

الگوی شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه پایدار در ایران از منظر نهادی (با استفاده از نظریه مبتنی بر داده)

محمود احمدپور داریانی*^۱ - وحید قیصری^۲

هستی چیست‌سازان^۳ - افسانه باقری^۴

۴۰۱. دانشیار دانشکده کارآفرینی دانشگاه تهران

۲. دانشجوی دکترای کارآفرینی دانشگاه تهران

۳. استادیار دانشکده کارآفرینی دانشگاه تهران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۴/۸

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۷/۲

چکیده

به‌رغم افزایش روزافزون تعداد صندوق‌ها و سرمایه‌گذاری‌های جسورانه، حجم طرح‌ها و سرمایه‌گذاری‌هایی که صورت می‌گیرد، چه از حیث تعداد و چه از نظر مبلغ، نشان‌دهنده عدم‌شکل‌گیری و استمرار این نوع سرمایه‌گذاری است. بنابراین این مسئله مطرح می‌شود که الگوی شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه در ایران چگونه است؟ به‌منظور رسیدن به این الگو از روش بنیادی (برحسب هدف)، رویکرد کیفی (براساس گردآوری نظام‌مند داده‌ها) و راهبرد نظریه‌برخاسته از داده استفاده شده است. گردآوری داده‌ها طی مصاحبه عمیق با ۱۳ نفر از مؤسسان بنگاه‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، کارآفرینان سرمایه‌پذیر و همچنین سیاست‌گذاران این حوزه با دارا بودن حداقل ۳ سال فعالیت در زمینه‌های آموزش، سیاست‌گذاری یا درگیری در فعالیت‌های اجرایی در زمینه تأمین مالی از طریق سرمایه‌گذاری جسورانه و یا داشتن تجربه در پذیرش سرمایه جسورانه، انجام شد. روش نمونه‌گیری در پژوهش حاضر، گلوله‌برفی است. الگوی به‌دست آمده نشان می‌دهد، مقوله اصلی که به پیامد استمرار عملکرد کارای چرخه عمر سرمایه‌گذاری جسورانه منجر می‌شود، شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه با گرایش به حداکثرسازی منافع است. از آنجا که نهادهای غیررسمی، بر شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه تأثیر گذارند، می‌توانیم از طریق راهبردهای توسعه نهادهای رسمی و ایجاد ارتباط هم‌ساختی پایدار میان بخش عمومی و خصوصی و تحت تأثیر ویژگی‌های محیطی و پدیده انتشار، شاهد استمرار عملکرد کارای چرخه عمر سرمایه‌گذاری جسورانه باشیم و براین اساس، سیر داستان ترسیم می‌شود.

واژه‌های کلیدی: الگوی شکل‌گیری، سرمایه‌گذاری جسورانه پایدار، رویکرد نهادی، نظریه‌برخاسته از داده

مقدمه

مسئله تأمین مالی از منابع بیرونی^۱، بزرگ‌ترین چالش شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های سیاست‌گذاران در دنیاست (Berger et al, 2006). دسترسی به منابع مالی یکی از دشوارترین موانعی است که هر کارآفرین در ابتدای مسیر خود و نیز در حین مراحل رشد با آن مواجه است (Kerr & Nanda, 2009). براساس گزارش رقابت‌پذیری جهانی^۲، بزرگ‌ترین مشکل اصلی کسب‌وکارها در ایران، دسترسی به منابع تأمین مالی است (WEF, 2016) کارآفرین با وجود داشتن ایده‌های خوب، به سبب آن که هنوز سودآوری لازم را کسب نکرده و یا دارایی‌های ملموس لازم را در اختیار ندارد، عملاً امکان جذب سرمایه از بسیاری روش‌های سنتی برای تجاری‌سازی ایده خود را نخواهد داشت (Denis, 2004). از طرفی، در کشورهای توسعه‌یافته مراحل تجاری‌سازی نوآوری‌های تحت حمایت سرمایه‌گذاران جسور^۳، بسیار سریع‌تر و موفق‌تر اتفاق می‌افتد (Cumming & MacIntosh, 2003). بنگاه‌هایی که از طریق سرمایه‌گذاری جسورانه ایجاد شده‌اند، به سطوح بالاتری از درآمد، و نه لزوماً سودآوری، دست یافته‌اند (Puri & Zarutskie, 2012).

در ایران، تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (با عنوان صندوق‌های پژوهش و فناوری)، نخستین بار در سال ۱۳۸۱ براساس ماده ۱۰۰ قانون برنامه سوم مصوب شد. در سال ۱۳۹۵ سازمان بورس، دستورالعمل صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه را مصوب کرد. این صندوق‌ها همراه برخی دیگر فعالان این حوزه، ۴۴ عضو انجمن صندوق‌ها و نهادهای سرمایه‌گذاری جسورانه ایران را تشکیل می‌دهند. حجم خدمات ارائه شده توسط این شرکت‌ها در سال ۱۳۹۵ حدود ۵ هزار میلیارد ریال برآورد شده که تنها ۱۸ درصد آن مربوط به سرمایه‌گذاری جسورانه است (متوسلی و همکاران، ۱۳۹۶). براساس گزارش فصلی پایش محیط کسب‌وکار ایران که توسط مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی در تیر ماه ۱۳۹۶

1 External Financing

2 The Global Competitiveness Report

3 Venture Capitalists

منتشر شده است، مشکل دریافت تسهیلات از بانک‌ها، ضعف بازار سرمایه در تأمین مالی تولید و نرخ بالای تأمین سرمایه از بازار غیررسمی، به‌عنوان نامساعدترین مؤلفه‌های محیط کسب‌وکار ایران شناخته شده‌اند. گزارش مجمع جهانی اقتصاد (۲۰۱۶)، نیز اذعان می‌دارد که رتبه ایران در شاخص‌های دسترسی به وام و سرمایه جسورانه در میان ۱۴۰ کشور جهان، به ترتیب ۱۳۸ و ۱۲۵ است.

براساس شواهد یادشده، به نظر می‌رسد که فعالیت سرمایه‌گذاری جسورانه در ایران به‌درستی شکل نگرفته است. بنابراین، پژوهش حاضر به‌دنبال ارائه الگوی شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه در ایران است. عدم تناسب زیرساخت‌ها و نهادهای رسمی و همچنین وجود محدودیت‌های فرهنگی و نهادی غیررسمی، این موضوع را سبب شده است. پژوهش‌های اخیر در اقتصادهای درحال توسعه مطرح می‌کنند که عوامل نهادی (Bruton et al., 2009) و هم-ساختی بخش خصوصی و عمومی (Lingelbach et al., 2008)، ممکن است فرآیند شکل‌گیری صنعت سرمایه‌گذاری جسورانه را شکل دهند (Lingelbach et al., 2013). نهادها از یک سو رفتار افراد را در یک حوزه نهادی تنظیم می‌کنند و از سوی دیگر مسیری را فراهم می‌آورند که در آن، این افراد به فعالیت بپردازند (Scott, 2001). بنابراین نهادها نه تنها برای سازمانها و افراد محدودیت ایجاد نمی‌کنند، بلکه فرصت‌هایی را نیز برای فعالیت آن‌ها فراهم می‌آورند (Bruton & Ahlstrom, 2003).

