

## بررسی تأثیر سرمایه گذاری جسورانه بر چرخه عمر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۱. صفیه مهري نژاد (نویسنده مسئول)

گروه مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران، s.mehrenejad@gmail.com

۲. رضا دیلمی

دانشجوی مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران، rezadeylami1373@gmail.com

### چکیده

صندوق های سرمایه گذاری جسورانه صندوق هایی هستند که شرایط مالی را برای کسب و کارهای نوپا یا استارت آپ ها فراهم می کنند تا بتوانند در مسیر رشد حرکت کنند. در واقع این صندوق ها پول را از سرمایه گذاران می گیرند و به کسب و کارهای نوپا تزریق می کنند تا شرایط مالی آن ها تامین شود. هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر سرمایه گذاری جسورانه بر چرخه عمر در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۴۰۰ به عنوان جامعه آماری پژوهش انتخاب گردید و نیز برای آنکه از جامعه آماری نمونه انتخاب شود، از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک استفاده گردید به گونه ای که ۱۰۶ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد. پژوهش حاضر از نوع علی پس رویدادی است. یعنی برای انجام آن از تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته صورت های مالی شرکت ها استفاده شده و از آنجا که مورد استفاده بخش عمده ای از استفاده کنندگان اطلاعات مالی واقع می گردد از نوع کاربردی محسوب شده و از نوع ارتباط با محیط مشاهده ای و شبه تجربی می باشد و به لحاظ موضوعی جزو تحقیقات بازار سرمایه است. با توجه به آزمون فرضیات پژوهش می توان نتیجه گرفت که سرمایه گذاری جسورانه بر چرخه عمر شرکت (رشد، بلوغ و افول) تأثیر مثبت و معناداری دارد.

**واژگان کلیدی:** سرمایه گذاری جسورانه، صندوق های سرمایه گذاری، چرخه عمر شرکت

تغییرات دگرگونی در اقتصاد جهانی در دهه اخیر، محیط اقتصادی، حقوقی و اجتماعی بخش تولید هر کشور را به طور قابل توجهی تغییر داده است. شرایط منحصر به فرد پویا و به سرعت در حال تغییر برای عملکرد و توسعه شرکت ها وجود دارد که در آن یکی از عوامل اصلی موفقیت، معرفی فناوری های نوآورانه در فرآیند تولید است (دیوی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲). به منظور برآورده ساختن استانداردهای کنونی جهانی، هر صنعتی با نیاز مبرمی به نوآوری و تغییرات تکنولوژیکی مواجه بوده است که بدون سرمایه گذاری امکان پذیر نیست (گنتی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۲). رشد اقتصادی بنگاه ها در مقادیر حدی معینی از بازه زمانی مرتبط با قوانین عملکرد چرخه ای اقتصاد است. شناسایی مرحله چرخه عمر و ارزیابی نتایج به دست آمده در مراحل خاص به منظور تعیین اثربخشی سرمایه گذاری به طور عینی برای شرکت ضروری است، صرف نظر از مقیاس فعالیت، مدت زمان عمر، اندازه، مالکیت، اجتناب شود. نقض قابلیت اطمینان و ثبات عملکرد آن. در شرایط دگرگونی مداوم محیط خارجی در حین سرمایه گذاری، در نظر گرفتن پیامدهای منفی احتمالی اثرات نامطلوب محیط مذکور و عدم اطمینان و ریسک مربوطه که بر قابلیت اطمینان کل فرآیند سرمایه گذاری تأثیر می گذارد، مشکل وجود دارد. بنابراین، رویکرد به شرکت به عنوان یک سیستم پویا و بررسی تأثیر مراحل چرخه عمر آن بر کارایی سرمایه گذاری بسیار مرتبط است (سرلی و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۱).

اکثر شرکت های سرمایه گذار، شرکت هایی با فناوری بالا با پتانسیل رشد بالا هستند و تعداد زیادی از مطالعات تجربی نشان داده اند که سرمایه گذاری جسورانه نقشی در ارائه پیشنهادهای سهام با کیفیت بالا در فرآیند شرکت ایفا می کند. این به این دلیل است که سرمایه گذاری جسورانه نقش نظارت و صدور گواهی را ایفا می کند، به این معنی که سرمایه گذاران خطرپذیر می توانند تعیین کنند که کدام فعالیت های تحقیق و توسعه به احتمال زیاد موفقیت آمیز است و آنها می توانند اطلاعات دقیقی در مورد سرمایه گذاری تحقیق و توسعه و اینکه آیا اطلاعات افشا شده در قیمت گذاری کمتر عرضه اولیه درست است یا خیر (هوپی و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۰). برخی از محققان تأثیر سرمایه گذاری خطرپذیر بر کاهش قیمت اولیه سهام را در نمونه ای از شرکت های آفریقای شمالی بررسی کردند و استدلال می کنند که شهرت خوب برای سرمایه گذاری خطرپذیر، اعتماد مدیریتی را افزایش می دهد و قیمت واقعی سهام را بیش از حد ارزش گذاری می کند (ژائو و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۹). وانگ و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۸) استدلال کردند که تنها شرکت هایی که در موقعیت های بد قرار دارند، تمایل دارند به دنبال حمایت از سرمایه های خطرپذیر باشند و شرکت های دارای پشتوانه سرمایه خطرپذیر، با عملکرد و کیفیت ضعیف، دارای قیمت پایین تر از عرضه اولیه سهام نسبتاً بالایی هستند (وانگ و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۸).

در سال های اخیر، تعداد شرکت های سرمایه گذاری خطرپذیر که مرتباً برای تأمین مالی پروژه های خود از طریق سرمایه گذاری مشترک به جذب سرمایه و سرمایه گذاری روی می آورند، به سرعت رشد کرده است (چاین و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۲۱). در طول دو دهه گذشته، بسیاری از شرکت های دارای سرمایه گذاری جسورانه از اهمیت خود برای ایجاد شبکه های سرمایه گذاری مشترک استفاده کرده اند. با استفاده از این شبکه ها، هدف آنها دستیابی به بازده سرمایه گذاری بالاتر و فرصت های متنوع تر در بازارهای مالی است (کمپرز و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۲۰). دیدگاه متضادی که توسط مقالاتی که عمدتاً بر بازار سرمایه گذاری جسورانه تمرکز دارند در نظر گرفته شده است، این است که در صورت وجود مسئولیت محدود و نواقص مختلف بازار، سرمایه گذاران در مورد شرایط خاص قرارداد

<sup>1</sup> Dewi et al

<sup>2</sup> Goffetti et al

<sup>3</sup> Serreli et al

<sup>4</sup> Hui et al

<sup>5</sup> Zhou et al

<sup>6</sup> Wang, Y. Liu, R. Zhang, Z

<sup>7</sup> Chahine, S. Goergen, M. & Saade, S

<sup>8</sup> Gompers et al

مذاکره می‌کنند، نه برای افزایش بازده دارایی بین طرف‌های قرارداد، بلکه برای افزایش اندازه مالکیت تقسیم شده بین طرفین قرارداد که به نفع سرمایه‌گذاران است (کاتالینی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹).

