



## اثر تامین مالی از طریق سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بر کیفیت اطلاعات حسابداری و ریسک بحران مالی در عرضه اولیه سهام

امید صباغیان طوسی<sup>۱\*</sup>، آزاده صالح پور<sup>۲</sup>، الناز صالح پور<sup>۳</sup>

۱ و \* - دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شمال، باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان، تهران، ایران  
omidsabaghiyan@yahoo.com

۲ - دانشگاه آزاد اسلامی، واحد همدان، باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان، همدان، ایران

۳ - دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تفرش، تفرش، ایران

### چکیده

در این مقاله با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های عرضه اولیه سهام عمومی (IPO) از میان هیات مدیره‌های واحدهای تجاری کوچک و متوسط تجزیه و تحلیلی پیرامون اثر مشارکت در سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بر روی کیفیت اطلاعات حسابداری انجام گرفت. نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز تاثیر معناداری را به روی مدیریت سود می‌گذارند به طوری که پیش از انقضای دوره فروش بخشی از حقوق صاحبان سهام در شرکت هدف، اقلام تعهدی اختیاری کاهش یافته و پس از اتمام این دوره نیز اقلام تعهدی اختیاری افزایش می‌یابند. یافته‌های پژوهشی تأیید کننده‌ی فرضیه‌ی روحیه‌ی ریسک‌پذیری در سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بوده اما نقش گواهی دهی/ بازنگری سرمایه‌گذاری در شرکت‌های IPO تأیید نگردید. علاوه بر این نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز نقش بسیار مهم‌تری را در مدیریت سود در عرضه اولیه سهام عمومی شرکت‌های غیر دولتی در مقایسه با عرضه اولیه سهام شرکت‌های دولتی ایفا می‌کنند. همچنین نمونه‌ای متشکل از شرکت‌های تجاری دارای فناوری بالا را که سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بانکی دریافت کرده اند را تجزیه و تحلیل کردیم. یک روش تطبیق دو مرحله‌ای به منظور ساخت یک گروه کنترل متشکل از (۱) شرکت‌هایی که تامین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز (IVCs) را دریافت داشته و (۲) شرکت‌هایی که در آنها سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز نشده، برای مقایسه به کار برده شدند. تجزیه و تحلیل اقتصادسنجی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز بانکی (BVC) علاقه‌مند به در اختیار داشتن مشخصات ریسک مالی شرکت‌هایی که در آنها سرمایه‌گذاری می‌کنند، هستند. در واقع، قبل از دوره اول تامین مالی، شرکت‌های مورد حمایت BVC خطر کمتری از بحران مالی در هر دو گروه شرکت‌های مورد حمایت IVC و شرکت‌هایی که در آنها سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز نشده، را نشان می‌دهند. با این حال، پس از سرمایه‌گذاری، شرکت‌های مورد حمایت BVC، در مواجهه با بدهی، در مقایسه با شرکت‌هایی که در آنها سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز نشده، افزایش قابل توجهی را نشان می‌دهند.

**واژگان کلیدی:** سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز، مدیریت سود، عرضه اولیه سهام عمومی (IPO)، دوره فروش بخشی از سهام یا دارایی‌های شرکت هدف، بانک‌های وابسته به سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز، سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز مستقل، ریسک بحران مالی، مواجهه با بدهی، شرکت‌های کارآفرینی با فناوری بالا



## The Effect of Venture Capital Financing on Accounting Information Quality and Financial Distress Risk of IPO Firms

Omid Sabaghiyan Toosi<sup>1,\*</sup>, Azadeh Salehpour<sup>2</sup>, Elnaz Salehpour<sup>3</sup>

1,\* Young Researchers and Elite Club, North Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran  
OmidSabaghiyan@yahoo.com

2 Young Researchers and Elite Club, Hamedan Branch, Islamic Azad University, Hamedan, Iran

3 Tafresh Branch, Islamic Azad University, Tafresh, Tafresh, Iran

### Abstract

Using a sample of IPO companies Small and Median Enterprise Board, this paper analyzes the effect of venture capital participation on accounting information quality. We find that venture capitalists have a significant effect on earnings management, with reduced discretionary accruals before the expiration of the equity lock-up period and enhanced discretionary accruals after the expiration of the equity lock-up period. Our findings support the moral hazard hypothesis of venture capital, but not the certification/monitoring role of venture capital in IPOs. In addition, we find that venture capital plays a more important role in the earnings management of non-state-owned IPO companies than of state-owned companies. too employ a “two-step” matching procedure in order to build a control group composed of (1) comparable firms that received venture capital financing from independent investors (IVCs) and (2) comparable non invested firms. The econometric analyses suggest that BVC investors are interested in the financial risk profile of the firms they invest in. In fact, before the first round of financing, BVC-backed firms show a lower risk of financial distress than both IVC-backed firms and non-invested firms. However, after the investment, BVC-backed firms exhibit a significant increase in debt exposure, compared to non-invested firms.

