

## سنخ شناسی دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران خطرپذیر در ارزیابی شرکت‌های نوپای فناوری مالی در اولین مرحله سرمایه‌گذاری در ایران

وحید چیذری<sup>۱</sup> - ایوب محمدیان<sup>۲\*</sup> - مریم خلیلی عراقی<sup>۳</sup> - حمیده رشادت‌جو<sup>۴</sup>

۱. دانشجوی رشته دکترای کارآفرینی، گروه فناوری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات،

دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

۲. استادیار گروه مدیریت فناوری اطلاعات، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران

۳. استادیار گروه مدیریت بازرگانی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی،

تهران، ایران

۴. دانشیار گروه مدیریت آموزش عالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد

اسلامی، تهران، ایران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱/۱۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۳/۱۶

### چکیده

در یک دهه اخیر، نوع جدیدی از شرکت‌های نوپا ظهور پیدا کرده اند که با استفاده از فناوری‌های جدید دیجیتال به ارائه خدمات نوآورانه در صنعت مالی پرداخته اند. هدف از این پژوهش، پاسخ‌گویی به این سؤال بوده است که گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران خطرپذیر در حوزه فناوری مالی کشور در هنگام تصمیم‌گیری در اولین مرحله سرمایه‌گذاری بر روی شرکت‌های نوپا دارای چه تفاوت دیدگاهی می‌باشند و چه معیارهایی برای هر گروه اهمیت بیشتری داشته است. این پژوهش از نظر هدف، از نوع بنیادی و از لحاظ گردآوری اطلاعات، کیفی است و برای نیل به هدف پژوهش به منظور سنخ‌شناسی دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران از روش پژوهش نظریه داده بنیاد نوحاسته بهره گرفته شده است. برای این منظور اقدام به انجام مصاحبه با روش نمونه‌گیری هدفمند با ۱۷ مدیر سرمایه‌گذار خطرپذیر در حوزه خدمات فناوری مالی کشور گردید که حداقل یک بار سابقه سرمایه‌گذاری بر روی شرکت‌های نوپا را داشتند. یافته‌های این پژوهش نشان داد دو گروه اصلی شامل سرمایه‌گذاران با دیدگاه استراتژیک و دیدگاه مالی در کشور وجود دارند که هر گروه خود به سه زیرگروه با دیدگاه‌ها و معیارهای متفاوت قابل تفکیک هستند. براساس نتایج این پژوهش، شرکت‌های نوپای فناوری مالی می‌توانند از دیدگاه‌ها و معیارهای متفاوت سرمایه‌گذاران خطرپذیر در کشور مطلع گشته و موفقیت بیشتری در جذب سرمایه بدست آورند.

**واژه‌های کلیدی:** سرمایه‌گذاران خطرپذیر، سنخ‌شناسی، شرکت‌های نوپا، فناوری مالی

## مقدمه

پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ میلادی، شرکت‌های فناوری مالی که از آن‌ها تحت عنوان فین تک نام برده می‌شود به سرعت افزایش یافتند، به شکلی که متوسط سرمایه‌گذاری جهانی بر روی آن‌ها در اوایل سال ۲۰۱۸ به بیش از ۳۰ میلیارد دلار رسید (Pollari & Ruddenklau, 2019). دلایل اصلی این رشد سریع را می‌توان در عدم اعتماد به سیستم‌های بانکی پس از این بحران مالی، فقدان سیستم‌های مناسب وام‌دهی و تأثیرات روزافزون اینترنت بر تغییر روابط پولی بین افراد دانست (Shoop & Dymov, 2018). شرکت‌های نوپای فناوری مالی نقش مهمی در بهبود ساختار اقتصاد کلان کشورها دارند، به طوری که براساس پیش‌بینی گروه مشاوره مک کینزی (McKinsey, 2016) استفاده از فناوری‌های جدید مالی تا سال ۲۰۲۵ باعث شش درصد افزایش در تولید ناخالص داخلی کشورها و ایجاد ۹۵ میلیون شغل جدید برای افراد پایین‌هم‌اجتماعی در کشورها می‌شود. شرکت‌های نوپای فناوری مالی در اولین مرحله سرمایه‌گذاری که معمولاً بعد از خروج از شتاب‌دهنده‌ها می‌باشد نیاز به سرمایه دارند و این سرمایه اغلب از طریق فروش سهام به سرمایه‌گذاران تامین می‌شود. در این مرحله از چرخه حیات، شرکت‌های نوپا توانسته‌اند ماهیت قانونی خود را به ثبت رسانده و ایده خود را به شکل کمینه محصول پذیرفتنی<sup>۱</sup> ارائه دهند؛ ضمن آنکه موفق شده‌اند با ایجاد بازار اولیه از مشتریان، بازخورد مناسب با درآمد و یا بدون درآمد دریافت نمایند<sup>۲</sup> (Eisele & Haecker, 2001). شرکت‌های نوپا در این مرحله برای رشد فروششان نیازمند به اثبات کیفیت محصول یا خدمت خود به مشتریان، جذب مشتری و معرفی و تثبیت برند هستند (حیدری سورشجانی و محمدی، ۱۳۹۵). این دسته از شرکت‌های نوپا در این مرحله نیاز به جذب سرمایه از سوی سرمایه‌گذاران خطرپذیر دارند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر، واسطه‌های مالی هستند که به جذب سرمایه و سرمایه‌گذاری در سبدهی از کسب و کارهای فناورانه و نوآورانه اقدام می‌کنند که دارای مخاطرات بالایی

۱ Minimum Viable Product(MVP)

۲ Traction

اقتصادی است (متوسلی و همکاران، ۱۳۹۶). اما نکته حایز اهمیت آنست که طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران خطرپذیر در حوزه فناوری مالی وجود داشته و هر یک از آنها دارای ترجیحات و معیارهای تصمیم‌گیری متفاوتی می‌باشند و کسب و کارهای نوپا برای موفقیت در جذب سرمایه نیاز به شناخت تفاوت دیدگاه‌های آنها دارند. از این‌رو هدف این پژوهش، شناسایی و گروه‌بندی دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران خطرپذیر در مراحل اولیه سرمایه‌گذاری بر روی شرکت‌های نوپای فناوری مالی می‌باشد.

### مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تاکنون پژوهش‌های متعددی بر روی معیارها و نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران خطرپذیر جهت سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه بر روی شرکت‌های نوپا در دنیا انجام گرفته است. این تحقیقات را می‌توان به دودسته اصلی تقسیم کرد. دسته اول پژوهش‌هایی هستند که به شناسایی معیارهای مناسب برای ارزیابی شرکت‌های نوپا توسط سرمایه‌گذاران پرداخته‌اند و دسته دوم پژوهش‌هایی هستند که به تفاوت در اهمیت این معیارها از دیدگاه سرمایه‌گذاران مختلف و دلایل آن پرداخته‌اند. در زمینه شناسایی معیارهای ارزیابی شرکت‌های نوپا از دیدگاه سرمایه‌گذاران خطرپذیر مختلف، تایبجی و برونو (۱۹۸۴) معیارهای بازار، مزیت‌های رقابتی محصول، کیفیت مدیریت تیم، وجود مهارت‌های کلیدی، میزان ریسک رقابت و درجه بلوغ فناوری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران خطرپذیر را مهم دانسته‌اند (Tybjee & Bruno, 1984). از نظر مک میلان، سیگل و ساباناراسیما (۱۹۸۵) معیارهایی همچون قابلیت رهبری و میزان تعهد کارآفرین از اهمیت بیشتری برای سرمایه‌گذاران نسبت به معیارهایی همچون بازار و ویژگی‌های محصول برخوردار است (MacMillan, Siegel, Subbanarasimha, 1985). همچنین براساس نتایج پژوهش دیکسون (۱۹۹۰) داشتن مهارت‌های مدیریتی در شرکت‌های نوپا از نظر سرمایه‌گذاران خطرپذیر مهم‌تر از معیارهای کمی، همچون پیش‌بینی میزان درآمد شرکت‌های نوپا است (Dixon, 1991). بسیاری از پژوهش‌های دیگر نیز مهمترین معیار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران خطرپذیر را کیفیت مدیریت تیم در شرکت نوپا معرفی کرده‌اند (Kaplan & Stromberg, 2002; Siskos & Zoponuidis, 1987). پژوهش دیگر توسط ایزل و هکر (۲۰۰۱)

نشان می‌دهد که مهم‌ترین معیار سرمایه‌گذاران خطرپذیر در هنگام انتخاب شرکت‌های نوپا برای سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه، معیار کیفیت مدیریت با توجه به آشنایی آن‌ها با بازار هدف است (Eisele & Haecker, 2001). کاکاتی (۲۰۰۳) شرط موفقیت سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه بر روی شرکت‌های نوپای فناوری پیشرفته را وابسته به دو مقوله کلی منبع شایستگی‌های شرکت و استراتژی‌های آن‌ها می‌داند (Kakati, 2003). سودک (۲۰۰۷) معیارهایی همچون اشتیاق بالا، قابلیت اعتماد، کیفیت تیم و ملاحظات مربوط به خروج از سرمایه‌گذاری را از مهم‌ترین معیارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران خطرپذیر معرفی نموده است (Sudek, 2007). در این راستا برخی از پژوهش‌ها به دلایل عدم سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه بر روی شرکت‌های نوپا پرداخته‌اند. به عنوان مثال ماکسول، جفری و لوسکیو (۲۰۱۱) معیارهایی همچون عدم وجود امتیاز خاص در محصول، عدم آمادگی برای ورود به بازار، کمی شدن راحت محصول، نبود مشتری از قبل آماده، عدم وجود بازار بزرگ برای محصول، عدم آشنایی و تجربه کارآفرین با بازار و عدم شفافیت در سودآوری را به عنوان معیارهای کلیدی حذف‌کننده‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در مراحل اولیه معرفی نموده‌اند (Maxwell, Jeffery, Levesque, 2011). فرینی و هینزو رایدینگ (۲۰۱۰) نیز دلایل و معیارهای صرفنظر کردن سرمایه‌گذاران خطرپذیر از سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه بر روی شرکت‌های نوپارا در دو دسته اصلی شامل ویژگی‌های مؤسس شرکت نوپا و ویژگی‌های کسب‌وکار در نظر گرفته‌اند (Freeney, Hains, Riding, 2010). با وجود تحقیقات زیاد انجام‌شده در معیارهای عمومی انتخاب شرکت‌های نوپا، تاکنون تحقیقات کمی با تمرکز بر معیارهای خاص سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه بر روی شرکت‌های نوپای فناوری مالی در دنیا صورت گرفته است. در این راستا رامانچاندرا (۲۰۱۷) عواملی همچون استفاده از تجربیات مشتری در ایجاد محصول و یا خدمت، میزان استفاده از فناوری‌های جدید و پیچیده، سطح کیفیت مدیریت، وجود مهارت‌های دیجیتالی، تصمیم‌گیری‌ها بر مبنای تحلیل داده‌ها، وجود اکوسیستم همکاری، قابلیت توسعه‌پذیری و چابکی در فعالیت‌ها را به عنوان عوامل کلیدی موفقیت در سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه بر روی شرکت‌های نوپای فناوری مالی برشمرده است

(Ramachandra, 2017). نیکولتی (۲۰۱۷) نیز در کتاب خود عوامل کلیدی موفقیت شرکت‌های نوپای فناوری مالی را عواملی همچون چابک بودن تیم، توسعه‌پذیری محصول و یا خدمت، رعایت الزامات امنیتی، نوآوری، تطبیق با قوانین و مقررات و استفاده از استراتژی‌های قیمت‌گذاری رایگان در ارائه خدمات معرفی کرده است (Nicoletti, 2017). پنسار (۲۰۱۹) نیز در خصوص معیارهای سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه در شرکت‌های نوپای فناوری مالی مواردی همچون داشتن استراتژی‌های دفاعی مانند مشارکت و ادغام با بانکها و شرکت‌های بزرگ، سادگی در پیوستن به اکوسیستم مالی در حوزه‌هایی با کمترین مشکل با رگولاتوری و داشتن تیمی با توانمندی‌های چند بعدی و سرعت عمل در تطبیق با نیازهای بازار عنوان نموده است (Pansar, 2019).

دسته‌ی دوم پژوهش‌ها به تفاوت در اهمیت معیارها از دیدگاه سرمایه‌گذاران مختلف پرداخته است. ویزاجی (۲۰۱۲) بیان می‌دارد که اهمیت معیارها می‌تواند بسته به شرایطی همچون تجربیات و دیدگاه سرمایه‌گذار، مرحله‌ای که سرمایه‌گذاری انجام می‌گیرد، اندازه سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه و در نهایت فرهنگ کشورها تغییر نمایند (Visagie, 2012). از نظر رایبسون (۱۹۸۷) معیارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران خطرپذیر بر حسب منبع تامین مالی آنها متفاوت می‌گردد (Robinson, 1987). هال و هافر (۱۹۹۳) نیز معیارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران خطرپذیر را وابسته به مرحله‌ای دانسته‌اند که شرکت نوپا در آن قرار دارد (Hall & Hoffer, 1993). ره، جونگ و لینگ (۱۹۹۴) به این نتیجه رسیده‌اند که معیارهای سرمایه‌گذاران خطرپذیر ممکن است با توجه به کشور محل سرمایه‌گذاری تغییر می‌نماید (Rah, Jung, Lee, 1994). در تأیید این پژوهش وی نیگ و دی هان (۲۰۰۲) نشان دادند که سرمایه‌گذاران خطرپذیر در آلمان اهمیت بیشتری به نوآوری در محصولات و خدمات می‌دهند در حالی که در آمریکا اهمیت بیشتری به پتنت و حفاظت از محصول می‌دهند (Vinig & De Haan, 2002). از نظر بچر، لئون و گیلد (۱۹۹۰) اهمیت معیارها در انتخاب شرکت‌های نوپای فناوری بر حسب آنکه سرمایه‌گذاران از بخش خصوصی و یا دولتی باشند متفاوت است (Bachher, Leon, Guild, 1990). زوتشی، لیانگ و گیونز (۱۹۹۹) نیز نقش ترجیحات و

استراتژی‌های سرمایه‌گذاران خطرپذیر را در ارزیابی شرکت‌های نوپا تعیین‌کننده دانسته‌اند (Zutshi, Liang, Allampalli, Gibbons, 1999). سیلوا (۲۰۰۴) نیز میزان گستردگی و بلوغ بازار سهام کشورها را به عنوان عوامل محیطی تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران خطرپذیر در کشورهای مختلف در نظر گرفته است (Silva, 2004).

