

شناسایی و رتبه‌بندی محورهای قابل مذاکره با شرکتهای نوپا از نگاه سرمایه‌گذاران خطرپذیر

دانیال دانا
دانشگاه نیوبرانزویک، کانادا
danialdana2@gmail.com

رهی زندی‌فر^{*}
دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران
rahi.zandifar@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۱/۰۹

تاریخ اصلاحات: ۱۴۰۱/۱۰/۰۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۷/۰۴

چکیده

سرمایه‌گذاری خطرپذیر یکی از راه‌های تأمین مالی شرکتهای نوپا، نوآور و دانش‌بنیان است. درجه اهمیتی که سرمایه‌گذاران خطرپذیر برای محورهای قابل مذاکره قائل هستند، یکی از چالش‌های مرتبط با این نوع سرمایه‌گذاری است. علاوه بر این، انعطاف‌پذیری سرمایه‌گذاران جزء حیاتی فرایند سرمایه‌گذاری خطرپذیر است. هدف از این پژوهش، شناسایی و رتبه‌بندی محورهای قابل مذاکره با شرکتهای نوپا نزد سرمایه‌گذاران خطرپذیر است. بدین منظور، محورهای قابل مذاکره با بررسی ادبیات موضوع شناسایی شد و روایی محورها مورد ارزیابی و تأیید کارشناسان قرار گرفت. سپس نظرات ۲۶ نفر از متخصصان صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران از طریق دو پرسشنامه در مقیاس پنج درجه‌ای لیکرت جمع‌آوری شد. پایایی پرسشنامه‌ها، با استفاده از ضریب آلفای کرونباخ تعیین شد. روش تحقیق براساس ماهیت و گردآوری داده‌ها، توصیفی پیمایشی و از نظر هدف، توسعه کاربردی است. در نهایت، داده‌ها با استفاده از الگوریتم تصمیم‌گیری چند معیاره (آنتروپی و تاپسیس) بر مبنای درجه اهمیت و انعطاف‌پذیری تجزیه و تحلیل و رتبه‌بندی شدند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که از جنبه میزان اهمیت و انعطاف‌پذیری، محورهای قابل مذاکره با شرکتهای نوپا به ترتیب «سهام ممتاز»، «کنترل هیأت‌مدیره»، «حق تقدم در خرید سهام جدید»، «مبلغ سرمایه‌گذاری» و «ارزش‌گذاری»، «شاخص‌های کلیدی عملکرد»، «اولویت نقدشوندگی»، «سهام مالکیت»، «حقوق اطلاعاتی»، «واگذاری سهام مبتنی بر زمان یا مایلستون»، «ضد رقیق‌شوندگی»، «حق فروش مشترک»، «الزام سایر سهامداران به فروش سهام خود»، «سهام تشویقی کارمندان»، «سود تقسیمی سهام»، «مشارکت در مانده پول‌ها»، «الزامات پرداختی سهامدار برای تداوم بازی» و «حق باز خرید سهام» رتبه‌بندی و اولویت‌بندی می‌شوند.

واژگان کلیدی

سرمایه‌گذاری خطرپذیر؛ شرکت نوپا؛ کارآفرین؛ مذاکره؛ سرمایه‌گذاری.

۱- مقدمه

نکرده و از طریق فراهم‌آوری دسترسی به منابع، تجارب و شبکه ارتباطی خود، مسیر رشد و ظرفیت‌افزایی برای کارآفرینان و سرمایه‌پذیران را هموار می‌کنند و از این طریق ابزاری قدرتمند برای اشتغال‌زایی، افزایش بهره‌وری، ایجاد درآمد پایدار و ثروت در سطح کلان فراهم می‌آورند. ریسک‌های بالقوه‌ای در سر راه موفقیت شرکتهای نوآور وجود دارد که در سرتاسر فرایند مذاکره، عقد قرارداد و اجرایی کردن اهداف سرمایه‌گذاری، توسط سرمایه‌گذار خطرپذیر شناسایی، کنترل و واکنش‌دهی می‌شود. در فرایند سرمایه‌گذاری در شرکتهای دانش‌بنیان و نوپا، تعارض‌ها و اختلاف‌هایی مابین طرفین به وجود می‌آید که ناشی از عدم تقارن اطلاعات^۱

جهان به سرعت از اقتصادی مبتنی بر تولید در حال حرکت به سمت یک اقتصاد دانش‌بنیان است. در این میان، نقش شرکتهای دانش‌بنیان نوپا (استارت‌آپ) و سرمایه‌گذاران خطرپذیر (سرمایه‌داران خطرپذیر) بسیار با اهمیت است. اغلب شرکتهای نوپا و جوان، در چند سال اول چرخه عمر خود فاقد درآمد کافی هستند و مجبورند برای دریافت حمایت مالی و غیرمالی به سرمایه‌گذاران مراجعه کنند. در واقع، برای ایجاد کسب و کاری موفق نیاز به یک ایده، بنیان‌گذار و سرمایه است؛ گول‌های فناوری این مطلب را کاملاً درک کرده‌اند که نمی‌توان کمبود سرمایه را با یک ایده بهتر جایگزین کرد. سرمایه‌گذاران خطرپذیر، تنها به تأمین سرمایه اکتفا

طرفین را محدود کند [۸]. شناسایی هرچه بهتر محورهای مذاکره، می‌تواند بر کیفیت، کارایی و اثربخشی روند مذاکرات مؤثر باشد. در اکوسیستم در حال توسعه نوآوری کشور ایران، تعداد و تنوع شرکت‌های نوپا و دانش‌بنیان در حال افزایش است و این توسعه فناوری و نوآوری منجر به افزایش تعداد و مبلغ سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر شده و نیاز به وجود راهکاری برای سامان‌دهی مطلوب‌تر در مذاکرات و توافقات، بیش از پیش پدیدار شده است. در این پژوهش سعی بر این است که در گام اول، محورهای اصلی در مذاکره بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و مؤسسين شرکت‌های نوپا شناسایی شود و در مرحله بعد، میزان اهمیت و انعطاف‌پذیری این محورها در طول فرایند مذاکره با شرکت‌های نوپا نزد سرمایه‌گذاران خطرپذیر حاضر در کشور ایران سنجیده می‌شود. این پژوهش به دنبال پاسخ این سؤالات در خصوص رتبه‌بندی محورهای قابل مذاکره سرمایه‌گذاران است:

