

شناسایی و سطح‌بندی عوامل مؤثر بر ارزشگذاری کسب‌وکارهای جدید توسط سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز

هستی چیت‌سازان^{۱*}، مهران رضوانی^۲، رضا بافکر دوست آباد^۳

۱. استادیار گروه کسب‌وکار دانشکده کارآفرینی، دانشگاه تهران

۲. عضو هیئت علمی گروه سازمانی دانشکده کارآفرینی، دانشگاه تهران

۳. کارشناسی ارشد مدیریت کارآفرینی دانشکده کارآفرینی، دانشگاه تهران

تاریخ دریافت: ۹۴/۰۵/۱۳

تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۲/۲۵

چکیده

در حوزه سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز، مسئله ارزشگذاری کسب‌وکارهای مخاطره‌آمیز جدید از جهات مختلف موضوعی مهم و اساسی به‌شمار می‌رود، زیرا ارزش تعیین‌شده برای کسب‌وکار، میزان سهم دریافتی سرمایه‌گذاران را در قبال سرمایه‌گذاری آن‌ها مشخص می‌کند. هدف اصلی تحقیق حاضر، شناسایی و سطح‌بندی عوامل مؤثر بر ارزشگذاری کسب‌وکارهای جدید توسط سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز است. روش تحقیق از نظر هدف کاربردی، بر حسب نحوه گردآوری داده‌ها توصیفی و از نظر ماهیت کیفی است. جامعه آماری تحقیق شامل تمام شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز می‌شود و داده‌های گردآوری‌شده با استفاده از یازده مصاحبه نیمه‌ساختاریافته با مدیران و کارشناسان کلیدی شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز - با گزینش هدفمند براساس تجربه و تخصص آن‌ها در حوزه ارزشگذاری - به‌دست آمدند. نتایج مصاحبه‌ها به استخراج دوازده عامل منجر شد. در گام بعد، با استفاده از تکنیک مدل‌سازی ساختاری تفسیری، عوامل مذکور سطح‌بندی و نحوه تأثیرگذاری هریک از این عوامل بر یکدیگر مشخص شد. بدین ترتیب، نتایج نشان داد دو عامل «سوابق علمی و تخصصی» و «سوابق کاری» در بالاترین سطح (سطح چهارم) قرار گرفته‌اند و به عبارتی دارای بیشترین میزان نفوذ بودند و عامل «قدرت چانه‌زنی» در پایین‌ترین سطح یعنی دارای بیشترین میزان وابستگی شناخته شد. ده عامل دیگر نیز بین سطوح مذکور قرار گرفتند.

واژه‌های کلیدی: ارزشگذاری، سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز، کسب‌وکارهای جدید، مدل‌سازی ساختاری تفسیری.

مقدمه

سرمایه گذاران مخاطره آمیز سرمایه گذاران حرفه ای هستند که معمولاً در صنایع جوان و دارای فناوری بالا سرمایه گذاری می کنند که پتانسیل بالایی نیز برای رشد سریع دارند. آنها نوعی از سرمایه گذاران غیربورسی هستند که سرمایه گذاری آنها در بازارهای عمومی قابل معامله نیست. یکی از ویژگی های اصلی این گونه سرمایه گذاران آن است که در نظارت و مساعدت شرکت های سرمایه پذیر خود نقش فعالی را ایفا می کنند (متریک و یاسودا، ۱۳۹۱).

در حوزه سرمایه گذاری مخاطره آمیز^۱، مسئله ارزشگذاری^۲ کسب و کارهای مخاطره آمیز جدید از جهات مختلف موضوعی مهم و اساسی به شمار می رود، زیرا ارزش تعیین شده برای کسب و کار، میزان سهمی را مشخص می کند که سرمایه گذاران در قبال سرمایه گذاری خود دریافت می کنند. همچنین، این موضوع بر انگیزش کارآفرینان اثر دارد و به عبارتی تعیین کننده ارزش تلاش ها و منابعی است که در کسب و کار جدید صرف کرده اند (Miloud et al., 2012). پژوهش ها نشان داده است ارزشگذاری، آمال و اهداف سرمایه گذار و کارآفرین را هم راستا می کند و بین آنها موجب ایجاد اطمینان از یک توافق منصفانه می شود (Clerc et al. 2006) و زمینه های تعارض بالقوه را بین آنها کاهش می دهد (Zacharakis et al., 2010). در نتیجه، تعیین قیمت برای کسب و کارها، قلب هرگونه مذاکره میان بنیانگذاران کسب و کار مخاطره آمیز و سرمایه گذاران بالقوه است (Tyebee and Bruno, 1984).

جریان اصلی نظریه مالی، ارزش هر سرمایه گذاری را ارزش فعلی جریان های نقدی آتی می داند (Brealey et al., 2007). در زمینه کسب و کارهای مخاطره آمیز جدید، به دلیل عدم اطمینان بالا در پیش بینی عایدات آتی آنها و نبود اطلاعات مالی قبلی، این تعریف ساده و بدیهی از ارزش اقتصادی ناکافی است و به چالشی اساسی تبدیل می شود.

علاوه بر این، این نوع از کسب و کارها به طور عمومی در حوزه های فناورانه فعالیت می کنند و این امر موضوع را بدیع تر و به تبع آن ارزشگذاری را دشوارتر می کند؛ به عبارتی، ارزشگذاری در این حوزه با دشواری مضاعف (جدید بودن کسب و کار و فناورانه بودن آن) مواجه است.

-
1. Venture capital
 2. Valuation

در مجموع، با بررسی ادبیات موضوع در حوزه ارزشگذاری کسب‌وکارهای نوآور و فناورانه مشاهده می‌شود مطالعات وسیع پژوهشگران برجسته دانشگاهی حوزه کارآفرینی بیانگر خلأ و شکاف جدی پژوهش در ادبیات موضوع مربوطه است و بر ضرورت فهم بهتر کسب‌وکارهای نوپا و انجام دادن پژوهش‌های عمیق‌تر و دقیق‌تر در این حوزه تأکید دارد.