همانطور که مشاهده گردید در کشورهای مختلف نوع و اهمیت معیارها برای سرمایه‌گذاران مختلف متفاوت بوده است و تاکنون سنخ‌شناسی مناسبی از دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران و معیارهای خاص آنها در حوزه شرکت‌های نوپای فناوری مالی ارایه نگردیده است و هدف این پژوهش پاسخگویی به این شکاف تحقیقاتی است.

## روش‌شناسی

این پژوهش از نظر هدف بنیادی و از نظر گردآوری داده‌ها با توجه به ماهیت پژوهش، از نوع پژوهش‌های کیفی است. روش‌شناسی این پژوهش مبتنی بر «نظریه داده‌بنیاد»<sup>۱</sup> از نوع نوحاسته می‌باشد، چرا که اولاً براساس نظر دکروپ و اسنلدر (Decrop & Snelders, 2008) روشی مناسب برای سنخ‌شناسی است و ثانیاً براساس نظر گلیسر (Glaser, 1992) به دلیل آنکه در این پژوهش از چارچوب و قواعد از پیش تعیین شده استفاده نشده است از نوع نوحاسته یا ظاهر شونده است. جامعه آماری پژوهش مدیران سرمایه‌گذار خطرپذیر در اولین مرحله سرمایه‌گذاری بر روی شرکت‌های نوپا حوزه فناوری مالی کشور در سال ۱۳۹۸ بوده است. روش نمونه‌گیری قضاوتی هدفمند بوده است به نحوی که مصاحبه‌شوندگان باید شرایط و ویژگی‌هایی همچون سابقه حداقل ۳ سال به عنوان مدیر سرمایه‌گذاری و تجربه حداقل یک تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه بر روی شرکت‌های نوپای فناوری مالی را داشته باشند. ابزار جمع‌آوری داده‌ها مصاحبه‌های نیمه ساخت یافته عمیق و روش تحلیل داده‌ها مبتنی بر روش کدگذاری سه مرحله‌ای کلاسیک شامل مراحل کدگذاری باز، انتخابی و نظری بوده است. نقطه اشباع نظری در جایی قرار گرفت که دیگر معیار و دیدگاه جدیدی جهت

۱ Grounded Theory

سرمایه‌گذاری بر روی شرکت‌های نوپا شناسایی نگردید. در این راستا در مصاحبه ۱۴ ام اشباع نظری حاصل شد، اما برای اطمینان بیشتر مصاحبه‌ها تا نمونه ۱۷ ام ادامه پیدا کرد. براساس پروتکل مصاحبه نیاز بود با مصاحبه شونده‌گان در فضایی صمیمانه گفت و گو به عمل آید و مقرر گردید با توجه به درخواست مصاحبه شونده‌گان برای محرمانه ماندن اطلاعات سازمانی، از ذکر نام مصاحبه شونده‌گان خودداری گردد. ساختار سوالات مصاحبه نیز در سه بخش تنظیم گردید. در بخش اول مصاحبه نیاز بود مصاحبه شونده‌گان نام نهاد سرمایه‌گذار، اهداف، حوزه‌ها و مرحله سرمایه‌گذاری شان در کسب و کارهای نوپای حوزه فناوری مالی را اعلام نمایند. در بخش دوم مصاحبه شونده‌گان به پرسش‌های نیمه ساختاریافته مربوط به ترجیحات و معیارهای تصمیم‌گیری شان پاسخ داده و در انتها نیز میزان اهمیت هر یک از معیارها و دلایل تفاوت اهمیت معیارها از دیدگاه سرمایه‌گذاران مختلف مورد پرسش و بحث عمیق قرار می‌گرفت. پس از انجام دادن هر یک از مصاحبه‌ها نیز اقدام به پیاده‌سازی متن مصاحبه‌ها براساس فایل‌های صوتی ضبط شده می‌گردید و به صورت خط به خط بررسی و کدگذاری انجام می‌گردید. لازم به ذکر است مفاهیم و مقولات مستخرج از تحلیل هر مصاحبه بصورت زیگراگی به عنوان پرسش در مصاحبه‌های بعدی برای جمع‌آوری مجدد اطلاعات مورد استفاده قرار می‌گرفت تا به تدریج مرحله اشباع نظری و رویش نظریه‌نهایی حاصل گردد.

در این پژوهش برای سنجش پایایی پژوهش از روش پایایی باز آزمون استفاده شده است. این روش به میزان سازگاری طبقه‌بندی داده‌ها در طول زمان اشاره دارد. این شاخص را می‌توان زمانی محاسبه کرد که یک کدگذار، یک متن را در دو زمان متفاوت کدگذاری کرده باشد. در این پژوهش از میان کل مصاحبه‌ها، تعداد سه مصاحبه به صورت تصادفی انتخاب و هر کدام از آن‌ها دو بار در یک فاصله زمانی سی روزه کدگذاری شدند. سپس با استخراج و مقایسه میزان توافقات و عدم توافقات برای هر کدام از مصاحبه‌ها شاخص پایایی باز آزمون محاسبه گردید که میانگین سه مصاحبه در هر یک از سه روش به ترتیب عدد ۸۸ درصد، ۸۷ درصد و ۸۴ درصد به دست آمد که با توجه به آنکه از مقدار ۶۰ درصد بالاتر است،

پایایی کدگذاری مورد تایید قرار گرفت. لازم به ذکر است برخی ادعاهای مبهم با صحبت‌های سایر مصاحبه شونده‌گان یا اسناد آرشیوی موجود نیز راستی آزمایی شده است.