**Keywords:** Venture capital, Earnings management, IPO, Lock-up period, Bank-affiliated venture capital, Independent venture capital, Financial distress, hightech entrepreneurial



## - مقدمه

بازار سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز اخیراً شاهد توسعه و تحول قابل توجهی بوده که علت آن تأثیر پذیری از جهانی شدن سرمایه و حمایت از سوی دولت‌ها می‌باشد. سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز (VC<sup>۱</sup>) عموماً عبارت است از سرمایه‌گذاری میان‌مدت یا بلندمدتی که در شرکت‌های پذیرفته نشده در بورس اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌شود، این نوع از سرمایه‌گذاری می‌تواند با بهره‌گیری از (IPO<sup>۲</sup>)، ادغام شرکت‌ها، تصاحب شرکت‌ها، انحلال (تسویه کردن) و انتقال حقوق صاحبان سهام از شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار، به سودهای سرمایه‌گذاری دست یابد. (IPO) ها به عنوان محبوب‌ترین راهکار خروج محسوب می‌شوند زیرا در این شرکت‌ها امکان دستیابی به بالاترین بازدهی‌های حاصل از سرمایه‌گذاری‌های مخاطره آمیز وجود دارد. از این رو سرمایه‌گذاران مخاطره آمیز به عنوان اعضای اصلی مشارکت کننده در فعالیت‌های بازار IPO تلقی شده و فعالیت‌های آنان نیز تأثیر معناداری به روی عملکرد بازار سرمایه دارد. اطلاعات حسابداری یکی از منابع اصلی داده برای بازار سرمایه به شمار می‌آید. کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری، امکان تشخیص منابع بازار سرمایه به شیوه‌ای کارآمدتر را فراهم ساخته و رویکرد حفظ سرمایه را برای سرمایه‌گذاران به دنبال دارد، بنابراین به منظور محافظت موثرتر از سرمایه‌گذاران، باید توجه بیشتری به اثر مشارکت سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز بر روی کیفیت اطلاعات حسابداری در شرکت‌های IPO نشان داده شود.

باری و دیگران (۱۹۹۰) بر طبق چارچوب اطلاعات نامتقارن، به همراه ساهلمن (۱۹۹۰)، فرضیه‌ی گواهی‌دهی/بازنگری را مطرح کردند. براساس این تئوری، VC ها (سرمایه‌گذاران مخاطره آمیز) به عنوان سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، نقش گواهی‌دهی را در شناسایی ارزش ذاتی شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار ایفا می‌کنند. VC ها برای کاهش هزینه‌های وکالت (واسطه) و افزایش ارزش شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار، در جایگاه سهام‌داران بزرگ به شکل فعالان‌های به نظارت بر این شرکت‌ها از قبیل بازنگری و نظارت بر کیفیت اطلاعات حسابداری آن شرکت‌ها می‌پردازند. در مقایسه با شرکت‌های فاقد حمایت VC، کیفیت سود شرکت‌های IPO از سوی VC ها باید بهتر پشتیبانی شود.

بر خلاف این گوپبرز (۱۹۹۶)، لی و واهال (۲۰۰۴) اینطور استدلال کرده‌اند که طول عمر محدود و ساختار خاص سازمانی در شرکت‌های IPO بدین معنا است که VC ها می‌بایست به چگونگی بازگرداندن سرمایه‌ی اولیه خود و دریافت بازدهی بالا توجه نشان دهند، در چنین شرایطی VC ها قادراند در فعالیت‌های IPO شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار به شکل فرصت طلبانه‌ای مشارکت داشته باشند و در نتیجه با مشکلات بیشتری در رابطه با روحیه‌ی ریسک‌پذیری مواجه می‌شوند. این فرضیه بطور تلویحی نشان می‌دهد که VC ها با شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار هم دست بوده یا فشار قابل ملاحظه‌ای را به بخش مدیریت آن شرکت‌ها وارد می‌سازند، در واقع VC ها در چنین شرایطی با استفاده از امتیازات حرفه‌ای-شان یا شبکه‌های اجتماعی و با کمک پذیرهنویسان و دولت می‌توانند به بخش مدیریت در شرکت‌های IPO در مدیریت سود حسابداری پیش از IPO و در طول آن کمک نمایند که در نتیجه آن، بهای IPO و بازده سرمایه‌گذاری آنها به تبعیت از IPO افزایش خواهند یافت.

در چارچوب تئوری سازمانی، اعتقادات، اهداف و رفتار افراد و گروه‌های تحت تأثیر محیط‌های سازمانی مختلف قرار می‌گیرد. محیط‌های سازمانی خاص، بطور اجتناب ناپذیری زمینه را برای بروز رفتارهای خاص شرکت‌های عرضه کننده اولیه سهام عمومی سرمایه‌گذاران مخاطره آمیز (VC IPO) از قبیل اثرگذاری به روی کیفیت اطلاعات حسابداری در شرکت‌های IPO فراهم می‌سازند. بازار چین در مقایسه با بازار آمریکا از ویژگی‌های خاص قابل توجهی برخوردار است. بعنوان مثال دولت چین به منظور ارتقا سطح نوآوری‌ها، راهنمایی و حمایت چشم‌گیری را برای VC ها نشان داده است. در سپتامبر ۱۹۸۵ شورای دولتی به طور رسمی، تاسیس شرکت سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز در زمینه فن‌آوری‌های نوین را به عنوان نخستین شرکت صاحب امتیاز سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز تاسیس کرد. از آن زمان به بعد بسیاری از VC ها (شرکت‌های سرمایه‌گذاری

<sup>1</sup> Venture capital

<sup>2</sup> Initial Public Offering (IPO)



مخاطره‌آمیز) با حمایت دولت‌های محلی از جمله شرکت سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز پکن، شرکت سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز شانگ‌های، شرکت سرمایه‌گذاری سوزو با فناوری بالا و شرکت سرمایه‌گذاری شنزن و بازار سرمایه چاینکس‌تبا با فناوری بالا تاسیس شد. اما توسعه VC ها در بازار امریکا به واسطه‌ی قدرت‌های بازاری امکان‌پذیر است. ضمن این‌که، بازار سهام چین یک بازار نو ظهور با تاریخچه‌ای مختصر و حمایت نسبتاً ضعیف از سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. از این رو برای تشویق و ترویج مشارکت‌های بلندمدت در سهام از سوی سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌آمیز و کاهش اثرات منفی فروش ارزش ویژه (حقوق صاحبان سهام بلافاصله پس از یک IPO، کمیته کنترل امنیت چین، دستور بازنگری بر دوره فروش بخشی از سهام یا دارایی-های شرکت‌های هدف را صادر کرد که طبق آن VC ها اجازه ندارند تا زمانی‌که حداقل ۱۲ ماه پس از IPO نگذشته باشد، ارزش ویژه خود را به فروش برسانند. بر خلاف این موضوع، VC ها در بازار سرمایه امریکا اجازه دارند ارزش ویژه خود را بلافاصله پس از IPO به فروش برسانند.

سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز (از این پس، VC) به طور سنتی حمایت شده است تا نقش حیاتی برای شرکت‌های کارآفرین کوچک و متوسط با تکنولوژی بالا ایفا کنند که به سختی به بازارهای سرمایه برای تامین مالی عملیات، امور مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تداوم رشد خود دست یابند. VC بیش از یک منبع مالی برای این شرکت‌ها است، به این دلیل که بسیاری از خدمات ارزش افزوده، مانند نظارت، مشاوره، و سرمایه‌گذاری را برایشان فراهم می‌کند. تحقیقات قبلی اثر مثبت تامین مالی VC بر اشتغال، فروش، نوآوری و بهره‌وری شرکت‌های هدف را تایید کرد. بسیاری از این مطالعات، سرمایه‌گذاران VC را به عنوان یک گروه همگن در نظر گرفته‌اند و بنابراین با اثرات اعمال شده توسط انواع مختلف سرمایه‌گذاران مخالفت دارند. اخیراً در چندین مطالعه، ناهمگنی را در سراسر VC ها نشان داده‌اند، که از نظر وابستگی، اندازه، سبک مدیریتی، تجربه گذشته، صنعت، و تخصص متفاوت هستند. این تفاوت‌ها به نوبه خود بر اهداف، تمایل به ریسک، بازده مورد انتظار و سیاست‌های سرمایه‌گذاری از سرمایه‌گذاران تا آنجا که به هر دو ترکیب پرتفوی سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری مربوط می‌شود، تأثیر می‌گذارد. VC ها می‌توانند در شرکت‌هایی که دارای سرمایه‌ای متشکل از شرکای محدود است (از این پس با نام <sup>۱</sup>IVC)، سرمایه‌گذاری کنند. شرکت‌های وابسته که در هر کدام، سرمایه توسط یک موسسه مالی (به عنوان مثال، یک بانک) و یا توسط یک شرکت و یا شرکت‌هایی که به وسیله سازمانی دولتی یا دیگر سازمان‌های عمومی اجرا می‌شود، تأمین می‌گردد. بنابراین تعداد قابل توجهی از آثار علمی شرکت مستقل را بررسی کرده‌اند، و VC های عمومی که کمتر مورد توجه بوده را به VC های وابسته به بانک (از این پس به نام <sup>۲</sup>BVC) اختصاص داده‌اند. با این حال، در بسیاری از کشورهای اروپایی، بانک‌های تجاری، همکاران مالی اصلی برای شرکت‌های VC هستند (بلاک و گیلسون ۱۹۹۸) و BVC یک دسته کوچک اما با اهمیت از سرمایه‌گذاران VC را نشان می‌دهد. با توجه به انجمن سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز اروپایی (<sup>۳</sup>EVCA)، BVC ها به طور متوسط ۳۶۰ میلیون یورو از بودجه‌های VC در هر سال بین سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۱۲ را تصویب کرده‌اند. بودجه تصویب شده توسط BVC ها از ۱۱۱.۷ میلیون در سال ۲۰۱۰ به ۴۰۳.۳ میلیون در سال ۲۰۱۱ افزایش یافته، (۷.۸ درصد از مقدار کل تصویب شده توسط VC ها)، اما در سال ۲۰۱۲ به ۱۳۴.۴۸ میلیون کاهش یافت. (۳.۸ از کل مبلغ تصویب شده توسط VC ها) (EVCA ۲۰۱۳). با وجود رشد محرک بهره که به در دسترس بودن اعتبار برای شرکت‌ها شکل می‌دهد، به ویژه در اقتصادهای مبتنی بر بانک، در بسیاری از کشورهای اروپایی، بهره بعنوان محرکی با ملاحظه‌ای اندک در مورد نقش بانک در صنعت VC شناخته شده است. حالت‌ها و دلایل منطقی در پشت تهاجم بانک‌ها به VC، به همان خوبی استراتژی‌های غربالگری و تاثیر آنها بر عملکرد و بر خطر بحران مالی پرتفوی شرکت‌ها هنوز هم موضوعاتی هستند که نیاز به تحقیقات بیشتر دارند.