مؤسسات سرمایه‌گذاری جسورانه به عنوان نهادهای واسطه مالی از یکسو در مواجهه با ارکان بازارهای عمومی نیاز به انطباق کامل با خط مشی‌ها، سیاست‌های وضع شده و قوانین و مقررات حاکم دارند و از سوی دیگر در مواجهه با کارآفرینان و نوآوران، ضمن چگونگی انتخاب و گزینش بهترین طرح‌های سرمایه‌گذاری بر اساس شناسایی و ارزیابی ریسک‌های محتمل و پیش‌بینی نسبی موفقیت یا شکست آنها با چالش مواجه می‌شوند (قاصدی و همکاران، ۱۳۹۶). مؤسسات سرمایه‌گذاری جسورانه به منظور انجام سرمایه‌گذاری، شایستگی‌های فنی و تجاری و همچنین رابطه بین ریسک و بازده طرح‌های پیشنهادی را به دقت بررسی می‌کنند و ضمن انتخاب طرح‌هایی با موفقیت نسبی بالا، با ایجاد نوعی سبد سرمایه<sup>۲</sup> و سرمایه‌گذاری همزمان در چند طرح یا شرکت جوان، ریسک مجموعه سرمایه‌گذاری‌های خود را هم کاهش می‌دهند (آلپروویچ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳).

سرمایه‌گذاری جسورانه به معنای عرضه نقدینگی به شرکت‌های تازه تأسیس که سابقه تاریخی چندانی برای جذب سرمایه از منابع تأمین مالی سنتی مانند بازارهای عمومی و مؤسسات وام دهنده ندارند، می‌باشد. شرکت‌های نوپا، کارآفرینانی هستند که برای بهبود برنامه‌ها و تجارت خود نیازمند نقدینگی بوده و اغلب فاقد دارایی‌های مشهود هستند که بتوانند از آنها برای دریافت وام و کمک مالی بهره‌برند (پiazza و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۳). علاوه بر این جریان وجه نقد منفی در کسب و کارهای نوپا یکی از دلایلی است که سازمان‌های وام دهنده مانند بانک و همچنین بازار سهام، تمایلی به حمایت و پشتیبانی از این موارد را ندارند. (احمدپور و همکاران، ۱۳۹۸). سرمایه‌گذاری جسورانه بهترین راه برای فراهم کردن نیازهای مالی کسب و کارهای کارآفرینانه و به روز به حساب می‌آید، چون روش‌های دیگر معمولاً به دولت ارتباط داشته و با توجه به ذاتشان نمی‌توانند رخنه‌ی موجود در تأمین سرمایه‌گذاری طرح‌های جدید و مقرون به صرفه را تأمین کنند (تیان و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۱). از طرفی از آنجایی که بانک‌های دولتی نسبت به سرمایه‌گذاری در پروپوزال‌های نوآورانانه رغبتی ندارند، معمولاً طرح‌های جدید و کارآفرینانه در کشورهای توسعه یافته به بخش‌های سرمایه‌گذاری جسورانه برای بهبود سرمایه‌گذاری مورد نیاز کارآفرینان منتقل می‌شوند (ماجمدار و میتال<sup>۶</sup>، ۲۰۲۳). یکی از موارد مهمی که در این صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارای اهمیت است، نحوه تصمیم‌گیری می‌باشد.

با توجه به موارد مطرح شده و همچنین اهمیت تصمیم‌گیری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، هدف تحقیق حاضر بررسی تاثیر سرمایه‌گذاری جسورانه بر چرخه عمر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. با توجه به نوع تصمیم‌گیری نامطلوب در ارزیابی و اعطای تسهیلات، این تحقیق دارای اهمیت می‌باشد. با توجه به بررسی‌های محقق، این تحقیق تاکنون در کشور به انجام نرسیده است و از این جهت دارای نوآوری موضوعی می‌باشد. همچنین انجام تحقیق به توسعه ادبیات تحقیق کمک کرده و برای سرمایه‌گذاران، نهادهای تصمیم‌گیر و قانون‌گذار، خیرین و کسب و کارهای نوپا، مفید و موثر می‌باشد. در ادامه، پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های مورد آزمون و روش‌های به کار گرفته شده جهت آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌گردد. در پایان نیز پس از ارائه یافته‌های پژوهش، به بحث و نتیجه‌گیری پیرامون موضوع پژوهش پرداخته می‌شود.

## ۲- مبانی نظری و تدوین فرضیه‌ها

با توجه به تحقیق در مورد روابط بین سرمایه‌گذاری و مراحل چرخه حیات یک بنگاه اقتصادی، بیشتر تحقیقات موجود در این زمینه بر روی ارزیابی قابلیت اطمینان بنگاه اقتصادی به عنوان یک سیستم اقتصادی متمرکز شده است که با

<sup>1</sup> Catalini, et al

<sup>2</sup> Venture Capital Method

<sup>3</sup> Alperovych, et al

<sup>4</sup> Piazza et al

<sup>5</sup> Tian et al

<sup>6</sup> Majumdar & Mittal

تشخیص همه سطوح تعیین می شود. این رویکرد برای بنگاه های اقتصادی در مرحله توسعه پایدار مسیر چرخه حیات قابل قبول است (ویدگر و همکاران، ۲۰۲۱).

چالش تأمین مالی از منابع خارجی مهمترین مسئله شرکت ها و یکی از بزرگترین دغدغه های سیاست گذاران جهان می باشد. در ایران، تأسیس صندوق های سرمایه گذاری جسورانه (با عنوان صندوق های پژوهش و فناوری)، اولین بار در سال ۱۳۸۱ بر اساس ماده ۱۰۰ قانون برنامه سوم تصویب گردید. سازمان بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۹۵، دستورالعمل مربوط به صندوق های سرمایه گذاری جسورانه را تصویب نمود. این نوع از صندوق های سرمایه گذاری به همراه سایر فعالان این حوزه، ۴۴ عضو انجمن صندوق ها و نهادهای سرمایه گذاری جسورانه ایران را تشکیل می دهند (گلستان نژاد و همکاران، ۱۴۰۰).

در طول ۳۰ سال گذشته، سرمایه گذاری جسورانه منبع مهم تأمین مالی برای شرکت های نوآور بوده است. شرکت هایی که توسط سرمایه گذاری جسورانه پشتیبانی می شوند، از جمله آمازون، اپل، فیس بوک، گیلاد ساینس، گوگل، نتفلیکس، استارباکس و دیگران تأثیر زیادی بر اقتصاد ایالات متحده و جهان داشته اند (کامینگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲). کاپلان و لرنر<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) معتقدند که تقریباً نیمی از تمام عرضه های عمومی اولیه واقعی دارای پشتوانه سرمایه گذاری جسورانه هستند، این در شرایطی است که کمتر از ۱ درصد شرکت ها، تأمین مالی جسورانه را در دستور کار قرار می دهند. گورنال و استرابلا<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) معتقدند که شرکت های دولتی که قبلاً پشتوانه سرمایه گذاری جسورانه دریافت می کردند یک پنجم ارزش بازار و ۴۴٪ از هزینه های تحقیق و توسعه عمومی ایالات متحده را تشکیل می دهند. مطابق با این عملکرد در سطح شرکت، هریس و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۴، ۲۰۱۶) دریافتند که به طور متوسط، وجوه سرمایه گذاری جسورانه نسبت به بازارهای عمومی بدون کارمزد عملکرد بهتری داشته اند (گامپر و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۰). موفقیت شرکت های دارای پشتوانه سرمایه گذاری جسورانه به این دلیل است این نوع سرمایه گذاری عملکرد بسیاری مطلوبی را در ایجاد ارزش مؤثر انجام می دهند. کاپلان و استرومبرگ (۲۰۰۱) استدلال می کنند که سرمایه گذاری جسورانه (به ویژه در حل یک مشکل مهم) در اقتصادهای بازار موفق هستند (بیان چینی و کروک<sup>۶</sup>، ۲۰۲۲).