هدف این پژوهش، بررسی کیفی شواهد موجود در زمینه عوامل مؤثر بر ارزشگذاری کسب‌وکارهای جدید سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز است. نوآوری پژوهش در واقع شناسایی و استخراج عوامل مؤثر بر ارزشگذاری کسب‌وکارهای نوآورانه و فناورانه است تا مدلی مناسب با شرایط بومی کشور در این زمینه به‌دست آید. در نتیجه، برای پاسخگویی به مسئله تحقیق از طریق مصاحبه حضوری نیمه‌ساختاریافته با مدیران و کارشناسان کلیدی شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز، ابعادی که در ادبیات تحقیق به آن اشاره نشده است شناسایی و روابط میان آن‌ها روشن می‌شود.

مروری بر مبانی نظری و پیشینه تحقیق

انگل^۱ (۲۰۰۳) روش‌های ارزشگذاری را به دو گروه تقسیم می‌کند: گروه اول شامل روش‌های متعارفی می‌شوند که مستقل از اهداف ارزیابی به کار گرفته می‌شوند. این روش‌ها بیشتر برای شرکت‌های مستقر و دارای سابقه مناسب‌اند و چندان به کار ارزشگذاری کسب‌وکارهای نوپا توسط سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز نمی‌آید. گروه دوم از این روش‌ها، مناسب شرایط خاصی هستند که با تأمین مالی از طریق سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز ارتباط پیدا می‌کند. اچلایتنر و ناتوسیوس^۲ (۲۰۰۳) زیرگروه‌هایی به این تقسیم‌بندی افزودند و بدین ترتیب گروه اصلی دوم (روش‌های خاص موقعیت‌ها) را به دو رویکرد قابل تقسیم دانستند: اول روش‌های ساده و تخمینی که به‌طورعمومی فرشتگان کسب‌وکار به کار می‌گیرند و فقط مکملی برای دیگر روش‌های مناسب هستند. دوم روش‌های ارزیابی جامع مانند روش سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز^۳ و روش شیکاگوی اول^۴ (Amis et al., 2003).

1. Engel

2. Achleitner and Nathusius

3. Venture Capital

4. First Chicago

روش سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز از جمله رایج‌ترین شیوه‌های ارزشگذاری است که سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز فعال استفاده می‌کنند و براساس رویکرد جریان‌های نقدی تنزیل شده است. دو عنصر اصلی روش سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز عبارت‌اند از: تمرکز بر ارزش شرکت در زمان خروج موفق و استفاده از نرخ تنزیل بالا که عدم اطمینان بالا را نشان می‌دهد. روش شیکاگوی اول نیز درواقع شکل توسعه‌یافته تکنیک جریان‌های نقدی تنزیل شده است. مزیت این روش در لحاظ کردن بیش از یک سناریو، تفکیک ریسک‌ها و برخورد جداگانه با هریک از ریسک‌هاست. مهم‌ترین پیامد این روش کاهش حساسیت ارزشگذاری به نرخ تنزیل است (Steffens and Douglas, 2007).

رویکردی که طی سالیان اخیر در حوزه ارزشگذاری سرمایه‌گذاری‌های پرریسک مقبولیت کسب کرده است، روش ارزشگذاری اختیاری حقیقی^۱ است (Boer, 2003). بیتن (۲۰۱۰) روش ارزشگذاری مبتنی بر اختیارات را یکی از متداول‌ترین روش‌ها برای ارزشگذاری شرکت‌هایی می‌داند که در مراحل اولیه عمر خود قرار دارند.

همچنین، میلود و همکاران (۲۰۱۲) بیان می‌کنند زمانی که نمی‌توان براساس خروجی‌ها (جریان‌های نقدی آتی) ارزشگذاری کرد- چنانکه درمورد شرکت‌های جدید به دلیل نوپایی و درآمدزانبودن صدق می‌کند- می‌توان براساس ورودی‌ها (مانند کارآفرین، جذابیت صنعت و...) این کار را انجام داد. درنتیجه، ارزش یک شرکت از عوامل متعدد کمی و غیرکمی (کیفی) تأثیر می‌پذیرد.

درکل، بدون توجه به روش‌شناسی مورد استفاده برای ارزش‌یابی، ارزشگذاری تلفیقی از تجزیه و تحلیل کسب‌وکار و ارزیابی ذهنی برخی از عوامل کیفی است که کمی کردن آن‌ها مشکل است. برخی از این عوامل عبارت‌اند از: ارزیابی تیم مدیریت، صنعت، علت ارزش‌گذاری شرکت، وضعیت اقتصادی و سایر عوامل کلان اقتصادی (راجرز، ۱۳۹۳).

برخی پژوهشگران تلاش کرده‌اند مجموعه‌ای از عواملی را فهرست کنند که سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز هنگام ارزیابی و ارزشگذاری کسب‌وکارهای جدید لحاظ می‌کنند (جدول ۱)؛

برای مثال، فینی و همکاران (۱۹۹۹) با تمرکز بر مرحله تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری مشخص کردند توانایی‌های کارآفرین و سوابق وی معیارهایی هستند که در ارزیابی شرکت به کار گرفته می‌شوند. همچنین، ون‌اسنابروگ و رابینسون (۲۰۰۰) ۲۷ معیار مشخص و متمایزی را که فرشتگان کسب‌وکار اروپایی در ارزشگذاری لحاظ می‌کنند، رتبه‌بندی کردند که در این میان «اشتیاق و علاقه»^۱ و «قابل‌اعتمادبودن»^۲ کارآفرین به ترتیب در رتبه نخست و دوم قرار گرفتند. مهارت‌ها، تجربه، سوابق، شخصیت کارآفرین و گروه مدیریتی در زمره عوامل زیرمجموعه سرمایه انسانی هستند که نویسندگان مختلفی بر آن تأکید کرده‌اند (Mason and Stark, 2004; Zhang, 2011).

