



تئوری ها، روش ها و مفاهیم تامین مالی کارآفرینانه: با تاکید بر سرمایه گذاری مخاطره پذیر (Venture Capital)

مجتبی حسینی^۱

چکیده:

تامین مالی مناسب، یکی از مشکلترین و پیچیده ترین عناصر در فرآیند راه اندازی کسب و کارهای کارآفرینانه است که نقش بسیار مهمی را در راه اندازی و توسعه کسب و کارهای کارآفرینانه بر عهده دارد. روش های متعدد و رویکردهای متنوعی که در حوزه تامین مالی کارآفرینانه وجود دارد، انتخاب ها و تصمیمات متعددی را در اختیار کارآفرینان قرار می دهد که خود می تواند موجبات پیچیدگی بیشتر این فرآیند گردد. در این مقاله سعی بر آن است تا با مرور مختصر تئوریهها، روش ها و مفاهیم تامین مالی کارآفرینانه گامی در جهت افزایش درک مالی کارآفرینان و انتخاب روش های بهتر و مفیدتر برداشته شود.

واژگان کلیدی: تامین مالی کارآفرینانه، روش های تامین مالی، مراحل عمر کسب و کار کارآفرینانه و سرمایه گذار

مخاطره پذیر

^۱دانشجوی کارشناسی ارشد بازرگانی - کارآفرینی

مقدمه:

کسب منابع مالی برای یک شرکت کارآفرینانه بسیار ساده بوده و شبیه به یک معامله فروش است. مخاطبین شما چیزی دارند که شما می خواهید و آن پول است و شما چیزی دارید که آنها می خواهند و آن سهم یا قسمتی از رشد بالقوه موسسه شما است. در تمامی مبادلات فروش، کلید اساسی، تعیین قیمت درست و انعقاد قرارداد فروش است. جهت انجام موفقیت آمیز این عمل شما باید ذهنیات بازاریابی مالی خود را توسعه دهید. همانطور که شما برای فروش محصولات و خدمات خود نیاز به یک برنامه بازاریابی دارید، برای تامین مالی شرکت خود نیز به یک برنامه بازاریابی تامین مالی نیازمند هستید. و این به این معنی است که شما طرح کسب و کاری آماده کرده و توسعه دهید که به صورت شفاهی بتوانید به خوبی از آن دفاع کرده و بر اساس آن یک برنامه بازاریابی که انعقاد فروش را تضمین نماید، توسعه دهید. طرح کسب و کار به شما نشان می دهد که چه مقدار پول نیاز دارید، چه مقدار از آن را باید قرض کنید و چه مقداری را به صورت سهام دریافت کنید، و در چه مرحله یا دوره زمانی به تحقق چه اهدافی جهت اجرای برنامه نیاز دارید.

برای شرکت هایی که در مرحله شکل گیری هستند، اکثرا باید از پول خانواده و دوستان استفاده کرد. و سپس با رشد شرکت به سمت سرمایه گذاران رسمی تر مانند سرمایه گذاران مخاطره پذیر روی آورد. مشخصه های اساسی تامین مالی کارآفرینانه عبارتند از دوره های متنوع، ابعاد متفاوت و مهم، رویکردهای روش شناسی متفاوت و گستردگی حوزه مشکلی که این تحقیقات بر روی آنها تاکید می کنند. بکارگیری رویکردهای متفاوت از چشم اندازهای مختلف در این حوزه، تجربه و جستجو، موجب فرموله نمودن فرصت ها و یافتن پاسخ هایی برای پرسش هایی شده است که همواره در این حوزه وجود داشته اند. این پرسش ها و پاسخ ها، فرصت های جدیدی را برای گفتگو و مباحثه در این حوزه بین دانشجویان و محققین و بین گروهی که این تحقیقات را مفهوم سازی می کنند و گروهی که فهرست های تحقیقی را توسعه می دهند، به وجود آورده است.

مرور پیشینه و تئوری های تامین مالی کارآفرینانه

آکرلف^۲ (۱۹۷۰) که یکی از پیش تازان در حوزه تحلیل عدم تقارن اطلاعاتی است، نشان می دهد که «اطلاعات مخفی» می تواند به شرایطی ختم شود که در آن شرایط، بازار دارای آیتیم های کم کیفیت انتخاب شود. بنابراین اطلاعات مخفی می تواند یکی از عوامل شکست بازار باشد. محققین دریافته اند که مشکلات انتخاب ناسازگار می تواند در بسیاری از شرایط به ویژه در بازارهای بیمه که خریداران بیمه ریسک کار را بهتر از شرکت های بیمه گذار تشخیص می دهند (پاولی^۳ ۱۹۷۴) و یا در بازارهای نیروی کار که کارکنان توانایی های خود را بهتر از شرکت هایی که آنها را استخدام می کنند، تشخیص می دهند (اسپنز^۴ ۱۹۷۳)، موجب ایجاد مشکلاتی شود. یکی از مهمترین عناصر دیگر در عدم تقارن اطلاعاتی «عمل مخفی» است، یعنی یکی از مخاطبین معامله، عملی انجام می دهد که از دید طرف دیگر مخفی باقی می ماند و این عمل، بازده طرفین را تحت تاثیر قرار می دهد. این موضوع معمولاً تحت عنوان خطر اخلاقی نام گذاری می شود.

خطر اخلاقی بیشتر در شرایطی مطرح می شود که یک طرف به عنوان کارگزار طرف دیگر عمل می کند. مانند مواردی که یک مشتری یک وکیل را استخدام می کند. نقش عدم تقارن اطلاعاتی در قراردادهای تامین مالی سرمایه گذاران مخاطره پذیر روشن شده است. سالمن^۵ (۱۹۹۰) نشان داد که اعمال قراردادی در صنایع سرمایه گذاری مخاطره پذیر بازتابی از عدم اطمینان مبادلاتی و عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران مخاطره پذیر و کارآفرینان است.