بنابراین، با توجه به تفاوت ویژگی‌های زمینه‌ای و نهادی در ایران از جمله تورم بالا، سهم بالای درآمد دولت، غلبه بانک‌ها در تأمین مالی، عدم وجود ساختار و شرایط بازارهای مالی و سرمایه متناسب با الزامات سرمایه‌گذاری جسورانه و غیره، فهم عوامل و موانعی که بر سرمایه‌گذاری جسورانه ایران تأثیر گذارند و ایجاد تغییر لازم در محیط نهادی آن ممکن است کاربرد مهمی برای ذی‌نفعان و سیاست‌گذاران و همچنین سایر محققان داشته باشد، اهمیت خاصی می‌یابد. پرسش اصلی پژوهش عبارت است از: فرآیند شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه پایدار در ایران چگونه تحقق می‌یابد؟

مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سرمایه گذاری جسورانه

در ادبیات پژوهش، سرمایه گذاری جسورانه را به عنوان یک تحریک کننده در فرآیند کارآفرینانه، خالق ارزش اساسی که محرک بقا و عامل رشد اقتصادی است، توضیح می دهند. سرمایه گذاری جسورانه بهترین روش تأمین مالی شرکت های نوپا و نوآور به شمار می رود، زیرا روش های دیگر بنا به ماهیت خود نمی توانند خلاء موجود در تأمین مالی شرکت ها را پوشش دهند. از آنجا که نتیجه فعالیت های مبتکرانه و نوآورانه تاحدی نامطمئن است، بانک ها و صندوق های دولتی رغبت کمتری برای سرمایه گذاری در آن ها نشان می دهند (Mosser, 1998). در تعریف مفهوم سرمایه گذاری جسورانه چنین بیان می شود: نوعی سرمایه گذاری حرفه ای که پرتفولیویی از بنگاه های جسورانه با پتانسیل رشد بالا را تأمین مالی می کنند- که تأثیر دگرگون شونده ای بر افق کارآفرینی مدرن داشته- و بنابراین این نحوه ی تأمین مالی بیشترین توجه تحقیقاتی (بیش از سه چهارم) را در بین سایر روش ها به خود معطوف داشته است (Drover et al., 2017). سرمایه گذاران جسور نیز منابع مالی مورد نیاز کارآفرینان و شرکت های کوچک و نوپا را که پتانسیل رشد و سودآوری بالا در بلندمدت دارند، تأمین می کنند (Tykova et al., 2012). آن ها نقش فعالی در نظارت بر شرکت ها و کمک به رشدشان دارند و نمایندگانی را در هیأت مدیره شرکت منتصب می کنند (Vanacker et al., 2014) تا در برنامه ریزی ها مشارکت داشته و دسترسی به منابع و بازار را برای شان فراهم کنند (Sheela & Jittrapanun, 2012).

شکل گیری سرمایه گذاری جسورانه از منظر نهادی

در مدل های ضمنی موجود در مورد شکل گیری سرمایه گذاری های جسورانه، دو جزء مهم توصیف شده است: اول، موقعیت های توانمندساز در سطح خرد است که سه زیرفرآیند دارد: ایجاد گنجینه ای از کارآفرینان، توسعه انباشتی از سرمایه که در جست و جوی ترکیبی از ریسک و پاداش در سرمایه گذاری های جسورانه هستند و سرمایه های انسانی و قانونی که منجر به خلق نهادهای مالی خاص و ضروری برای سرمایه گذاری های جسورانه می شوند (Gilson,)

توضیح ن نمی‌دهند، ارتباط میان دو سطح یادشده و سایر فرآیندهای میانجی آن‌هاست. تئوری نهادی^۱، راه مفیدی برای تفکر پیرامون چگونگی ظهور این فرآیندهای میانجی محتمل و همچنین چارچوبی عمومی برای پاسخگویی به پرسش اولیه پژوهش، فراهم می‌آورد. نهاد، شامل قوانین باز در جامعه و قواعد وضع‌شده از جانب نوع بشر است که روابط متقابل انسان‌ها را شکل می‌دهد و دامنه‌ای شامل ارزش‌ها، سنن، هنجارها، مذهب، ایدئولوژی، قوانین، مقررات، سازمان‌ها و ساز و کارهای اجرایی را در برمی‌گیرد (نورث، ۱۳۷۷). در نظریه نهادی بیان می‌شود که نهادهای رسمی ضعیف، در بازارهای در حال شکل‌گیری با نهادهای غیررسمی قوی مانند فرهنگ و هنجارها جایگزین می‌شوند (Khanna and Palepu, 1997). ترتیبات نهادی بر رفتار افراد و سازمان‌ها به صورت نامحسوس ولی فراگیر تأثیر می‌گذارند (Scott, 2001). فراتر از آن، بر تصمیم‌گیری افراد و نگاه‌ها نیز تأثیر گذارند (Hitt, Ahlstrom, Dacin, Levitas, & Svobodina, 2004). لی و زهرا (۲۰۱۲)، بیان می‌کنند که نهادهای رسمی برای فعالیت سرمایه‌گذاری جسورانه، وابستگی زیادی به محیط و مناسبات فرهنگی دارند. با توجه به سطح توسعه نهادی رسمی، جوامعی که دارای سطح بالاتری از اجتناب از عدم اطمینان و جمع‌گرایی (سیستم اقتصادی مشترک) هستند، سطوح پایین‌تری از سرمایه‌گذاری جسورانه دارند (Li and Zahra, 2012). در حالی که این نهادهای غیررسمی نمی‌توانند به‌طور کامل جایگزین نهادهای رسمی در فرآیند شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه شوند، می‌توانند تا حدودی ضعف دومی را جبران کنند (Lingelbach, 2013). یک جامعه جمع‌گرا، اغلب روابط غیررسمی را برای کاهش هزینه مبادله به کار می‌گیرد (Fukuyama, 1995). درک کارآفرینان از شهرت اخلاقی آتی سرمایه‌گذاران نیز، بر تمایل آن‌ها به شراکت تأثیرگذار است (Drover et al., 2014 b).

1 self-perpetuating

2 Institutional Theory

بنگستون و سو^۱ (۲۰۱۵)، بیان می کنند که هم قومیتی، احتمال سرمایه گذاری جسورانه را افزایش می دهد. مورنیکز و همکاران (۲۰۱۱)، دریافتند که سرمایه گذاران جسور تمایل بیشتری به فرصت های سرمایه گذاری که توسط کارآفرینان با تفکری مشابه خودشان معرفی شده اند، نشان می دهند (Derover et al., 2017).

