معرض، امکان ایفای نقش پررنگ تر در اتخاذ تصمیمات تجاری سازی را از سوی صندوق تقویت ساخته که این امر خود به بهبود چالش های مدیریتی این موسسات می انجامد.

ب) عقد اسلامی پیشنهادی در این الگو، بیشترین تطابق را با ویژگی های موسسات دانش بنیان همچون نحوه تعامل بانک با موسسه، نرخ سود و نحوه نظارت، دارا می باشد.

ج) راهبرد خروج صندوق از مشارکت که همواره در رویه های پیشین به عنوان یک مسأله مورد توجه بوده است، در الگوی پیشنهادی تا حد زیادی تسهیل گردیده است. در این حالت ضمن انحلال شرکت تأسیس شده، امکان فروش ارزش سهام به دانش بنیان و یا هر شرکت دیگر میسر خواهد بود.

فهرست منابع

- * اسلامی بیدگلی. غلامرضا، کاظمیان. مهدی (۱۳۸۴)، طراحی الگوی صندوق سرمایه گذاری ریسک پذیر با توجه به فقه امامیه، فصلنامه تحقیقات مالی.
- * حنیفی. فرهاد، سرمایه خطرپذیر: ساختارها و کارکردها، مجله بورس، شماره ۲۱.

* ریاحی، حسین، مدیریت ریسک در صنعت سرمایه گذاری خطرپذیر، دومین کنفرانس ملی سرمایه گذاری خطرپذیر.

- * Agyeman. S. K (2010), Challenges facing venture capitalists in developing economies.
- * Andersson. T, Napier. G (2007), The Role of Venture Capital, Global Trends and Issues from a Nordic Perspective, International Organization for Knowledge Economy and Enterprise Development.
- * Adapting and evolving (2014), Global venture capital insights and trends.
- * 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 – 673.
- * Cumming. D. J (2010), *Venture Capital: Investment strategies, Structures and Policies*, John Wiley & Sons, Inc.
- * De Bettignies, J.-E., & Brander, J. (2007). Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital. *Journal of Business Venturing*, 22, 808 – 832.
- * 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.
- * Murty. K. G (2003), *Optimization Models for Decision Making: Volume 1, Junior Level Self-Teaching Web-Book*.
- * Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). Venture capital and other private equity: A survey. *European Financial Management*, 17, 619 – 654.
- * National Venture Capital Association, Year Book 2014.
- * Puri, M., & Zarutskie, R. (in press). On the lifecycle dynamics of venture-capital- and non-venture-capital-financed firms. *Journal of Finance*.
- * Ruzika, S., Wiecek. M. M (2005), Approximation Methods in Multi objective Programming, *Journal of Optimization Theory and Applications*, 126:473–501.
- * Resnik. M. D (1987), *CHOICES, An Introduction to Decision Theory*, University of Minnesota Press.
- * Sherman. A. J. (2001), *Venture Capital, An Overview of the Basic Issues and Challenges for Entrepreneurs*.
- * Ueda, M. (2004). Banks versus venture capital: Project evaluation, screening, and expropriation. *Journal of Finance*, 59, 601 – 621