آمیت، گلوستن و مولر^۶ (۱۹۹۳) اظهار کردند که سرمایه گذاران مخاطره پذیر را باید به صورت واسطه گران مالی مورد ملاحظه قرار داد. این نویسندگان مشکلات اطلاعاتی مربوطه را شناسایی کرده و مجموعه ای از سوالات تحقیقی را فراهم آوردند. باری^۷ (۱۹۹۴) بر روی اطلاعاتی که کارآفرینان تنها در مورد توانمندی های خود قبل از عقد قرارداد دارند، تاکید کرد. او اظهار کرد که کارآفرینانی که بسیار خوشبین بوده و به توانمندی های خود اعتماد دارند، ممکن است به سمت تامین مالی کسب و کارهای دارای ریسک بالا، تمایل نشان دهند. تعداد بسیار اندک ولی

^۲ Akerlof

^۳ Pauly

^۴ Spence

^۵ Sahlman

^۶ Amit, Glosten and Muller

^۷ Barry

در حال رشدی از مدل های تامین مالی سرمایه گذارن مخاطره پذیر در حوزه عدم تقارن اطلاعاتی ارائه شده است. چان^۸ (۱۹۸۳) بر روی نقش مثبت سرمایه گذاران مخاطره پذیر در بهبود مشکلات انتخاب بازار برای تامین مالی کارآفرینانه اشاره کرد. او نشان داد که انتخاب اشتباه بازار به دلیل نبود سرمایه گذار مخاطره پذیر با تجربه رخ می دهد. این مقاله اهمیت درک شرایطی را نشان می دهد که در طی آن سرمایه گذاران مخاطره پذیر از پروژه کاری کارآفرین اطلاع می یابند. چان، سیگل و تاکور^۹ (۱۹۹۰) قوانین سرانگشتی متنوعی را برای اعمال قراردادی در سرمایه گذاری مخاطره پذیر ارائه کردند. ایده اساسی در این مطالعات، این است که سرمایه گذاران مخاطره پذیر به مرور زمان اطلاعات بیشتری در مورد توانمندی های کارآفرینان به دست آورده و سپس تصمیم می گیرند که کارآفرینان را جهت مدیریت پروژه حفظ کنند و یا آنها را از مدیریت پروژه کنار بگذارند. هیرائو^{۱۰} (۱۹۹۳) فرض کرد که کارگزاران (مانند کارآفرین) اعمال غیر قابل مشاهده ای انجام می دهند که فرآیند یادگیری سرمایه گذار در مورد کارآفرین را تحت تاثیر قرار می دهد. او دریافت که به دلیل تعامل بین یادگیری و خطر اخلاقی، یک قرارداد بلندمدت، معادل مجموعه ای از قراردادهای کوتاه مدت نیست. برجمان و هج^{۱۱} (۱۹۹۸) شرایط مشابهی را مورد تحلیل قرار دادند که در آن شرایط رابطه ای بین خطر اخلاقی و یادگیری در مورد کیفیت پروژه وجود داشت. خطر اخلاقی در رابطه بین سرمایه گذار و کارآفرین، نه تنها موجب کاهش موفقیت کسب و کار شده، بلکه موجب کاهش فرآیند یادگیری در رابطه بین سرمایه گذار و کارآفرین نیز می شود. این نویسندگان دریافتند که در این شرایط بهترین نوع قرارداد، قراردادهای بلندمدت است. آمیت، گلوستن و مولر (۱۹۹۰) یک مدل کارگزار - سرمایه گذار ارائه دادند که در آن سرمایه گذاران در مورد نوع شخصیت کارآفرین هنگام پیشنهاد جهت سرمایه گذاری در شرکت، با عدم اطمینان مواجه می شوند، که این عدم تقارن اطلاعاتی تحت تاثیر قراردادهای واقعی قبلی با کارآفرین قرار می گیرد. این نویسندگان تاکید می کنند که مهمترین معیار سرمایه گذاری سرمایه گذاران مخاطره پذیر بر روی کسب و کار، مهارت ها و توانمندی های کارآفرین است .

^۸ Chan^۹ Chan, Siegel and Thakor^{۱۰} Hirao^{۱۱} Bergemann and hege

آمیت، گلوستن و مولر (۱۹۹۴) به نقش مکانیزم های متفاوت برای تطابق کارآفرینان و سرمایه گذاران مخاطره پذیر در کاهش مشکلات انتخاب ناسازگار توجه نشان دادند. آنها کار روتسچاپلید و استیگلنیتز^{۱۲} (۱۹۷۶) را با اعمال بعضی مفروضات مبتنی بر قواعد تجربی در صنعت تامین مالی مخاطره پذیر توسعه دادند. آنها فرض کردند که کارآفرینان اطلاعاتی در مورد نوع شخصیت خود دارند و سرمایه گذاران مخاطره پذیر می توانند در مدیریت سرمایه های خود مشارکت داشته باشند و به این صورت می توانند به صورت مستقیم در موفقیت کسب و کار خود مشارکت داشته باشند. کارآفرینان ممکن است به دنبال تامین سرمایه بوده و سرمایه گذاران به دنبال فرصت های مناسب سرمایه گذاری می باشند.

آدماتی و فلیدریر^{۱۳} (۱۹۹۴) دریافتند که سرمایه گذاران مخاطره پذیر قراردادهای دارای سهم ثابت را ترجیح می دهند. این قراردادها به سرمایه گذاران مخاطره پذیر اجازه می دهد که بخشی از سهم نهایی سود را در اختیار گرفته و در آینده نیز درصد ثابتی از سهم سود را مالک شوند.

به دنبال کار این نویسندگان، هلمن^{۱۴} (۱۹۹۴) یک مدل چند مرحله ای شامل مراحل سرمایه گذاری ارائه کرد. او مشخصه های نهادی خاصی ارائه کرد که سرمایه گذاران مخاطره پذیر را از سایر روش های تامین مالی سنتی متفاوت می کرد. به عنوان مثال او توضیح داد که وقتی سرمایه گذاران مخاطره پذیر بر روی یک شرکت سرمایه گذاری می کنند، انگیزه بسیار زیادی جهت نظارت بر عملکرد آن شرکت از خود نشان می دهند که این عمل موجب اجتناب شرکت از درگیری با اشتباهات کوتاه مدت می شود. این نظارت دقیق بر عملکرد شرکت توسط سرمایه گذاران مخاطره پذیر می تواند موجب کاهش مشکلات خطر اخلاقی گردد.

روشهای دیگری که برای فائق آمدن بر مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی در روابط سرمایه گذار و کارآفرین ارائه شده است، عبارتند از استفاده از سهام قابل تبدیل (باری ۱۹۹۴)، کنترل حقوق (هلمن ۱۹۹۸)، عضویت در هیات مدیره شرکت مورد سرمایه گذاری (لرنر^{۱۵} ۱۹۹۵) و ایجاد سندیکا (لرنر ۱۹۹۴).