سرمایه گذاران جسور به صورت قانونی از استراتژی های کاهش ریسک برای مدیریت سرمایه گذاری های خود بهره می برند (Cumming & MacIntosh, 2006; Hellman, 2006; Tian, 2011)؛ از جمله سرمایه گذاری به صورت چندگانه در سایر صندوق ها از طریق سندیکا (Gu & Lu, 2014) در چنین حالتی سرمایه گذاران جسور می توانند، هم هزینه های عاملیت و هم ریسک ها را از طریق تصمیم گیری به ادامه سرمایه گذاری و یا امکان مذاکره مجدد برای ارزیابی در مراحل مختلف کاهش دهند (Guler, 2007; Tian, 2011). زمینه های نهادی همچنین بر الگوی سندیکا (Gu & Lu, 2014)، میزان و زمان سرمایه گذاری (Dai et al., 2012) و نیز تصمیمات پس از سرمایه گذاری (e.g. Cumming et al., 2010) تأثیر می گذارند (Drover, 2017).

بازار سهام هدف گذاری شده در بنگاه های کارآفرینانه، کاهش مالیات متعلقه به سرمایه و قواعد کار سهل گیرانه (Da Rin et al., 2006)، قوانین ورشکستگی لیبرال و ساختار قانونی مساعد (Armour and Cummings, 2006)، قانون مداری شامل قوانین و اجبار آن ها و همچنین استانداردهای حسابداری (Cumming et al., 2010) به عنوان سایر عوامل مؤثر در سرمایه گذاری جسورانه مطرح هستند. لینگلچ (۲۰۱۳)، بیان می کند، عملکرد کارای چرخه سرمایه گذاری جسورانه (Gompers and Lerner, 2004) و موقعیت توانمندساز (Gilson, 2003)، پیش نیاز سرمایه گذاری جسورانه است. عوامل نهادی (Bruton et al., 2009) و هم ساختی بخش خصوصی و عمومی (Lingelbach et al., 2008) نیز در فرآیند شکل گیری سرمایه گذاری جسورانه مؤثر دیده شده اند (Lingelbach, 2013). هم ساختی به توصیف فرآیندهایی می پردازد که در آن ها ورودی های افراد در سازمان های متفاوت، به کالا و خدمات تبدیل می شوند

(Ostrom, 1996).

لی و زهرا (۲۰۱۲)، اذعان می‌دارند که سطح فعالیت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه به توسعه بازارهای مالی (Gompers et al., 1998; Jeng & Wells, 2000)، کیفیت سیاست‌های قانونی مشخص از قبیل قوانین بازار کار (Jeng & Wells, 2000)، سیاست‌های مالیاتی (Da Rin, Nicodano, and Sembenelli, 2006)، برنامه‌های صندوق‌های حمایتی دولتی (Armour & Cumming, 2006) و قوانین ورشکستگی (Armour & Cumming, 2006) بستگی دارد. لینگلیچ (۲۰۰۹)، گستردگی جهانی سرمایه‌گذاری جسورانه را از منظر پدیده انتشار^۱ مطالعه کرده است. انتشار، پدیده‌ای است که طی آن یک نوآوری از طریق کانالی مشخص در طول زمان، میان اعضای یک نظام اجتماعی اطلاع‌رسانی می‌شود (Rogers, 2003). موانع انتشار نوآوری بومی به دیگر اجتماعات سازمانی، می‌تواند شامل هنجارهای نهادی، استانداردهای صنعت، پلتفرم‌های فناوری، رژیم‌های قانونی و عوامل فرهنگی باشد (Gaba & Meyer, 2008)، که منجر به تغییرات تدریجی می‌شوند.

در مورد موانع سرمایه‌گذاری جسورانه، پندر (۲۰۰۸) ضعف حقوق مالکیت فکری را معرفی می‌کند (متوسلی و همکاران، ۱۳۹۶). ایمانی‌پور و عزیزی (۱۳۹۰) نیز، اقتصاد دستوری کشور و متغیرهای کلان آن (تورم، نرخ ارز، بی‌ثباتی، تحریم‌ها)؛ نبود بستر قانونی مناسب و پیشرو؛ عدم تمایل بخش خصوصی برای ورود به این عرصه به دلیل ریسک‌های ناشناخته در فضای کسب‌وکار، و نبود ابزارهای مالی-تشویقی لازم و کمبود نیروی انسانی متخصص و نداشتن برنامه‌ریزی برای تربیت آن‌ها را معرفی کرده‌اند.

روش‌شناسی

پژوهش حاضر با توجه به هدف، بنیادی است و از رویکرد کیفی و راهبرد پژوهشی نظریه‌برخاسته از داده، مبتنی بر طرح نظام‌یافته اشتراوس و کوربین (۲۰۱۴)، استفاده کرده است. این تحقیق به دنبال ارائه الگو براساس مبانی نظری در شرایط زمینه‌ای و نهادی ایران است، بر طرح

نظام یافته- و یک روش خطی با رویکرد رویه‌ای- تأکید می‌کند، مقوله‌ها را در شش دسته یا مقوله به صورت منظم قرار می‌دهد و به ایجاد دقت و پیچیدگی لازم در مدل منجر می‌شود و مسیر پژوهش را به سمت ارائه پاسخ صحیح به پرسش اصلی پژوهش هدایت می‌کند. از این رو طرح نظام یافته اشتراوس و کوربین مورد استفاده قرار گرفته است. احصاء عوامل و تبیین روابط بین آنها، براساس داده‌هایی از ۱۳ نفر از مؤسسان بنگاه‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، کارآفرینان سرمایه‌پذیر و همچنین سیاست‌گذاران این حوزه با ویژگی‌های دارا بودن حداقل ۳ سال فعالیت در زمینه‌های آموزش، سیاست‌گذاری یا درگیری در فعالیت‌های اجرایی در زمینه تأمین مالی از طریق سرمایه‌گذاری جسورانه و یا داشتن تجربه در پذیرش سرمایه جسورانه، ایجاد یا مفهوم‌سازی می‌شود. نتایج این روش، با محیط مورد مطالعه هماهنگی بیشتری دارد (دانایی فرد، ۱۳۸۴). به معنای دیگر، الگو از داده‌های حاصل از مصاحبه‌ها استخراج شده و بومی است و پیچیدگی‌های بیشتری از فرآیند را نشان می‌دهد (Creswell, 2005). در واقع دلیل بهره‌گیری از نظریه برخاسته از داده، بیان جدیدی از پدیده در بستر ایران و زمینه نهادی آن است. از نمونه‌گیری گلوله‌برفی برای انتخاب نمونه‌ها استفاده شده و مصاحبه‌ها تا رسیدن به اشباع نظری ادامه یافت. این کار در نمونه یازدهم محقق شد، اما برای اطمینان از کفایت داده‌ها، مصاحبه‌ها تا نمونه سیزدهم ادامه یافت. روش نمونه‌گیری نیز هدفدار، از نوع قضاوتی، بوده است.