## یافته‌ها

مصاحبه با هفده نفر از مدیران سرمایه‌گذار خطر پذیر در مراحل اولیه شرکت‌های نوپای فناوری مالی صورت گرفت که تحصیلات آنها شامل ۷ نفر دکترا، ۷ نفر کارشناسی ارشد و ۳ نفر کارشناسی ارشد در رشته‌های مدیریت، فناوری اطلاعات، مالی، کارآفرینی و اقتصاد بود. لازم به ذکر است فقط یک نفر از مصاحبه شونده‌گان زن و بقیه مرد بودند. کلیه مصاحبه شونده‌گان دارای مسئولیت مدیریت یا مشاوره در یکی از نهادهای سرمایه‌گذار شامل بانک‌ها، شتاب دهنده‌گان وابسته به بانک‌ها، سرمایه‌گذاران خطر پذیر بورسی، شرکت‌های خطر پذیر حاکمیتی و یا مستقل را داشته و با تجربه بیش از سه سال حداقل یک تجربه سرمایه‌گذاری در مرحله اولیه شرکت‌های نوپای فناوری مالی داشته‌اند.

براساس تحلیل و کدگذاری صورت گرفته بر روی مصاحبه‌های عمیق صورت گرفته با سرمایه‌گذاران مختلف همانطور که در جدول ۱ بصورت نمونه نشان داده شده است ابتدا کدهای نهایی و مقولات فرعی مربوط به معیارهای ارزیابی از دیدگاه سرمایه‌گذاران مختلف استخراج و سپس اقدام به سنخ‌شناسی دیدگاه‌های مختلف سرمایه‌گذاران ایرانی گردیده است.

جدول ۱. نمونه فرایند کدگذاری انجام شده براساس روش نظریه داده بنیاد

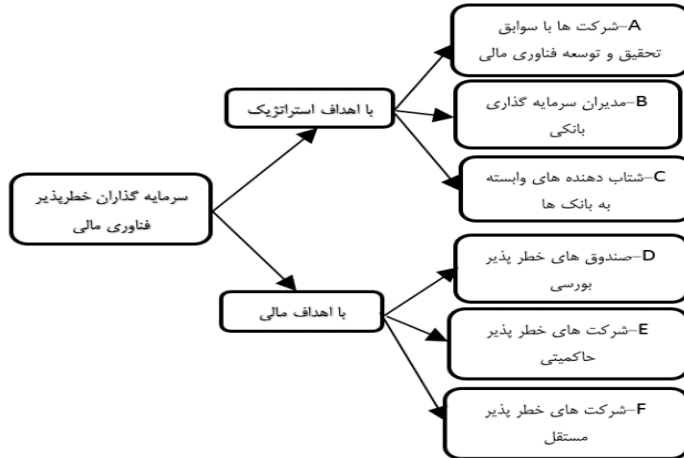
مصاحبه شونده‌گان	نمونه نقل قول	مفاهیم مرتبط با معیارها و ترجیحات	مفاهیم مرتبط با دیدگاه‌ها
سرمایه‌گذاری شرکت راه پرداخت بانک سامان	اینکه شرکت نوپا محصول و یا خدمتی حداقلی آماده کرده و به بازار رفته و فید بک مناسبی گرفته باشد با نگاه استراتژیک اهمیت بالایی برای ما ندارد. بیشتر برای ما اهمیت دارد که بتواند به خدمات و محصولات گذشته ما کمک نماید حتی اگر در این مرحله نباشد.	تکمیل سبد محصولات قبلی	A (دیدگاه مدیران فنی از حوزه تحقیق و توسعه)
سرمایه‌گذاری بانک ملت	یکی از دلایلی که ما به این فکر افتادیم که تیم را شناسایی کنیم و مسئله را به آن بدهیم نیز همین است. به عنوان مثال اگر ما اینکار را نمی‌کردیم به جرات می‌توان گفت که	هدف‌گیری حوزه‌های خاص از فناوری مالی	B (دیدگاه مدیران بانکی با دیدگاه قوی استراتژیک)



مصاحبه شونده‌گان	نمونه نقل قول	مفاهیم مرتبط با معیارها و ترجیحات	مفاهیم مرتبط با دیدگاه‌ها
	در سرویس‌های B2B تا ده سال دیگر هم کسی وارد نمی‌شد.		
شتاب دهنده تریگ اپ	ما دیده بان نوآوری در صنعت بانکی هستیم اگر ببینیم که فرصت خوبی باشد حتما مدیران سطح بالا را مطلع می‌کنیم چک می‌کنیم، هماهنگ می‌کنیم.	ایجاد خدمات نوین بانکی	C دیدگاه شتاب دهنده‌های سازمانی
صندوق بازنشستگی فناپا	استارت‌آپ‌هایی که ما انتخاب می‌نماییم حتما باید استارت‌آپ‌هایی باشند که به اهداف صندوق کمک نمایند و صرفاً اینکه این استارت‌آپ می‌تواند به درآمد برسد و سود اوری برای ما داشته باشد معیار ما برای انتخاب نیست.	تطابق حوزه کاری شرکت نوپا با اهداف استراتژیک، مأموریت‌ها و یا علایق سرمایه‌گذار	D دیدگاه صندوق سرمایه‌گذاری خطر پذیر دارای مأموریت
شرکت VC ثروت فرشتگان	حتی ایده‌هایی هم که با قوانین سازگاری کاملی ندارند برای ما جالبند.	سرمایه‌گذاری خطرپذیر در فناوری‌های نابالغ و نوآوری‌های برافکن	E دیدگاه شرکت خطر پذیر حاکمیتی با اهداف توسعه نوآوری
سرمایه‌گذاری خطر پذیر ایران ونچر	برای من کسب و کاری جذاب است که ببینم امروز اگر یک برابر است ظرفیت آنرا دارد که ده برابر شود.	اطمینان از بلوغ فناوری و سودآوری	F دیدگاه سرمایه‌گذاران خطر پذیر با اولویت مالی

بر اساس نتایج بدست آمده از کدگذاری‌ها و تحلیل‌های صورت گرفته، سرمایه‌گذاران خطرپذیر حوزه فناوری مالی در کشور را می‌توان مطابق شکل ۱ به دو گونه اصلی و شامل سه گونه فرعی مستقل تقسیم نمود.

جداول ۲ و ۳ به تشریح جزئیات دیدگاه‌های این سرمایه‌گذاران در هر یک از گونه‌های اصلی و فرعی آن‌ها می‌پردازد. در این راستا معیارهای ضروری سرمایه‌گذاران (معیارهایی که در صورت عدم وجود آنها، سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه صورت نمی‌گیرد)، مصادیق شرکت‌های متعلق به هر گونه و نیز اهداف و اولویت‌های سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه در هر گونه معرفی گردیده است.