جدول ۱. عوامل اثرگذار بر ارزشگذاری کسب‌وکارهای مخاطره‌آمیز نوپا توسط سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز

عامل	منبع	عامل	منبع
اطلاعات مالی و حسابداری	Hand, 2005; Armstrong et al., 2006	سرمایه انسانی	Mason and Stark, 2004
پیش‌بینی‌های مالی	Mason and Harrison, 1996; Mason and Stark, 2004	حاکمیت شرکتی	Sanders and Bovie, 2004
فروش	Mason and Stark, 2004	چرخه عمر کسب‌وکار	Sanders and Bovie, 2004
عوامل بازار	Gompers and Lerner, 2000	کار تیمی	Miloud et al., 2012
مدل مالی	Maxwell et al., 2011	شبکه ارتباطات	Baum and Oliver, 1991; Stuart et al., 1999; Miloud et al., 2012
اندازه بازار	Mason & Stark, 2004	تمایز محصول	Miloud et al., 2012
ویژگی‌های صندوق‌ها (مانند اندازه صندوق)	Cumming and Dai, 2011	رشد صنعت	Miloud et al., 2012
میزان عرضه وجوه (از سوی سرمایه‌گذار)	Gompers and Lerner, 2000; Inderst and Muller, 2004	مسیر عرضه تا بازار	Maxwell et al., 2011
قدرت چانه‌زنی	Inderst and Muller, 2004	بازار بالقوه	Maxwell et al., 2011
نوع سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز	Amit et al., 1998; Heughebaert and Manigart, 2012	راهبردهای بازاریابی	Mason and Harrison, 1996
نرخ بازده داخلی	Van Osnubrugge and Robinson, 2000; Sudek, 2006	درگیربودن مشتری	Maxwell et al., 2011
شخصیت کارآفرین	Zhang, 2011	اشتیاق کارآفرین	Van Osnubrugge and Robinson, 2000; Sudek, 2006;

1. Enthusiasm
2. Trustworthiness

جدول ۱. عوامل اثرگذار بر ارزشگذاری کسب و کارهای مخاطره آمیز نوپا توسط سرمایه گذاران مخاطره آمیز

عامل	منبع	عامل	منبع
توانایی های کارآفرین	Feeney et al., 1999; Mason and Harrison, 1996	قابل اعتماد بودن کارآفرین	Van Osnubrugge and Robinson, 2000; Sudek, 2006
سوابق کارآفرین	Mason and Harrison, 1996; Feeney et al., 1999; Zhang, 2011	حمایت از حق اختراع	Mason and Stark, 2004; Maxwell et al., 2011
تجربه	Sudek, 2006; Sorensen, 2007; Maxwell et al., 2011; Miloud et al., 2012;	راه های بالقوه خروج	Sudek, 2006
تخصص و مهارت ها	Haines et al., 2003; Miloud et al., 2012		

میسون و استارک (۲۰۰۴) ضمن تأکید بر ابعاد و مشخصات خود کسب و کار، اهمیت ارقام مالی و دیگر عوامل قابل ردیابی نظیر فروش، شواهد مربوط به اندازه و جایگاه بازار و همچنین میزان حمایت از حق اختراع را به عنوان عوامل مؤثر بر ارزشگذاری شناسایی کردند. همچنین، لندستروم^۱ (۱۹۹۸) بیان کرده است سرمایه گذاران با آشکار شدن شواهد بیشتر در گذر زمان، معیارهای خود را تغییر می دهند. مکسول و همکاران (۲۰۱۱) علاوه بر تأیید این مسئله عنوان کرده اند سرمایه گذاران به هنگام درگیر شدن عمیق در فرایند ارزیابی و ارزشگذاری مربوطه، درمورد این معیارها دچار سوگیری^۲ می شوند. همچنین، آن ها معتقدند برخلاف این فهرست ویژگی ها، تحقیق در زمینه رفتار تصمیم گیری آشکار کرده است که سرمایه گذاران در عمل تمایل دارند از میانبرهای ذهنی مانند راه های ابتکاری^۳ تصمیم گیری استفاده کنند که اغلب به استفاده از تعداد محدودی معیار برای ارزیابی و ارزشگذاری شرکت ها منجر می شود.

در میان محدود پژوهش های داخلی صورت گرفته در حوزه معیارهای ارزیابی سرمایه گذاری مخاطره آمیز، می توان به پژوهش اسلامی بیدگلی و احمدی اول (۱۳۸۹) اشاره کرد که به بررسی معیارهای اثرگذار بر ارزیابی طرح های کارآفرینانه در شرکت های خطرپذیر پرداختند و تلاش کردند میزان اهمیت هریک را با استفاده از تکنیک فرایند تحلیل شبکه ای مشخص کنند. این تحقیق نتیجه گرفت معیار بازار مهم ترین معیار در ارزیابی طرح های

1. Landström

2. Bias

3. Heuristics

کارآفرینانه است و پس از آن معیارهای مدیریت، مالی، صندوق (سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز) و محصول به‌ترتیب در درجهٔ بعدی اهمیت قرار دارند. نکتهٔ حائز اهمیت اینکه در پژوهش مذکور به ارزیابی - و نه ارزشگذاری - توجه شده است که مقتضیات متفاوتی دارد. در پژوهش ایمانی‌پور و عزیزی (۱۳۹۰) نیز فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران تحلیل شده است.

در کل، از مرور ادبیات و پیشینهٔ پژوهش مشخص است موضوع ارزشگذاری کسب‌وکارهای مخاطره‌آمیز و کارآفرینانه و به‌ویژه ارزشگذاری توسط سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز در سطح جهان موضوعی جدید و بدیع به‌شمار می‌رود و ادبیات مربوطه در حال شکل‌گیری و توسعهٔ اولیه است. این مسئله در کشور ما به‌شکل آشکارتری مشاهده می‌شود و کمبودهای جدی از ناحیهٔ پژوهش‌ها و مطالعات مربوط به ارزشگذاری وجود دارد و این مهم یکی از دلایل پرداختن به این موضوع در پژوهش حاضر است. از بررسی پیشینهٔ پژوهش‌های داخلی ذکر شده مشخص است مطالعات اندکی در این زمینه وجود دارند که آن‌ها نیز موضوعاتی مشابه را دستمایهٔ تحقیق خود قرار داده‌اند و فصل مشترک محدودی با حوزهٔ ارزشگذاری کسب‌وکارهای جدید دارند. همچنین، صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز در کشور ما صنعتی کاملاً نوپاست که بسیار متکی به پشتیبانی و مداخلهٔ مستقیم بخش دولتی است. برای آنکه این صنعت از بازاری توسعه‌یافته و تثبیت‌شده با حضور غالب بخش خصوصی بهره‌مند شود، الزاماتی وجود دارد که یکی از آن‌ها داشتن روش‌ها، تکنیک‌ها و مدل‌های مختص این صنعت است که لزوماً قابل الگوبرداری از دیگر بخش‌های مالی (مانند بخش بانکی و بورس) نیست.