برای تحلیل داده‌ها از روش کُدگذاری سه مرحله‌ای شامل کُدگذاری باز (شناسایی ۳۲۴ نقل قول و ۷۲ مفهوم)، کُدگذاری محوری (احصاء ۳۰ مقوله و شناسایی رابطه بین مقوله‌ها و تعیین پدیده محوری، تشریح شرایط علی، تعمیم راهبردها، شرایط مداخله‌گر و بستر، پیامدها و نتایج راهبردها) و کُدگذاری انتخابی (برقراری ارتباط بین مقوله محوری و سایر مقوله‌ها و اصلاح آنها) استفاده شده است (Corbin & Strauss, 2014). برای تأمین اعتماد و روایی مصاحبه‌ها، ضمن مرور پژوهش‌های قبلی، برای کسب مهارت و انعطاف لازم در پژوهشگر، برای هم‌سویی پرسش‌ها و عناصر شیوه پژوهش، از منطق طراحی چارچوب با الهام از مبانی نظری و ترکیب الگوهای STAR رویین کسلر (۲۰۰۶) و مدل شش پرسش کلی (SWIH) برای تنظیم پروتکل مصاحبه پیروی شده و با انجام پیش‌مصاحبه، پرسش‌ها بازنگری و دو پرسش

اضافه شده است. تحلیل مصاحبه‌ها بلافاصله پس از هر مصاحبه بوده و گدگذاری‌ها سه مرتبه (پژوهشگر، استادان و یکی از خبرگان) مورد بازبینی قرار گرفته و در صورت مغایرت تفسیر و برداشت، با بحث و بررسی اجماع و توافق حاصل شده و نتیجه نهایی به‌دست آمده است. در طول فرآیند، همواره همراهی استادان و نظارت خبرگان وجود داشته است. همچنین برای تأمین اعتبار مصاحبه‌ها، نمونه‌ها هدفمند و آشنا با فرآیند شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه در سه گروه مؤسسان و سرمایه‌گذاران، کارآفرینان و سیاست‌گذاران، انتخاب شدند. همچنین از سه‌سویه‌سازی داده‌ها (Pandit, 1996) از طریق گردآوری داده‌ها از منابع چندگانه و انجام مصاحبه‌ها در زمان‌ها و موقعیت‌های اجتماعی مختلف، و نیز سه‌سویه‌سازی نظری (Kolb, 2012)، به‌صورت استفاده از تئوری‌های مختلف در تعبیر و تفسیر داده‌ها و چک کردن به‌وسیله مشارکت‌کنندگان (ارزیابی درونی)، برای تأیید صحت برداشت‌های پژوهشگر و نیز حلقه‌های بازخورد از فرد خبره بیرونی (ارزیابی بیرونی)، برای نظارت بر شیوه گدگذاری استفاده شده است.

یافته‌ها

توصیف جمعیت‌شناختی

مصاحبه‌شوندگان، ۱۳ نفر هستند: شامل ۱۱ مرد و ۲ زن با میانگین سنی ۳۷ سال، دارا بودن حداقل ۳ سال فعالیت در زمینه‌های آموزش، سیاست‌گذاری و اجرا، با ویژگی‌های شغلی و تحصیلی مندرج در جدول ۱.

جدول ۱. ویژگی‌های فردی مصاحبه‌شوندگان

گروه‌های مصاحبه‌شونده	تحصیلات	کارشناسی	کارشناسی ارشد	دکترای	جمع
مؤسسان و مدیران	۱	۰	۲	۳	۶
کارآفرینان سرمایه‌پذیر	۰	۰	۲	۰	۲
سیاست‌گذاران	۰	۰	۱	۱	۲
خبرگان و پژوهشگران	۰	۰	۲	۱	۳
مجموع	۱	۰	۷	۵	۱۳

مقوله‌های پژوهش در شش دسته ذیل ارائه شده است:

الف) مقوله‌های علی: این مقوله‌ها رویدادهایی را در برمی‌گیرد که به وقوع یا گسترش پدیده‌ای می‌انجامند (Strauss & Corbin, 2014). «موقعیت‌های توانمندساز» و «تربیت نیروی متخصص» به عنوان مقوله‌های علی پژوهش حاضر، در جدول ۲ آمده است.

جدول ۲. مقوله‌های علی

مقوله	مقوله فرعی (مفهوم)	مؤلفه
تربیت	موقعیت‌های توانمندساز	ذخیره کارآفرینان فرصت‌محور و انباشتی از سرمایه‌های ریسکی نهادهای تأمین مالی تخصصی
	تربیت نیروی متخصص	تربیت کارآفرینان و ارزیابان حرفه‌ای برای سنجش ایده‌ها و ارزش‌گذاری دارایی‌های معنوی و ...

جدول ۳. نمونه گذرانداری سه مرحله‌ای

مقوله محوری	کد گذرانداری	کد گذرانداری باز	گزاره کلامی
موقعیت‌های توانمندساز	تربیت نیروی متخصص	تربیت نیروی متخصص	متخصص در منتورینگ، کوچینگ و ارزش‌گذاری دارایی‌های معنوی کم داریم. مدل‌های بومی ارزش‌گذاری دارایی‌های معنوی در میان سازمان‌ها جایگاهی ندارد. نیازسنجی آموزشی قبل از اجرای دوره‌ها به‌درستی و به‌صورت نظام‌مند انجام نشده، بنابراین اثربخشی دوره‌های آموزشی برگزار شده مناسب نیست. دوره کیمیا که به‌صورت مشترک توسط پارک فناوری شریف و معاونت علمی ریاست جمهوری برگزار می‌شود، به‌صورت محدود به تربیت نیروی انسانی موردنیاز و توسعه تخصص‌های لازم می‌پردازد. فارغ‌التحصیلان دانشگاهی، ارزشی برای سرمایه و مهارت‌های مدیریتی سرمایه‌گذاران قائل نیستند، چراکه در دانشگاه این موضوع به آنان آموزش داده نشده است.

به عنوان نمونه، روایات و بخشی از جدول گذرانداری مربوط به مفهوم تربیت نیروی متخصص، در جدول ۳ آمده است.