<sup>۱</sup> Limited partners vencher capital (IVC)

<sup>۲</sup> bank venture capital (BVC)

<sup>۳</sup> European Venture Capital Association (EVCA)





اغلب مطالعات فعلی در این حوزه بر طبق محیط بازار سرمایه‌ی انگلیسی-آمریکایی کاملاً رشد یافته انجام شده‌اند. البته برخی از تحقیقات نیز به روی بازارهای نوظهور آسیایی متمرکز بوده‌اند، و تعداد اندکی از مطالعات نیز به بحث و بررسی پیرامون بازار چین پرداخته‌اند. در این مطالعه، ما از شرکت‌های متوسط و کوچک IPO به عنوان نمونه، با هدف بررسی مشارکت VC ها در مدیریت سود شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار VC در طول یک سال پیش از IPO، در طول IPO و یک سال پس از آن استفاده کردیم، در نتیجه امکان تجزیه و تحلیل جامع تاثیر VC ها به روی کیفیت اطلاعات حسابداری، پیش و پس از انقضای دوره فروش بخشی از سهام یا دارایی‌های شرکت هدف، به وجود آمد و به این نتیجه رسیدیم که مشارکت VC ها به روی مدیریت سود شرکت‌های IPO اثر دارد. مدیریت سود پیش از انقضای دوره فروش سهام یا دارایی‌های شرکت هدف، ضعیف‌تر و پس از این دوره در سطح بالاتری انجام می‌گیرد. از این رو مدارک و شواهد تجربی موثر بر روحیه‌ی ریسک‌پذیری می‌باشند. علاوه بر این به علت وجود مشکلات بر سر راه تامین بودجه و بازنگری گروهی ضعیف واحدهای تجاری دولتی، مشارکت VC ها تاثیر بیشتری را به روی محدوده‌ی مدیریت سود برای واحدهای تجاری غیر دولتی پیش و پس از انقضای دوره فروش سهام یا دارایی‌های شرکت هدف نشان می‌دهد.

این مقاله با هدف پر کردن این شکاف به ویژه پرداختن به دو مجموعه از موضوعات وسیع در این زمینه نگاشته شده است. در مرحله اول علاقه‌مند به بررسی این موضوع هستیم که چه محرک‌هایی بر استراتژی سرمایه‌گذاری BVC ها تاثیر دارند، و این بررسی را با نگاه دقیق‌تر در ویژگی‌های شرکت‌هایی که انتخاب می‌شوند، با تمرکز خاص بر محدوده ریسک قبلی خود در مواجهه با بحران مالی، انجام می‌دهیم. به طور خاص‌تر، می‌خواهیم به منظور بررسی اینکه BVC ها به عنوان سرمایه-گذاران استراتژیک عمل می‌کنند، بپردازیم. رفتار استراتژیک نشان می‌دهد که در فعالیت‌های غربالگری آنها، روابط جعلی با بانک‌های وابسته یک فعالیت BVC را ایجاد می‌کند که بیشتر شبیه به یک بانک است تا شبیه به یک VC و آن را به منظور اعمال توجه بیشتر به تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی فعلی نسبت به ارزیابی کیفی آینده پتانسیل رشد شرکت هدف، هدایت می‌کند. در مرحله دوم، می‌خواهیم بررسی کنیم تا چه حد یک رابطه قبلی که در مرحله VC توسعه یافته در سطوح بدهی پس از آن تاثیر می‌گذارد. همچنین انتظار افزایش در سطح بدهی شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده توسط BVC ها را داریم. از یک طرف، این نتیجه ممکن است در توافق با رابطه تئوری وام باشد، که هر کدام ارتباط مداوم بین یک وام‌گیرنده و یک وام‌دهنده را بیان می‌کند که وام‌دهنده را در مورد اینکه اعتبار را گسترش می‌دهد یا در مورد چگونگی قیمت وام، تشویق می‌کند.

### - بازی‌نی ادبیات

پیشینه تحقیق مقالاتی را برای تعیین یک شرکت کارآفرینی به منظور انتخاب بین VC و تامین مالی توسط بانک‌ها را نشان می‌دهد. در این مطالعات هر کدام از ویژگی‌های یک شرکت که یک نوع تامین مالی بهتر از دیگران را برای خود بنا ساخته، را بررسی می‌نمایند که شامل بررسی تفاوت‌های شرکت‌ها از نظر اوراق بهادار مالی به کار گرفته شده و کنترل وضعیت عملکرد آنها می‌شود. از یک طرف سهام بانک‌ها برای نیاز به بازده پایین‌تر و برای کاهش ریسک صادره می‌شوند. از سوی دیگر، آنها برای ارائه نظارت کافی و ارزش افزوده در نظر گرفته می‌شوند.

یودا در سال ۲۰۰۴ تأیید کرد که انتخاب بین بانک و تامین مالی VC بستگی به اهمیت نسبی غربالگری، میزان وثیقه کارآفرین، و سطح حفاظت از حقوق مالکیت معنوی دارد.

دبیتیگنیز و براندر این موضوع را از نقطه نظر کارآفرین مطرح کردند، بر این اساس که VC ها تنها اگر که سرمایه‌داران می‌توانستند ارزش‌های ورودی مدیریتی بالا را فراهم نمایند و زمانی که تلاش‌های کارآفرینی خیلی با اهمیت نباشد را درک می‌کنند.



وینتون و یرامالی در سال ۲۰۰۸ یک مدل نظری در مورد استفاده نسبی از وام های بانکی و VC در ریسک و بازده جریان نقدی شرکت های سرمایه گذاری شده مبتنی بر تفاوت را توسعه دادند. در این پیشینه، بانک ها در اصل به عنوان یک منبع "عادی" بدهی سرمایه برای شرکت های کارآفرینی و به عنوان مخالف تامین مالی VC، در نظر گرفته می شوند. آندریو و گرو در سال ۲۰۱۲ صراحتاً سرمایه گذاران BVC را به عنوان یک گزینه تأمین مالی برای کارآفرینانی که به دنبال سرمایه خارجی هستند، دانستند. آنها یک مدل نظری را که در آن ریسک های نوآورانه به سرمایه ویژه قابل توجهی برای توسعه بلند مدت نیاز دارند و اینکه تامین مالی بدهی یک انتخاب نیست، توسعه داده اند. بنابراین، انتخاب تامین مالی یک کارآفرین به دو نوع مختلف از VC، یعنی سرمایه گذاران IVC و BVC محدود شده است. در حالی که IVC ها در ارائه پشتیبانی مشاوره بهتر در نظر گرفته می شوند، BVC ها تحت فشار کمتری برای زود محروم ساختن می باشند و به راحتی می توانند در دور بعدی تامین مالی، سرمایه اضافی را فراهم نمایند.