براساس ضرورت توجه به عواملی که سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز در هنگام ارزشگذاری کسب‌وکارهای جدید لحاظ می‌کنند و به‌منظور بررسی عمیق‌تر روابط بین آن عوامل، پژوهش حاضر کوشیده است از طریق مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته با فعالان صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز گامی مؤثر در این عرصه بردارد.

روش‌شناسی

تحقیق حاضر از نظر هدف، کاربردی و بر حسب نحوهٔ گردآوری داده‌ها، توصیفی است که به صورت کیفی انجام شده است، به‌طوری‌که با ابزار مصاحبه با مدیران و کارشناسان کلیدی

شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز ابعادی شناسایی می‌شود که در ادبیات تحقیق به آن اشاره نشده است. سپس در مرحله بعد با استفاده از تکنیک مدل‌سازی ساختاری تفسیری (ISM)^۱ به تعیین رابطه مفهومی بین عوامل پرداخته می‌شود.

وارفیلد (۱۹۷۴) شکل اولیه مدل‌سازی ساختاری تفسیری و سیج (۱۹۷۷) نخستین بار صورت کامل فعلی آن را مطرح کرد. این مدل‌سازی نوعی روش‌شناسی برای ایجاد و فهم روابط میان عناصر یک سیستم پیچیده است (Huang et al., 2005)؛ به عبارت دیگر، مدل‌سازی ساختاری تفسیری فرایندی متعامل است که در آن مجموعه‌ای از عناصر مختلف و مرتبط با همدیگر در یک مدل نظام‌مند جامع ساختار بندی می‌شوند. این روش شیوه‌ای مناسب برای تحلیل تأثیر یک عنصر بر دیگر عناصر است و ترتیب و جهت روابط پیچیده میان عناصر یک نظام را بررسی می‌کند (رضایی‌زاده و همکاران، ۱۳۹۱).

جامعه آماری پژوهش تمام شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیرند. نمونه‌گیری به صورت هدفمند و براساس داشتن تجربه و تخصص در حوزه ارزشگذاری بود و تا زمان نیل به اشباع نظری ادامه یافت؛ یعنی مرحله‌ای که اطمینان حاصل شد اطلاعات به دست آمده تقریباً تکراری‌اند. در نتیجه، کفایت نمونه‌گیری براساس اشباع و تکرارپذیری محقق شد. این امر در نمونه نهم و دهم محقق شد، ولی برای اطمینان و به منظور تقویت پایایی پژوهش، مصاحبه تا نمونه یازدهم انجام گرفت.

براین اساس، به منظور شناسایی عوامل تأثیرگذار بر ارزشگذاری کسب‌وکارهای جدید، با یازده نفر از مدیران و کارشناسان کلیدی شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته صورت گرفت. یکی از ویژگی‌های اصلی پژوهش کیفی ماهیت رابطه بین پژوهشگر و مصاحبه‌شونده است و برقراری رابطه بخشی از فرایند پژوهش است، نه جزئی جدا از آن؛ بنابراین، به منظور نیل به دقت علمی لازم، نخست اهداف پژوهش و پرسش‌های محوری مورد نظر برای مصاحبه با مصاحبه‌شوندگان در میان گذاشته شد (روایی ارتباطی). در خلال مصاحبه‌ها نیز تلاش شد به منظور تقویت روایی تفاسیر، با استفاده از حلقه‌های بازخورد و بیان

مصادیق مربوط به پرسش‌های محوری، زمینه برای هدایت جریان مصاحبه به مسیر مورد نظر فراهم شود و به‌منظور تقویت روایی برخاسته از کیفیت، با جمع‌بندی نظرهای آن‌ها به شکل‌گیری درک مشترک موضوع کمک شود.

سپس مصاحبه‌ها کدگذاری (کدگذاری باز^۱ و محوری^۲) شدند. درنهایت، با استفاده از ISM روابط بین عوامل و سطح‌بندی آن‌ها تعیین شد.

یافته‌ها

۹ درصد مصاحبه‌شوندگان زن و ۹۱ درصد مرد بودند که از این میان ۷۳ درصد دارای تحصیلات کارشناسی ارشد و بالاتر و ۲۷ درصد دارای مدرک کارشناسی بودند. میانگین سن آن‌ها ۴۲ سال و میانگین سابقه کار آن‌ها در حوزه مالی و سرمایه‌گذاری ۲۲ سال بود. با بررسی تمام مصاحبه‌ها و گزاره‌های کلامی آن‌ها، ابتدا مؤلفه‌هایی به‌صورت کدگذاری باز استخراج شد. در مرحله بعد تلاش شد این مؤلفه‌ها در مقوله‌هایی جامع‌تر دسته‌بندی شوند که از منظر سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز مورد بررسی در این پژوهش مجموع آن‌ها (دوازده عامل) درواقع تمام عوامل اثرگذار بر ارزشگذاری کسب‌وکارهای جدید هستند.

این عوامل (بدون ترتیب اولویت) عبارت‌اند از: ۱. سوابق کاری؛ ۲. سوابق علمی و تخصصی؛ ۳. تعهد و مسئولیت‌پذیری؛ ۴. اندازه بازار؛ ۵. رشد بازار؛ ۶. رقابت‌پذیری بازار و صنعت؛ ۷. کیفیت و قابلیت‌های فنی؛ ۸. تمایز و نوآوری؛ ۹. سودآوری؛ ۱۰. فروش؛ ۱۱. مدل کسب‌وکار؛ ۱۲. قدرت چانه‌زنی.

به‌دلیل محدودیت در صفحات این پژوهش، نمونه‌هایی از کدگذاری‌های صورت‌گرفته روی مصاحبه‌ها در جدول ۲ ارائه شده است. پس از شناسایی عوامل اثرگذار بر ارزشگذاری، با مراجعه به خبرگان حوزه سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز، از آنان خواسته شد روابط بین عوامل را تعیین کنند. اطلاعات به‌دست‌آمده براساس تکنیک ISM جمع‌بندی شده و ماتریس خودتعاملی ساختاری نهایی تشکیل شده است. در این ماتریس، روابط از طریق نمادهای زیر

-
1. Open Coding
 2. Axial Coding

مشخص می‌شوند: v: تأثیرگذاری i بر j؛ A: تأثیرگذاری z بر i؛ X: رابطه دوطرفه بین i و j؛ O: عدم ارتباط بین i و z.