مسئله تأمین مالی و جذب سرمایه گذار برای موفقیت یک طرح اغلب در کنار دیگر دلایل موفقیت یک ایده نوپا قرار داشته و مورد توجه قرار گرفته است؛ ولی حقیقت امر این است که بحث سرمایه مسئله ای بیش از تصورات می باشد. در حقیقت تنها سرمایه است که همانند بال های پرواز برای یک طرح و ایده نوپا عمل می کند. سرمایه یکی از مهمترین تکه ها در پازل موفقیت طرح های نوپا می باشد (مایتی<sup>۷</sup>، ۲۰۲۲). چهار دلیل برای تأکید بر اهمیت سرمایه در جهت به موفقیت رسیدن یک طرح نوپا بیان گردیده است که بطور خلاصه عبارتند از: ۱- وجود تیمی متخصص در کنار زمان و مکان تجهیزات و دستمزد پشتیبانی و... مناسب ۲- برآورد هزینه های واقعی ۳- انرژی درونی سرمایه و ۴- توان فرار از ضررهای مقطعی (دهقانی و همکاران، ۱۳۹۹).

وجود نگرش مختلف در یک کسب و کار موجب می شود تا نتایج دلخواه کسب نگردد. همچنین با توجه به اینکه تعداد مواردی که به سرمایه گذاران جسور منتقل می شود تعداد بسیاری را شامل می شود، سرعت عمل در تصمیم گیری اهمیت بسیاری دارد و این در حالی است که فرآیند ارزیابی این طرح ها فرآیندی پرهزینه و زمان بر است (گامپر و همکاران، ۲۰۲۰). بنابراین اگر بتوان معیارهایی که اهمیت کمتری دارند را در ابتدا حذف کرد و آن هایی که دارای مطلوبیت بیشتری هستند را شناسایی کرد، می توان از این طریق زمان و هزینه را به حداقل رساند (پیازا و همکاران، ۲۰۲۳). این امر به طور کامل در ارتباط با نحوه تصمیم گیری می باشد که می بایست یک فرآیند صحیح در این باره اتخاذ گردد. در سال های گذشته با توجه به افزایش ارائه طرح های کسب و

<sup>1</sup> Cumming et al

<sup>2</sup> Kaplan & Lerner

<sup>3</sup> Gornall & Straubela

<sup>4</sup> Harris et al

<sup>5</sup> Gomper et al

<sup>6</sup> Bianchini & Croce

<sup>7</sup> Maiti

کارهای نوپا به مراکز و بنگاه‌های سرمایه‌گذاری جسورانه در کشور، نیاز به سرمایه‌گذارانی که از این طرح‌ها حمایت کنند و نقدینگی به آن تزریق کنند، بیش از پیش شده است. قطعاً اگر انتخاب آگاهانه و دقیقی از جانب فرد سرمایه‌گذار صورت پذیرد طرح شاخص پیشنهادی موجب اشتغال زایی پایدار توسعه بازار تولید بومی و بسیاری از عوامل دیگر می‌شود (تیان و همکاران، ۲۰۲۱). از این رو، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین می‌گردد:

**فرضیه اول:** سرمایه‌گذاری جسورانه بر مرحله رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

**فرضیه دوم:** سرمایه‌گذاری جسورانه بر مرحله بلوغ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

**فرضیه سوم:** سرمایه‌گذاری جسورانه بر مرحله افول شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

### ۳- پیشینه تحقیق

سکوتی و همکاران (۱۴۰۱)، پژوهشی را تحت عنوان مطالعه تطبیقی ماهیت صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه به انجام رساندند. مطالعه حاضر با رویکرد بر نظام حقوقی انگلستان به عنوان یکی از پیشگامان این عرصه، به بررسی موضوع ماهیت صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه پرداخته است؛ نتایج حاصل از این پژوهش که به روش تحلیلی و توصیفی انجام شده حاکی از آن است که ماهیت نهاد مالی مذکور، در بعد تطبیقی از نوع مشارکت در مقابل سایر سازمانها و ساختارهای تجاری رایج در آن کشور بوده و در میان اقسام مشارکتها نیز در دسته مشارکت محدود جای می‌گیرد؛ اما از جنبه حقوق داخلی، از مصادیق تشکیلات و مؤسسات غیرتجارتی انتفاعی به شمار می‌رود.

ولف و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۲)، به تحقیقی تحت عنوان "تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و شاخص‌های عملکرد ریسک‌پذیر در صنعت سرمایه‌گذاری خطرپذیر" پرداختند. توضیحی برای عدم قطعیت نتایج در مورد اهمیت معیارهای نسبی از مطالعات قبلی ارائه می‌کند. در نهایت، با تفکیک اثر منبع یابی معامله و فعالیت‌های انتخاب معامله، به ادبیات سرمایه‌گذاری خطرپذیر کمک می‌کند، به عنوان مثال، عملکرد سرمایه‌گذاری خطرپذیر با دسترسی به جهانی از جریان معاملات با کیفیت بالا، یا با انتخاب برندگان از جهان هدایت می‌شود.

وما و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۱)، به تحقیقی تحت عنوان "تاثیر سرمایه‌گذاری جسورانه بر چرخه عمر شرکت‌ها" پرداختند. تمرکز ویژه این کار برجسته کردن تأثیر بالقوه‌ای است که رونق (و رکود) می‌تواند بر انواع شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاران سرمایه‌گذاری جسورانه برای تأمین مالی انتخاب می‌کنند و شرایطی که در آن سرمایه‌گذاری می‌شوند، مستقل از فرصت‌های سرمایه‌گذاری داشته باشد - و در نتیجه مسیر حرکت را شکل می‌دهد. نوآوری که توسط استارت‌آپ‌ها انجام می‌شود.

نتایج پژوهش نادری و همکاران (۱۳۹۹)، حاکی از آن است که در بین سه الگوی چرخه عمر، الگوی دیکینسون با ترکیب خالص جریان وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی یک شرکت، نقشه چرخه عمر شرکت را در هر تاریخی از صورت‌های مالی به طور کامل‌تر و همه‌جانبه‌تری فراهم می‌آورد و همین عامل توانایی تبیین این الگو را بالاتر برده است.

احمدپور داریانی و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی نشان دادند که مقوله اصلی که به پیامد استمرار عملکرد کارای چرخه عمر سرمایه‌گذاری جسورانه منجر می‌شود، شکل‌گیری سرمایه‌گذاری-گذاری جسورانه با گرایش به حداکثرسازی منافع است. از آنجا که نهادهای غیررسمی، بر شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه تأثیرگذارند، می‌توانیم از طریق راهبردهای توسعه نهادهای رسمی و ایجاد ارتباط هم‌ساختی پایدار میان بخش عمومی و خصوصی و تحت تأثیر ویژگی‌های محیطی و پدیده انتشار، شاهد استمرار عملکرد کارای چرخه عمر سرمایه‌گذاری جسورانه باشیم و براین اساس، سیر داستان ترسیم می‌شود.