تایبجی و برانو^{۱۶} (۱۹۸۴) در مقاله خود به تشریح فعالیت هایی پرداختند که سرمایه گذاران مخاطره پذیر جهت کاهش مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی انجام می دهند. تایبجی و برانو اظهار کردند که تامین مالی

^{۱۲} Rothschild and Stiglitz

^{۱۳} Admati and Pfleiderer

^{۱۴} Hellman

^{۱۵} Lerner

مخاطره پذیر شامل مراحل زیر می باشد: ۱- یافتن مبادله ۲- نمایش مبادله ۳- ارزیابی مبادله ۴- ساختاردهی مبادله و ۵- فعالیت های بعد از سرمایه گذاری.

صندوق های سرمایه گذاری مخاطره پذیر به صورت سنتی بر روی شرکت های کارآفرینانه جوان و دارای رشد سریع که امکان دسترسی به بازار سهام عمومی را ندارند، سرمایه گذاری می کنند. در آمریکا نوآوری های پشتیبانی شده توسط سرمایه گذاران مخاطره پذیر، حجم بازده عظیمی را برای این نوع سرمایه گذاران به ارمغان آورده است. مشخصه های اصلی این نوع سرمایه گذاری ها، عبارت است از ریسک بالاتر، ارزش اسقاط کمتر، افق سرمایه گذاری طولانی تر و عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر در مقایسه با سرمایه گذاری های بخش عمومی.

از آنجایی که این نوع سرمایه گذاری ها در حوزه غیر عمومی اتفاق می افتند، لذا مشخصه اساسی آنها عدم تقارن اطلاعاتی بسیار بالا بین کارآفرین و سرمایه گذار است. به این خاطر است که سرمایه گذاران مخاطره پذیر به صورت فعال درگیر نظارت، مدیریت استراتژیک، برنامه ریزی و تصمیم گیری در شرکت هایی می شوند که در آنها سرمایه گذاری کرده اند (یوآدا^{۱۲} ۲۰۰۴). سرمایه گذاران مخاطره پذیر اصولاً سرمایه مورد نیاز شرکت را در مرحله ای که هدف و محصول شرکت به خوبی تعریف و ارائه شده است، تامین می کنند. در ضمن سرمایه گذاران مخاطره پذیر نقش بسیار فعالی در تصمیمات ابتدایی مانند پیشنهاد عمومی سازی و یا ادغام و اکتساب شرکت بر عهده دارند. هر چند در بعضی مواقع، سرمایه گذاران مخاطره پذیر با معرفی شرکت به بخش عمومی و یا ادغام و اکتساب آن، بازده بسیار خوبی برای سرمایه گذاری های خود به دست می آورند اما در اکثر مواقع آنها ممکن است با شکست شرکت و از دست دادن سرمایه نیز مواجه شوند.

مطالعات قبلی در حوزه سرمایه گذاری مخاطره پذیر مانند لرنر (۱۹۹۴، ۱۹۹۵)، گمپرز^{۱۸} (۱۹۹۵، ۱۹۹۶)، و گمپرز و لرنر^{۱۹} (۱۹۹۹) بیشتر به آزمونهای اقتصادی سیکل سرمایه گذاری مخاطره پذیر شامل یافتن پول، سرمایه گذاری و خروج مبادرت کرده و بر روی مکانیزم های صنعت سرمایه گذاری مخاطره پذیر متمرکز شده اند.

علی رغم افزایش توجه به سرمایه گذاران مخاطره پذیر در فرآیند تامین مالی کارآفرینانه، توجه اندکی به عملکرد ریسک و بازده این سرمایه گذاران شده است. مطالعات اولیه در این حوزه بیشتر بر روی آزمون های اقتصادی و

^{۱۶} Tyebjee and Bruno

^{۱۷} Ueda

^{۱۸} Gompers

^{۱۹} Gompers and Lerner

مطالعه تجربی دوره های سرمایه گذاری متمرکز بوده است. یکی از مهمترین مطالعات تجربی در این حوزه که به عملکرد ریسک و بازده سرمایه این نوع سرمایه گذاران توجه کرده ، مطالعه ای است که توسط کوچرن^{۲۰} (۲۰۰۵) انجام شده است. اکثر سرمایه گذاران به این دلیل به سمت سرمایه گذاری های مخاطره پذیر روی می آورند که معتقدند که تنوع ریسک می تواند موجب افزایش کارایی سرمایه گذاری های آنها شود.

هرچند تا به حال مطالعات بسیاری در مورد عوامل اقتصادی و مالی تاثیرگذار بر روی سرمایه گذاری مانند سهام و اوراق قرضه انجام شده است اما تحقیقات اندکی در مورد نیروهایی که سرمایه گذاران را به سرمایه گذاری مخاطره پذیر تشویق می کند، موجود است.

فاما و فرنچ یک مدل سه عاملی در حوزه شناخت این مشکلات ارائه کرده اند که عوامل فهرست شده در این مدل عبارتند از: ۱- بازار کلی سهام که موجب افزایش بازده می شود. ۲- اندازه شرکت (بزرگ در مقابل کوچک) و ۳- عامل ارزش بازار دفتری (کم در مقابل زیاد).

درک مراحل توسعه کارآفرینانه

قبل از اینکه به کاوش در مورد تامین مالی کارآفرینانه بپردازیم، تشریح فرآیند کارآفرینانه سنتی از اهمیت بسزایی برخوردار است. مراحل این فرآیند عبارتند از: ۱- بذر یا مفهوم ۲- راه اندازی ۳- مرحله اول ۴- مرحله دوم ۵- مرحله سوم و ۶- مرحله برداشت. در زیر این مراحل را بر حسب وظایف، وضعیت ها و جریانهای مالی تشریح می کنیم.