جدول ۲. نمونه‌هایی از کدگذاری‌های صورت گرفته بر روی مصاحبه‌ها

کد	گزاره کلامی	کد باز	کد محوری
۱	پشتکار و پیگیری تیم کارآفرین از همان مراحل اول نشانه میزان جدی بودن آن‌ها و باورشان به کار خود است.	پشتکار و تداوم در تمام مراحل	تعهد و مسئولیت‌پذیری
۲	در کنار بازار داخلی، نگاه جدی به بازار خارجی و ظرفیت‌های آن و امکان صادرات محصول وجود دارد.	ظرفیت بازار خارجی	اندازه بازار
۳	برخی بررسی‌ها در خود محل استقرار کسب‌وکار انجام می‌گیرد تا از استقرار سیستم مناسب اطمینان حاصل شود.	بهره‌مندی از سیستم و فرایند بهینه و مناسب تولید	کیفیت و قابلیت‌های فنی
۶	منحصربه‌فرد بودن محصول هم در مقایسه با محصولات مشابه و هم در ترکیب مواد اولیه مورد استفاده، در ارزیابی‌ها لحاظ می‌شود.	منحصربه‌فرد بودن محصول	تمایز و نوآوری
۸	تیم مؤسس در حوزه مربوطه تجربه قبلی داشته و تخصص و سوابق علمی قابل اتکایی داشته باشد.	تجربه کاری مرتبط و تخصص و سابقه علمی قابل اتکا	سوابق کاری و سوابق علمی و تخصصی

در مرحله بعد، از تبدیل ماتریس خودتعاملی ساختاری به یک ماتریس دوارزشی (صفر-یک)، ماتریس دستیابی حاصل می‌شود. به این منظور، باید در هر سطر عدد یک را جایگزین علامت‌های X و V و عدد صفر را جایگزین علامت‌های A و O در ماتریس خودتعاملی ساختاری کرد. پس از تبدیل تمام سطرها، نتیجه به دست آمده ماتریس دستیابی اولیه نامیده می‌شود که به دلیل محدودیت در صفحات پژوهش، ارائه نشده است. در این مرحله، روابط ثانویه بین عوامل کنترل می‌شود و به عبارتی سازگاری درونی برقرار می‌شود؛ بدین صورت که اگر عامل i به عامل z منجر شود و عامل z به عامل k منجر شود، عامل i به عامل k منجر می‌شود. به این منظور، در این پژوهش ابتدا ماتریس خودتعاملی ساختاری به توان ۲ رسید. سپس با توجه به قاعده بولن هر عدد بالاتر از ۱ را به عدد ۱ تبدیل کردیم. در ماتریس دستیابی سازگار شده

(جدول ۴) از حاصل جمع هر سطر میزان قدرت نفوذ متغیر نوشته شده در سطر مربوطه به دست می‌آید. همچنین، از حاصل جمع اعداد موجود در هر ستون میزان وابستگی آن متغیر به سایر متغیرها مشخص می‌شود.

جدول ۳. ماتریس خودتعاملی ساختاری

عوامل	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰	۱۱	۱۲
سوابق کاری	X	V	O	O	O	V	V	V	V	V	V
سوابق علمی و تخصصی	V	O	O	O	O	V	V	O	O	V	V
⋮											
فروش										X	V
مدل کسب‌وکار											V

جدول ۴. ماتریس دستیابی سازگار شده

عوامل	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰	۱۱	۱۲	نفوذ
۱	۱	۱	۱	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۹
۲	۱	۱	۱	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۹
۳	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۷
۴	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۹
۵	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۹
۶	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۹
۷	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۶
۸	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۶
۹	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۶
۱۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۶
۱۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۶
۱۲	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۱
وابستگی	۲	۲	۳	۳	۳	۳	۱۱	۱۱	۱	۱۱	۱۱	۱۲	

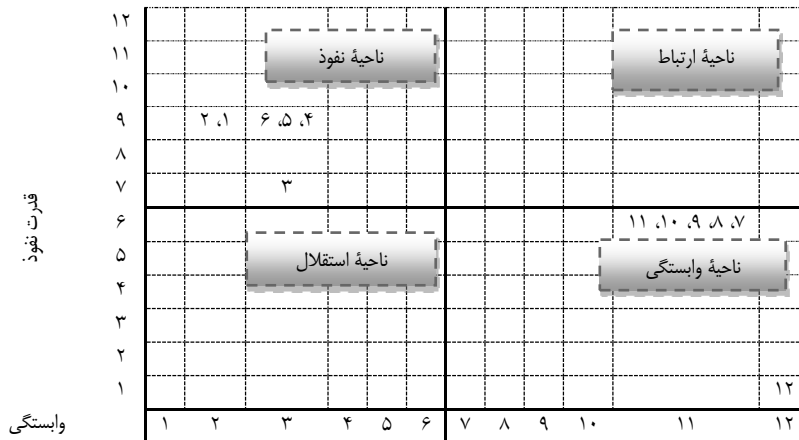
برای تعیین سطح و اولویت متغیرها، مجموعه دستیابی^۱ یا مجموعه خروجی و مجموعه پیش‌نیاز^۲ یا مجموعه ورودی برای هر متغیر تعیین می‌شود (Mandal & Deshmukh, 1994). مجموعه دستیابی هر متغیر شامل متغیرهایی می‌شود که از طریق این متغیر می‌توان به آن‌ها

1. Reachability Set
2. Antecedent Set

رسید و مجموعه پیش نیاز شامل متغیرهایی می شود که از طریق آن ها می توان به این متغیر رسید. این کار با استفاده از ماتریس دستیابی انجام می شود. پس از تعیین مجموعه دستیابی و پیش نیاز برای هر متغیر، عناصر مشترک در مجموعه دستیابی و پیش نیاز برای هر متغیر شناسایی می شوند. سپس نوبت به تعیین سطح متغیرها می رسد. در اولین جدول، متغیری دارای بالاترین سطح است که مجموعه دستیابی و عناصر مشترک آن کاملاً یکسان باشد. پس از تعیین این متغیر یا متغیرها، آن ها را از جدول حذف می کنیم و با بقیه متغیرهای باقیمانده، جدول بعدی را تشکیل می دهیم. در جدول دوم نیز مانند جدول اول، متغیر سطح دوم را مشخص می کنیم و این کار را تا تعیین سطح همه متغیرها (جدول ۵) ادامه می دهیم (Agarwal et al., 2007).