شکل ۱. سنخ شناسی سرمایه گذاران خطرپذیر در ایران (منبع: نگارنده)

جدول ۲. ویژگی های گونه سرمایه گذاران با دیدگاه استراتژیک (منبع: نگارنده)

گروه سرمایه گذاران خطرپذیر با اولویت های استراتژیک	
معیارهای ضروری	تطابق حوزه کاری شرکت نوپا با اهداف استراتژیک سرمایه گذار
گونه A	<b>شرکت های فناوری اطلاعات با سوابق تحقیق و توسعه</b>
نام سرمایه گذاران	شرکت ارتباط فردا (شرکت همکار بانک آینده)، شرکت راه الکترونیک پرداخت (شرکت تحقیق و توسعه وابسته به بانک سامان)، شرکت توسن تکنو، شرکت طرفه نگار
اهداف سرمایه گذاری در مراحل اولیه	تکمیل سبد محصولات قبلی، بهبود محصولات قبلی، ایجاد بازار جدیدی در جهت تکمیل بازار قبلی شرکت سرمایه گذار خطر پذیر و یا بانک های همکار
معیارهای خاص	آشنایی کارآفرین با بازار هدف، امنیت، تعامل پذیری و توسعه پذیری فنی محصول، همکاری راهبردی
گونه B	<b>بانک ها با دیدگاه اولویت های استراتژیک</b>
نام سرمایه گذار	مدیر سرمایه گذار بانک ملت
اهداف سرمایه گذاری در مراحل اولیه	هدف گیری حوزه های خاص از فناوری مالی و استفاده از شرکت های نوپا برای رسیدن به این اهداف
معیارهای خاص	اثبات مهارت های مدیریتی و رهبری موسس شرکت در گذشته، توانایی موسس شرکت در ارزیابی ریسک ها
گونه C	<b>شتاب دهنده های بانکی</b>
نام سرمایه گذار	• شتاب دهنده های رفتاک (بانک رفاه)، شتاب دهنده تریگ اپ (بانک پاسارگاد)، شتاب دهنده نوین تک (بانک اقتصاد نوین)
اهداف سرمایه گذاری در مراحل اولیه	توسعه اکوسیستم شرکت های نوپا، رفتن به سمت بانک داری نوین، ایجاد خدمات نوین بانکی، رقابت با بانک های دیگر برای نوآوری خدمات جدید
معیارهای خاص	اطمینان از اتمام هزینه های تحقیق شرکت نوپا

## جدول ۳. ویژگی‌های گونه سرمایه‌گذاران با دیدگاه مالی (منبع: نگارنده)

سرمایه‌گذاران خطرپذیر با اولویت‌های مالی	
معیارهای ضروری	استقبال خوب بازار از محصول و یا خدمت ارائه‌شده، بازگشت حداقل سرمایه ده برابری طی پنج تا ده سال، حجم بالای بازار هدف، تبیین استراتژی خروج
گونه D	<b>صندوق‌های خطرپذیر بورسی با اولویت حوزه سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه و دیدگاه استراتژیک سهامداران</b>
نام سرمایه‌گذار	صندوق فنا (سازمان بازنشستگی)
اولویت‌ها و اهداف سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه	خدمات نوین مالی برای افراد سالخورده و بازنشسته، خدمات سلامت برای افراد سالخورده و بازنشسته
نام سرمایه‌گذار	صندوق پارتیان (وابسته به شرکت پارت)
اولویت‌های سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه	خدمات نوین مالی، هوش مصنوعی
نام سرمایه‌گذار	صندوق لوتوس پارسیان (وابسته به بانک پارسیان)
اولویت‌های سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه	خدمات نوین مالی، خدمات سلامت
نام سرمایه‌گذار	صندوق آرمانی (وابسته به شرکت تامین سرمایه تمدن)
اولویت‌های سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه	خدمات نوین مالی، خدمات عمومی حوزه ICT
نام سرمایه‌گذار	صندوق VCI دانشگاه تهران
اولویت‌های سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه	خدمات نوین مالی
معیارهای خاص	تطابق حوزه کاری شرکت نوپا با اهداف استراتژیک، مأموریت‌ها و یا علائق سرمایه‌گذار، اطمینان از اتمام هزینه‌های تحقیق شرکت نوپا، اطمینان از بلوغ فناوری بکار رفته در محصول و یا خدمت
گونه E	<b>شرکت خطرپذیر حاکمیتی</b>
نام سرمایه‌گذار	شرکت خطرپذیر ثروت ستارگان
اهداف سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه	افزایش سرمایه‌گذاری خطرپذیر در فناوری‌های نابالغ و نوآوری‌های براه‌کن <sup>۱</sup> در حوزه فناوری مالی که سرمایه‌گذاران دیگر کمتر حاضر به قبول ریسک آنند.
معیارهای خاص	طراحی مناسب مدل کسب‌وکار
گونه F	<b>شرکت‌ها و صندوق‌های خطرپذیر با اولویت‌های مالی</b>
نام سرمایه‌گذار	شرکت‌های سرمایه‌گذاران خطرپذیر مستقل
اهداف از سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه	بازگشت حداقل سرمایه ده برابری طی پنج تا ده سال
معیارهای خاص	اثبات مهارت‌های مدیریتی و رهبری در گذشته، وجود شبکه‌های توزیع و مشتریان از قبل آماده برای محصول و یا خدمت، طراحی مناسب مدل کسب‌وکار، اطمینان از اتمام هزینه‌های تحقیق شرکت نوپا، اطمینان از بلوغ فناوری

## بحث و نتیجه گیری

این تحقیق نشان داد که در کشور، سرمایه گذاران خطرپذیر در حوزه فناوری مالی در دو گروه با اولویت های استراتژیک و اولویت های مالی وجود دارند. به طوریکه سرمایه گذاران گروه اول برخلاف گروه دوم معیارهایی مانند بازگشت بالای سرمایه گذاری در مراحل اولیه، حجم بالای بازار هدف و استقبال خوب از خدمت و محصول و داشتن استراتژی خروج برایشان ضروری نبوده است، بلکه چیزی که برای آنها اهمیت بالایی دارد آن است که تشخیص دهند محصول و یا خدمت ارابه شده قادر است سبد محصولات قبلی آنها را تکمیل و یا کارکردهای محصول قبلی آنها را کامل و یا بازار جدیدی در جهت تکمیل بازار قبلی برای آنها ایجاد نماید و یا حوزه ها با فناوری های جدید را در راستای خدمات قبلی خود آزمایش نمایند. در ضمن دیدگاه این گروه از سرمایه گذاران در رابطه با آینده شرکت های نوپا آن بود که بتوانند بیشتر سهام آنها را بخرند و در نهایت مدیریت شرکت نوپا را به دست بگیرند. گونه A از گروه مدیران سرمایه گذار با دیدگاه استراتژیک، بدلیل آنکه دارای پشتوانه تحقیق و توسعه در حوزه فناوری مالی هستند از این رو دیدگاه های آنها در ارزیابی و تصمیم گیری بیشتر متمایل به شاخص های فنی همچون توسعه پذیری فنی، امنیت و تعامل پذیری بوده است و این معیارها از نظر آنها اهمیت بالایی داشته است، یعنی این گروه بدون وجود این معیارها اقدام به سرمایه گذاری در مراحل اولیه نمی کردند. در ضمن برای آنها مهم بود که ایده از طرف کسی ارابه شده باشد که با بازار هدف آشنایی کامل داشته باشد. این گروه از سرمایه گذاران صرفاً در حوزه هایی که بدان آگاهی داشتند سرمایه گذاری در مراحل اولیه می کردند و به خاطر اعتقادی که به فعالیت های تحقیق و توسعه ای داشتند، حاضر بودند در صورت نیاز برای تحقیق بیشتر هزینه نمایند. گونه B از مدیران سرمایه گذار، دارای دیدگاه های استراتژیک قوی در حوزه فناوری مالی بوده و حوزه های مشخصی از فناوری مالی را از قبل برای خود هدف قرار داده و به دنبال شرکت های نوپا و تیم هایی بودند که بتوانند به کمک آنها به این اهداف دست یابند. مدیران گونه B معتقد بودند که بدلیل نبود زیرساخت های پلت فرمی در بانک ها، ورود شرکت های نوپای فناوری مالی به بازار توسعه خدمات مالی کشور بسیار دشوار و چالش برانگیز است. همین موضوع باعث شده است که بیشتر شرکت های نوپای