نتایج پژوهش مدانلو جویباری و همکاران (۱۳۹۷) حاکی از آن است که نیاز مالی جهت پیاده‌سازی این بنگاه‌ها از حدی فراتر رفته است و دیگر از طریق منابع داخلی و خانوادگی قابل تأمین نیست. استفاده از صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه از طریق عضویت این

<sup>1</sup> Wolff, Y

<sup>2</sup> Verma, P., & Kumar, V

شرکت‌ها در فرابورس می‌توانند به خروج از بن بست مالی شرکت‌های حوزه اینترنت اشیا کمک کند. در این مقاله در مورد یکی از جدیدترین انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری به نام صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه به عنوان ابزاری نوین در تامین مالی شرکت‌های حوزه اینترنت اشیا توضیح داده می‌شود.

#### ۴- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف پژوهشی کاربردی از نظر شیوه اجرا پژوهشی توصیفی- علی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها از نوع پس رویدادی است و از نظر نوع جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات کتابخانه‌ای می‌باشد جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش پس از انتخاب شرکت‌های نمونه و جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز، از مدل‌های رگرسیونی استفاده شد. همچنین جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات پس از پردازش توسط نرم افزار صفحه گسترده اکسل، نرم افزار ایویوز مورد استفاده قرار گرفته است. قلمرو مکانی پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. با توجه به محدودیت‌های ذکر شده در جدول ۱ تعداد ۱۰۶ شرکت بین سال‌های ۱۳۹۲ الی ۱۴۰۰ به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. در نتیجه، داده‌های ۹۵۴ سال شرکت برای واکاوی گردآوری شد.

جدول ۱. نحوه انتخاب نمونه آماری

۴۰۵	تعداد شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۴۰۰ عضو بورس تهران بودند.
۳۷	کسر می‌شود: از ابتدای سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرفته نشد باشد.
۵۱	کسر می‌شود: سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نباشد.
۴۱	کسر می‌شود: تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی داده باشد.
۱۵۳	کسر می‌شود: جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی باشد.
۱۷	کسر می‌شود: داده‌های مورد نظر در دسترس نباشد.
۱۰۶	نمونه نهایی
۱۴۰۰-۱۳۹۲	سال‌های مورد بررسی

#### ۵- الگوها و متغیرهای پژوهش

در پژوهش حاضر مدل‌های زیر جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش ارائه شد است:

$$\text{AGE-G}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{VC}_{i,t} + \alpha_2 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_3 \text{Debt}_{i,t} + \alpha_4 \text{CF}_{i,t} + \alpha_5 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_6 \text{LEV}_{i,t} + \alpha_8 \text{MTB}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

$$\text{AGE-M}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{VC}_{i,t} + \alpha_2 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_3 \text{Debt}_{i,t} + \alpha_4 \text{CF}_{i,t} + \alpha_5 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_6 \text{LEV}_{i,t} + \alpha_8 \text{MTB}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۲)$$

$$\text{AGE-F}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{VC}_{i,t} + \alpha_2 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_3 \text{Debt}_{i,t} + \alpha_4 \text{CF}_{i,t} + \alpha_5 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_6 \text{LEV}_{i,t} + \alpha_8 \text{MTB}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۳)$$

**چرخه عمر شرکت (life cycle):** طبق مدل مدل جریان نقد دیکنسون (۲۰۱۱) استدلال بر این است که جریان‌های نقد تفاوت در سوددهی، رشد و ریسک شرکت را نشان می‌دهد و از این رو می‌توان از جریان‌های نقد مربوط به فعالیت‌های عملیاتی (CFO)، سرمایه‌گذاری (CFI) و تامین مالی (CFF) برای تعیین مراحل چرخه عمر شرکت استفاده کرد:

۱. اگر  $\text{CFO} < 0$ ،  $\text{CFI} < 0$  و  $\text{CFF} > 0$  باشد، نشانگر مرحله «معرفی» است.
۲. اگر  $\text{CFO} > 0$ ،  $\text{CFI} < 0$  و  $\text{CFF} > 0$  باشد، نشانگر مرحله «رشد» است.
۳. اگر  $\text{CFO} > 0$ ،  $\text{CFI} < 0$  و  $\text{CFF} < 0$  باشد، نشانگر مرحله «بلوغ» است.
۴. اگر  $\text{CFO} < 0$ ،  $\text{CFI} > 0$  و  $\text{CFF} \leq 0$  یا  $\text{CFF} \geq 0$  باشد، نشانگر مرحله «افول» است.
۵. شرکت‌هایی که در هیچ یک از طبقات بالا قرار نگیرند جزء مرحله رکود طبقه بندی می‌شوند.

با توجه به اینکه شرکت های در مرحله معرفی در بورس حضور ندارند و در نتیجه داده های آنها در دسترس نیست و همچنین با توجه به اینکه شرکت های در مرحله رکود نیز جریان های نقدی مشخص و روشنی ندارند، بنابراین از بررسی این شرکت ها صرف نظر کرده و چرخه عمر شرکت ها طی سه مرحله رشد، بلوغ و افول مورد بررسی قرار خواهند گرفت. (AGE) متغیر مجازی چرخه عمر؛ که برای مراحل مختلف چرخه عمر به صورت جداگانه آزمون می شود.

**سرمایه گذاری جسورانه (VC):** این متغیر به صورت لاجیکال (دو وجهی) محاسبه شده است. برای محاسبه بدین صورت عمل گردیده که اگر در بین ۱۰ سهامدار برتر شرکت های مورد بررسی یا شرکت های سرمایه گذار خطرپذیر وجود داشته باشد برابر ۱ در غیر این صورت صفر. جهت بررسی لیست سهامداران شرکت ها از نرم افزار ره آورد نوین استفاده شده است.

**اندازه شرکت (SIZE):** در این پژوهش منظور از اندازه شرکت لگاریتم طبیعی فروش شرکت می باشد.

**بازده دارایی (ROA):** بازده دارایی از تقسیم سود عملیاتی بر میانگین ارزش دفتری کل دارایی به دست می آید.

**سررسید بدهی (Debt):** این نسبت از تقسیم کل بدهی های کوتاه مدت به کل بدهی ها حاصل می شود.

**اهرم مالی (LEV):** از طریق تقسیم کل بدهی ها به کل دارایی ها در سال برای شرکت تحت مطالعه محاسبه می شود.

**نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری صنایع (MTB):** ایتردیز (۲۰۱۱)، بیان کرد در صورت وجود محافظه کاری نامشروط دیگر محافظه کاری مشروط در کار نخواهد بود. به عنوان مثال در صورتی که مخارج تحقیق و توسعه به عنوان هزینه و نه به عنوان دارایی شناسایی شوند؛ دیگر دارایی نخواهیم داشت که در صورت وجود علائم بد (کاهش ارزش) هزینه شناسایی کنیم. وجود محافظه کاری نامشروط منجر به اختلاف فاحش ارزش بازار نسبت به ارزش دفتری خواهد بود. با این حساب انتظار داریم در صورت بالا بودن ارزش بازار به ارزش دفتری، محافظه کاری مشروط کمتر باشد.

**جریان نقد (CF):** برابر است با سود قبل از کسر مالیات به اضافه هزینه استهلاک تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی ها.