ب) مقوله‌های محوری: مقوله محوری که همواره در داده‌ها ظاهر می‌شود و تمام مقوله‌های اصلی دیگر به آن مرتبط هستند (Strauss & Corbin, 1990)، «شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه با گرایش به حداکثرسازی منافع» است که در جدول ۴ مشاهده می‌شود. به عنوان نمونه، یکی از روایات مربوط به مقوله محوری، در ادامه آمده است:

«بازیگران اصلی در این فرآیند به دنبال کسب سودهای ویژه هستند و انگیزه سود باعث گرایش به سرمایه‌گذاری جسورانه می‌شود... چارچوب قراردادی مشخص و مورد تأیید مراجع ذی‌صلاح و مورد توافق طرفین سرمایه‌گذاری در حوزه‌های تخصصی وجود ندارد و تهیه آن هزینه مضاعفی برای ما دارد»

و زمان توافق را هم طولانی می‌کند. هزینه‌های دادرسی و غیره هم همینطور...»

جدول ۴. مقوله محوری

مؤلفه	مقوله محوری
کاهش هزینه‌های تولید کاهش هزینه‌های مبادله (پیشینی و پسینی) انگیزه سود	گرایش حداکثرسازی منافع

ج) **مقوله‌های راهبردی:** این مقوله‌ها، راهبردهایی برای کنترل، اداره و برخورد با پدیده محوری ارائه می‌دهند. «توسعه نهادهای رسمی» و «هم‌ساختی بخش عمومی و خصوصی» به‌عنوان مقوله‌های راهبردی تشخیص داده شد که در جدول ۵ ذکر شده‌اند.

جدول ۵. مقوله‌های راهبردی

مقوله	مقوله فرعی (مفهوم)	مؤلفه
توسعه نهادی رسمی	توسعه نهادهای رسمی	توسعه بازارهای مالی / کیفیت سیاست‌های قانونی مشخص / سیاست‌های مالیاتی / برنامه صندوق‌های حمایتی دولتی / بازار سهام هدف‌گذاری شده / قواعد کار سهل‌گیرانه / قوانین ورشکستگی لیبرال و ساختار قانونی مساعد / قوانین و الزام به آن‌ها و استانداردهای حسابداری / قوانین و مقررات مربوط به حقوق مالکیت معنوی / تناسب زیرساخت‌های قانونی برای استفاده از استراتژی‌های کاهش ریسک
	هم‌ساختی بخش عمومی و خصوصی	شکل‌گیری ارتباط پایدار میان سرمایه‌گذاران جسور بخش عمومی و خصوصی براساس اهداف مشترک

به‌عنوان نمونه، یکی از روایات مربوط به فهم توسعه نهادهای رسمی در ادامه آمده است: «... بخش خصوصی، برخی معاملات را به‌صورت غیررسمی انجام داده و بنابراین فرار مالیاتی رخ می‌دهد. برخی هزینه‌های انجام شده در خصوص سرمایه‌های ریسکی نیز، با توجه به قوانین موجود، مورد قبول دارایی نبوده و مشمول پرداخت مالیات‌های سنگین خواهد شد. همچنین ثبت برخی سرفصل هزینه‌ها با توجه به استانداردهای حسابداری حاکم بر شرکت‌ها و بعضاً نحوه انتخاب طرح‌های مخاطره‌پذیر کارآفرینان براساس آئین‌نامه‌های معاملات جاری، برای حساب‌رسان و بازرسان قانونی شرکت‌ها مورد قبول واقع نمی‌شود.»

د) **مقوله‌های زمینه‌ای:** این مقوله نشان‌گر زنجیره‌ای از شرایط محیطی است که بر راهبرد تأثیر می‌گذارند. «نهادهای غیررسمی»، به‌عنوان شرایط محیطی اثرگذار بر راهبردهای این پژوهش تشخیص داده شد که در جدول ۶ آمده است.

جدول ۶. مقوله‌های زمینه‌ای

مقوله	مقوله فرعی (مفهوم)	مؤلفه
زمینه-ای	نهادهای غیررسمی	تمایل به ریسک‌پذیری (اجتناب از عدم اطمینان)/ جمع‌گرایی (سیستم اقتصادی مشترک)/ درک کارآفرینان از شهرت اخلاقی آتی سرمایه‌گذاران/ قومیت‌گرایی/ سیستم فکری مشترک

به‌عنوان نمونه، یکی از روایات مربوط به مفهوم نهادهای غیررسمی در ادامه آمده است:

«هرچند که فرهنگ ریسک‌گریزی تا حدودی نسبت به قبل در جامعه بهبود یافته، اما کماکان این موضوع وجود دارد. فرهنگ پنهان کاری، عدم اعتماد و مشارکت گروهی مانع ارائه اطلاعات شفاف از سوی طرفین شده و در بسیاری از موارد، فرآیندها را بیش از اندازه طولانی می‌کند.»

ه) مقوله‌های واسطه‌ای: در پژوهش حاضر، مقوله فرعی «انتشار» به‌عنوان شرایط واسطه اثرگذار بر شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه در جدول ۷ آمده است.

جدول ۷. مقوله‌های واسطه‌ای

مقوله	مقوله فرعی (مفهوم)	مؤلفه
واسطه‌ای	انتشار	انتقال تجارب و نوآوری‌های به‌دست آمده در صنعت به اجتماعات مجاور (سایر ذی‌نفعان)

به‌عنوان نمونه، یکی از روایات مربوط به مفهوم انتشار در ادامه آمده است:

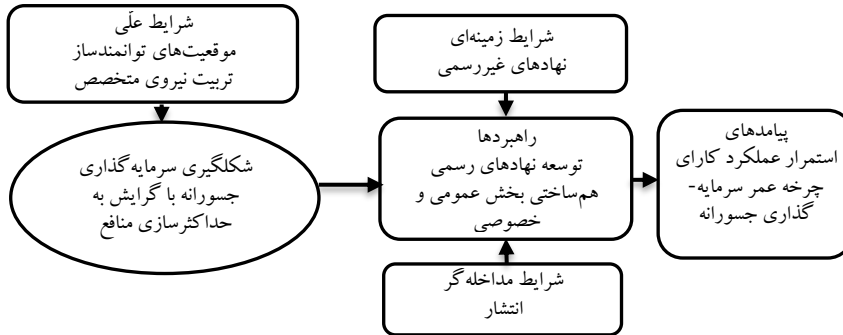
«ناکارآمدی زیرساخت‌های اطلاعاتی و نهادهای مدیریت و تسهیم دانش منجر به این شده که در اکثر موارد مسیر را از نقطه صفر آغاز کنیم. در واقع دسترسی به داده‌های سایرین و نتایج ارزیابی‌های گذشته و تجارب شکست و موفقیت دیگر فعالان صنعت عملاً به‌صورت سیستماتیک میسر نیست.»

و) مقوله‌های پیامدی: مقوله‌های پیامدی، نتیجه و حاصل راهبردها در مقابله با پدیده یا برای اداره و کنترل پدیده است. «استمرار عملکرد کارای چرخه عمر سرمایه‌گذاری جسورانه» به‌عنوان مقوله پیامدی شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه فرض گرفته شده که در جدول ۸ فهرست شده‌اند.