- آیا محورهای قابل مذاکره سرمایه‌گذاران خطرپذیر با شرکت‌های نوپا، بر مبنای میزان اهمیت و انعطاف‌پذیری قابل رتبه‌بندی است؟
- رتبه‌بندی محورهای مذاکره از دید سرمایه‌گذاران خطرپذیر چگونه است؟
بلوغ نیازهای طرفین قراردادهای تأمین مالی، موجب تغییر و تحول در محورهای مذاکره شده است. مسأله اصلی در دستیابی به اهداف این نوع از قراردادهای، شناسایی مهم ترجیحات و اولویت‌های مذاکره‌کنندگان است. شناسایی محورهای تأثیرگذار در مذاکرات قراردادی در اکوسیستم نوآوری، در واقع، پاسخی برای مسأله به‌گزینی، تصمیم‌سازی و تصمیم‌گیری نزد سرمایه‌گذاران خطرپذیر است. یافتن اولویت‌های مدنظر سرمایه‌گذاران خطرپذیر بین این محورها می‌تواند راهنمای مناسبی جهت تعامل با شرکت‌های نوپا باشد و به اثربخشی و نتیجه‌گرایی مورد انتظار و مطلوب ایشان ناشی از اجرای قراردادهای تأمین مالی منجر شود. همچنین، شرکت‌های نوپا می‌توانند با آگاهی از ترجیحات سرمایه‌گذاران خطرپذیر فرصت‌ها و تهدیدهای ناشی از همکاری با ایشان را شناسایی و انتظارات و شایستگی‌های خود را در دستیابی به منافع حاصل از قراردادهای تأمین مالی هدایت و متمرکز نمایند.

۲- مروری بر مبانی نظری و پیشینه تمقیق

در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری خطرپذیر، مذاکره برای معامله، ساختاردهی معامله و انعقاد معامله نقش به‌سزائی دارند [۹]. شرایط، ملاک‌ها، انتظارات و محاسبات سرمایه‌گذاران خطرپذیر از تحلیل‌های آنها نشأت گرفته که در رساله سرمایه‌گذاری^۵ ایشان منعکس می‌شود [۱۰] و راهنما و چارچوب مناسبی برای مذاکرات و در نتیجه انعقاد قرارداد با شرکت‌های نوپا فراهم می‌آورد. قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر در

و عدم قطعیت رفتاری در رابطه با هدف سرمایه‌گذاری است [۴]. شدت این تعارض و تضاد در تأمین مالی از نوع سرمایه‌گذاری خطرپذیر نسبت به سایر روابط مالی بیشتر است [۵]. سرمایه‌گذاران خطرپذیر مجبور هستند در هنگام انعقاد قرارداد، علی‌رغم آگاهی از طیف وسیعی از تعارضات انگیزشی بالقوه در سمت کارآفرینان از جمله کژگزینی^۱ (انتخاب نامطلوب)، ویتترین‌آرایی^۲ (ظاهرسازی)، کژمنشی^۳ و خودداری از انجام کار^۴ توافق کنند. در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی از نوع اطلاعات پنهان، ریسک کژگزینی ایجاد می‌شود که در آن سرمایه‌گذار خطرپذیر در تشخیص خوبی یا بدی سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه می‌شود [۶]. از طرفی اقدامات پنهان (نظیر هزینه‌کرد سرمایه جذب‌شده توسط کارآفرین برای مصارف خارج از محدوده توافق با سرمایه‌گذار) منجر به ریسک کژمنشی می‌شود [۶]. در برخی از موارد پس از انعقاد قرارداد، نیت پنهان سبب می‌شود که طرفین از موضوعاتی که در قرارداد لحاظ نشده، سوءاستفاده یا فرصت‌طلبی کرده و مانعی برای فعالیت‌های اصلی ایجاد نمایند [۱]. شناسایی روند مذاکره صحیح و اولویت‌دهی به محورهای کلیدی قابل مذاکره، می‌تواند در دستیابی طرفین مذاکره‌کننده به معامله‌ای موفق‌تر مؤثر باشد.

منظور از مذاکره، مجموعه‌ای از گفتگوها، اعلام شرایط و ملاک‌ها، انتظارات، سلیقه‌ها و مسائلی از این قبیل است که قبل از انعقاد قرارداد میان طرفین یک معامله مطرح می‌شود. توافقات موفقیت‌آمیز، نتیجه مذاکره‌ای شفاف و به دور از منفعت‌طلبی انحصاری است. چالش بنیادی بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و کارآفرینان، از این موضوع نشأت می‌گیرد که هر یک، دیگری را ابزاری برای رسیدن به اهداف خود و مرتفع‌شدن نیازهای خود در نظر می‌گیرند [۲]. سرمایه‌گذاران خطرپذیر سعی می‌کنند احتمال موفقیت را با استفاده از شرایط قراردادی که بر انگیزه‌های سرمایه‌گذاران خطرپذیر جهت حفظ سرمایه و اطمینان از اکتساب سود در زمان خروج از سرمایه‌گذاری را افزایش دهند [۳]. همچنین آنها سعی می‌کنند احتمال موفقیت را با استفاده از شرایط قراردادی که بر انگیزه‌های کارآفرینان تمرکز داشته و آن را تشدید می‌کند، بهبود بخشند [۷].

شناسایی و اتکا بر وضعیت موجود به منظور پیشبرد بهتر کسب و کار در بازارهای آینده و نهایتاً دستیابی به کسب و کاری با دوام و پایدار، در نتیجه مذاکره‌ای مطلوب بین سرمایه‌گذار خطرپذیر و سرمایه‌پذیر حاصل می‌شود. نحوه تعامل‌پذیری سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت نوپا در کسب و کار، فراتر از مذاکره‌ای به منظور برد یک طرف و باخت برای طرف دیگر بوده و لازم است فضایی برد-برد فراهم، جهت‌دهی و صیانت شود. طراحی قراردادهای کار، می‌تواند به همسوسازی انگیزه‌های سرمایه‌گذاران خطرپذیر و کارآفرینان کمک کرده و از این‌رو رفتار فرصت‌طلبانه هر یک از