## ۶- یافته های پژوهش

### ۶-۱- آمار توصیفی

به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آمار توصیفی داده های تحت بررسی محاسبه و در جدول (۲) ارائه گردید.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

مرحله افول			مرحله بلوغ			مرحله رشد			متغیر	
انحراف معیار	میان	میانگین	انحراف معیار	میان	میانگین	انحراف معیار	میان	میانگین		
۰/۵۷۴	۹/۷۴	۱۰/۱۹	۰/۸۷۷	۲۲/۲۴	۲۷/۴۱	۰/۸۰۶	۲۰/۹۱	۲۱/۳۷	VC	سرمایه گذاری جسورانه
۰/۲۹۷	۰	۰/۰۹۷	۰/۴۸۵	۱	۰/۶۱۴	۰/۴۵۳	۰	۰/۲۸۸	AGE	چرخه عمر
۴/۰۶۸	۰	۱/۳۳	۶/۵۶	۱۲/۵۷	۸/۱۸	۶/۰۹	۰	۲/۸۴	SIZE	اندازه شرکت
۰/۱۲۲	۰	۰/۰۸۴	۰/۲۲۷	۰/۱۷۴	۰/۲۱۴	۰/۱۳۱	۰/۱۰۴	۰/۱۱۹	ROA	بازده دارایی
۰/۱۷۷	۰/۸۷۷	۰/۹۴۱	۰/۱۰۲	۰	۰/۰۵۲	۰/۱۴۷	۰/۰۹۷	۰/۱۰۶	Debt	بدهی
۰/۱۰۴	۰/۱۰۹	۰/۱۲۸	۰/۱۲۶	۰/۶۱۷	۰/۷۳۷	۰/۱۲۴	۰/۲۸۹	۰/۴۷۷	LEV	اهرم مالی
۰/۰۴۱	۰	۰/۰۲۱	۰/۱۱۰	۰/۱۰۲	۰/۱۱۶	۰/۱۰۹	۰/۰۲۶	۰/۰۶۷	MTB	ارزش دفتری
۰/۱۰۱	۰/۰۵۴	۰/۱۱۷	۲/۱۲	۰/۶۵۴	۰/۹۶۶	۰/۷۴۱	۰/۵۴۷	۰/۸۲۱	CF	جریان نقد

منبع: یافته های تحقیق

میانگین اصلی ترین و مهم ترین شاخص مرکزی است که نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع را نشان می دهد. همان طور که در جدول (۲) نشان داده شده است، مقدار متوسط متغیر چرخه عمر به ترتیب در مرحله رشد، بلوغ و افول برابر با (۰/۲۸۸)، (۰/۶۱۴) و

(۰/۰۹۷) است. نقطه میانی نقطه ای است که نمونه را به دو قسمت مساوی تقسیم می‌کند؛ به عبارت دیگر، ۵۰٪ مشاهدات قبل و ۵۰٪ مشاهدات پس از آن است. همان‌طور که در جدول (۲) نشان داده شده است، مقدار متوسط متغیر متغیر چرخه عمر به ترتیب در مرحله رشد، بلوغ و افول برابر با (۰/۰۰۰)، (۱/۰۰۰) و (۰/۰۰۰) است. به طور کلی، معیارهای پراکندگی معیارهایی هستند که پراکندگی مشاهدات را در میانگین مورد بررسی و مقایسه قرار می‌دهند. یکی از مهم‌ترین معیارهای پراکندگی، انحراف استاندارد است. با توجه به جدول فوق، این معیار برای متغیر متغیر چرخه عمر به ترتیب در مرحله رشد، بلوغ و افول برابر با (۰/۴۵۳)، (۰/۴۸۵) و (۰/۲۹۷) است.

### ۶-۲- آزمون مانایی متغیرها (ریشه واحد)<sup>۱</sup>

قبل از آزمون فرضیه‌ها، آزمون ایستایی برای متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش انجام شد. وجود نا ایستایی در سری‌های مورد استفاده در یک مدل، می‌تواند باعث رگرسیون کاذب و در نتیجه استنباط‌های غلط آماری شود. برای بررسی ایستایی هر یک از متغیرها از آزمون دیکی فولر استفاده شده است. نتایج آزمون ایستایی بر روی متغیرهای تحت مطالعه در جدول (۳) آورده شده است.

جدول ۳. بررسی مانایی متغیرها

آزمون دیکی فولر					متغیر	
نتیجه	مقادیر بحرانی مکینون			سطح معناداری		آماره دیکی فولر
	۰/۱	۰/۰۵	۰/۰۱			
مانا	-۲/۵۹	-۲/۹۱	-۳/۵۴	۰/۰۰۰	۴۹۳/۶۰۸	سرمایه‌گذاری جسورانه
مانا	-۲/۵۹	-۲/۹۱	-۳/۵۴	۰/۰۱۳۷	۲۵۳/۳۳۶	چرخه عمر
مانا(مرتبۀ اول)	-۲/۵۹	-۲/۹۱	-۳/۵۴	۰/۰۰۰	۱۵۸/۷۷۵	اندازه شرکت
مانا	-۲/۵۹	-۲/۹۱	-۳/۵۴	۰/۰۰۰	۲۸۴/۹۲۸	بازده دارایی
مانا	-۲/۵۹	-۲/۹۱	-۳/۵۴	۰/۰۰۷	۵۷/۱۴۲	بدهی
مانا	-۲/۵۹	-۲/۹۱	-۳/۵۴	۰/۰۱۲	۵۲/۵۶۱	اهرم مالی
مانا(مرتبۀ اول)	-۲/۵۹	-۲/۹۱	-۳/۵۴	۰/۰۰۰	۲۷۸/۷۹۰	ارزش دفتری
مانا	-۲/۵۹	-۲/۹۱	-۳/۵۴	۰/۰۱۴	۲۵۲/۶۷۸	جریان نقد

منبع: یافته‌های تحقیق

مشاهده می‌گردد که مقدار معناداری تمامی متغیرها کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد و این نشان‌دهنده این است که تمامی متغیرهای تحقیق مانا می‌باشند.

### ۶-۳- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با متغیر وابسته مرحله رشد شرکت

نتیجه حاصل از تخمین الگوی پژوهش در جدول (۴) ارائه شده است:

<sup>1</sup> Unit root



جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه های پژوهش با متغیر وابسته مرحله رشد شرکت

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۱/۹۵۶	۰/۳۹۹	۴/۸۹۳	۰/۰۰۱
سرمایه گذاری جسورانه	۰/۵۲۹	۰/۰۷۷	۶/۱۸۴۵	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۱۱	۰/۰۴۵	-۲/۴۴۸	۰/۰۱۰۱
بازده دارایی	۰/۰۰۶۵	۰/۰۰۶۱	۱/۵۸۵	۰/۱۴۷۲
بدهی	۰-/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۴	-۰/۲۷۴۱۰	۰/۷۸۳۰
اهرم مالی	-۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۳	-۱/۲۰۱۹	۰/۲۲۵۰
ارزش دفتری	۰/۰۲۴۹	۰/۰۱۱۷	۲/۱۲۸	۰/۰۱۷۵
جریان نقد	-۰/۰۵۲۰	۰/۰۱۲۲	-۴/۲۶۲۱	۰/۰۰۰۰
آماره F		۱۱/۱۷	ضریب تعیین	۰/۶۵۱
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۲۷
رگرسیون خطی چند متغیره			مقدار دوربین - واتسون	۱/۹۲۷