جدول ۵. تعیین روابط و سطح بندی عوامل (سطح بندی نهایی)

عوامل	مجموعه ورودی	مجموعه خروجی	مجموعه مشترک	سطح
سوابق کاری	۲، ۱	۱، ۲، ۳، ۴، ۵، ۶، ۷، ۸، ۹، ۱۰	۲، ۱	سطح چهارم
سوابق علمی و تخصصی	۲، ۱	۱۲، ۱۱ ۱، ۲، ۳، ۴، ۵، ۶، ۷، ۸، ۹، ۱۰	۲، ۱	سطح چهارم
تعهد و مسئولیت پذیری	۳، ۲، ۱	۱۲، ۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷، ۶، ۵، ۴، ۳	۳	سطح سوم
اندازه بازار	۶، ۵، ۴	۱۲، ۱۱ ۱، ۲، ۳، ۴، ۵، ۶، ۷، ۸، ۹، ۱۰	۶، ۵، ۴	سطح سوم
رشد بازار	۶، ۵، ۴	۱۲، ۱۱ ۱، ۲، ۳، ۴، ۵، ۶، ۷، ۸، ۹، ۱۰	۶، ۵، ۴	سطح سوم
رقابت پذیری بازار و صنعت	۶، ۵، ۴	۱۲، ۱۱ ۱، ۲، ۳، ۴، ۵، ۶، ۷، ۸، ۹، ۱۰	۶، ۵، ۴	سطح سوم
کیفیت و قابلیت های فنی	۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷، ۶، ۵، ۴، ۳، ۲، ۱	۱۲، ۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷	۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷	سطح دوم
تمایز و نوآوری	۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷، ۶، ۵، ۴، ۳، ۲، ۱	۱۲، ۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷	۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷	سطح دوم
سودآوری	۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷، ۶، ۵، ۴، ۳، ۲، ۱	۱۲، ۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷	۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷	سطح دوم
فروش	۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷، ۶، ۵، ۴، ۳، ۲، ۱	۱۲، ۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷	۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷	سطح دوم
مدل کسب و کار	۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷، ۶، ۵، ۴، ۳، ۲، ۱	۱۲، ۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷	۱۱، ۱۰، ۹، ۸، ۷	سطح دوم
قدرت چانه زنی	۱۰، ۹، ۸، ۷، ۶، ۵، ۴، ۳، ۲، ۱	۱۲	۱۲	سطح اول

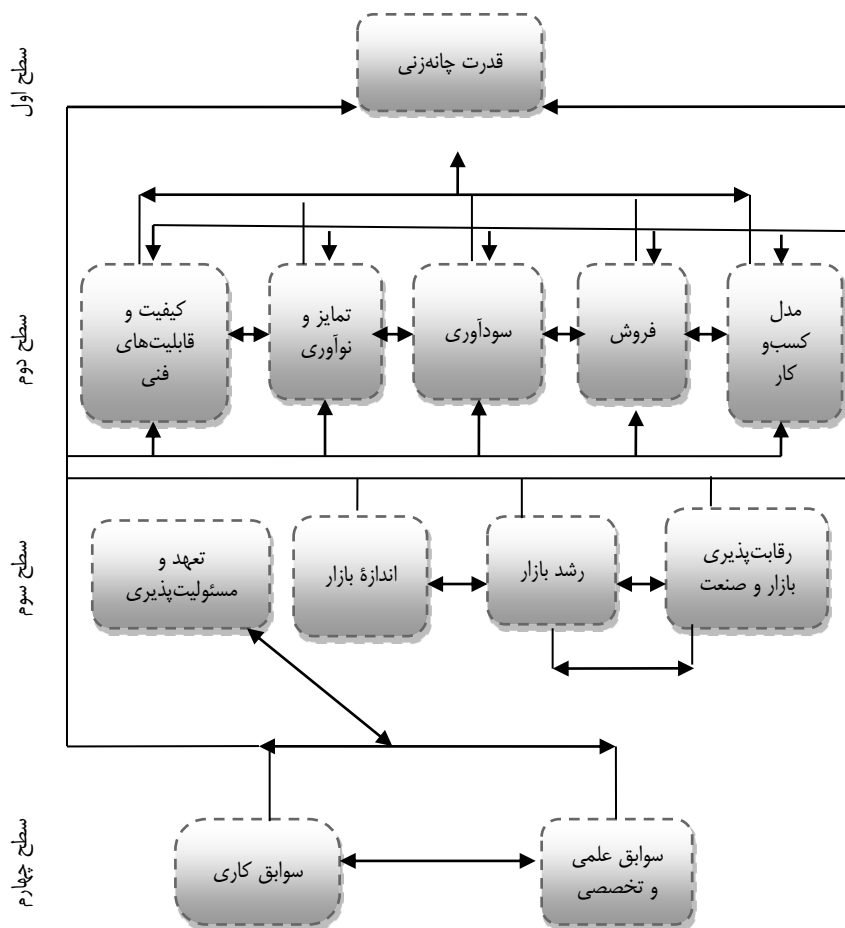


شکل ۱. ماتریس قدرت نفوذ و وابستگی

در اینجا عوامل براساس قدرت نفوذ هریک بر دیگران و میزان وابستگی آن‌ها به دیگران به چهار دسته تقسیم می‌شوند:

- استقلال: متغیرهایی با حداقل وابستگی و حداقل قدرت نفوذ در دیگر متغیرها
- وابستگی: متغیرهای دارای وابستگی زیاد و قدرت نفوذ کم
- ارتباط: متغیرهایی با قدرت نفوذ و وابستگی زیاد به دیگر متغیرها
- نفوذ: متغیرهای دارای وابستگی کم و نفوذ قابل توجهی بر سایر متغیرها

حال براساس روابط شناسایی شده و سطح متغیرها (جدول ۵) می‌توانیم مدل نهایی را ترسیم کنیم که در شکل ۲ ارائه شده است. مدل نهایی نشان می‌دهد روابط چندگانه و پیچیده‌ای بین عوامل برقرار است. در صورتی که تعداد عوامل موجود در یک سطح (مثلاً سطح دوم) زیاد باشد، پیچیدگی بیشتر می‌شود؛ برای مثال، از روابط میان عوامل موجود در سطح دوم می‌توان چنین استنباط کرد که از نظر خبرگان این حوزه، عامل «تمایز و نوآوری» بر «مدل کسب و کار» تأثیر دارد و بالعکس، در حالی که هر دوی این عوامل می‌توانند بر «قدرت چانه‌زنی» در فرایند ارزشگذاری تأثیر بگذارند.