[۱۱]. البته کارآفرین در اقتضائات پیش‌بینی نشده غالباً قدرت مذاکره بیشتری نسبت به سرمایه‌گذار خطرپذیر دارد [۵]. ریسک اصلی در تأمین مالی از نوع سرمایه‌گذاری خطرپذیر، این است که درصد سهام سرمایه‌گذاران در شرکت سرمایه‌پذیر به نحوی نیست که کنترل نیز در اختیار آنها باشد و از این‌رو، نیازمند توافقاتی جدید در زمینه رشد، توسعه و خروج از شرکت و به منظور تأمین منافع یکدیگر است [۳]. سرمایه‌گذاران خطرپذیر از قراردادهای پیچیده و سفارشی برای غلبه بر مشکلات نمایندگی استفاده می‌کنند [۱۲]. سرمایه‌گذاران خطرپذیر تمایل دارند که در موارد ضعف در اجرا و نقص در عملکرد شرکت نوپا، اختیار و کنترل شرکت را در دست گیرند و در صورت پیشرفت مثبت سرمایه‌گذاری، کنترل کاملی برای خروج داشته باشند [۸]. به علاوه، سرمایه‌گذاران خطرپذیر به‌عنوان سهامدار، از قراردادهای به‌عنوان ابزار جایگزینی در غیاب محافظت‌های قوی حقوقی استفاده می‌کنند [۱۴] [۱۵]. شرایط قراردادی می‌تواند تأثیر متفاوتی بر سرمایه‌گذاری خطرپذیر داشته باشد. ویژگی متمایز این نوع تأمین مالی این است که به سرمایه‌گذاران خطرپذیر اجازه می‌دهد تا به‌طور جداگانه حقوق جریان نقدی، امتیاز کنترل هیأت‌مدیره، داشتن حق رأی، امتیاز نقدشوندگی و سایر امتیازهای کنترلی را در قرارداد بگنجانند [۱۶]. این امتیازات اغلب مشروط به معیارهای قابل مشاهده مرتبط با عملکرد مالی و غیرمالی شرکت سرمایه‌پذیر است [۱۶]. قرارداد تأمین مالی خطرپذیر باید طیف وسیعی از شرایط بالقوه را با در نظر گرفتن مراحل مختلف چرخه عمر سرمایه‌گذاری پوشش دهد [۸]. تغییر نیازها و ویژگی‌های متفاوت شرکت‌ها در حین تکامل در مراحل رشد، سبب به‌وجود آمدن چالش‌های متفاوتی میان آنها و سرمایه‌گذار خطرپذیر می‌شود. برخی از این چالش‌ها به علت عدم تقارن اطلاعاتی و عدم همسویی منافع میان سرمایه‌گذار و کارآفرینان رخ می‌دهد [۱۱]. ضمناً این قراردادهای به نوعی تضمین می‌کنند که در صورت عملکرد خوب کارآفرین، کسب و کار شکل گرفته با موفقیت همراه بوده و در صورت عدم عملکرد خوب ایشان، سرمایه‌گذاران می‌توانند کنترل را به‌دست گیرند [۱۷].

در بیشتر تحقیقات مورد مطالعه، محورهای قابل مذاکره مابین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و کارآفرینان به دو دسته کلی امتیازات مرتبط با جریان نقدی و امتیازات کنترلی تقسیم‌بندی شده است و داد و ستد مهمی بین حقوق جریان نقدی و حقوق کنترلی وجود دارد [۱۸]. گامپرز و همکاران، محورهای قابل مذاکره در سرمایه‌گذاری خطرپذیر را در چهار دسته امتیازات مرتبط با (۱) جریان نقدی، (۲) کنترلی، (۳) نقدشوندگی و (۴) اشتغال (امتیازات مرتبط با کارکنان) طبقه‌بندی می‌کنند [۱۷]. براساس دسته‌بندی ایشان، امتیازات مرتبط با جریان نقدی شامل «ضد رقیق‌شوندگی»، «ارزش‌گذاری»، «سهام مالکیت»، «مبلغ سرمایه‌گذاری»، «سهام تشویقی کارمندان» و «سود تقسیمی سهام» است. دسته امتیازات کنترلی شامل «حق تقدم در خرید سهام جدید» و «کنترل هیأت‌مدیره» می‌شود. دسته امتیازات مرتبط با نقدشوندگی شامل «اولویت

واقع نتایج حاصل از تفاهم و توافق درخصوص محورهای قابل مذاکره بین سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر هستند. این قراردادها به‌عنوان مؤلفه اصلی فرایند سرمایه‌گذاری، از سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر محافظت کرده و کارآفرین را برای عملکرد خوب تشویق می‌کنند [۱۱].

مذاکرات سرمایه‌گذاری خطرپذیر، از مرحله شناسایی، ارائه ایده اولیه و برنامه کسب و کار تا مذاکرات نهایی و امضای توافق سرمایه‌گذاری و در اختیار گرفتن بخشی از سهام شرکت سرمایه‌پذیر را در بر می‌گیرد. مراحل اصلی در فرایند مذاکره، برنامه‌ریزی و آمادگی، ارائه پیشنهاد، چانه‌زنی و ختم مذاکره است که بر حسب شرایط و اقتضائات مختلف، این مراحل می‌توانند با یکدیگر ادغام شوند. در بسیاری از موارد، با توجه به شرایط پیش آمده، نیاز به مذاکره مجدد بین طرفین الزامی است. جهت‌دهی تعهدات و انتظارات در مراحل مختلف مذاکره از طریق ساختارهای مختلف نظیر شرطنامه^۱، توافق‌نامه و یا قرارداد سرمایه‌گذاری شکل می‌گیرد. شرطنامه به صورت مبنایی، از دسته توافقی‌های غیرالزام‌آور تلقی می‌شود و در صورت نهایی شدن مذاکرات و تفاهم بر انجام سرمایه‌گذاری، نیاز به توافقی الزام‌آور از نوع قرارداد سرمایه‌گذاری خطرپذیر است. در مراحل اولیه و بذری که هنوز کارآفرین اقدام به ثبت شرکت نکرده یا وضعیت تثبیت سهام، نهایی نشده است، قراردادهای الزام‌آوری نظیر اوراق قرضه بذری^۲، قرارداد قابل تبدیل به بدهی^۳، توافق‌نامه ساده برای سهام آتی^۴ طراحی و منعقد می‌شود. قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر می‌تواند به دو صورت قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر شبه‌بدهی^۵ و قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر شبه‌سهام^۶ باشد [۱۲]. تمرکز در این پژوهش به دومی معطوف است.

آشنایی بیشتر با قراردادهای سرمایه‌گذاران خطرپذیر سه مزیت فراهم می‌آورد: اولاً، آنها می‌توانند از قراردادی استفاده کنند که به خوبی با نیازهای خاص هر سرمایه‌گذاری تنظیم شده است. این کارایی در انعقاد قرارداد، به سرمایه‌گذاران خطرپذیر مجرب اجازه می‌دهد که مشکل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات را در راستای سرمایه‌گذاری‌های خود کاهش دهند. دوم اینکه از شکست در مذاکرات با کارآفرینانی که بر روی شرایط قراردادی خاصی تأکید دارند جلوگیری می‌کند. سوم اینکه امکان ارائه پیشنهاد قراردادی برای استفاده از مزاد ظرفیت کارآفرینان را فراهم می‌آورد [۱۳].