مرحله مفهوم یا بذر

این مرحله مرحله اختراع است. در این مرحله تنها یک ایده یا مفهوم وجود دارد، نه تیم کارآفرینانه ای و نه پیش الگویی، هیچ چیزی به غیر از ایده یا مفهوم وجود ندارد. در این مرحله هیچ برنامه، زمانبندی و یا تحقیقات بازاری انجام نشده و موسسین ممکن است تکنسین ها و متخصصین باشند. جهت توسعه پیش الگو در این مرحله باید مدیریت کلیدی، طرح کسب و کار، ارزیابی بازار بالقوه، ساختار سازمان، و وضعیت مالکیت را مشخص کنیم. شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیر سنتی اغلب تمایلی به سرمایه گذاری بر روی شرکت در این مرحله نشان نمی دهند. در این مرحله ریسک بسیار بالا است و زمان برداشت سود از شرکت نامشخص می باشد. در این مرحله

^{۲۰} Cochrene

می توان از ذخایر شخصی و منابع مالی دوستان و خانواده استفاده کرد. مرحله بذر و مفهوم با طرح کسب و کار و شکل گیری شرکت پایان می یابد.

مرحله راه اندازی

در این مرحله حداقل یک نفر به صورت تمام وقت پروژه را دنبال می کند. در این مرحله پیش الگو توسعه یافته، طرح کسب و کار تصفیه شده، تیم مدیریت شناسایی شده، تحلیل بازار انجام شده، آزمون های بتا انجام شده و مشتریان اولیه شناسایی شده اند. در این مرحله تامین مالی رسمی تری محقق می شود. در این مرحله اگر تیم مدیریت ارشد مشخص شده باشد، حق امتیاز و مالکیت اثبات شده باشد و قابلیت عرضه به بازار نشان داده شود، شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیر سنتی ممکن است به سرمایه گذاری علاقه نشان دهند.

وضعیت مرحله نخست

شرکت حالا به یک کسب و کار موفق تبدیل شده است. قابلیت عرضه محصول اثبات شده و در حال فروش رفتن است. در این مرحله شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیر سنتی به سرمایه گذاری علاقه نشان می دهند. در حقیقت این مرحله مرجح ترین مرحله است. در واقع، در این مرحله جهت حمایت از مفاهیم محصول و نخستین تلاش های بازاریابی آن نیاز به تامین مالی داریم.

وضعیت مرحله دوم

فروش های مهمی جهت افزایش دارایی و جبران دیون شرکت انجام می شود. در این مرحله شرکت به صورت تصادفی به نقطه سر به سر رسیده است و مدیریت جریان نقدی از اهمیت بسزایی برخوردار است. سرمایه گذاران مخاطره پذیر حرفه ای تر شده و برای دور دوم در این مرحله حاضر به تامین مالی می باشند. در این مرحله سرمایه گذاران و موسسین برنامه هایی برای برداشت می ریزند.

وضعیت مرحله سوم (نیم اشکوب)

تمامی سیستم ها در این مرحله در حال اجرا بوده و علائم موفقیت ظاهر گشته است. در این مرحله تمامی اعمال از طراحی تا توسعه محصولات نسل دوم در حال انجام شدن است، مدیریت بازاریابی و توزیع و ... همگی به صورت

سیستمی اداره می شوند. در این مرحله، شرکت ممکن است به تامین مالی نیم اشکوب و یا بریج جهت افزایش حسابها و یا موجودیهای دریافتی حاصل از سرمایه گذاری های قبلی نیاز داشته باشد. در این مرحله محصولات نسل سوم تولید شده، سود بهبود یافته و ترازنامه تثبیت می شود. در این مرحله شرکت سهم بازار عدیده ای به دست آورده و شدیداً در بازار نفوذ کرده است.

مرحله چهارم: برداشت

این مرحله آخرین مرحله برای شرکت های کارآفرین است. در این مرحله شرکت با گزینه هایی مانند عمومی شدن، اکتساب، فروش و یا ادغام روبرو است. آنچه که به صورت یک رویا آغاز شده بود، به یک واقعیت کارآفرینانه در این مرحله تبدیل شده است. با فهم این مراحل متفاوت می توان شیوه های متفاوت تامین مالی را برای شرکت های کارآفرینانه تجویز کرد.

روش ها و منابع تامین مالی کارآفرینانه

چندین راه برای تامین مالی وجود دارد: بدهی و سهام

تامین مالی برای کارآفرینانی که در مرحله راه اندازی کسب و کار قرار دارند، مشکل ترین بخش می باشد. باید توجه کرد که درصد اندکی از شرکت هایی که هر ساله در سرتاسر دنیا راه اندازی می شوند، از طرف سرمایه گذاران مخاطره پذیر سنتی، تامین مالی می شوند و حدود ۹۰ درصد آنها از محل منابع مالی خصوصی راه اندازی می شوند. تامین مالی معمولاً آسان و ساده نیست و در بسیاری از مواقع فرآیندی پیچیده و وقت گیر می باشد. منابع تامین مالی و شکل های سرمایه متفاوت و متنوع می باشند. بعضی از آنها برای تامین مالی در مرحله مفهوم یا جوانه زدن به کار می روند در حالی که تعدادی دیگر برای توسعه کسب و کار مورد استفاده قرار می گیرند. مرحله شروع، به تامین مالی در سطح پولی که کارآفرین می تواند به دست آورد، محدود می شود. در این مرحله، تامین مالی از محل پس اندازهای فردی که می تواند به صورت سهام و یا بدهی باشد، انجام می گیرد. از طرف دیگر، شرکت هایی که از مرحله راه اندازی گذشته اند، گزینه های بیشتری برای تامین مالی در اختیار دارند. گزینه هایی مانند بانکها،

شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیر و یا پیشنهادات عمومی. کارآفرینان به زودی در می یابند که عوامل زیادی وجود دارد که روش تامین مالی آنها را تحت تاثیر قرار می دهد. این عوامل عبارتند از:

۱- کاهش مالکیت سهام

۲- محدودیت های بالقوه در انعطاف پذیری عملیات روزانه

۳- بدهی هایی که محدودیت هایی را برای رشد آینده شرکت به وجود می آورند.

در مواجهه با تصمیمات تامین مالی با هر هدف و منظوری دو انتخاب اساسی برای کارآفرینان وجود دارد که عبارتند از بدهی و سهام. به صورت ساده می توان گفت که بدهی عبارت است از پولی که به روش های متفاوت با نوعی از دارایی ها به عنوان تضمین قرض گرفته می شود. از طرف دیگر، سهام عبارت است از پول های اشتراکی به صورت سرمایه.