جدول ۸. مقوله‌های پیامدی

مقوله	مقوله فرعی (مفهوم)	مؤلفه
پیامدی	استمرار عملکرد کارای چرخه عمر سرمایه‌گذاری جسورانه	انتخاب شرکت/ طرح به‌منظور تامین مالی ایجاد ساختار ارتباطی و نظارتی فعالیت‌ها و حمایت‌های ارزش افزوده به شرکت‌ها فرایند خروج

برای تبیین چارچوب شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه، نمودار ۱ ارائه شده است.



نمودار ۱. چارچوب شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه (پیشنهاد نویسنده)

بحث و نتیجه‌گیری

در سطح بین‌المللی، پژوهش‌ها بیشتر متکی بر داده‌های اقتصادهای با صنایع پیشرفته هستند و عمدتاً به مراحل پس از شکل‌گیری و تأسیس متمرکز شده‌اند. پژوهش‌های دیگری هم با بهره‌گیری از داده‌های اقتصادهای در حال توسعه انجام شده‌اند که می‌توان به مطالعات صورت گرفته در اسرائیل (Avnimelech and Teubel, 2006)، هند (Dossani and Kenney, 2002) و چین (Ahlstrom and Bruton, 2006) اشاره کرد. با این حال هیچ‌یک از این مطالعات، به تعمیم یافته‌های شان نپرداخته و به یک تئوری عمومی در باره شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه دست نیافته‌اند.

نظریه نهادی از طریق مکانیزم‌های کلان برای تغییرات نهادی و تسهیل مبادلات، در فرآیند شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه نقش دارد (Lingelbach, 2013). پژوهش‌لی و زهرا (۲۰۱۲)، تأثیر اقتضایی محدودیت‌های نهادهای غیررسمی بر روابط میان نهادهای رسمی و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه را نشان می‌دهد و بیان می‌کند، کاربرد قوانین نهادی رسمی در جوامع متفاوت، به خروجی‌های اقتصادی متفاوتی منجر خواهد شد (Li & Zahra, 2012). متوسلی و همکاران (۱۳۹۶)، آن دسته از عوامل نهادی را که انگیزه سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کوچک فناور را سلب می‌کند، براساس مدل سطوح نهادی ویلیامسون (۲۰۰۰)، تجزیه و تحلیل و جمع‌بندی کرده‌اند. در مقاله حاضر، الگوی فرآیندمحور شکل‌گیری سرمایه-

گذاری جسورانه پایدار برای استمرار عملکرد کارای چرخه سرمایه گذاری جسورانه در بستر و زمینه نهادی خاص ایران ارائه شده است. علاوه بر این، با در نظر گرفتن راهبردهایی برای رفع موانع نهادی رسمی، مؤلفه‌های فرهنگی و نهادی غیررسمی و سایر عوامل زمینه‌ای و واسطه‌ای و نیز پیامدهای موردانتظار برای استمرار و اثربخشی عملکرد کارای چرخه سرمایه گذاری جسورانه را به صورت خط سیر داستان و براساس الگوی نظام یافته اشتراوس و کوربین (۲۰۱۴)، مورد بحث و بررسی قرار داده‌ایم. بر این اساس، فرآیند شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه پایدار یک نقطه آغازین نداشته و پدیده محوری و پیامد حاصل از آن، تحت تأثیر شرایط مختلف علی به‌عنوان شرایط مقدم قرار دارند. به کارگیری راهبردهای کنش و کنش متقابل توسعه نهادهای رسمی، از جمله قوانین و مقررات نهادی حاکم بر بازار، به بهبود پیامدهای موردانتظار کمک می‌کند. بررسی‌های محقق نشان می‌دهد، راهبرد توسعه نهادهای رسمی در ایران از بلوغ کافی برخوردار نیست و همچنین انگیزه لازم برای استمرار روابط پایدار هم-ساختی میان بخش خصوصی و عمومی به وجود نیامده است. به همین خاطر نهادهای غیررسمی به‌عنوان شرایط زمینه‌ای و همچنین پدیده انتشار به‌عنوان شرایط مداخله‌گر، بر راهبردها تأثیر گذاشته و در مواردی که نهادهای رسمی ضعف قابل توجهی دارند، تاحدودی جایگزین می‌شوند. شرایط مقدم احصاء شده در پژوهش حاضر، در پژوهش‌های گیلسون (۲۰۰۳)، آرمور و کامینگ (۲۰۰۶) و لینکلچ (۲۰۱۳) نیز بیان شده‌اند.

برنامه‌ریزی برای رفع موانع و محدودیت‌های فرهنگی و نهادهای غیررسمی از جمله فرهنگ پنهان کاری (فراستخواه، ۱۳۹۵)، تمایل به ریسک‌پذیری، جمع‌گرایی یا سیستم اقتصادی مشترک (Li & Zahra, 2012)، درک کارآفرینان از شهرت اخلاقی آتی سرمایه-گذاران (Drover et al., 2014 b)، قومیت‌گرایی (بنگستون و سو، ۲۰۱۵) و سیستم فکری مشترک مورنیکز و همکاران (۲۰۱۱)، به‌عنوان شرایط زمینه‌ای تأثیرگذار - که در مصاحبه‌ها نیز بارها مورد اشاره قرار گرفته‌اند- ضروری به نظر می‌رسد. از طرفی، کارا تر کردن

زیرساخت‌های اطلاعاتی در راستای رخداد پدیده انتشار برای تسهیل شفافیت و جلوگیری از موازی‌کاری‌ها، ائتلاف منابع، انتخاب معکوس^۱ و خطرات اخلاقی^۲ بسیار مفید خواهد بود. از طرف دیگر، دولت با به‌کارگیری راهبردهایی برای بهبود ساختار نهادهای رسمی، از قبیل توسعه بازارهای مالی (Gompres et al., 1998; Jeng & Wells, 2000)، بهبود کیفیت سیاست‌های قانونی مشخص (Jeng & Wells, 2000) و سیاست‌های مالیاتی (DaRin et al., 2006)، کاهش مالیات متعلقه به سرمایه، تصویب و جاری‌سازی قواعد کار سهل‌گیرانه، قوانین و رشکستگی لیبرال و ساختار قانونی مساعد و الزام به آن‌ها (Armour & Cumming, 2006)، استانداردهای حسابداری (Cumming, 2010) و قوانین و مقررات مربوط به حقوق مالکیت معنوی و نیز تناسب زیرساخت‌های قانونی برای استفاده از استراتژی‌های کاهش ریسک (Cumming, 2008; Hellman, 2006; Kaplan & Strömberg, 2004; Tian, 2011, Drover, 2017) و همچنین سیاست‌گذاری برای ایجاد منافع و انگیزه‌های مشترک و هم‌ساختی پایدار با بخش خصوصی، می‌تواند به تقویت راهبردها و استمرار چرخه عمر این صنعت کمک شایانی کند. براساس تحلیل مصاحبه‌های انجام شده، جلوگیری از تعدد نقش آفرینان کلیدی در سیاست‌گذاری، تنظیم مقررات و اعطای مجوز تأسیس بنگاه‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و مواردی که با نام‌های مشابه اقدام به فعالیت‌های موازی می‌کنند، نه تنها از ائتلاف منابع جلوگیری کرده، بلکه به شفافیت کمک می‌کنند و عدم اطمینان را کاهش می‌دهند؛ کاری که کاهش هزینه مبادله و افزایش انگیزه فعالیت را به دنبال خواهد داشت. مساعدتر کردن فضای کسب و کار، در جلوگیری از گرایش به فعالیت‌های سوداگرایانه به جای سرمایه‌گذاری جسورانه نیز مؤثر خواهد بود.