عوامل و ریسک‌های متعددی بر فرایند مذاکرات تأثیر می‌گذارند. این ریسک‌ها به دو دسته داخلی و خارجی قابل تقسیم هستند. ریسک داخلی ناشی از ناشناخته‌بودن توانایی و تلاش کارآفرین شکل می‌گیرد. ریسک خارجی همانند تورم و نااطمینانی از فضای کسب و کار ریسکی است که هم در سمت سرمایه‌گذار خطرپذیر و هم در سمت کارآفرین وجود دارد

1. Term-sheet
2. Seed Note
3. Convertible (loan) Note
4. Simple Agreement for Future Equity (SAFE)
5. Debt-like VC contracts
6. Equity-like VC contracts

اگرچه شناخت اهمیت محورهای قابل مذاکره در حصول به مذاکره‌ای موفقیت‌آمیز به طرفین یاری می‌رساند، آشنایی با میزان انعطاف‌پذیری طرف سرمایه‌گذار در مورد هر یک از محورها، به طرفین مذاکره‌کننده در خصوص طراحی راهبرد مذاکره مناسب و تخصیص صحیح میزان تمرکز خواسته‌هایش کمک می‌کند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر، در ساختار سرمایه‌گذاری‌های خود، نشان داده‌اند که در مورد امتیاز حق تقدم خرید سهام، اولویت‌های نقدشوندگی، ضدرقیق‌شوندگی، واکذارای سهام مبتنی بر زمان یا مایلیستون، ارزش‌گذاری و کنترل هیأت‌مدیره نسبتاً انعطاف‌پذیر نیستند. در عوض آنها در مورد سهام تشویقی کارمندان، امتیاز مشارکت در مانده پول‌ها، مبلغ سرمایه‌گذاری، حق بازخرید سهام و به ویژه سود تقسیمی سهام انعطاف‌پذیرتر بوده‌اند [۱۷].

۳- روش‌شناسی تمقیق

پژوهش حاضر، براساس هدف در سطح تحقیقات توسعه‌ای-کاربردی و از نظر طبقه‌بندی بر مبنای ماهیت و شیوه گردآوری داده‌ها توصیفی از نوع پیمایشی محسوب می‌شود و از لحاظ روش دارای رویکردی آمیخته (کیفی- کمی) است. مهم‌ترین هدف پژوهش پیش رو، شناسایی و رتبه‌بندی محورهای قابل مذاکره مابین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و کارآفرینان از نگاه سرمایه‌گذاران خطرپذیر است.

به منظور دستیابی به هدف پیش‌رو در این پژوهش، در مرحله اول با استفاده از روش کتابخانه‌ای و مرور گسترده در ادبیات موضوع، ضمن استخراج مفاهیم و محورهای قابل مذاکره مابین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و کارآفرینان، دو پرسشنامه برای جمع‌آوری نظر خبرگان جهت رتبه‌بندی میزان اهمیت و انعطاف‌پذیری محورهای طراحی شد. محورهای قابل مذاکره حاصل از رویکرد کتابخانه‌ای و مرور پژوهش‌های پیشین در جدول ۱ آورده شده است. در گام بعدی، پرسشنامه‌ای از طریق تجمیع مطالعات کتابخانه‌ای در خصوص محورهای قابل مذاکره آماده شد و پرسشنامه‌های محقق ساخته برگرفته از بخش کیفی، میان هشت نفر از متخصصان حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر توزیع شد. برای جمع‌آوری داده‌های تحقیق از روش میدانی و در قالب پرسشنامه پنج گزینه‌ای «لیکرت» استفاده شد؛ پنج گزینه این پرسشنامه‌ها شامل «اصلاً»؛ «کم»؛ «متوسط»؛ «زیاد» و «خیلی زیاد» بود. در این پرسشنامه، خبرگان علاوه بر سؤالات بسته از سؤال نیمه‌باز برای یافتن موارد از قلم افتاده استفاده شد. از نگاه خبرگان، سؤالات در نظر گرفته شده تمام جنبه‌های مورد نظر را پوشش می‌دهد و بدین ترتیب، نسخه نهایی این پرسشنامه‌ها از جنبه روایی محتوایی تأیید شد. در طراحی اولیه پرسشنامه، سعی بر آن شده که مواردی نظیر ساختار پرسشنامه، به‌کارگیری جملات قابل فهم و مفاهیم غیرمبهم مدنظر باشند. تحقق روایی صوری هر دو پرسشنامه مورد تأیید متخصصان و خبرگان قرار گرفت.

(ترجیح) نقدشوندگی»، «مشارکت در مانده پول‌ها» و «حق بازخرید سهام» است. امتیازات مرتبط با کارکنان به صورت واکذارای سهام مبتنی بر زمان یا مایلیستون در نظر گرفته شده است. به علاوه، طبق یافته‌های امالیان و امالیان (۲۰۱۸) مفاد شرطنامه استاندارد از سه بخش عمده تشکیل شده است: (۱) شرایط مؤثر بر ارزش‌گذاری شرکت نوپا و تقسیم اقتصادی سود و درآمد حاصل از یک جریان نقدینگی؛ (۲) شرایط مؤثر بر کنترل تصمیم‌گیری‌ها؛ (۳) شرایط حمایت از سرمایه‌گذار [۱۹]. ضمناً سلطانی و اعظم‌پور (۱۳۹۸) توافقات بین طرفین قرارداد سرمایه‌گذاری خطرپذیر را به اقسام: (۱) مالی، (۲) کنترل و (۳) خروج تقسیم کرده‌اند. گنجاندن مفاد محدودکننده در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر بخشی از تخصیص پیچیده، دقیق و سفارشی شده امتیازات کنترلی و جریان نقدی بین سرمایه‌گذاران خطرپذیر و کارآفرین است [۱۲]. در این قراردادها، مشوق‌های جریان نقدی، امتیازات کنترلی و سایر موارد احتمالی بیشتر به‌عنوان مکمل و نه جایگزین استفاده می‌شوند [۱۶]. مالکیت کارکنان یا سهام تشویقی کارمندان یک منبع خوش‌بینی حاکمیت شرکتی است که می‌تواند به جذب و حفظ کارکنان توانمندتر کمک کند و می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را با همسو کردن منافع کارکنان با سایر سهامداران خنثی کند [۷].

در جدول ۱ به پژوهش‌های انجام‌شده در زمینه محورها و امتیازات قابل مذاکره در حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر اشاره می‌شود.