جریان دیگر پیشینه تحقیق در طرف سرمایه گذار متمرکز شده و جوانب مثبت و منفی از گسترش دامنه فعالیت های بانکی در مناطق مختلف، به عنوان پذیره نویسی بررسی شده است. با این حال، تحقیقات نسبتاً کمی در بررسی رفتار بانک ها در جهت VC انجام شده است. دو مطالعه تجربی در بازار ژاپن، جایی که در آن بانک ها به طور سنتی حقوق صاحبان سهام در شرکت ها را برای حفظ روابط بدهی نگاه می دارند، ارائه شده است.

یوشی کاوا و همکاران در سال (۲۰۰۴) استدلال کردند که BVC های ژاپنی کمتر احتمال دارد که در نظارت فعال از سبد سرمایه گذاری خودشان شرکت کنند. در عوض، جبران خسارت و ساختارهای تشویقی در صندوق BVC به نظر می رسد که پرتفوی بزرگ تر، برای استفاده در تنوع بخشیدن به خطرات سرمایه گذاری و بازده کمتر منجر می گردد.

به طور مشابه، کامینگ و همکاران در سال (۲۰۰۸) دریافتند که BVC های ژاپنی احتمال بیشتری برای داشتن پرتفوی بزرگ تر هر مدیر و به عنوان یک نتیجه برای ایجاد مدیریت پایین تر و مشاوره دادن کمتر به سرمایه گذاران، دارند. فانگ و همکاران (۲۰۱۰) تا جایی که به بازار سرمایه گذاری مخاطره آمیز آمریکا مربوط می شد، معاملات سهام خصوصی آمریکا (از جمله خرید سهم اهرمی و رشد سرمایه گذاری) را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. آنها نشان دادند که سرمایه گذاری های ساخته شده توسط BVC ها در شرایط بسیار بهتر از دیگر معاملات مالی هستند، اما منجر به نتایج خروجی کمی بدتر از سرمایه گذاری وابسته غیر بانکی می شوند، اگر چه دارای اهداف اجرایی برتری قبل از معاملات سهام خصوصی هستند.

مقالات ذکر شده در بالا در ایالات متحده آمریکا و ژاپن متمرکز شده است، اما فاقد میزان قابل ملاحظه ای از بحث و شواهد مربوط به وضعیت اروپا می باشد، این موضوع با توجه به اهمیت حیاتی موسسات بانکی در اقتصاد مبتنی بر بانک های اروپایی بیشتر تعجب آور است. علاوه بر این، نقش بانک ها در VC های متفاوت بین المللی تا حد زیادی به علت دلایل قانونی، نهادی و فرهنگی است. مصوبات تعیین شده تفاوتی را در امور مالی VC و در نهایت نفوذ سیاست های سرمایه گذاری VC و تزریق سرمایه، ایجاد می کند. بنابراین، نتایج برای اروپا ممکن است از نتایج ایالات متحده آمریکا و ژاپن به دلیل تفاوت بودن در روش ها و سیاست های قانونی در مورد بانک ها به جهت وام دادن به آنهاست که در محل حضور دارند، باشند. در دانش ما، هیچ شواهدی مربوط به فعالیت BVC ها در کشورها با سیستم های حقوقی مختلف، برگزاری نمایشگاه در سطوح مختلف توسعه صنعت VC، و یا با زمینه های فرهنگی متفاوت وجود ندارد.

هلمن و همکاران در سال (۲۰۰۸) رابطه بین سرمایه گذاری VC از یک بانک و وام های بعدی آن را مطرح کردند و داشتن یک رابطه قبلی با یک شرکت در بازار VC را یافتند که این امر شانس بانک را پس از اعطای وام به شرکت، در قیمت گذاری وام مطلوب، افزایش می دهد. به همین منوال، فانگ و همکاران در سال (۲۰۱۰) مشارکت بانک ها را در معاملات سهام خصوصی یافتند که فرصت خدمت آنها را به عنوان وام دهندگان آینده و پذیره نویسان شرکت هایی با سهام خصوصی حمایت شده افزایش می دهد. از سوی دیگر، افزایش در بدهی پس از ورود سرمایه گذاران BVC نیز توسط تئوری علامت دهی می تواند



توضیح داده شود که تامین مالی BVC برای بازار وام مربوط به کیفیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده، که شبیه به اثر علامت-دهی است و برای تامین مالی گسترده VC که مستند شده است، می‌تواند هدایت شود.

به منظور رسیدگی به این موضوعات، یک نمونه از شرکت‌های کارآفرینی با تکنولوژی بالا اروپائی را که تامین مالی BVC ۲۰۰۴ داشته اند، تجزیه و تحلیل شد. بر خلاف مطالعات مذکور براساس داده‌های ایالات متحده، تحقیق حاضر مروری جامع از پدیده بیش از شش کشور اروپایی را فراهم می‌کند. به منظور به حساب آوردن این که اهداف VC به صورت تصادفی انتخاب نشده (شرکت VC غربالگری فشرده برای ارزیابی نقاط قوت و خطرات ناشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را متقبل می‌شود)، از یک روش تطبیق "دو مرحله‌ای" براساس گرایش امتیازات به منظور ساخت یک گروه کنترل متشکل از شرکت‌هایی که تامین مالی VC از IVC ها و شرکت‌های غیر سرمایه‌گذاری شده، استفاده می‌کنیم.