پیشنهادها

مقاله حاضر سعی کرده است، الگویی همه‌جانبه از شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه پایدار از منظر نهادی و با استفاده از نظریه برخاسته از داده ارائه دهد. از آنجا که فرآیند شکل-

۱ Adverse Selection

۲ Moral Hazard

گیری سرمایه‌گذاری جسورانه، نقطه آغازین نداشته و پدیده محوری و پیامد حاصل از آن تحت تأثیر شرایط مختلف علی‌به‌عنوان شرایط مقدم قرار دارد و به کارگیری راهبردهای توسعه نهادهای رسمی به بهبود پیامدهای موردانتظار کمک می‌کند، پیشنهاد می‌شود دولت به‌جای ورود و دخالت مستقیم از طریق تأسیس تعدادی صندوق و یا اعطای تسهیلات بدون سیاست‌گذاری، به انجام اصلاحات نهادی اقدام کند. با ایجاد زیرساخت‌های لازم برای توسعه متغیرهای فرهنگی و نهادهای غیررسمی و همچنین شرایط محیطی و مداخله‌گر، اعتماد متقابل به‌وجود می‌آید و انگیزه سرمایه‌گذاری و پذیرش سرمایه‌های جسورانه تقویت می‌شود. از جمله موارد مؤثر در این مورد می‌توان به تقویت و توسعه بازارهای مالی برای کمک به شفاف‌سازی ارزش‌گذاری سهام، ایجاد امکان عرضه اولیه سهام و سایر ابزارها برای خروج از سرمایه‌گذاری، ساماندهی شکل‌گیری سندیکاها، تخصیص، ایجاد بستر بهره‌گیری از مزیت‌های استراتژی‌های کاهش ریسک سرمایه‌گذاری - از جمله فراهم آوردن امکان سرمایه‌گذاری چند مرحله‌ای، اختیار معامله سهام، امکان استفاده از اوراق بهادار قابل تبدیل از طریق بازنگری در قوانین موجود، بازنگری در استانداردهای حسابداری، قوانین مالیاتی، قواعد کار، قوانین ورشکستگی در راستای اهداف کسب و کارهای نوپا و جسورانه، و تقویت قوانین حمایت از حقوق مالکیت فکری و ساختارهای قانونی مساعد اشاره کرد. در ارتباط با جهت‌گیری پژوهش‌های آتی نیز، توصیه می‌شود هر کدام از مؤلفه‌های شناسایی شده در پژوهش حاضر به‌صورت متمرکز مورد مطالعه قرار گیرند و به عمق و وسعت هر یک از آن‌ها افزوده شود. توجه به جزئیات هر یک از موارد شناسایی شده می‌تواند موارد مفیدی را برای آینده روشن سازد. به‌ویژه انجام مطالعات در حوزه حقوق مالکیت معنوی، مدل‌های ارزیابی دارایی‌های فکری، قوانین کار، سیاست‌های مالیاتی و استانداردهای حسابداری متناسب با الزامات سرمایه‌گذاری جسورانه از یک طرف، و مطالعات مربوط به توسعه نظام‌های آموزشی و توسعه متغیرهای فرهنگی می‌تواند کمک شایانی به بهبود عملکرد این حوزه نماید. همچنین مطالعه در مورد محتوا و چگونگی ارائه آموزش و پرورش مهارت‌های لازم و نیز انجام مطالعه در مورد چگونگی سیاست‌گذاری و برنامه‌ریزی برای پیاده‌سازی هر یک از موارد ذکر شده به‌عنوان نتیجه‌گیری، می‌تواند کاربرد فراوانی برای ذی‌نفعان داشته باشد.

منابع

- ایمانی‌پور، نرگس و حسن عزیزی (۱۳۹۰)، «تحلیل اجزای تشکیل‌دهنده فرآیند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران»، توسعه کارآفرینی، ۳ (۱۲): ۸۵-۱۰۳.
- دانایی‌فرد، حسن (۱۳۸۴)، «تئوری پردازی با استفاده از رویکرد استقرایی: استراتژی مفهوم‌سازی تئوری بنیادی»، رفتار، دانشگاه شاهد، ۱۲ (۱۱): ۵۷-۷۵.
- فراستخواه، مقصود (۱۳۹۵)، ما ایرانیان: زمینه‌کاوی تاریخی و اجتماعی خلیقات ایرانیان، تهران: نشر نی.
- متوسلی، محمود؛ شجاعی، سعید؛ چیت‌سازان، هستی و محمدی الیاسی، قنبر (۱۳۹۶)، «موانع نهادی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران: مطالعه‌ای برای واکاوی انگیزه‌های سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های کوچک فناور»، توسعه کارآفرینی، ۱۰ (۳): ۴۹۶-۴۷۷.
- نورث داگلاس، سی (۱۳۷۷)، «نهادها، تغییرات نهادی و عملکرد اقتصادی»، ترجمه: محمدرضا معینی، انتشارات سازمان برنامه و بودجه.
- Ahlstrom, D. and Bruton, G. (2006), Venture capital in emerging economies: networks and institutional change, *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 30(2): 299-320.
- Armour, J. and Cumming, D. (2006). The legislative road to Silicon Valley, *Oxford Economic Papers*, 58 (4): 596-635.
- Avnimelech, G. and Teubal, M. (2006), Creating venture capital industries that co-evolve with high tech: insights from an extended industry life cycle perspective of the Israeli experience, *Research Policy*, 35 (10): 1477-98.
- Bengtsson, O., & Hsu, D. H. (2015). Ethnic matching in the US venture capital market. *Business Venturing*, 30: 338-354.
- Berger, A., Udell, G., (2006). A more complete conceptual framework for SME finance, *Banking & Finance*, 30(11), November 2006, Pages 2945-2966.
- Bruton, G.D., Ahlstrom, D. and Puky, T. (2009), "Institutional differences and the development of entrepreneurial ventures: a comparison of the venture capital industries in Latin America and Asia", *Journal of International Business Studies*, 40:762-78.
- Bruton, G.D., Ahlstrom, D., (2003). An institutional view of China's venture capital industry: Explaining the differences between China and the West. *Journal of Business Venturing* 18: 233-259.
- Burchardt, J., Hommel, U., Kamuriwo, D. & Billitteri, C. 2016. Venture capital contracting in theory and practice: Implications for entrepreneurship research. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 40: 25-48.
- Corbin, J. & Strauss, A. (2014). *Basics of Qualitative Research: Techniques & Procedures for Developing Grounded Theory*, Sage Publications.