اغلب کسب و کارهای جدید به بدهی بلند مدت و سهام پایدار نیاز دارند تا بتوانند موجبات رشد سریع و توسعه آینده خود را فراهم آورند. مزیت بدهی آن است که فرآیند کسب آن، فرآیند بسیار ساده ای است و عیب بزرگ آن این است که ریسک بسیار بالایی برای رشد آینده شرکت در پی خواهد داشت. کارآفرینان موفق و شرکت های باتجربه از ترکیبی از این دو نوع روش تامین مالی استفاده می کرده و سعی می کنند بهترین ترکیب را با توجه به عوامل گفته شده انتخاب کنند.

الف: منابع تامین مالی به صورت سهام

۱- منابع شخصی کارآفرینان

نخستین منبع برای تامین مالی شرکت های جوان، سرمایه گذاری خود کارآفرینانی است که آن کسب و کار را راه اندازی می کنند. مقدار این نوع تامین مالی حدود چند ده هزار دلار بیشتر نیست، اما در مواقعی که کارآفرینان با موفقیت کسب و کاری را راه اندازی کرده باشند، می تواند بخش مهمی از تامین مالی شرکت را شامل شود (کالاها و میوجی^{۲۱}، ۲۰۰۲). این منابع می توانند در مرحله راه اندازی از ذخیره شخصی یا قرض های فردی تامین شوند. کارآفرین می تواند این منابع را از طریق سهام مطبوع (sweet equity) به شکل کار کردن کمتر از قیمت

^{۲۱} Callahan and Muegge

واقعی پرداخت کند. این نوع سرمایه گذاری می تواند از طریق سایر کارکنان نیز انجام شود. پس اندازهها، کارت های اعتباری، فروش دارایی ها و ضمانت ها نیز از جمله مهمترین روش های تامین مالی شخصی می باشند.

۲- منابع مالی دوستان و خانواده

دوستان و خانواده نیز معمولا دومین منبع، جهت تامین مالی شرکت های جوان بعد از خود کارآفرین می باشند (کالاهان و میوچی ۲۰۰۲). توانایی تامین مالی دوستان و خانواده برای کارآفرینان جهت سرمایه گذاریهای سازمان یافته بعدی به عنوان یک پیش نیاز عمل می کند. توانایی متقاعد کردن دوستان و خانواده برای سرمایه گذاری موجب ایجاد تعهد برای کارآفرینان شده و آنها را مجبور می کند که تنها بر روی فرصت های سرمایه گذاری باکیفیت سرمایه گذاری کنند. میزان سرمایه گذاری دوستان و خانواده نیز معمولا حول و حوش چند ده هزار دلار خواهد بود. این افراد به این دلیل حاضر به سرمایه گذاری می شوند که به شما و ایده شما اعتماد دارند.

۳- سرمایه گذاران مالک (پیشتانان)

سرمایه گذاران مالک افراد ثروتمندی هستند که پول های خود را به صورت مستقیم به عنوان هسته اصلی سرمایه گذاری کسب و کارهای جوان در مراحل ابتدایی توسعه، سرمایه گذاری می کنند (فن و لیانگ^{۲۲} ۱۹۹۸). بیشتر افراد دریافت سرمایه از سرمایه داران مالک را به دریافت سرمایه از سرمایه گذاران مخاطره پذیر ترجیح می دهند. اما میزان سرمایه گذاری سرمایه گذاران مالک بسیار اندک بوده و بین ۱۰۰۰۰۰ دلار تا ۵۰۰۰۰۰ دلار متغیر است (فریر و وتزل^{۲۳} ۱۹۹۰). آنها ممکن است سرمایه گذاری های خود را به صورت بدهی و یا سهام انجام دهند.

۴- کارکنان

بعضی از کارآفرینان ممکن است از سرمایه های کارکنان خود در قالب بدهی و یا سهام جهت سرمایه گذاری استفاده کنند.

^{۲۲} Fenn and Liang

^{۲۳} Freear and Wetzel

۵- سرمایه گذار مخاطره پذیر شرکتی

سرمایه گذار مخاطره پذیر شرکتی تابعی از یک شرکت بزرگ است که به سرمایه گذاری مخاطره پذیر مبادرت می کند (دنیس^{۲۴} ۲۰۰۴). این سرمایه گذاران، به شکل های متفاوتی شامل سرمایه گذاری مستقیم از طریق صندوق های سرمایه گذاری شرکت، سرمایه گذاری های غیرمستقیم از طریق صندوق های سرمایه گذاری مخاطره پذیر غیرمستقیم، و یا حق مالکیت ها و اتحادهای استراتژیک با شرکت های در حال راه اندازی، وارد عمل می شوند. البته اکثر این سرمایه گذارها، سرمایه گذاریهای خود را اغلب در قالب های صندوق سرمایه گذاری مستقیم با احتساب مالکیت یا اتحاد انجام می دهند (دنیس ۲۰۰۴). تحقیقات تجربی دو دلیل اصلی جهت عدم علاقه مندی کارآفرینان به این نوع سرمایه گذاری نشان می دهند. ۱- مشکلات ساختاری خود برنامه ها و ۲- تعارض بین علاقه مندی های سرمایه گذاران شرکتی و شرکت کارآفرین. اگر شرکت سرمایه گذار دریا بد که شرکت مخاطره پذیر جدید در آینده به رقیبی برای خودش تبدیل خواهد شد، سرمایه گذاری بر روی طرح مربوطه را رد خواهد کرد. هلمن و دیگران^{۲۵} (۱۹۹۵) نشان دادند که تعارضی که به وجود می آید به این دلیل است که سرمایه گذاران شرکتی تمایل دارند که کسب و کارهای مخاطره پذیر را به سمتی راهنمایی کنند که برای آنها سود بیشتری در پی داشته باشد و در این راستا به علاقه مندی های کارآفرینان کاری ندارند، به همین دلیل اکثر کارآفرینان ترجیح می دهند که سرمایه خود را از محل سرمایه گذاران مخاطره پذیر مستقل تهیه کنند. گومپر و لرنر (۲۰۰۰) نشان دادند که درجه اشتراک استراتژیک با موفقیت برنامه های سرمایه گذاری سرمایه گذاران مخاطره پذیر شرکتی در ارتباط می باشد.