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج جدول (۴) از آنجا که آماره t متغیر سرمایه گذاری جسورانه بزرگ‌تر از ۱/۹۶۵+ بوده و سطح معناداری آن کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، بین سرمایه گذاری جسورانه بر مرحله رشد شرکت رابطه مثبت وجود دارد و این تأثیر در مقدار احتمال ۵ درصد به لحاظ آماری معنادار است زیرا سطح معناداری آن کمتر از ۰/۰۵ است. لذا این نتیجه در راستای فرضیه اول تحقیق (سرمایه گذاری جسورانه بر مرحله رشد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد) مورد پذیرش قرار می‌گیرد. آماره دوربین- واتسون مدل نیز ۱/۹۲۷ است که بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد؛ و نشان می‌دهد که محدودیت‌های رگرسیونی و متغیرهای ابزاری اعمال شده در برآورد مدل معتبر است. ضمناً سطح معناداری آماره F نیز ۰/۰۰۰ است که پایین‌تر از ۰/۰۵ بوده و نشان از معناداری مدل دارد. دیگر نکته قابل توجه در جدول (۴) ضریب تعیین تعدیل شده مدل است. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل مورد استفاده حدود ۶۲ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد حدود ۶۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است.

#### ۴-۶- نتایج آزمون فرضیه های پژوهش با متغیر وابسته مرحله بلوغ شرکت

نتیجه حاصل از تخمین الگوی پژوهش در جدول (۵) ارائه شده است:

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه های پژوهش با متغیر وابسته مرحله بلوغ شرکت

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۱/۹۷۱	۰/۳۹۷	۴/۹۶۲	۰/۰۰۱۴
سرمایه گذاری جسورانه	۰/۶۲۵	۰/۰۸۹	۷/۰۲۲۴	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۳۰	۰/۰۱۰	۲/۹۵۵۸	۰/۰۰۳۲
بازده دارایی	۰/۰۰۴۵	۰/۰۰۲۵	۱/۷۹۶۳	۰/۱۱۵۲
بدهی	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۴	-۰/۲۷۴۶۰	۰/۷۸۳۷
اهرم مالی	-۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۳	-۱/۲۰۸۸	۰/۲۲۷۱
ارزش دفتری	۰/۰۲۰۵	۰/۰۸۴۸	۲/۴۱۹۷	۰/۰۱۵۸
جریان نقد	-۰/۰۵۷۹	۰/۰۱۳۴	-۴/۴۰۴۱	۰/۰۰۰۱
آماره F		۲۱/۱۰	ضریب تعیین	۰/۷۲۴
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۹۷

۱/۹۹۲	مقدار دوربین- واتسون	رگرسیون خطی چند متغیره
-------	----------------------	------------------------

#### منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج جدول (۵) از آنجا که آماره  $t$  متغیر سرمایه گذاری جسورانه بزرگتر از  $1/965+$  بوده و سطح معناداری آن کوچکتر از  $0/05$  است، پس بین سرمایه گذاری جسورانه بر مرحله بلوغ شرکت رابطه معناداری وجود دارد. لذا این نتیجه در راستای فرضیه دوم تحقیق (سرمایه گذاری جسورانه بر مرحله بلوغ شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد) مورد پذیرش قرار می‌گیرد. آماره دوربین- واتسون مدل نیز  $1/992$  است که بین  $1/5$  و  $2/5$  قرار دارد؛ و نشان می‌دهد که محدودیت‌های رگرسیونی و متغیرهای ابزاری اعمال شده در برآورد مدل معتبر است. ضمناً سطح معناداری آماره  $F$  نیز  $0/000$  است که پایین‌تر از  $0/05$  بوده و نشان از معناداری مدل دارد. دیگر نکته قابل توجه در جدول (۵) ضریب تعیین تعدیل شده مدل است. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل مورد استفاده حدود  $69$  درصد می‌باشد که نشان می‌دهد حدود  $69$  درصد از تغییرات متغیر وابسته به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است.

#### ۶-۵- نتایج آزمون فرضیه های پژوهش با متغیر وابسته مرحله افول شرکت

نتیجه حاصل از تخمین الگوی پژوهش در جدول (۶) ارائه شده است:

#### جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه های پژوهش با متغیر وابسته مرحله افول شرکت

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره $t$	سطح معناداری
مقدار ثابت	$0/779$	$0/238$	$3/270$	$0/0011$
سرمایه گذاری جسورانه	$-0/529$	$0/077$	$-6/1845$	$0/000$
اندازه شرکت	$0/031$	$0/010$	$3/051$	$0/0023$
بازده دارایی	$0/0065$	$0/0061$	$1/585$	$0/1472$
بدهی	$-0/010$	$0/004$	$-2/566$	$0/0122$
اهرم مالی	$-0/0003$	$0/0003$	$-1/2019$	$0/2250$
ارزش دفتری	$0/0249$	$0/0117$	$2/128$	$0/0175$
جریان نقد	$-0/0520$	$0/0122$	$-4/2621$	$0/0000$
آماره $F$		$19/14$	ضریب تعیین	$0/659$
سطح معناداری آماره $F$		$0/00000$	ضریب تعیین تعدیل شده	$0/641$
رگرسیون خطی چند متغیره			مقدار دوربین- واتسون	$1/852$

#### منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج جدول (۶) از آنجا که آماره  $t$  متغیر سرمایه گذاری جسورانه کوچکتر از  $1/965+$  بوده و سطح معناداری آن کوچکتر از  $0/05$  است، پس سرمایه گذاری جسورانه بر مرحله افول شرکت رابطه معناداری وجود دارد اما این تاثیر به صورت معکوس است. لذا این نتیجه در راستای فرضیه سوم تحقیق (سرمایه گذاری جسورانه بر مرحله افول شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد) مورد پذیرش قرار می‌گیرد. آماره دوربین- واتسون مدل نیز  $1/852$  است که بین  $1/5$  و  $2/5$  قرار دارد؛ و نشان می‌دهد که محدودیت‌های رگرسیونی و متغیرهای ابزاری اعمال شده در برآورد مدل معتبر است. ضمناً سطح معناداری آماره  $F$  نیز  $0/000$  است که پایین‌تر از  $0/05$  بوده و نشان از معناداری مدل دارد. دیگر نکته قابل توجه در جدول (۶) ضریب تعیین تعدیل شده مدل است. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل مورد استفاده حدود  $64$  درصد می‌باشد که نشان می‌دهد حدود  $64$  درصد از تغییرات متغیر وابسته به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است.