نتایج حاکی از آن است که قبل از دوره اول تامین مالی، شرکت‌های مورد حمایت BVC کاهش خطر ابتلا به بحران مالی، در مقایسه با هر دو شرکت حمایت شده IVC و شرکت‌هایی که در آنها سرمایه‌گذاری نشده را نشان می‌دهد. پس از سرمایه‌گذاری، شرکت‌های مورد حمایت BVC در روند افزایش قابل توجهی در معرض بدهی در مقایسه با شرکت‌های غیر سرمایه‌گذاری قرار گرفتند. در واقع، حتی اگر خطر بحران مالی از شرکت‌های مورد حمایت BVC متفاوت از شرکت‌هایی که در آنها سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز نشده در دوره پس از سرمایه‌گذاری نباشد، شرکت‌های مورد حمایت BVC ریسک کمتر بحران مالی در سرمایه‌گذاری دوره قبل، که منجر به افزایش در این متغیر در طول زمان می‌شود، را نشان می‌دهند. دو فرضیه در خصوص تاثیر مشارکت VC ها (سرمایه‌گذاران مخاطره آمیز) در عرضه اولیه سهام عمومی شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار آنها مطرح شده‌اند: فرضیه‌ی گواهی دهی/ بازنگری و فرضیه‌ی روحیه‌ی ریسک‌پذیری. این دو فرضیه مفاهیم تلویحی مختلفی را در ارتباط با تاثیر مشارکت VC ها به روی کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌های IPO به دنبال دارند. در اغلب مطالعات از مدیریت سود به عنوان نماینده (مشخصه) کیفیت اطلاعات حسابداری استفاده شده است، این کیفیت شکل "روند افزایشی سودهای حسابداری در دوره فعلی با استفاده از حسابداری تعهدی و ترتیبات مربوط به معاملات حقیقی" تعریف می‌شود. مدیریت ضعیف‌تر سود به معنای کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری است. در بازار آمریکا، VC ها اجازه دارند تا سهام خود را در شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار، بلافاصله پس از IPO به فروش برسانند. در چنین شرایطی یک IPO، به عنوان نخستین فرصت برای یک شرکت خصوصی جهت افزایش ارزش ویژه توسط سرمایه‌گذاران متفرقه دیگر محسوب می‌شود. از این رو اغلب مطالعات انجام شده براساس بازار سرمایه آمریکا در خصوص تاثیر مشارکت VC به روی کیفیت اطلاعات حسابداری در پروسه‌ی پیش از IPO و پس از آن متمرکز بوده‌اند. فرضیه‌ی گواهی دهی/ بازنگری این طور پیش بینی می‌کند که به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی (واسطه) و تثبیت شهرت سرمایه‌گذاری حرفه‌ای مربوط، VC ها باید مشارکت فعالانه‌ای در بازنگری گروهی داشته باشند. از جمله در بازنگری مدیران صاحب مجموعه اوراق بهادار و تشویق و انگیزه بخشی به آنها، این دو جنبه (بازنگری و تشویق) به طور هم‌زمان می‌توانند زمینه‌ای را برای کاهش اختلاف نظرات میان سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی به وجود آورند. همچنین مفهوم دیگر این فرضیه این است که VC ها می‌بایست بر کیفیت اطلاعات حسابداری نظارت داشته باشند که یک بخش حائز اهمیت در نظارت گروهی محسوب می‌شود مدارک و شواهدی نیز در جهت تاثیر این دیدگاه وجود دارند. (بکر و کومپرس، ۲۰۰۳)

به عنوان مثال بال و شیواکومار (۲۰۰۵) دریافتند که افشای اطلاعات در پروسه IPO بطور قابل توجهی تحت کنترل و بازنگری قرار دارد. اگر چه مدیریت سود و افشای نه چندان محافظه‌کارانه‌ی اطلاعات پیش از IPO افزایش می‌یابند، اما این روند پس از IPO رو به کاهش می‌رود و در نتیجه در صورت افشای چنین وضعیتی توسط بازار، پیامدهای اقتصادی جدی به دنبال خواهند آمد. از این رو به منظور برآورده کردن الزامات بازار سهام، شرکت‌های خصوصی در بریتانیای کبیر به گزارش اطلاعات محافظه‌کارانه‌تر حسابداری چند سال پیش از IPO روی آورده‌اند. شرکت‌های تحت حمایت VC تحت تاثیر قدرت این سرمایه‌گذاران قرار دارند. زیرا پشتیبانی VC موجب افزایش قابلیت پیش‌بینی فهرست‌بندی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار، در مقایسه با شرکت‌های محروم از پشتیبانی VC می‌شود. از این رو شرکت‌های تحت حمایت VC در پروسه دولتی در اسرع وقت



به گزارش زیان‌های خود می‌پردازند تا از طریق آن بتوانند الزام آتی افشای زمان‌بندی شده اطلاعات را تحقق بخشند. این شرایط در نهایت منجر به افشای اطلاعات حسابداری محافظه‌کارانه‌تر و مدیریت ضعیف‌تر سود می‌شود.

جیولی و دیگران (۲۰۰۸) به مقایسه‌ی اقلام تعهدی اختیاری پیش از IPO و اقلام تعهدی اختیاری در طول IPO در شرکت‌های تحت پشتیبانی VC با شرکت‌های حمایت نشده از سوی VC پرداختند و به این نتیجه رسیدند که مدیریت سود در شرکت‌های تحت حمایت VC ضعیف‌تر از شرکت‌های محروم از حمایت VC بوده است.