۶- سرمایه گذاران مخاطره پذیر مستقل

سرمایه گذار مخاطره پذیر مستقل، یک شریک مالی در شرایطی است که ریسک نسبی وجود داشته و شرکت ها معمولاً جدید و توسعه یافته می باشند. تحقیقات بسیاری در مورد رابطه بین سرمایه گذار مخاطره پذیر و کارآفرینان انجام شده است. سرمایه گذاران مخاطره پذیر برای اولین بار بعد از جنگ جهانی دوم در ایالات متحده پدیدار شدند (گامپرز و لرنر ۲۰۰۰). نخستین شرکت سرمایه گذاری مخاطره پذیر در سال ۱۹۴۶ توسط انجمن تکنولوژی ماساچوست و به مشارکت مدرسه کسب و کار هاروارد و رهبران کسب و کارهای محلی تاسیس گردید.

^{۲۴} Denis

^{۲۵} Hellman et al.

متداولترین شکل سرمایه گذاری مخاطره پذیر در اروپا و آمریکا مشارکت محدود با تعداد اندکی از کارکنان حرفه ای، تعداد اندکی شرکای عمومی و تعدادی اندکی شریک خصوصی است. شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیر به یک شریک عمومی در سرمایه گذاری ها تبدیل شده و سپس واحدهایی از این سرمایه گذاری را با نرخ بهره مشخص به افراد ثروتمند می فروشند. شرکت سرمایه گذار مخاطره پذیر عموماً این سرمایه گذاری ها را مدیریت می کند در حالی که شرکای محدود نقشی در مدیریت سرمایه گذاریها ندارند.

جبران خدمات سرمایه گذاران مخاطره پذیر به دو صورت اتفاق می افتد. بعد ثابت که به صورت سالانه و به مقدار ۱ تا ۳ درصد سرمایه به شرکای محدود پرداخت می گردد (کاهلان و میوچی ۲۰۰۲). بعد متغیر که در پایان سرمایه گذاری به آنها تعلق می گیرد. بعد ثابت سرمایه گذاری به سرمایه گذاران مخاطره پذیر تا ۱۰ سال پرداخت می گردد البته به آنها تا ۳ سال فرصت افزایش سرمایه داده می شود. در پایان دوره سرمایه گذاری این شرکا بهره کاری (career interest) دریافت می کنند که معمولاً حدود ۲۰ درصد از سود سرمایه ای است که در طی سرمایه گذاری به دست آمده است (گامپرز و لرنر ۱۹۹۹).

۶- بانک های سرمایه گذاری

این بانک ها به عنوان آژانس ها و یا مشاورین مالی خدمت می کنند. می توانند از منابع متفاوت پول فراهم آورند می توانند ساختارهای سرمایه مجردی را ایجاد کنند. می توانند شرکای استراتژیک موثری را پیدا کنند. مبادله کنندگان بسیار باتجربه ای می باشند.

۷- بانک های سوداگر

بسیار شبیه به بانک های سرمایه گذاری هستند با این تفاوت که بیشتر، پول های خود را عرضه و سرمایه گذاری می کنند.

۸- شرکا / اتحادهای استراتژیک

این اتحادها، می تواند شامل اتحاد در حوزه حق امتیازهای پیشرفته، تحقیق و توسعه، تولید، توزیع، سهم بازار و ضمانت دیون باشد.

ب: منابع تامین مالی به شکل بدهی

۱- بانک ها - پس اندازها و وام ها - اتحادیه های اعتباری

این نهادها معمولا وام های کوتاه مدت و یا میان مدت اعطا می کنند. این نهادها یا سرمایه در گردش را تامین می کنند که نیاز به تضمین از طریق سهام دارند، یا خطوط اعتباری اعطا می کنند که نیاز به ضمانت فردی دارند و یا حسابهای قابل دریافت اعطا می کنند که نیاز به تضمین کارخانه و یا دارایی ها دارند.

۲- شرکت های تامین مالی تجاری

وام دهندگانی که از دارایی های شرکت برای تضمین استفاده کرده و بسیار تهاجمی تر از بانک ها می باشند. این موسسات فرآیند پردازش سریعتری داشته و نرخ بهره های بالاتری طلب می کنند. شیوه تامین مالی آنها اغلب به صورت حساب های قابل دریافت و یا تامین مقداری از موجودی ها می باشد.

۳- شرکت های لیزینگ

این شرکت ها، تجهیزات و یا مایحتاج شرکت ها را به صورت اقساطی واگذار می کنند.

۴- منابع دولتی

عبارت است از منابعی که دولت در حوزه خاص شرکت و جهت حمایت از آن اعطا می کند.

۵- عرضه کنندگان

عرضه کنندگان نیز می توانند از طریق برنامه های خاص اعتباری و تخفیفی خود به عنوان یک منبع تامین مالی برای شرکت عمل کنند.

نکته کلیدی: راز موفقیت تامین مالی کارآفرینانه در ترکیب است، ترکیب بدهی و سهام و دوره های زمانی متفاوتی که یک موسسه پشت سر می گذارد.

منابع غیر رسمی تامین مالی مخاطره پذیر

سازمان نظارت جهانی، دو منبع مهم غیر رسمی برای تامین مالی کسب و کارهای مخاطره پذیر شناسایی کرده است که عبارتند از خانواده و سایر افراد از جمله سرمایه گذاران مالک.

سرمایه‌گذاران مالک عبارت است از افراد بسیار ثروتمندی که پول‌های خود را به همراه وقت و سرمایه به صورت مستقیم بر روی شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که با موسس آن ارتباط فامیلی نداشته و امید کسب سود دارند. با توجه به این تعریف ویژگی‌های سرمایه‌گذاران مالک عبارت است از:

- ۱- افراد ثروتمندی هستند.

- ۲- پول خود را سرمایه‌گذاری می‌کنند.

- ۳- سرمایه‌گذاری خود را به صورت مستقیم و بدون واسطه انجام می‌دهند.

- ۴- علاوه بر پول، تجربه و وقت خود را نیز در اختیار شرکت قرار می‌دهند.

- ۵- این سرمایه‌گذاران معمولاً پول خود را بر روی شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که غیر سهامی هستند.

- ۶- هدف آنها از سرمایه‌گذاری کسب سود می‌باشد.