## ۷- نتیجه گیری و پیشنهادها

هدف از این مطالعه بررسی تاثیر سرمایه گذاری جسورانه بر چرخه عمر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. نتایج نشان داد که سرمایه گذاری جسورانه بر مرحله رشد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؛ نتایج پژوهش این استدلال را تقویت می کند که در حدود ۴۱ درصد بازار سرمایه گذاری شده سرمایه گذاری جسورانه به وسیله شرکت های مستقل سرمایه گذاری جسورانه کنترل می شود. شرکت های سرمایه گذاری جسورانه به صورت سازمان های کوچک می باشد و میانگین ۱۱ درصد، به عنوان شرکای عام برای منابع مالی سرمایه گذاری جسورانه فعالیت دارند. منابع مالی سرمایه گذاری جسورانه به صورت یک شراکت محدود می باشد که دوره معینی دارد همچنین علاوه بر مدت های تمديد اختیاری چند ساله شرکای محدود منابع مالی سرمایه گذاری جسورانه غالباً از سرمایه گذاران سازمانی هستند مثل صندوق های بازنشستگی، وام های اعطایی دانشگاه و شرکت های بزرگ. زمانی که بودجه ای اعطا می شود، شرکت های مشارکت محدود به ارائه میزان خاصی از سرمایه می پردازند که بر اساس یک سری طرح و یا به صلاح دید مشارکت کنندگان عام خواهند بود. این محدوده های سرمایه ای دوره ای با عنوان فراخوان سرمایه و کاهش یا نزول سرمایه ها شناخته می شوند. در فرضیه دیگر تحقیق مشخص شد که سرمایه گذاری جسورانه بر مرحله بلوغ شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؛ در تبیین این یافته ها می توان گفت که یک شرکت موفق سرمایه گذاری جسورانه هر چند سال یک بار به ارائه سرمایه گذاری جدید خواهد پرداخت طوری که همیشه حداقل یک تأمین مالی را در دوره سرمایه گذاری دارد. بیشتر شرکت های سرمایه گذاری جسورانه دارای تخصص در سرمایه گذاری از نظر مرحله کار، صنعت و یا بر مبنای تقسیمات جغرافیایی هستند. برای مثال تأمین مالی در مرحله مقدماتی به ایجاد سرمایه گذاری های اولیه در شرکت های خواهد پرداخت که در مرحله اول کار خود هستند و مقداری از سرمایه آن نیز ذخیره می شود تا به سرمایه گذاری در این شرکت ها در مراحل بعدی ادامه دهند. از سوی دیگر کسانی که به تأمین مالی مرحله نهایی می پردازند، از سرمایه گذاری بر شرکت هایی که در مرحله اول فعالیت خود هستند اجتناب می کند و تنها بر سرمایه گذاری مرحله توسعه و یا مرحله نهایی متمرکز می شود. اکثر شرکت های سرمایه گذاری جسورانه به حفظ مرحله سرمایه گذاری خود می پردازند.

نتایج فرضیه سوم نشان داد که سرمایه گذاری جسورانه بر مرحله افول شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؛ پراکندگی گسترده ای در سرمایه گذاری جسورانه در صنایع گوناگون وجود دارد به طوری که میزان زیادی از آن بر صنعت فناوری اطلاعات و مراقبت های بهداشتی متمرکز است و در حد پایین تری نیز بر صنایع دیگر مانند انرژی و خدمات به تأمین مالی پرداخته است. از نظر جغرافیایی این مسئله دارای اهمیت می باشد که تشخیص دهیم که بیشتر فعالیت های تجربه شده به وسیله سرمایه گذاری جسورانه به صورت محلی می باشد و در نتیجه دفاتر اصلی سرمایه گذاری جسورانه معمولاً از نظر مکانی در ارتباط نزدیک با اکثر شرکت هایی است که در آنها سرمایه گذاری کرده اند. این مسئله تعجب آور نیست که محل جغرافیایی سرمایه گذاری جسورانه بسیار شبیه به محل جغرافیایی سرمایه گذاری آنها می باشد؛ زیرا منابع مالی از نظر جغرافیایی گرایش دارند که در جاهایی متمرکز باشند که دفترهای مرکزی آنها قرار دارد. ولف و همکاران (۲۰۲۲)، نشان دادند که تصمیم گیری کلی سرمایه گذاران علاوه بر این، این پایان نامه به شرکت های سرمایه گذاری خاص (به عنوان مثال، نرم افزار به عنوان یک سرویس و سرمایه گذاری های تجارت الکترونیک) بدین ترتیب، این پیوند هنوز به اندازه کافی ایجاد نشده مخاطره پذیر قابل مشاهده و عملکرد احتمالی خطرپذیر را تقویت می کند. نتایج این مطالعه با پژوهش وما و همکاران (۲۰۲۱)؛ نادری و همکاران (۱۴۰۰)؛ سان و همکاران (۲۰۲۰)؛ احمدپور داریانی و همکاران (۱۳۹۸)؛ مدانلو جویباری و همکاران (۱۳۹۷) و عباسخانی و همکاران (۱۳۹۶) در تطابق است.

با توجه نتایج تاثیر سرمایه گذاری جسورانه بر مرحله رشد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود؛ کارآفرینان در صورت رشد کسب و کار، ارزش سهامی که سرمایه گذاران دارند افزایش دهند. این نوع اختصاص بودجه باعث می شود تا نه تنها کمک مالی ارائه دهند بلکه درگیر پیشرفت کسب و کار نیز باشند. مدیران می توانند با کاهش چرخه تبدیل وجه نقد تا حد امکان باعث ایجاد یک ارزش مثبت و سودآوری برای سهامداران شوند و این امر نیازمند برنامه ریزی نقدینگی و اداره مطلوب

وصولی‌ها و پرداختی‌ها و بهره‌برداری مناسب از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی می‌باشد. پیشنهاد می‌شود؛ ساختار انگیزه لازم را برای مدیران مجرب و مستقل به وجود آورند به گونه‌ای که مدیران با تشکیل صندوق، اقدام به مراجعه به سرمایه‌گذاران و اجرا و راهبری صندوق نمایند. تا به این ترتیب بتوانند بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها را افزایش دهند. با توجه نتایج تأثیر سرمایه‌گذاری جسورانه بر مرحله افول شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود؛ صاحبان پروژه اطمینان خاطر بیشتری از بابت عدم تصاحب کامل طرح خود داشته باشند. نقد شوندگی صندوق‌های پروژه محور در صورت وجود ضامن نقد شوندگی که تأمین وجوه را در صورت خروج سهامدار تضمین نمایند مزیت بزرگی برای آن محسوب می‌شود. به منظور ادامه تحقیقات آینده در مورد این موضوع و انجام وظیفه محققان و پژوهشگران، پیشنهادات می‌شود به بررسی تاثیر محافظه کاری حسابداری بر چرخه عمر شرکت‌ها با توجه به تفسیر سرمایه‌گذاری جسورانه پرداخته شود.