فناوری مالی در حوزه بانکی به لایه‌های سطحی خدمات فناوری مالی در حوزه صرفاً پرداخت، سوق یابند که از ده سال قبل استانداردهای آنها وجود داشته است. مدیران گونه B بدون توجه به ایده‌های شرکت‌های نوپا در جستجوی تیم‌های ورزیده ای می‌باشند که مسائل شناخته شده خود را به آنها ارایه دهند. مدیران گونه B معتقد بودند که اگر اینکار را انجام ندهند عملاً بسیاری از حوزه‌های مهم فناوری مالی مانند B2B عملاً با خلا مواجه می‌شود و شرکت‌های نوپا به دلیل عدم وجود زیر ساخت‌های مناسب و ریسک بالا وارد این حوزه‌ها نخواهند گردید. تفاوت نگاه دو گونه A و B در معیارهای مهارت‌های مدیریتی موسس شرکت نوپا و توانایی آنها در مدیریت ریسک می‌باشد. در حقیقت گونه A افراد شرکت نوپا را به عنوان افراد بی‌تجربه‌ای در نظر می‌گیرند که باید مدیریت شوند و ریسک تصمیم‌گیری‌های مدیریتی آنها را در لطمه خوردن احتمالی به برند و خدمات قبلی خود تحمل نمی‌کردند و با تصاحب بیش از ۵۱٪ سهام شرکت نوپا تصمیم‌گیری‌های مدیریتی و مدیریت ریسک‌ها را خود به عهده می‌گرفتند. به همین دلیل به دو معیار مهارت مدیریتی و مدیریت ریسک عدد پایین با درجه اهمیت ۲ از ۴ داده‌اند. همچنین مدیران گونه A بدلیل سوابق بالای فنی و شبکه بزرگ مشتریان خود قادر بودند که به سرعت ارزش محصول و یا خدمت ایجاد شده توسط شرکت نوپا را بهبود دهند. اما دیدگاه مدیران سرمایه‌گذار در گونه B آن بود که مدیر استراتژیک این بانک صرفاً راه را نشان می‌دهد و موسسین شرکت‌های نوپا باید با توانمندی‌های رهبری و مدیریتی خودشان موفقیت کار را تضمین نمایند. به همین دلیل درجه اهمیت بالایی را برای این دو معیار قائل بودند. این گروه نیز مانند گروه A به سرمایه‌گذاری به شکل دراز مدت توجه داشتند و از نظر آنها در بلندمدت شرکت‌های نوپا باید با فروش بیشتر سهام خود با آنها ادغام گردند.

مدیران سرمایه‌گذار گونه C شامل مدیران شتاب‌دهندگان هستند که علی‌رغم قرار گرفتن در گروه سرمایه‌گذاران استراتژیک دارای دیدگاه‌های بینابینی در حوزه‌های استراتژیک و مالی بودند. به عبارت دیگر شتاب‌دهندگان قرار گرفته در این گونه، نه کاملاً دارای دیدگاه‌های مالی بودند که صرفاً به دنبال بازگشت سرمایه و خروج کوتاه مدت از آن باشند و نه کاملاً مشابه شرکت‌هایی بودند که با اهداف استراتژیک سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه

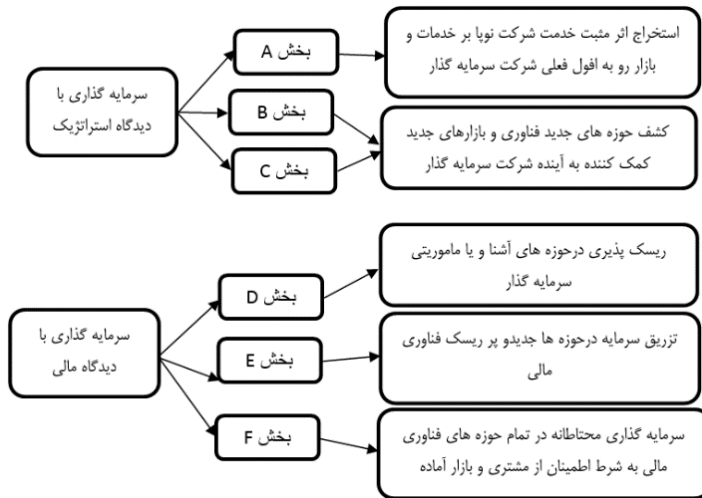
می نمودند. این گونه از سرمایه گذاران مانند گونه B بیشتر با دیدگاه اکتشافی به شرکت های نوپا توجه می کردند تا با بازارها و فناوری های جدید آشنا شوند، اما با روشی متفاوت از آنها عمل می نمودند. همچنین دیدگاه متفاوتی نسبت به گونه A دارند که با نگاه استخراج ایده ها و خدمات برای متصل کردن آن به خدمات قبلی خود عمل می نمایند. در توضیح بیشتر آنکه در یک دهه اخیر با مطرح شدن خدمات جدید مالی از طریق اینترنت و برنامه های کاربردی تلفن های همراه، بانک ها به این فکر افتادند که بازوهای بخش فناوری خود را تقویت نمایند. در این راستا با استفاده از متخصصین حوزه فناوری، شرکت هایی در کنار بانک ها تاسیس شد که بانک ها در آن سهم داشته و این شرکت ها نیازهای خدمات ارزش افزوده را برای بانک هابر آورده می نمودند. با مطرح شدن مباحث بانکداری نوین و استفاده از شرکت های نوپا برای ارائه خدمات نوین و خلاقانه، مراکز شتاب دهنده ای از طریق این شرکت ها ایجاد گردید. شرکت ها سرمایه گذار از گونه C با توجه به میزان استقلال خود از بانک های همکارشان، هم دارای اهداف مالی مستقل و هم اهداف ماموریتی در راستای اهداف دراز مدت بانک های همکار خود بودند. تفاوت اساسی معیارهای این گروه در مقایسه با دو گونه A و B در آن بود که گونه C مانند گونه A سخت گیری ها در ارزیابی های فنی را نداشته و در رنج وسیعتری از خدمات در راستای بانکداری دیجیتال حاضر به سرمایه گذاری بودند ضمن آنکه برخلاف دو گونه A و B حاضر به پرداخت هزینه های تحقیق نبودند.