در همین راستا، هوچبرگ، ۲۰۰۳، مورسفیلد و تن، ۲۰۰۶ و کاتز، ۲۰۰۹ نیز گزارشات مشابهی را ارائه دادند. همچنین شرکت‌های تحت حمایت VC پس از IPO از اقلام تعهدی اختیاری کمتری برخوردار می‌شوند و به احتمال کمتر با تنظیم و تجدید ارائه صورت‌های مالی مواجه می‌گردند. کیفیت اطلاعات حسابداری همچنین در اثر مشارکت VC های مشهورتر و با تجربه‌تر ارتقا می‌یابد. اما از آنجائی که IPO به عنوان نخستین فرصت برای بدست آوردن ارزش ویژه از سرمایه‌گذاران دولتی در شرکت‌های خصوصی به شمار می‌آید، می‌توان از آن به عنوان عامل افزایش دهنده‌ی ارزش سرمایه‌گذاری VC نیز استفاده کرد. چنین شرایطی زمینه را برای تشدید مشکل روحیه‌ی ریسک‌پذیری به وجود می‌آورد. به منظور کسب اطمینان از قیمت بالاتر IPO و دستیابی به بازدهی‌های بالاتر در فروش ارزش ویژه در طول IPO ها و پس از آنها، سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز به شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار کمک می‌کنند تا به مدیریت سود بپردازند که این امر سبب پائین‌تر آمدن کیفیت اطلاعات حسابداری و افزایش اختلاف نظرات میان سهام‌داران داخلی و سرمایه‌گذاران خارجی می‌شود. این دیدگاه در مطالعه حاضر تأیید شده است. به عنوان مثال دراگون و رنگان (۲۰۰۵) دریافتند که شرکت‌های تحت حمایت VC در طول سال IPO، به منظور کسب اطمینان از سودهای حسابداری بالاتر، مخارج تحقیق و توسعه خود را کاهش می‌دهند. علاوه بر تمهیدات مربوط به این مخارج، تعهدات اختیاری نیز به عنوان مقیاس ارزیابی مدیریت سود مورد استفاده قرار می‌گیرند.

چائو و دیگران (۲۰۰۶) با استفاده از خریدهای معکوس اهرمی سهام شرکت به عنوان نمونه‌ی مورد بررسی، به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های نمونه از طریق اقلام تعهدی اختیاری در سال انجام IPO، به مدیریت سود می‌پردازند. همچنین ونگسوی (۲۰۰۷) نیز مدارک و اسنادی را مبنی بر این که فقط VC های بهره‌مند از بالاترین کیفیت می‌توانند از طریق اقلام تعهدی اختیاری، تمهیدات مربوط به معاملات حقیقی و تنظیم و تجدید ارائه صورت‌های مالی در IPO ها، مدیریت سود را متوقف سازند.

از آنجایی که VC ها معمولاً به عضویت هیات مدیره شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار خود در می‌آیند، می‌توانند در مدیریت این شرکت‌ها نیز مشارکت داشته باشند و اطلاعات مورد نظر آنها را مستقیماً بدست آورند، اما به طور همزمان از انگیزه کافی برای بازنگری بر کیفیت اطلاعات حسابداری برخوردار نیستند. در حقیقت مدیریت سود لزوماً در شرکت‌های IPO تحت حمایت VC ضعیف‌تر نبوده و در اثر افزایش ارزش سهام‌داری VC محتوای اطلاعاتی در سودهای حسابداری افت نخواهد داشت. (کوهن و لانبیرگ ۲۰۰۶) محیط‌های سازمانی می‌تواند بر روی رفتار موسسات اقتصادی تأثیرگذار باشد. محیط سازمانی در چین دارای این ویژگی‌ها می‌باشد. نخست این که VC ها تحت تأثیر فرهنگ سنتی حاکم بر چین به شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار در تثبیت ارتباطات اجتماعی، بیشتر از ارائه خدمات ارزش افزوده، کمک می‌کنند.

هو و بو (۲۰۱۲) اثبات کردند شرکت‌های تحت پشتیبانی VC هایی که از ارتباطات سیاسی برخوردارند، IPO های موفقیت‌آمیزتری را در مقایسه با شرکت‌های تحت حمایت VC های فاقد ارتباطات سیاسی پشت سر می‌گذارند. در چنین شرایطی فقط تعداد اندکی از VC ها به شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار در ایجاد پیوندهای راهبردی با شرکت‌های مادر VC ها یا شرکت‌های دیگر کمک می‌کنند. این عوامل موجب افزایش روحیه‌ی ریسک‌پذیری VC ها در مدیریت سود در طول IPO می‌شود، دوم اینکه تحت حمایت دولت در چنین وضعیتی تحت تأثیر وظایف و کارکردهای دولتی خود قرار می‌گیرند (که این امر سبب تضعیف انگیزه در میان VC ها برای نظارت و بازنگری بر شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار در جایگاه سهام‌داران فعال می‌گردد. همزمان با این شرایط، شرکت‌های VC در چین در اغلب مواقع به عنوان شرکت‌های دارای تعهدات محدود سازماندهی می‌شوند که این وضعیت موجب ایجاد هزینه‌های نمایندگی (واسطه‌گری) بیشتر در مقایسه با سایر