## منابع و مأخذ

- سکوتی، نیما؛ حکمت نیا، محمود؛ حسین زاده، جواد. (۱۴۰۱). مطالعه تطبیقی ماهیت صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه. پژوهش تطبیقی حقوق اسلام و غرب.
- احمدپور داریانی، محمود؛ قیصری، وحید؛ چیت‌سازان، هستی؛ باقری، افسانه. (۱۳۹۸). ارائه الگوی شکل‌گیری سرمایه‌گذاری جسورانه پایدار در ایران از منظر نهادی (با استفاده از نظریه مبتنی بر داده). فصلنامه علمی پژوهشی توسعه کارآفرینی، ۱۱۲(۲)، ۱۶۱-۱۸۰.
- گلستان نژاد، ایمان؛ علیقلی، منصوره. (۱۴۰۰). چالش‌های سرمایه‌گذاری جسورانه در ایران و تاثیر شرایط روانی جامعه بر سرمایه‌گذاری، اولین کنفرانس ملی سرمایه‌گذاری جسورانه (تأمین مالی و مدل‌های ارزیابی)، تهران.
- دهقانی عشرت‌آباد، میثم؛ البدوی، امیر؛ سپهری، محمدمهدی؛ حسین زاده کاشان، علی. (۱۳۹۹). مدلی برای ارزش‌گذاری کسب و کارهای نوپا در سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر (جسورانه) با در نظر گرفتن اختیارات واقعی قبل و بعد از تجاری‌سازی. مدیریت نوآوری، ۹(۲)، ۱۵۱-۱۷۵.
- اعتمادی حسین فروغ رحیمی موگویی محمد علی، آقایی علی اصغر انواری، رستمی (۱۳۹۵) ارزیابی نقش چرخه عمر شرکت در بهینه‌سازی مدل ارزشگذاری اولسون فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت سال پنجم، شماره ۱۷ صص ۹۹-۱۱۰
- تقوی فردود، وحید برادران حسن زاده، رسول محمدی احمد (۱۳۹۹) توانایی الگوهای چرخه عمر شرکت در تبیین انعطاف‌پذیری مالی بر اساس شاخص تعدیل شده انعطاف‌پذیری مالی نشریه چشم انداز مدیریت مالی.
- حیدرپور، فرزانه رجب، دری، حسین خلیفه شریفی علی (۱۳۹۵) ارتباط بین چرخه عمر شرکت و خطر سقوط قیمت سهام پژوهش حسابداری شماره ۲۳، صص ۱-۲۲
- عباسخانی، حمید و حسین پور لیلا (۱۳۹۶) تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی با سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه طی چرخه عمر شرکت‌ها اولین کنفرانس ملی نقش حسابداری اقتصاد و مدیریت تبریز.
- قصیح‌رامندی، ابراهیم، رضازاده جواد (۱۳۹۵) چرخه عمر شرکت و هزینه سرمایه سهام پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی سال پنجم، شماره ۹، صص ۳۹۶۲
- قاصدی، قزوینی، ف و قانزی، رازی، ف و حیدرپور، ف (۱۳۹۶) استفاده از روش‌های داده‌کاوی در پیش‌بینی و پاسخ به نیاز در حوزه سرمایه‌گذاری جسورانه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار مطالعات (مالی) ۱۰(۳۵) ۹۹-۱۱۹

مدانلو جویباری علیرضا و کاظم نژاد محمد و کاظم نژاد سیده عادلہ (۱۳۹۷) صندوق های سرمایه گذاری جسورانه (V.C) رویکردی نوین در تامین مالی و سرمایه گذاری در شرکتهای حوزه اینترنت اشیا اولین کنفرانس مهندسی برق و کامپیوتر قائم شهر .

مینایی، مرجان صمدی فاطمه (۱۴۰۰) تاثیر سرمایه گذاران خطر پذیر و وام بانکی بر عملکرد شرکتهای کوچک و متوسط مدیریت کسب و کار، ۱۳ (۴۹) ۴۰۵-۴۳۱

نادری، علی، دستگیر، محسن کریمی فرزاد (۱۴۰۰) تاثیر چرخه عمر و اختیار توسعه بر نقش تعدیل کننده کیفیت گزارشگری مالی در بهبود تاثیر محدود کننده سیاست تقسیم سود

Alperovych, Y. Hubner, G. & Lobet, F. (2013). Venture capital-backing and public investor: Belgian evidence. Retrieved from activity. Management science, 30(9), 1051-1066.

Bianchini, R., & Croce, A. (2022). The role of environmental policies in promoting venture capital investments in cleantech companies. Review of Corporate Finance, 2(3), 587-616.

Catalini, C. Guzman, J. & Stern, S. (2019). Hidden in plain sight: venture growth with or without venture capital (No. w26521). National Bureau of Economic Research.

Chahine, S. Goergen, M. & Saade, S. (2021). Foreign venture capitalists and access to foreign research: the case of US initial public offerings. British Journal of Management.

Cumming, D., Kumar, S., Lim, W. M., & Pandey, N. (2022). Mapping the venture capital and private equity research: a bibliometric review and future research agenda. Small Business Economics, 1-49.

Dewi, N. W. S. K., Ratnadi, N. M. D., Yadnyana, I. K., & Suaryana, I. G. N. A. (2022). Selection of profit management strategy: Testing at the company life cycle stage. Linguistics and Culture Review, 6, 530-549.

Goffetti, G., Böckin, D., Baumann, H., Tillman, A. M., & Zobel, T. (2022). Towards sustainable business models with a novel life cycle assessment method. Business Strategy and the Environment.

Gompers, P. A. Gornall, W. Kaplan, S. N. & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? Journal of Financial Economics, 135(1), 169-190.

Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions?. Journal of Financial Economics, 135(1), 169-190.

Hui, X. U., Bing, Z. H. O. U., & Xiao-hua, Z. H. O. U. (2020). IPO Overfunding and R&D Investment Smoothness: Resistance or Assistance?. Commercial Research, 62(9), 36.

Maiti, M. (2022). Does development in venture capital investments influence green growth?. Technological Forecasting and Social Change, 182, 121878.

Majumdar, R., & Mittal, A. (2023). Startup Financing: Some Evidence from the Indian Venture Capital Industry. FIIB Business Review, 23197145221142109.

Piazza, M., Mazzola, E., Perrone, G., & Vanhaverbeke, W. (2023). How do startups influence the resources commitment of different venture capital investors by communicating disruptiveness?. Long Range Planning, 102293.

Pradhan, R. P., Arvin, M. B., Nair, M., Bennett, S. E., & Bahmani, S. (2019). Short-term and long-term dynamics of venture capital and economic growth in a digital economy: A study of European countries. Technology in Society, 57, 125-134.

Serreli, M., Petti, L., Raggi, A., Simboli, A., & Iuliano, G. (2021). Social life cycle assessment of an innovative industrial wastewater treatment plant. The International Journal of Life Cycle Assessment, 26(9), 1878-1899.

- Sun, W., Zhao, Y., & Sun, L. (2020). Big data analytics for venture capital application: towards innovation performance improvement. *International Journal of Information Management*, 50, 557-565.
- Tian, X., Xu, Z., Gu, J., & Herrera, F. (2021). A consensus process based on regret theory with probabilistic linguistic term sets and its application in venture capital. *Information Sciences*, 562, 347-369.
- Verma, P., & Kumar, V. (2021). The analysis of OLC stages and the venture capital investors from Adizes life cycle theory. *International Journal of Organizational Analysis*.
- Vidergar, P., Perc, M., & Lukman, R. K. (2021). A survey of the life cycle assessment of food supply chains. *Journal of cleaner production*, 286, 125506.
- Wang, Y.; Liu, R.; Zhang, Z. (2018). The Impact of Heterogeneity of Venture Capital Syndication on the Value of IPO Companies—From the Perspective of IPO Underpricing and CAR. *Mod. Financ. Econ.* 2018, 38, 29–40.
- Wolff, Y. (2022). *Investment Decision-Making and Venture Performance Indicators in the Venture Capital Industry* (Doctoral dissertation, Universität St. Gallen).
- Zhou, M., Xiao, D., Chan, K. C., & Fung, H. G. (2019). The impact of pre-IPO performance pressure on research and development investments of an IPO firm: Evidence from China. *Economic Modelling*, 78, 40-46