سه نوع از سرمایه‌گذاران مالک در طی تحقیقات شناسایی شده‌اند که عبارتند از

الف: مالکین کارآفرین: این سرمایه‌گذاران بیشترین حجم و تعداد سرمایه‌گذاری را انجام داده و با تجربه‌ترین و پولدارترین سرمایه‌گذاران هستند. معیار اساسی سرمایه‌گذاری آنها شخصیت فرد کارآفرین می‌باشد. در ضمن این نوع سرمایه‌گذاران، بسیار مشتاقند که خارج از حوزه تجربه خود نیز سرمایه‌گذاری کنند. آنها دوست ندارند که در عملیات مدیریتی روزانه شرکت‌هایی که در آنها سرمایه‌گذاری کرده‌اند، دخالت داشته باشند.

ب: مالکین جستجوگر درآمد: سرمایه‌گذاران کمتر ثروتمند، کمتر فعال و سرمایه‌گذارانی که کمتر بازی و سرگرمی علاقه‌نشان می‌دهند. آنها تمایل به سرمایه‌گذاری بر روی صنایع مشابه و داشتن یک نقش رسمی در مدیریت شرکت مورد سرمایه‌گذاری دارند.

ج: مالکین حداکثر کننده ثروت: اغلب این سرمایه‌گذاران افرادی هستند که خود ثروت خود را ایجاد کرده‌اند و بیشتر به بازده مالی توجه داشته و در صناعی سرمایه‌گذاری می‌کنند که خود در آن تجربه شخصی داشته و بسیار تمایل دارند که یک موقعیت تمام وقت در مدیریت کسب و کار مورد سرمایه‌گذاری بر عهده داشته باشند.

در ضمن سوریم و لند استور^{۲۶} م (۲۰۰۱) سرمایه‌گذاران مالک را برحسب سرمایه و شایستگی به چهار دسته زیر تقسیم می‌کنند:

^{۲۶} Sorheim and Landstrom

- ۱- سرمایه گذاران شانسی (lotto investor): این افراد سطح فعالیت سرمایه گذاری کمتر و تجربه محدودی در راه اندازی و اداره کسب و کار دارند. آنها سرمایه بسیار اندکی برای سرمایه گذاری داشته و توانمندی محدودی جهت ایجاد ارزش افزوده برای سرمایه خود در اختیار دارند.
- ۲- سوداگر (trader): این افراد دارای سطح فعالیت سرمایه گذاری بالایی بوده اما تجربه اندکی در زمینه مدیریت و راه اندازی کسب و کار دارند. آنها بسیار مشتاق سرمایه گذاری هستند اما توانمندی محدودی جهت ایجاد ارزش افزوده برای سرمایه خود دارند.
- ۳- سرمایه گذاران تحلیلی (analytical investors): این افراد سطح فعالیت سرمایه گذاری اندکی دارند اما دارای شایستگی های بسیار بالایی هستند.
- ۴- مالکان کسب و کار (business angels): این افراد سطح فعالیت سرمایه گذاری بسیار بالا و حجم شایستگی بالایی دارند.

انواع تامین مالی کارآفرینانه با توجه به دوره عمر کسب و کار

شرکت های کارآفرینانه در طی مراحل مختلف به دنبال تامین مالی و سرمایه جهت ادامه حیات خود می باشند. کارآفرینان با تجربه در می یابند که تامین مالی شرکت های آنها به صورت مرحله ای می باشد. و آنها باید در شناخت آخرین روندهای تامین مالی انعطاف پذیر باشند. بعضی از شرکت هایی که در مراحل نخستین قرار دارند، فکر می کنند که آنها می توانند به صورت موفق جریان نقدی کافی در دوره های کوتاه مدت ایجاد کنند، بنابراین ممکن است از روش های تامین مالی اشتباهی استفاده کنند.

- ۱- در مرحله راه اندازی کارآفرینان معمولا به دنبال منابع مالی خصوصی هستند. در این مرحله کارآفرینان معمولا از منابع مالی خود، دوستان، خانواده و منابع حمایتی دولت استفاده می کنند.
- ۲- در مرحله اول یا تولید، کارآفرینان ممکن است از وام های بانکی، شرکت های لیزینگ، و مشارکت های تحقیق و توسعه (جهت توسعه فزاینده محصول) استفاده کنند. در این مرحله معمولا مشارکت های استراتژیک با مشتریان، عرضه کنندگان و تولیدکنندگان بالقوه ایجاد می شود.

۳- کارآفرینان در مرحله بعدی که مرحله دوم یا مقیاس کامل نامیده می شود و در طی آن به توسعه بازار خود می پردازند، تزریقات مالی دیگری نیز دریافت می کنند. این منابع مالی از طرف شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیر بزرگتر و یا دور دوم، شرکت هایی که به دنبال فرصت های توزیع محصول هستند، سرمایه گذاران نهادی و شرکت های سرمایه گذاری لیزینگ بزرگتر (جهت خرید تجهیزات تولیدی) و مشارکت های استراتژیک اضافی تامین می گردد.

۴- بعد از این مرحله، شرکت های کارآفرینانه انتخابات سنگین تری در اختیار خواهند داشت. در این مراحل یعنی مراحل سوم و چهارم که در حقیقت مرحله برداشت است، شرکت به منابع مالی بیشتری جهت توسعه چیزهای جدید نیاز دارد. در این مرحله تامین مالی نیم اشکوب (mezzanine) و یا بریج در انتقال شرکت به بخش عمومی، سرمایه گذاران مخاطره پذیر بیشتر، اکتساب و فروش در اختیار شرکت قرار دارد.

کارآفرینان در مراحل ابتدایی راه اندازی می توانند بیشتر از بدهی به جای سهام استفاده کنند و هزینه اندکی که برای راه اندازی کسب و کار خود تامین کرده اند را می توانند به عنوان تضمین این بدهی قرار دهند. اما این نوع تامین مالی برای کسب و کارها یک سری معایبی نیز در پی خواهد داشت مانند کاهش انعطاف پذیری، مشکلات برای رشد و ... اما خود بدهی مزیت بسیار بزرگی نیز برای کارآفرینان در پی خواهد داشت که آن عبارتند از عدم کاهش سهم کنترل کارآفرین بر روی شرکت و این به کارآفرینان اجازه می دهد که آزادانه رویاهای خود را دنبال کنند.

در کل کارآفرینان در استفاده از بدهی یا سهام جهت تامین مالی خود باید به این نکته توجه داشته باشند که این دو روش در مقایسه با هم چه مزایا و معایبی داشته و کدام یک برای شرکت در وضعیت کنونی مناسب است.