جدول ۱- محورهای قابل مذاکره در مذاکرات سرمایه‌گذاری خطرپذیر

منابع	محورهای قابل مذاکره
[۱۷] [۲۰] [۲۱] [۲۲] [۲۳] [۲۴] [۲۵]	حق تقدم در خرید سهام جدید
[۱۷] [۱۸] [۱۹] [۲۰] [۲۱] [۲۲] [۲۳] [۲۴] [۲۵]	اولویت (ترجیح) نقدشوندگی
[۱۷] [۱۸] [۱۹] [۲۰] [۲۱] [۲۲] [۲۳] [۲۴] [۲۵]	ضدرقیق‌شوندگی
[۱۷] [۲۰] [۲۱] [۲۲] [۲۳] [۲۴] [۲۵]	ارزش‌گذاری
[۱۷] [۱۸] [۱۹] [۲۰] [۲۱] [۲۲] [۲۳] [۲۴] [۲۵]	کنترل هیأت‌مدیره
[۱۷] [۱۸] [۱۹] [۲۰] [۲۱] [۲۲] [۲۳] [۲۴] [۲۵]	واگذاری سهام مبتنی بر زمان یا مایلیستون
[۱۷] [۱۸] [۱۹] [۲۰] [۲۱] [۲۲] [۲۳] [۲۴] [۲۵]	سهام مالکیت
[۱۷] [۱۸] [۱۹] [۲۰] [۲۱] [۲۲] [۲۳] [۲۴] [۲۵]	مشارکت در مانده پول‌ها
[۱۷] [۱۸] [۱۹]	مبلغ سرمایه‌گذاری
[۱۷] [۱۸] [۱۹]	سهام تشویقی کارمندان
[۱۷] [۱۸] [۱۹] [۲۰] [۲۱] [۲۲] [۲۳] [۲۴] [۲۵]	حق بازخرید سهام
[۱۷] [۱۸] [۱۹] [۲۰] [۲۱] [۲۲] [۲۳] [۲۴] [۲۵]	سود تقسیمی سهام
[۱۷] [۱۸] [۱۹] [۲۰]	الزام سایر سهامداران به فروش سهام خود
[۱۷] [۱۸] [۱۹] [۲۰]	حق فروش مشترک
[۱۷] [۱۸] [۱۹]	حقوق اطلاعاتی
[۱۷] [۱۸] [۱۹]	الزامات پرداختی سهامدار برای تداوم بازی
[۱۷] [۱۸] [۱۹] [۲۰] [۲۱] [۲۲] [۲۳] [۲۴] [۲۵]	شاخص‌های عملکردی
[۱۷] [۱۸] [۱۹] [۲۰] [۲۱] [۲۲] [۲۳] [۲۴] [۲۵]	سهام ممتاز

در روش آنتروپی شانون، ماتریس اولیه تصمیم از مجموع نمرات حاصل از نظرسنجی ۲۶ صاحب‌نظر و به ازای هر یک از محورهای قابل مذاکره استفاده شده است. نرمال‌سازی ماتریس تصمیم، با نرم مجموع دنبال می‌شود. در گام بعدی شاخص تمرکز آنتروپی برای هر معیار محاسبه می‌شود. درجه انحراف نسبت به شاخص تمرکز به‌عنوان شاخص پراکندگی برای هر معیار محاسبه و نهایتاً مقادیر اوزان برای هر معیار در نظر گرفته شده محاسبه می‌شود.

جدول ۳- گام‌های روش آنتروپی شانون

ردیف	گام	فرمول محاسبه
۱	نرمال‌سازی ماتریس تصمیم	$r_j^i = x_{ij} \div \sum x_{ij}$
۲	محاسبه شاخص تمرکز آنتروپی برای هر معیار	$E_j = -\frac{1}{\ln m} \sum_{i=1}^m r_{ij} \ln r_{ij}$
۳	محاسبه درجه انحراف (شاخص پراکندگی) برای هر معیار	$d_j = 1 - E_j$
۴	محاسبه مقادیر اوزان برای هر معیار	$W_j = \frac{d_j}{\sum d_j}$

روش تاپسیس مستلزم تشکیل ماتریس تصمیم‌گیری و طی نمودن شش گام مطابق با جدول است. نهایتاً بر مبنای امتیازات تاپسیس، گزینه‌ها بر مبنای ترتیب نزولی رتبه‌بندی می‌شوند.

در روش تاپسیس، ماتریس اولیه تصمیم مطابق با روش آنتروپی شانون تشکیل می‌شود. نرمال‌سازی در این روش از طریق نرم مجموع توان دوم ماتریس تصمیم اولیه دنبال می‌شود. ماتریس موزون از طریق حاصل ضرب متناظر ماتریس نرمال‌سازی شده در مرحله قبلی این روش و اوزان محاسبه شده از طریق روش آنتروپی شانون حاصل می‌شود. در روش تاپسیس، گزینه خوب (ایده‌آل مثبت) و گزینه بد (ایده‌آل منفی) برای هر یک از معیارها محاسبه می‌شود. سپس فاصله اقلیدوسی بین گزینه‌های هدف از ایده‌آل مثبت و ایده‌آل منفی محاسبه شده و شاخص شباهت یا امتیازات تاپسیس بر مبنای نسبت نزدیکی به گزینه ایده‌آل مثبت و گزینه ایده‌آل منفی محاسبه و امکان رتبه‌بندی بین گزینه‌ها فراهم می‌آورد.

جدول ۴- گام‌های روش تاپسیس

ردیف	گام	فرمول محاسبه
۱	نرمال‌سازی ماتریس تصمیم‌گیری	$r_j^i = x_{ij} \div \sqrt{\sum x_{ij}^2}$
۲	محاسبه ماتریس تصمیم نرمال‌سازی شده موزون	$v_{ij} = r_{ij} \times W_j$
۳	مشخص شدن گزینه خوب و گزینه بد برای هر معیار	ایده آل مثبت = $MAX_{v_{ij}}$ ایده آل منفی = $MIN_{v_{ij}}$
۴	محاسبه فاصله اقلیدوسی بین گزینه هدف و ایده‌آل مثبت	$d_i^+ = \sqrt{\sum (v_{ij} - v_j^+)^2}$
۵	محاسبه فاصله اقلیدوسی بین گزینه هدف و ایده‌آل منفی	$d_i^- = \sqrt{\sum (v_{ij} - v_j^-)^2}$
۶	محاسبه شاخص شباهت یا امتیازات تاپسیس (نسبت نزدیکی به گزینه ایده‌آل مثبت و گزینه ایده‌آل منفی)	$R_i = \frac{d_i^-}{d_i^+ + d_i^-}$