شکل ۲. مدل نهایی

بحث و نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر، درمجموع دوازده عامل اثرگذاری بر ارزشگذاری کسب‌وکارهای جدید شناسایی شد. این عوامل و فراوانی آن‌ها در مصاحبه‌ها به همراه مقایسه آن‌ها با یافته‌های تحقیقات مشابه در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶. فهرست عوامل شناسایی شده و مقایسه تطبیقی آن‌ها با تحقیقات پیشین

عامل	فراوانی در مصاحبه‌ها	تحقیقات پیشین
سوابق کاری	۷	Mason & Harrison, 1996; Feeney et al., 1999; Zhang, 2011
سوابق علمی و تخصصی	۳	Miloud et al., 2012
تعهد و مسئولیت‌پذیری	۵	Zhang, 2011; Van Osnubrugge & Robinson, 2000; Sudek, 2006
اندازه بازار	۵	Maxwell et al., 2011; Mason & Stark, 2004
رشد بازار	۲	Gompers & Lerner, 2000
رقابت‌پذیری بازار و صنعت	۴	-
کیفیت و قابلیت‌های فنی	۸	-
تمایز و نوآوری	۵	Miloud et al., 2012
سودآوری	۴	Van Osnubrugge & Robinson, 2000; Sudek, 2006
فروش	۷	Mason & Stark, 2004
مدل کسب و کار	۷	-
قدرت چانه‌زنی	۳	Inderst & Muller, 2004

درمورد میزان تأثیر و وابستگی هریک از عوامل یادشده، نکات زیر از جدول ۵ استنباط می‌شود:

- پنج عامل «سوابق کاری»، «سوابق علمی و تخصصی»، «اندازه بازار»، «رشد بازار» و «رقابت‌پذیری بازار و صنعت» با ضریب نفوذ ۹، بالاترین ضریب نفوذ را دارند؛ بنابراین، با تقویت عوامل نام‌برده، می‌توان تمام عوامل اثرگذار بر ارزشگذاری را نیز تقویت کرد. ضریب نفوذ بالای «سوابق کاری» و «سوابق علمی و تخصصی» کارآفرین تأیید می‌کند که به دلیل جدانبودن مالکیت از مدیریت در شرکت‌های نوپا و کارآفرینانه، عوامل مرتبط با کیفیت تیم مدیریت اثرگذاری زیادی بر شکوفایی شرکت نوپا دارد.
- کمترین نفوذ نیز به عامل «قدرت چانه‌زنی» با ضریب نفوذ ۱ تعلق دارد؛ یعنی عامل یادشده بر هیچ عامل دیگری تأثیر و نفوذ ندارد، اما همین عامل بیشترین میزان وابستگی را با ضریب وابستگی ۱۲ نشان می‌دهد؛ یعنی «قدرت چانه‌زنی» به عنوان عاملی اثرگذار بر فرایند ارزشگذاری، خود به عوامل دیگر وابسته است و تغییر در میزان و سطح هریک از عوامل، بر این عامل نیز تأثیر می‌گذارد.

- پس از قدرت چانه‌زنی، پنج عامل «کیفیت و قابلیت‌های فنی»، «تمایز و نوآوری»، «سودآوری»، «فروش» و «مدل کسب‌وکار» با ضریب وابستگی ۱۱ دارای میزان وابستگی بالایی هستند، به‌طوری‌که غیر از عامل «قدرت چانه‌زنی» از سایر عوامل اثر می‌پذیرند.
- همچنین، دو عامل «سوابق کاری» و «سوابق علمی و تخصصی» با ضریب وابستگی ۲، کمترین میزان وابستگی را دارند؛ یعنی فقط دو عامل بر این عوامل تأثیر دارند که خود همان دو عامل هستند و هیچ عاملی غیر از خودشان بر آن‌ها تأثیر ندارد. سپس چهار عامل «تعهد و مسئولیت‌پذیری»، «اندازه بازار»، «رشد بازار» و «رقابت‌پذیری بازار و صنعت» با ضریب وابستگی ۳، میزان وابستگی کمی دارند.

براین اساس، عوامل مؤثر بر ارزشگذاری کسب‌وکارهای جدید در ماتریس نفوذ-وابستگی قرار گرفتند (شکل ۱). درنهایت، این عوامل به کمک تکنیک مدل‌سازی ساختاری تفسیری در چهار سطح طبقه‌بندی شدند که سطوح بالاتر نشان‌دهنده قدرت نفوذ بیشتر آن عوامل است.

پیشنهادهای

نکته مهمی که از مصاحبه با فعالان این صنعت به‌دست آمد و از منظر آسیب‌شناسانه باید به آن اشاره شود، لزوم برخورداری از آخرین یافته‌ها در حوزه ارزشگذاری است که کمبود آن به‌طور روشن نمودار است. بحث ارزشگذاری موضوعی کاملاً تخصصی و منفک و مجزا از دیگر مباحث مالی مندرج در فرایند تأمین مالی مخاطره‌آمیز است و باید به همان میزان بر آن تمرکز کافی صورت گیرد. به‌ویژه بی‌توجهی به روش‌های جدیدتر نظیر ارزشگذاری مبتنی بر اختیار حقیقی^۱ در این حوزه کاملاً احساس می‌شود. درنتیجه، پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی به این روش‌ها پرداخته شود.