نتیجه گیری:

با توجه به مطالب گفته شده، اعم از تئوریهها و نظریات موجود در باب تامین مالی کارآفرینانه که بیشتر بر روی سرمایه گذار مخاطره پذیر و رابطه آن با کارآفرین متمرکز بوده و انواع منابع تامین مالی گفته شده و در ضمن روش های تامین مالی، می توان نتیجه گرفت که کارآفرینان در این راستا انتخابهای متعددی را پیش روی دارند که انتخاب بهترین منبع نیازمند آگاهی و اطلاع کارآفرین از این منابع و روش های تامین مالی و در ضمن تحلیل و تصمیم گیری درست است. واضح است که تصمیم گیری در این مرحله نقشی بسیار اساسی در فرآیند کارآفرینی ایفا کرده و به عنوان یکی از عوامل مهم تاثیرگذار بر روی ایجاد یک کسب و کار موفق، همواره بایست مورد توجه قرار بگیرد.



منابع :

Akerlof, George A., “The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism.”, Quarterly Journal of Economics, ۸۴ (۱۹۷۰): ۴۸۸-۵۰۰.

Admati, A. and P. Pfleiderer, “Robust financial contracting and the role of venture capitalists” , Journal of Finance, ۴۹ (۱۹۹۴), ۳۷۱-۴۰۲.

Amit, Glosten and Mueller., “Challenges to Theory Development in Entrepreneurship Research” The Journal of Management Studies, ۳۰ (۱۹۹۳), ۸۱۵.

Amit, R., Glosten and E. Muller, “Entrepreneurial ability, venture investment, and risk sharing”, Management Science, ۳۶(۱۹۹۰), ۱۲۳۲-۱۲۴۵.

Amit, R., Glosten and E. Muller, “Venture capital regimes and entrepreneurial ability”, University of British Columbia Working Paper (۱۹۹۴).

Barry, C., “New directions in research on venture capital finance”, Financial Management, ۲۳(۱۹۹۴), ۳-۱۵.

Bergemann, D. And U. Hege, “Venture capital financing, moral hazard and learning”, Journal of Banking and Finance, ۲۲(۱۹۹۸), ۷۰۳-۷۳۵.

Callahan, J., Muegge, S.,” Venture Capital's Role in Innovation: Issues, Research and Stakeholder Interests”, In L.V. Shavinina, editor, The International Handbook on Innovation, Elsevier Science, (۲۰۰۳).

Chan, Y., “On the positive role of financial intermediation in allocations of venture capital in a market with imperfect information”, Journal of Finance, ۳۸ (۱۹۸۳), ۱۵۴۳-۱۵۶۱.



Chan, Y.S., Siegel, D., and A. Thakor (۱۹۹۰), "Learning, Corporate Control, and Performance in Venture Capital Contracts," International Economic Review, ۳۱, ۳۶۵-۳۸۱.

Cochrane, J., "The risk and return of venture capital", Journal of Financial Economics, ۷۵ (۲۰۰۵), ۳-۵۲.

Denis D. J., "Entrepreneurial Finance: an overview of issues and evidence", Journal of Corporate Finance, ۱۰(۲۰۰۴), ۳۰۱-۳۲۶.

Fama, E.F. and K.R. French., "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", Journal of Financial Economics, ۳۳ (۱۹۹۳), ۳-۵۶.

Fenn G. W., Liang N., "New Resources and New Ideas: Private Equity for Small Business", Journal of Banking and Finance, ۲۲(۱۹۹۸), ۱۰۷۷-۱۰۸۴.

Freear, J., Sohl, J. E., Wetzel, W.E., "Raising Venture Capital: Entrepreneurs' View of the Process", In N.C. Churchill et al. (eds.). Frontiers of Entrepreneurship Research. Wellesley MA: Babson College (۱۹۹۰).

Gompers P., Lerner J. "The determinants of corporate venture capital success: organizational structure, incentives, and complementarities" In: Morck, R. (eds.), Concentrated Corporate Ownership. University of Chicago Press, Chicago, IL, ۱۷-۵۰ (۲۰۰۰).

Gompers, Paul A., "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital", Journal of Finance, ۵۰ (۱۹۹۵), ۱۴۶۱-۸۹.

Gompers, Paul A., "Grandstanding in the Venture Capital Industry," Journal of Financial Economics, ۴۲ (۱۹۹۶), ۱۳۳-۵۶.



Gompers, Paul; and Lerner, Josh., "Conflict of Interest in the Issuance of Public Securities: Evidence from Venture Capital", Journal of Law & Economics, ۴۲ (۱۹۹۹), ۱-۲۸.

Hellman, T., "Financial structure and control in venture capital", Stanford University Working Paper (۱۹۹۴).

Hellman, T., "The allocation of control rights in venture capital contracts", Rand Journal of Economics, ۲۹ (۱۹۹۸), ۵۷-۷۶.

Hirao, Y., "Learning and incentive problems in repeated partnerships", International Economic Review, ۳۴(۱۹۹۳), ۱۰۱-۱۱۹.

Lerner, Josh, (۱۹۹۵). "Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms" Journal of Finance. ۵۰ (۱۹۹۵), ۳۰۱-۱۸.

Lerner, Joshua., "Venture Capitalists and the Decision to Go Public", Journal of Financial Economics. Vol. ۳۵ (۱۹۹۴), ۲۹۳-۳۱۶.

Pauly, M.V., "Overinsurance and public provision of insurance: The roles of moral hazard and adverse selection", Quarterly Journal of Economics, ۸۸ (۱۹۷۴), ۴۴-۶۲.

Sahlman, W.A., "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations." Journal of Financial Economics, ۲۷ (۱۹۹۰), ۴۷۳-۵۲۱.

Sorheim R. and Landstrom H., "Informal investors in Norway – A categorization with policy implications", Entrepreneurship and Regional Development, ۱۳ (۲۰۰۱), ۳۵۱-۳۷۰.



Spence, Michael. "Job Market Signaling," Quarterly Journal of Economics, ۸۷

(۱۹۷۳), ۲۹۶-۳۳۲.

Tyebjee, T. and A. Bruno, "A model of venture capital investment activity",

Management Science, ۳۰ (۱۹۸۴), ۱۰۵۱-۱۰۶۶.

Ueda, M., "Banks versus venture capital: Project evaluation, screening, and

expropriation", Journal of Finance ۵۹ (۲۰۰۴), ۶۰۱-۶۲۱.