گونه D از گروه سرمایه گذاران خطرپذیر با اولویت مالی شامل صندوق های سرمایه گذاری خطرپذیر بورسی بودند. این بخش علی رغم اینکه اهداف کاملاً مالی داشتند اما پاره ای از آن ها مانند صندوق بازنشستگی فنا با اهداف و ماموریت های مشخص تاسیس شده بودند و لذا مجبور بودند که صرفاً در حوزه ای خاص همچون سلامت و نوآوری های مالی برای بازنشستگان سرمایه گذاری در مراحل اولیه نمایند همچنین پاره ای دیگر از این صندوق ها به دلیل سوابق و ارتباطات در حوزه های خاصی از صنعت، برای کاهش ریسک های خود، تمایل به سرمایه گذاری در حوزه های آشنا خود داشتند. براساس دیدگاه های این بخش از سرمایه گذاران، معیارهای مهارت های مدیریتی و رهبری موسس شرکت اهمیت زیادی

نداشت. به عبارت دیگر شرکت‌های نوپا را به عنوان افرادی در نظر می‌گیرند که نیازمند استفاده از تجربیات و ارتباطات آن‌ها بودند.

گونه E از گروه سرمایه‌گذاران خطرپذیر مالی، از آنجاییکه از طرف حاکمیت حمایت مالی می‌شدند، از قدرت ریسک‌پذیری بالاتری نسبت به دیگر گروه‌های سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه برخوردار بودند. در حقیقت مأموریت اصلی آن‌ها تزریق مالی در توسعه نوآوری در حوزه‌هایی از فناوری مالی مانند فناوری‌های برافکن<sup>۱</sup> بوده است که هنوز به بلوغ کافی نرسیده‌اند و به دلیل ریسک‌های بالا، سرمایه‌گذاران گونه‌های دیگر، حاضر به ورود به آن‌ها نبودند. سرمایه‌گذاران گونه E در صورت یافتن تیمی با قابلیت‌های بالا در صورت نیاز حاضر بودند هزینه‌های تحقیق اضافی را تحمل نمایند. علاوه بر معیارهای اصلی گروه قرار گرفته در آن، این بخش معیارمدل کسب‌وکار بی‌ایراد از اولویت‌های تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری آنها بود.

گونه F از گروه سرمایه‌گذاران مالی، شامل سرمایه‌گذاران مستقل بخش خصوصی بودند. این گونه از سرمایه‌گذاران صرفاً اهداف مالی برای سرمایه‌گذاری در مراحل اولیه را دنبال می‌کردند. این گونه از سرمایه‌گذاران براساس تجربه خود دریافته بودند که معیار سوابق مدیریتی و رهبری نقش تعیین‌کننده‌ای در موفقیت شرکت‌های نوپا بازی می‌نماید و لذا اهمیت بالایی برای این دسته از معیارها قائل بودند. از آنجایی که این گروه مانند گونه‌های F و D ارتباطات و امکانات دسترسی‌ها، مجوزها و شبکه مشتریان و توزیع نداشتند معیار وجود شبکه توزیع و مشتری از قبل آماده از اهمیت بالایی برای آنها برخوردار بود. شکل ۲ به صورت خلاصه تمایلات سرمایه‌گذاری خطرپذیر در بخش‌های مختلف حوزه فناوری مالی کشور را نشان می‌دهد.



شکل ۲. دیدگاه‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر در اولین مرحله سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف فناوری مالی در ایران (منبع: نگارنده)

در مجموع نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های رابینسون و زوتشی (Robinson, 1987; Zutshi et al, 1999) مشابهت داشت؛ چراکه نشان داد محل تامین سرمایه بر دیدگاه و ترجیحات تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران تاثیر دارد. همچنین مشابه نتایج پژوهش باچهر (Bachher, 1990) نشان داد که اهمیت معیارها بر حسب نوع سرمایه‌گذاران دولتی یا خصوصی متفاوت می‌گردد. اما برخلاف نتایج پژوهش مک میلان (Macmilan, 1985) و سیکوس (Siskos, 1987) مشخص گردید که در ایران به دلیل تسلط دیدگاه استراتژیک در بیشتر بخش‌های سرمایه‌گذاری معیار سوابق رهبری و مدیریتی شرکت نوپا، تنها برای بخش کوچک و B و F از سرمایه‌گذاران اهمیت بالایی دارد. همچنین در این پژوهش مشخص گردید معیارهای فنی مربوط به موارد امنیت، تعامل‌پذیری و توسعه‌پذیری محصول در حوزه فناوری‌های مالی که توسط محققان مختلف به عنوان معیارهای موفقیت شرکت‌های نوپای فناوری مالی مطرح شده بود (Nicoletti, 2017; Ramachandra, 2017; Pansar, 2019) صرفاً برای بخش A از گروه سرمایه‌گذاران استراتژیک در کشور اهمیت بالایی در انتخاب دارد.



## پیشنهادها

به شرکت‌های نوپا در حوزه فناوری مالی پیشنهاد می‌شود که مطابق جدول ۴ جهت جذب سرمایه بصورت هدفمند و آگانه براساس مزایا و معایب و ویژگی‌های هر گونه از سرمایه‌گذاران بدانها مراجعه نمایند.

جدول ۴. چارچوب راهنمای مراجعه شرکت‌های نوپا به گونه‌های مختلف سرمایه‌گذاران

(منبع: نگارنده)