جامعه آماری پژوهش حاضر، شامل کارشناسان و خبرگان حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر هستند که حداقل سه سال سابقه فعالیت در این حوزه را دارند. این خبرگان علاوه بر خبرگی، در این حوزه با محورهای مذاکره، مفاهیم قراردادی و راهبردهای سازمانی مربوط به فعالیت خود در زمینه سرمایه‌گذاری خطرپذیر آشنا هستند. بنابراین، نمونه‌ای متشکل از ۳۳ نفر از خبرگان حوزه در کشور ایران، به صورت تصادفی انتخاب شدند. پرسشنامه به صورت الکترونیکی توزیع و از مجموع پرسشنامه‌های توزیع شده مجموعاً ۲۶ مورد (با نرخ بازگشت ۷۹ درصد) به پژوهشگران عودت داده شد. اطلاعات جمعیت‌شناختی پاسخ‌دهندگان از نظر مدرک تحصیلی، رشته تحصیلی، سابقه فعالیت طرح در جدول ۲ مورد بررسی قرار گرفتند.

جدول ۲- جمعیت‌شناسی پاسخ‌دهندگان

ویژگی‌های جمعیت‌شناختی	تعداد	درصد	
جنسیت	زن	۲	۷/۷
	مرد	۲۴	۹۲/۳
مدرک تحصیلی	دکتری	۱	۳/۸
	کارشناسی ارشد	۲۵	۹۶/۲
	مدیرعامل	۹	۳۴/۶
عنوان شغلی	مدیر سرمایه‌گذاری	۱۳	۵۰
	کارشناس ارشد سرمایه‌گذاری	۴	۱۵/۴
سابقه خدمت	بین ۳ تا ۵ سال	۷	۲۷
	بیش از ۵ سال	۱۹	۷۳

در این پژوهش، در بخش کمی ابتدا به آزمون پایایی پرسشنامه‌ها پرداخته می‌شود. در مرحله پایانی، رتبه‌بندی محورهای قابل مذاکره از طریق روش تاپسیس^۱ به‌عنوان یکی از تکنیک‌های مورد استفاده در تصمیم‌گیری چند معیاره^۲ استفاده می‌شود. تاپسیس روشی برای تخصیص رتبه بر مبنای وزن‌ها و نحوه تأثیر عوامل است. وزن‌ها بیانگر میزان تأثیرگذاری عوامل هستند. برای تشکیل ماتریس اوزان عوامل مؤثر، از روش آنتروپی شانون استفاده شده است.

پایایی پرسشنامه‌ها با استفاده از ضریب آلفای کرونباخ و با کمک نرم‌افزار SPSS محاسبه شده است. آلفای کرونباخ محاسبه‌شده برای پرسشنامه اول در خصوص میزان اهمیت، معادل ۰/۷۴ و این ضریب برای پرسشنامه دوم در خصوص میزان انعطاف‌پذیری سرمایه‌گذاران خطرپذیر معادل ۰/۷۹ است که بیانگر پایایی مناسبی است. بدین ترتیب، پرسشنامه مورد استفاده از قابلیت اعتماد لازم برخوردار است.

در مسائل تصمیم‌گیری چند معیاره، داشتن اوزان نسبی برای معیارها یا مشخصه‌های موجود، گام اصلی در فرایند حل مسئله محسوب می‌شود. برای شناسایی اوزان نسبی برای معیارها در این پژوهش از روش آنتروپی شانون استفاده شده است. روش آنتروپی شانون، مستلزم تشکیل ماتریس تصمیم‌گیری و دنبال کردن چهار گام مطابق با جدول ۳ است.

1. Technique for Order of Preference by Similarity to Ideal Solution (TOPSIS)
2. Multiple-Criteria Decision Making (MCDM)

۴- یافته‌های پژوهش

جدول ۷- رتبه‌بندی محورهای قابل مذاکره از جنبه میزان اهمیت و انعطاف‌پذیری از نگاه سرمایه‌گذاران خطرپذیر

رتبه	محور مذاکره	امتیاز تاپسیس
۱	سهام ممتاز Preferred stock	۱/۰۰۰
۲	کنترل هیأت‌مدیره Board control (Board of director)	۰/۸۴۷
۳	حق تقدم در خرید سهام جدید Pro-rata rights (Preemptive rights)	۰/۷۰۶
۴	مبلغ سرمایه‌گذاری Investment amount	۰/۷۰۱
۵	ارزش‌گذاری Valuation	۰/۶۸۰
۶	شاخص‌های عملکرد Performance Indicator	۰/۶۵۲
۷	اولویت نقدشوندگی Liquidation preference	۰/۵۸۶
۸	سهام مالکیت Ownership stake	۰/۵۶۹
۹	حقوق اطلاعاتی Information Rights	۰/۵۶۲
۱۰	واگذاری سهام مبتنی بر زمان یا مایلستون Vesting	۰/۵۲۴
۱۱	ضدرقیق‌شوندگی Anti-dilution	۰/۴۸۸
۱۲	حق فروش مشترک Tag-along rights (Right of Co-Sale)	۰/۴۵۰
۱۳	الزام سایر سهامداران به فروش سهام خود Drag-along rights	۰/۳۴۸
۱۴	سهام تشویقی کارمندان Option pool	۰/۲۲۱
۱۵	سود تقسیمی سهام Dividends	۰/۲۱۷
۱۶	مشارکت در مانده پول‌ها Participation	۰/۲۱۲
۱۷	الزامات پرداختی سهامدار برای تداوم بازی Pay to play provisions	۰/۱۹۳
۱۸	حق بازخرید سهام Redemption rights (Repurchase)	۰/۰۳۳

مطابق با جدول ۷، محورهای مذاکره از نگاه سرمایه‌گذاران خطرپذیر به ترتیب، «سهام ممتاز»، «کنترل هیأت‌مدیره» و «حق تقدم در خرید سهام جدید» دارای بالاترین رتبه هستند و در سوی مقابل به ترتیب، «مشارکت در مانده پول‌ها»، «الزامات پرداختی سهامدار برای تداوم بازی» و «حق بازخرید سهام» دارای پایین‌ترین رتبه هستند.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به اهمیت و ضرورت ارتقای زیست‌بوم نوآوری در کشور از طریق ابزار سرمایه‌گذاری خطرپذیر، مسأله شناسایی عوامل مؤثر بر ارتقای عملکرد فرایند مذاکرات سرمایه‌گذاران خطرپذیر با شرکت‌های نوپا مورد توجه قرار گرفت. در مسیر و مشی موفقیت و پیشرفت شرکت‌های نوآور، مخاطرات بالقوه‌ای وجود دارد که تأثیرات حائز اهمیتی بر تصمیم سرمایه‌گذاران خطرپذیر دارد. سعی و همت سرمایه‌گذاران خطرپذیر بر این است که در سرتاسر فرایند مذاکره با شرکت سرمایه‌پذیر و نهایتاً عقد قرارداد و اجرایی کردن اهداف سرمایه‌گذاری مدیریت شود تا علی‌رغم ریسک‌های موجود، منافع قابل توجه برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر محقق شود. بدین ترتیب، سرمایه‌گذاران با آگاهی از تعارضات انگیزشی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی، اطلاعات پنهان، اقدامات پنهان و نیت‌های پنهان، مذاکرات را برنامه‌ریزی و هدفگذاری کرده و به دنبال این هستند تا رساله سرمایه‌گذاری مجموعه خود را بر مبنای محورهای قابل مذاکره ارزش‌افزا دنبال نمایند.