- Creswell, J.W. (2005). *Educational Research: Planning, Conducting & Evaluating Quantitative & Qualitative Research*, 2nd Edition Pearson College Division, 396.
- Cumming, D., Schmidt, D. and Walz, U. (2010), Legality and venture capital governance around the world, *Business Venturing*, 26 (1): 54-72.
- Cumming, D.J., and J.G. MacIntosh, (2003), "Venture Capital Exits in Canada and the United States," *University of Toronto Law Journal*, forthcoming.
- Cumming, D.J., and MacIntosh, J.G. (2006). Crowding out private equity: Canadian evidence, *Business Venturing*, 21(5): 569-609.
- Dai, N., Jo, H., & Kassicieh, S. (2012), Cross-border venture capital investments in Asia: Selection and exit performance. *Business Venturing*, 27: 666-684.
- DaRin, M., Nicodano, G. and Sembenelli, A. (2006), Public policy and the creation of active venture capital markets, *Public Economics*, 90 (8/9): 1699-723.
- Dossani, R. and Kenney, M. (2002), Creating an environment for venture capital in India, *World Development*, 30: 227-253.
- Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., Dushnitsky, G., (2017), A Review and Roadmap of Entrepreneurial Equity Financing Research: *Journal of Management*, 43 (6). pp. 1820-1853. ISSN 0149-2063.
- Drover, W., Wood, M. S., & Fassin, Y. (2014b). Take the money or run? Investors' ethical reputation and entrepreneurs' willingness to partner. *Journal of Business Venturing*, 29: 723-740.
- Drover, W., Wood, M. S., & Payne, G. T. (2014a). The effects of perceived control on venture capitalist investment decisions: A configurational perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38: 833-861.
- Gaba, V. and Meyer, A., (2008), Crossing the organizational species barrier: how venture capital practices infiltrated the information technology sector, *Academy of Management*, 51(5): 976-998.
- Gilson, R.J. (2003). Engineering a venture capital market: lessons from the American experience, *Stanford Law Review*, 55: 1067-103.
- Gompers, P., Lerner, J., Blair, M.M., and Hellmann, T. (1998). What drives venture capital fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity*: 149-204.
- Gompers, P.A., Lerner, J., (2004). *The Venture Capital Cycle*. MIT Press, Cambridge, MA and London.
- Gu, Q., & Lu, X. (2014), Unraveling the mechanisms of reputation and alliance formation: A study of venture capital syndication in China. *Strategic Management*, 35: 739-750.
- Guler, I; (2007), Throwing Good Money after Bad? Political and Institutional Influences on Sequential Decision Making in the Venture Capital Industry, *Administrative science quarterly* 52 (2).
- Hellmann, T. (2006), IPOs, acquisitions, and the use of convertible securities in venture capital. *Financial Economics*, 81: 649-679.
- Hitt, M; Ahlstrom, D; Dacin, M; Levitas, E; Svobodina, L; (2004), The Institutional Effects on Strategic Alliance Partner Selection in Transition Economies: China vs. Russia, *Organization science*, 15 (2):
- Jeng, L. and Wells, P., (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries, *Corporate Finance*, 6: 241-289.

- Kerr, William R. & Nanda, Ramana, (2009). "Democratizing entry: Banking deregulations, financing constraints, and entrepreneurship," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 94(1), pages 124-149.
- Kessler, R. (2006). *Competency-based interviews*. Pompton Plains, NJ: Career Press.
- Khanna, T. and Palepu, K. (2000), "Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups", *Journal of Finance*, 55(2): 867-891.
- Kolb, S. M (2012), *Grounded Theory and the Constant Comparative Method: Valid Research Strategies for Educators* *Journal of Emerging Trends in Educational Research and Policy Studies (JETERAPS)* 3 (1): 83-86
- Li, Y., & Zahra, S. A. 2012. Formal institutions, culture, and venture capital activity: A crosscountry analysis. *Journal of Business Venturing*, 27: 95-111.
- Lingelbach, D., (2013), *Paradise postponed? Venture capital emergence in Russia, Critical perspectives on international business*, 9(1/2): 204 – 225.
- Lingelbach, D., Gilbert, E. and Murray, G. (2008). *The rise and fall of South African venture capital: a coproduction perspective*, Small business World Conference, Halifax.
- Puri, M., & Zarutskie, R., (2012). "On the Life Cycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms," *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 67(6), pages 2247-2293.
- Pandit. N. R. (1996). *The Creation of Theory: A Recent Application of the Grounded Theory Method*, *Journal of The Qualitative Report*, 2(4): 1-15.
- Peneder, M. (2008). *The problem of Private Under-Investment in Innovation: A Policy Mind Map*, *Technovation*, 28(8): 518-530.
- Rogers, E. (2003), *Diffusion of innovations*, New York: Free Press.
- Scheela, W., Jitrapanun, T. (2012). *Do Institutions Matter for Business Angel Investing in Emerging Asian Markets? Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 14(4): 289-308.
- Scott, W.R., (2001), *Institutions and organizations*, Thousand Oaks, California, Sage.
- Tian, X. (2011). *The causes and consequences of venture capital stage financing*. *Journal of Financial Economics*, 101.
- Tykova, T; Borell, M. (2012), "Do Private Equity Owners Increase Risk of Financial Distress and Bankruptcy". *Journal of Corporate Finance*, Volume 18, Issue 1, pp138-150.
- Vanacker, T., Heughebaert, A., & Manigart, S. (2014). *Institutional frameworks, venture capital and the financing of European new technology-based firms. CORPORATE GOVERNANCE: AN INTERNATIONAL REVIEW*, 22(3), 199–215
- Williamson, O.E. (2000). "The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead", *Journal of Economic Literature*, 38(3): 595- 613.
- World Economic Forum (WEF), Klaus Schwab, (2016). *The Global Competitiveness Report 2015–2016*, Printed in Switzerland.

Gilbert, E. and Lingelbach, D. (2009). Toward a process model of venture capital emergence: the case of Botswana. Paper presented at Druid Summer Conference, Copenhagen