منابع

- اسلامی بیدگلی، غلامرضا، احمدی اول، مرتضی (۱۳۸۹)، "بررسی عوامل اثرگذار بر ارزیابی طرح‌های کارآفرینانه در شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر"، فصلنامه توسعه کارآفرینی، ۸، ۱۲۹-۱۲۰.
- ایمانی‌پور، نرگس، عزیزی، حسن (۱۳۹۰)، "تحلیل اجزای فرایند تشکیل‌دهنده فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران"، فصلنامه توسعه کارآفرینی، ۱۲، ۸۵-۱۰۳.
- راجرز، استیون (۱۳۹۳)، مالی برای کارآفرینان، ترجمه هستی چیت‌سازان و سلیمان عبدالله‌پور، تهران: انتشارات جهاد دانشگاهی.
- رضایی‌زاده، مرتضی، انصاری، محسن، عارفی، محبوبه، مورفی، ایمون (۱۳۹۱)، "تعیین محدوده و ترتیب ارائه برنامه درسی برای ارتقای قابلیت‌های دانشجویان با استفاده از روش مدل‌یابی ساختاری تفسیری"، فصلنامه توسعه کارآفرینی، ۱۵، ۱۸۴-۱۶۵.
- متریک، اندرو، یاسودا، ایاکو (۱۳۹۱)، سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز و تأمین مالی نوآوری، ترجمه رضا جمالی و فردیس صمصامی، تهران: گروه مالی و سرمایه‌گذاری شریف.
- Achleitner, A.K., & Nathusius, E. (2003), "Bewertung von Unternehmen bei Venture-Capital-Finanzierungen", *EF Working Paper Series*, No. 02-03.
- Agarwal, A., Shankar, R., & Tiwari, M.K. (2007), "Modeling agility of supply chain", *Industrial Marketing Management*, 36, 443 – 457.
- Amis, D., Stevenson, H., & von Liechtenstein, H. (2003), *Winning Angels*, Muenchen: Signum.
- Amit, R., Brander, J. & Zott, C. (1998), "Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence", *Journal of Business Venturing*, 13(6), 441-466.
- Armstrong, C., Davila, A. & Foster, G. (2006), "Venture-backed private equity valuation and financial statement information", *Review of Accounting Studies*, 11(1), 119-54.
- Baum, J., & Oliver, C. (1991), "Institutional linkages and organizational mortality", *Administrative Science Quarterly*, 36, 187-218.
- Beaton, N.J. (2010), *Valuing Early Stage and Venture-Backed Companies*, 1st ed., Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Boer, P. (2003), "Risk-adjusted valuation of R&D projects", *Research Technology Management*; 46(5), 58-77.

- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2007), *Principles of corporate finance*, New York: McGrawHill.
- Clercq, D., Fried, H., Lehtonen, O., & Sapienza, H. (2006), "An entrepreneur's guide to the venture capital galaxy", *Academy of Management Perspectives*, 20, 90-112.
- Cumming, D., & Dai, N. (2011), "Fund size, limited attention and valuation of venture capital backed firms", *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 2-15.
- Engel, R. (2003), *Seed-Finanzierung wachstumsorientierter Unternehmensgründungen*. Sternenfels: Wissenschaft & Praxis.
- Feeney, L., Haines, G.H., & Riding, A.L. (1999), "Private investors' investment criteria: insights from qualitative data", *Venture Capital*, 1, 121-145.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2000), "Money chasing deals? The impact of fund inflows on the valuation of private equity investments", *Journal of Financial Economics*, 55(2), 281-325.
- Hand, J. R. M., (2005), "The value relevance of financial statements in the venture capital market", *The Accounting Review*, 80, 613-648.
- Haines, G. H., Madill, J., & Riding, A. L. (2003), "Informal Investment in Canada: Financing Small Business Growth", *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 16, 13-40.
- Heughebaert, A. & Manigart, S. (2012), "Firm Valuation in Venture Capital Financing Rounds: the Role of Investor Bargaining Power", *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(3-4), 500-530.
- Huang, J., Tzeng G., Ong Ch. (2005), "Multidimensional data in multidimensional scaling using the analytic network process", *Pattern Recognition Letters*, 26, 755-767.
- Inderst, R., & Mueller, H. (2004), "The effect of capital market characteristics on the value of start-up firms", *Journal of Financial Economics*, 72(2), 319-56.
- Landström, H.. (1998), "Informal investors as entrepreneurs", *Technovation*, 18, 321-333.
- Mandal A., & Deshmukh S.G. (1994), "Vendor selection using interpretive structural modeling (ISM)", *International Journal of Operation & Production Management*, 14(6). 52-59.
- Mason, C.M., & Stark, M. (2004), "What do investors look for in a business plan?", *International Small Business Journal*, 22, 227-248.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (1996), "Informal Venture Capital: A Study of the Investment Process, the Post-investment Experience and Investment Performance", *Entrepreneurship and Regional Development*, 8, 105-125.

- Maxwell, A.L., Jeffrey, S.A., & Levesque, M. (2011), "Business angel early stage decision making", *Journal of Business Venturing*, 26(2), 212-225.
- Miloud, T., Aspelund, A., & Cabrol, M. (2012), "Startup valuation by venture capitalists: an empirical study", *Venture Capital*, 14(2-3), 151-174.
- Sage A. P. (1977), *Interpretive structural modeling: Methodology for large-scale systems*, New York: McGraw-Hil.
- Sanders, W. G., & Boivie, S. (2004), "Sorting Things Out: Valuation of New Firms in Uncertain Markets", *Strategic Management Journal*, 25, 167-186.
- Sorensen, M. (2007), "How smart is smart money? A two-sided matching model of venture capital", *The Journal of Finance*, 62(6), 2725-62.
- Steffens, P. R., & Douglas, E. J. (2007), "Valuing technology investments: use real options thinking but forget real options valuation", *International Journal of Technoentrepreneurship*, 1(1), 50-77.
- Stuart, T. E., Hoang, H., & Hybels, R. C. (1999), "Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures", *Administrative Science Quarterly*, 44, 315-349.
- Sudek, R. (2006), "Angel investment criteria", *Journal of Small Business Strategy*, 17, 89-103.
- Tyebjee, T., & Bruno, A. (1984), "A model of venture capitalist investment activity", *Management Science*, 30, 1051-66.
- Van Osnabrugge, M., & Robinson, R.J. (2000), *Angel Investing: Matching Start-up Funds with Start-up Companies: The Guide for Entrepreneurs, Individual Investors, and Venture Capitalist*, San Francisco: Jossey-Bass.
- Warfield J.N. (1974), "Toward interpretation of complex structural modeling", *IEEE Transactions on Systems, Man, and Cybernet*, 4 (5), 405-417.
- Zacharakis, A., Erikson, T. & Bradley, G. (2010), "Conflict between the VC and entrepreneur: The entrepreneurs' perspective", *Venture Capital*, 12, 109-26.
- Zhang, J. (2011), "The advantage of experienced start-up founders in venture capital acquisition: evidence from serial entrepreneurs", *Small Business Economics*, 36, 187-208.