نکته حائز اهمیت در پژوهش حاضر، در نظر گرفتن جامعیتی برای محورهای قابل مذاکره نزد سرمایه‌گذاران خطرپذیر و رتبه‌بندی آنها از

ماتریس اولیه تصمیم از مجموع نمرات حاصل از نظر سنجی ۲۶ متخصص حوزه سرمایه‌گذاری خطرپذیر و به ازای هر یک از محورهای قابل مذاکره در جدول ۵ تشکیل شده است. وزن معیارها از طریق روش آنتروپی شانون از طریق نرم‌افزار LISREL و EXCEL به‌دست آمد. در روش آنتروپی شانون، برای تشکیل ماتریس تصمیم از مجموع نمرات دریافت‌شده از پرسش‌شوندگان برای هر دو معیار استفاده شده است. ماتریس اوزان آنتروپی برای معیارهای میزان اهمیت و میزان انعطاف‌پذیری محورهای قابل مذاکره به ترتیب ۰/۴۹۹۹ و ۰/۵۰۰۱ محاسبه شد. در روش تاپسیس، برای تشکیل ماتریس تصمیم (ماتریس ارزیابی) از مجموع نمرات دریافت‌شده از پرسش‌شوندگان برای هر دو معیار استفاده شده است. معیار میزان اهمیت به صورت مثبت و معیار میزان انعطاف‌پذیری به صورت منفی در رتبه‌بندی محورهای قابل مذاکره تأثیر دارند. ایده‌آل‌های مثبت و منفی برای معیارها در جدول ۶ مشخص شده است. رتبه‌بندی محورهای مذاکره بر مبنای روش تاپسیس به ترتیب، در جدول ۷ قابل مشاهده است.

جدول ۵- ماتریس تصمیم اولیه

محور مذاکره	میزان اهمیت	میزان انعطاف‌پذیری
حق تقدم در خرید سهام جدید	۱۰۰	۶۸
اولویت نقدشوندگی	۹۴	۷۳
ضدرقیق‌شوندگی	۸۴	۰/۷
ارزش‌گذاری	۱۱۱	۷۶
کنترل هیأت‌مدیره	۱۰۷	۶۲
واگذاری سهام مبتنی بر زمان یا مایلستون	۹۵	۷۹
سهام مالکیت	۹۶	۷۶
مشارکت در مانده پول‌ها	۶۸	۸۵
مبلغ سرمایه‌گذاری	۱۱۰	۷۴
سهام تشویقی کارمندان	۸۲	۹۸
حق باز خرید سهام	۶۵	۹۶
سود تقسیمی سهام	۷۸	۹۱
الزام سایر سهامداران به فروش سهام خود	۷۸	۸۰
حق فروش مشترک	۸۵	۷۷
حقوق اطلاعاتی	۸۷	۶۹
الزامات پرداختی سهامدار برای تداوم بازی	۶۷	۸۶
شاخص‌های عملکرد	۱۰۸	۷۷
سهام ممتاز	۱۱۴	۵۵

جدول ۶- محاسبه ایده‌آل مثبت و ایده‌آل منفی

محور مذاکره	ایده‌آل مثبت	ایده‌آل منفی
میزان اهمیت	۰/۱۴۶۳	۰/۰۸۳۴
میزان انعطاف‌پذیری	۰/۰۸۲۹	۰/۱۴۷۷

مربوط به جامعه آماری و مشارکت‌کنندگان در پژوهش است که می‌تواند تعداد و تنوع بیشتری را شامل شود ضمناً پیشنهاد می‌شود شناسایی و رتبه‌بندی محورهای قابل مذاکره از نگاه شرکت‌های نوپا نیز به‌عنوان کار پژوهشی آتی در نظر گرفته شود و یافته‌های آن با این پژوهش مقایسه شود.

۷- مراجع

- ۱- حیدری سورشجانی، مهرناز، محمدی، پرستو. مسائل کارگزاری در سرمایه‌گذاری خطرپذیر و راهکارهای رفع آنها در مراحل مختلف رشد شرکت‌های نوآور ایران. نشریه علمی - پژوهشی مدیریت نوآوری، ۶ (۳): ۱۱۳-۱۴۰، ۱۳۹۶.
- ۲- شیرکوند، سعید، عباسیان، عزت‌اله، محمودی، وحید، غلامپورفرد، محمد مسعود. چهارچوب مفهومی تأمین مالی کارآفرینی در ایران. راهبرد مدیریت مالی، ۱۸ (۱): ۱-۲۰، ۱۳۹۹.
- ۳- سلطانی، محمد، اعظم پور، محمدطاهر. توافقات کنترل در قراردادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر. مجله تحقیقات حقوقی، ۲۲ (۸۸): ۲۰۱-۲۲۸، ۱۳۹۸.
- 4- Amit, R., Brander, J., Zott, C. Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence, *Journal of business Venturing*, 13 (6), 441-466, 1998.
- 5- Antonczyk, R., Breuer, W., Mark, K. Covenants in venture capital contracts: theory and empirical evidence from the German capital market. *Venture capital in Europe*, Butterworth-Heinemann, 233-247, 2007.
- 6- Glücksman, S. Entrepreneurial experiences from venture capital funding: exploring two-sided information asymmetry. *Venture Capital*, 22(4), 331-354, 2020.
- 7- Geczy, C., Jeffers, J. S., Musto, D. K., Tucker, A. M. In pursuit of good & gold: Data observations of employee ownership & impact investment. *Seattle UL Rev.*, 40, 555, 2016.
- 8- Burchardt, J., Hommel, U., Kamuriwo, D. S., Billitteri, C. Venture capital contracting in theory and practice: implications for entrepreneurship research. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 40(1), 25-48, 2016.
- 9- Gregson, G. Investment negotiation between academic entrepreneurs and private equity investors: Examining factors affecting investment deal outcomes. *Frontiers of Entrepreneurship Research*. 31(1), 1-15, 2011.
- 10- Kaplan, S. N., Stromberg, P. Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *The journal of finance*, 59(5), 2177-2210, 2004.
- 11- Liu, S. The Role of Contracts in Venture Capital Returns. *The Journal of Alternative Investments*, 24(2), 68-88, 2021.
- 12- Bengtsson, O. Covenants in venture capital contracts. *Management Science*, 57(11), 1926-1943, 2011.
- 13- Bengtsson, O., Bernhardt, D. Different problem, same solution: contract-specialization in venture capital. *Journal of Economics & Management Strategy*, 23(2), 396-42, 2014.
- 14- Lerner, J., Schoar, A. Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 223-246, 2005.
- 15- Cumming, D. Contracts and exits in venture capital finance. *The Review of Financial Studies*, 21(5), 1947-1982, 2008.
- 16- Kaplan, S. N., Stromberg, P. Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The review of economic studies*, 70(2), 281-315, 2003.
- 17- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., Strebulaev, I. A. How Do Venture Capitalists Make Decisions, *Journal of Financial Economics*, 135 (1), 169-190, 2020.
- 18- Ewens, M., Gorbenco, A., Korteweg, A. Venture capital contracts. *Journal of Financial Economics*, 143(1), 131-158, 2022.
- 19- Amalian, A. W., Amalyan, N. D. Start-up First Term Sheet: Stumbling Blocks to Avoid. *Business Inform*, No.1, 104-110, 2018.