گونه سرمایه‌گذاران	مزایا برای شرکت‌های نوپا	معایب برای شرکت‌های نوپا
A	شبکه مشتریان، برند خود را در اختیار شرکت نوپا قرار می‌دهند بنابراین ارزش محصول و خدمت شرکت نوپا به سرعت افزایش می‌یابد. در صورتی که محصول و یا خدمت در جهت زنجیره ارزش فعلی خدمات آنها باشد در قبول سرمایه‌گذاری شرکت نوپا انعطاف پذیرند.	در موضوعات فنی سخت گیر و به احتمال زیاد آزادی مدیریت و تصمیم‌گیری‌ها را از همان ابتدا از مدیریت شرکت نوپا خواهند گرفت. بیشتر از ۵۱٪ سهم شرکت را بر می‌دارند.
B	در صورت اطمینان از قدرت تیم و رهبری آن در بقیه موارد انعطاف زیادی دارند. شبکه مشتریان و برند خود را می‌توانند در اختیار محصول و خدمت جدید شرکت نوپا قرار دهند.	اهداف دراز مدت دقیق را آنها تعیین می‌نمایند و تیم و مدیریت شرکت نوپا باید با قابلیت‌های بالای خود به آن برسد در نحوه اجرا مداخله نمی‌کنند اما در دراز مدت شرکت نوپا باید در آنها ادغام شود.
C	از طیف وسیعی از ایده‌های نو در حوزه فناوری مالی که توجه اقتصادی داشته باشد حمایت می‌کنند.	نسبت به دو گروه A و B در موضوع بازگشت سرمایه سخت گیر ترند.
D	در صورتیکه خدمت و یا محصول در جهت اهداف و یا علائق آنها باشد تا حدودی تحمل آنها در بازگشت سرمایه را تحت تاثیر قرار می‌دهد. تا حدودی دسترسی‌ها و مجوزهای مناسبی دارند.	در ارزیابی‌های اولیه تیم و ایده سخت گیرند. و احتمال زیادی وجود دارد که در مدیریت شرکت نوپا مداخله نمایند.
E	قدرت مالی بسیار بالاتری نسبت به دیگر بخش‌های سرمایه‌گذاران در ضمن آنکه انعطاف بیشتری در سرمایه‌گذاری در حوزه‌های نوآوری‌های جدید بر افکن و پر ریسک دارند	در ارزیابی‌های اولیه تیم و مدل کسب و کار آن سخت گیرند. و احتمال دارد در مدیریت شرکت نوپا مداخله نمایند.
F	بر روی هر محصول و یا خدمتی که از بازگشت سرمایه ده برابری آن طی پنج سال اطمینان داشته باشند استقبال می‌نمایند و دست مدیریت شرکت نوپا را در تصمیم‌گیری باز می‌گذارند.	از تمام گروه‌های دیگر محتاط‌تر سرمایه‌گذاری می‌نمایند و بدون اطمینان از قابلیت‌های مدیریتی شرکت نوپا و اطمینان از شبکه توزیع و مشتری آماده سرمایه‌گذاری نمی‌کنند.

با توجه به اینکه معیارهای محیطی تأثیر گذار بر تصمیم گیری‌های سرمایه گذاران بر روی شرکت‌های نوپای فناوری مالی در محدوده این پژوهش نبوده است، این معیارها در زمانی که سرمایه گذاران خارجی بخواهند کشورهای مختلف را برای سرمایه گذاری در مراحل اولیه در این حوزه انتخاب نمایند، اهمیت زیادی پیدا می کنند. لذا در پژوهش‌های آتی پیشنهاد می شود تأثیر شرایطی همچون بلوغ نهادهای تنظیم مقررات، زیر ساخت‌های فناوری مالی و میزان تقاضا و ریسک کشورها و موارد دیگر در این خصوص مورد بررسی قرار گیرد.

## منابع

- حیدری سورشجانی، مهرناز و محمدی، پرستو. (۱۳۹۵). شناسایی مولفه‌های مراحل مختلف رشد شرکت‌های نوآور در تعامل با سرمایه‌گذاران خطرپذیر. فصلنامه علمی پژوهشی توسعه کارآفرینی، ۹(۱): ۷۸-۵۹.
- متوسلی، محمود؛ شجاعی، سعید؛ چیت‌سازان، هستی؛ محمدی الیاسی، قنبر. (۱۳۹۶). موانع نهادی سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران: مطالعه‌ای برای واکاوی انگیزه‌های سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های کوچک فناور. فصلنامه علمی پژوهشی توسعه کارآفرینی، ۱۰(۳): ۴۷۷-۴۹۶.
- Bachher, J., Leon, E., Guild, P. (1990), "Decision criteria used by investors to screen technology-based ventures", Management of Engineering and Technology (PICMET), Portland International Conference on IEEE
- Decrop, A., & Snelders, D. (2004), "Planning the summer vacation: An Adaptable Process", Annals of Tourism Research, 31(4): 1008-1030.
- Dixon, R. (1991), "Venture capitalists and the Appraisal of investments.omega", international journal of management science, 19(5), 333-344
- Eisele, F., Haecker, C. (2001), "German venture capitalists investment criteria over financing stages", International business & Economics research journal, 3(3), 87-104
- Freeney, L., Hains, G., Riding, A. (2010), "Private investors investment criteria: insights from qualitative data", An International Journal of Entrepreneurial Finance, 1(2), 121-145
- Glaser, B. (1992). "Basics of Grounded Theory Analysis s: Emergence Vs. Forcing". Mill Valley, CA: Sociology Press.
- Hall, J., Hoffer, C W. (1993), "Venture capital decision criteria and new venture evaluation", Journal of Business Venturing, 8(1), 25-42
- Kakati, M. (2003), "Success criteria in high-tech new ventures", Technovation, 23(5), 447-457
- Kaplan, S., Stromberg, P. (2002), "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses", National Bureau of Economic Research Lukonga, Nber Working Paper Series
- Maxwell, A.L., Jeffery, S., Levesque, M. (2011), "Business angle early stage decision making", Journal of Business Venturing 26(2), 212-225
- Nicoletti, B. (2017), "The future of fintech Integrating Finance and Technology in Financial Services", Electronic ISBN: 978-3-319-51415-4, eBook
- Pollari, I., Ruddenklau, A. (2019 February 13), "The Pulse of Fintech 2018", KPMG
- Pansar, P. (2019), "What do angel investors look for in fintech startups?" <https://www.moneycontrol.com/news/business/companies/what-do-angel-investors-look-for-in-fintech-startups-3616291.html>
- Robinson, R. B., Jr. (1987), "Emerging strategies in the venture capital industry", Journal of Business Venturing, 2(1), 53-77

- Rah, J., Jung, K., Lee, j. (1994), "Validation of the venture evaluation model in Korea", Journal of Business Venture, 9(6), 509-524
- Ramachandra, S. (2017, March 14). "Fintech - 10 Success Factors"  
<https://www.linkedin.com/pulse/fintech-10-success-factors-saraswathi-ramachandra>
- Shoop, A., Dymov, K. (2018), "Identifying and Evaluating Early Stage Fintech Companies: Working with Consumer Internet Data and Analytic Tools", Worcester polytechnic institute, A Research Project
- Siskos, J., Zopounidis, C. (1987), "The evaluation criteria of the venture capital investment activity: An interactive assessment", European Journal of Operational Research, 31(3), 304-313.
- Silva, j. (2004), "Venture capitalists' decision-making in small equity markets: a case study using participant observation", Venture Capital, 6(2/3), 125 - 145
- Sudek, R. (2007), "Angel Investment criteria", Journal of Small Business Strategy, 17(2),89-103
- Tybjee, T.T., Bruno, V. A. (1984), "A model of Venture Capitalist Investment Activity", Management Science, 30(9), 1051-1066
- Vinig, T., De Haan, M. (2002), "How Do Venture Capitalists Screen Business Plans, evidence from the Netherlands and the US", Available at: <http://ssrn.com/abstract=321860> (Accessed on: March 3, 2010)
- Visagie, I. (2011), "Venture Capital Investment Criteria, An analysis of criteria and their relative importance", Business Mastery Project, Cass Business School, City University London.
- Zutshi, K. R., Liang Tan, W., Allampalli, D. G., Gibbons, P. G. (1999), "Singapore Venture Capitalists (VCs) Investment Evaluation Criteria: A Re-Examination", Small Business Economics,13(1), 9-26.