حیث میزان اهمیت و انعطاف‌پذیری است که تاکنون در پژوهش‌های پیشین مورد توجه قرار نگرفته بودند. یافته‌های این پژوهش از منظر شناسایی محورهای قابل مذاکره، با استفاده از رویکردی تجمیعی و کتابخانه‌ای، نه تنها نتایج هر یک از پژوهش‌های قبلی را در بر می‌گیرد (در جدول ۱ خلاصه شده‌اند) بلکه استفاده از رویکرد رتبه‌بندی این محورهای قابل مذاکره، امکان استفاده و انتخاب بهینه برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر را فراهم کرده است. داده‌های پژوهش با استفاده از پرسشنامه‌های مرتبطی که از نظر روایی و پایایی، که در گام اول مورد سنجش و تأیید خبرگان قرار گرفتند، به روش نمونه‌گیری تصادفی جمع‌آوری شد. بدین ترتیب، این پژوهش علاوه بر اینکه از جنبه جامعیت محورهای قابل مذاکره در مقایسه با پژوهش‌های پیشین وسیع‌تر بوده، توانسته با رویکردی عملی و بومی‌سازی شده بر مبنای نقطه نظرات صاحب‌نظران در اکوسیستم نوآوری، فهرست‌گزینش شده‌ای در اختیار سرمایه‌گذاران خطرپذیر قرار دهد که در تحقیقات پیشین به آن پرداخته نشده است. در مرحله بعدی، جهت رتبه‌بندی محورهای قابل مذاکره، از روش آنتروپی شانون برای تعیین وزن معیارها استفاده شد و نهایتاً از طریق روش تاپسیس، محورهای قابل مذاکره نزد سرمایه‌گذاران رتبه‌بندی شد. در مقایسه با پژوهش‌های پیشین، حصول فهرست رتبه‌بندی شده امکان تصمیم‌سازی و تصمیم‌گیری بهینه‌تری در اختیار سرمایه‌گذاران خطرپذیر و شرکت‌های نوپا در مرحله مذاکره و انجام امور قراردادی قرار می‌دهد.

اولویت‌دهی و رتبه‌بندی محورهای قابل مذاکره نزد سرمایه‌گذاران خطرپذیر سبب می‌شود که کارایی، اثربخشی و بهره‌وری در دستیابی به اهداف مذاکرات خطرپذیر با شرکت‌های نوپا حاصل شود. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که از جنبه میزان اهمیت و انعطاف‌پذیری، به ترتیب، «سهام ممتاز»، «کنترل هیأت‌مدیره»، «حق تقدم در خرید سهام جدید» در فهرست محورهای قابل مذاکره با شرکت‌های نوپا قرار می‌گیرند. در رتبه‌بندی حاضر، به ترتیب محورهای «مبلغ سرمایه‌گذاری» و «ارزش‌گذاری»، «شاخص‌های کلیدی عملکرد»، «اولویت نقدشوندگی»، «سهام مالکیت»، «حقوق اطلاعاتی»، «واگذاری سهام مبتنی بر زمان یا مایلستون»، «ضدرقیق‌شوندگی»، «حق فروش مشترک»، «الزام سایر سهامداران به فروش سهام خود»، «سهام تشویقی کارمندان»، «سود تقسیمی سهام» در رتبه‌های بعدی فهرست می‌شوند و «مشارکت در مانده پول‌ها»، «الزامات پرداختی سهامدار برای تداوم بازی» و نهایتاً «حق بازخرید سهام» در رتبه‌های آخر قرار می‌گیرند. لذا سرمایه‌گذاران خطرپذیر می‌توانند از طریق یافته‌های این پژوهش اولویت‌های خود را در هنگام مذاکرات با شرکت‌های نوپا در نظر گیرند.

۴- محدودیت و پیشنهادها

این پژوهش در کنار یافته‌های خود دارای محدودیت‌هایی نیز است که می‌تواند فرصتی برای پژوهش‌های آتی فراهم آورد. یکی از محدودیت‌ها

- 20- Chemla, G., Habib, M. A., Ljungqvist, A. An analysis of shareholder agreements. *Journal of the European Economic Association*, 5(1), 93-121, 2007.
- 21- Coyle, J. F., Green, J. M. Contractual innovation in venture capital. *Hastings LJ*, 66, 133, 2014.
- 22- Strebulaev, I., Wang, A. Organizational Structure and Decision-Making in Corporate Venture Capital. Available at SSRN 3963514, 2021.
- 23- Bartlett III, R. P. Understanding price-based antidilution protection: Five principles to apply when negotiating a down-round financing. *The Business Lawyer*, 59, 23-41, 2003.
- 24- Cestone, G. Venture capital meets contract theory: risky claims or formal control. *Review of Finance*, 18(3), 1097-1137, 2014.
- 25- Bengtsson, O., Sensoy, B. A. Changing the nexus: The evolution and renegotiation of venture capital contracts. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3), 349-375, 2015.