شرکت‌ها می‌گردند. از این رو کارایی در نظارت‌ها بیش از پیش افت می‌کند. علاوه بر این بازار سرمایه چین، یک بازار نو ظهور بدون هیچ تاریخچه و سابقه‌ی بلندمدت محسوب می‌شود. اگر چه سیستم‌های نظارتی در این کشور در حال بهبود و ارتقا هستند اما هنوز مشکلاتی در رابطه با ساز و کار بازار و سیستم‌های حمایتی به چشم می‌خورند که همگی اینها زمینه‌ای را برای محافظت کمتر از سرمایه‌گذار و تشدید مشکل روحیه‌ی ریسک‌پذیری برای VC ها به وجود می‌آورند. از آنجایی که تامین سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز نمی‌تواند ارضا کننده‌ی تقاضای بازار فعلی در چین باشد تاثیرگذاری حاصل از شهرت نیز نمی‌تواند زمینه‌ای را برای کاهش روحیه‌ی ریسک‌پذیری VC ها در محیط فعلی به وجود آورد. همزمان با چنین وضعیتی، تغییرات سریع در نظام‌های نظارتی به بازارهای سرمایه‌ای نو ظهور به معنای کاهش امنیت برای شرکای بازار می‌باشد. از این رو به منظور تشخیص هر چه سریعتر بازدهی‌های سرمایه‌گذاری در VC ها سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز می‌توانند طول دوره‌ی خرید سهام را پیش از IPO کاهش دهند و سهام خود را در اسرع وقت پس از انقضای دوره‌ی فروش سهام یا دارایی‌های شرکت هدف به فروش برسانند. اگر دوره‌ی پیش از IPO به اندازه‌ی کافی طولانی نباشد، برقراری ارتباط با شرکت صاحب مجموعه اوراق بهادار توسط VC ها دشوار به نظر رسیده و امکان مشارکت آنها در فعالیت‌ها و مدیریت این شرکت در طول IPO کاهش می‌یابد. (کاو، ۲۰۰۹)

اما نتایج نشان دادند که تقریباً در ۴۱٪ از شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار، VC های اصلی مالکیت ارزش ویژه را برای کمتر از ۲ سال پیش از IPO و همچنین تقریباً در ۱۰٪ از موارد، VC های اصلی مالکیت ارزش ویژه را برای کمتر از ۱ سال پیش از IPO در اختیار دارند. به عنوان مثال شرکت‌های سرمایه‌گذاری هوجینگ لیفانگ و جینشی از جمله دو شرکت سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز هستند که از شرکت چنزو تایو حمایت می‌کنند. طول مدت مالکیت ارزش ویژه پیش از IPO برای هر دوی این شرکت‌ها ۱۶۵ روز بوده است. علاوه بر این فروش ارزش ویژه بلافاصله پس از IPO می‌تواند یک تفسیر قانع کننده برای فرصت طلبی مشارکت VC در IPO باشد. همچنین دریافتیم که تقریباً ۲۱٪ از شرکت‌های تحت حمایت VC بلافاصله پس از انقضای دوره فروش بخشی از سهام یا دارایی‌های شرکت هدف، متحمل فروش ارزش ویژه می‌شوند. به عنوان مثال شرکت صنایع تونگزهو الکترونیکس، IPO خود را در ۲۷ ژوئن ۲۰۰۶ متوقف کرد اما در تاریخ ۲۷ ژوئن ۲۰۰۷ فروش ارزش ویژه خود را توسط شرکت سرمایه‌گذاری دانچر ونچر انجام داد. این دقیقاً همان تاریخی بود که دوره فروش بخشی از سهام یا دارایی‌های شرکت هدف منقضی شده بود. همین اتفاق برای شرکت وسترن متریال رخ داد. در اولین روز پس از انقضای دوره‌ی فروش بخشی از سهام یا دارایی‌های شرکت هدف، سرمایه‌گذار مخاطره‌آمیز این شرکت (یعنی شرکت سرمایه‌گذاری در نوآوری‌های شنزن) از بخشی از ارزش ویژه آن شرکت، سود برد.

دولت در چین از طریق رسانه‌ها در بازار سرمایه‌ی کشور نقش موثری ایفا می‌کند. محبوبیت بدست آمده در اثر موفقیت‌های کارآفرینان تحت پشتیبانی VC، انگیزه‌ای را برای کارآفرینان بیشتر در جهت کمک گرفتن از سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز ایجاد می‌کند. کارآفرینان به دنبال VC هایی با شهرت بیشتر هستند. بر همین اساس VC ها برای ارائه خدمات ارزش افزوده به شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار با هدف تثبیت شهرت حرفه‌ای‌شان، از انگیزه‌ی کافی برخوردارند. علاوه بر این برخی از VC های خارجی از تجربه‌ی سرمایه‌گذاری قبلی خود برای نظارت بر شرکت‌های صاحب مجموعه‌ی اوراق بهادار، پیش و پس از IPO استفاده می‌کنند تا از این طریق بتوانند نقش گواهی‌دهی و بازنگری خود را ایفا نمایند.

دو نیروی مورد اشاره‌ی فوق، اثرات متضادی به روی مشارکت VC ها در یک IPO دارند و در عین حال می‌توانند اثرات متفاوتی را به روی کیفیت اطلاعات حسابداری در شرکت‌های IPO بگذارند. همان‌طور که تجزیه و تحلیل فوق نشان می‌دهد، دوره‌ی فروش بخشی از سهام یا دارایی‌های شرکت هدف در بازار چین بدین معنا است که VC ها ارزش ویژه خود را پس از انقضای این دوره به فروش می‌رسانند، در نتیجه پروسه‌های کلیدی در روند اثرگذاری مشارکت VC به روی کیفیت اطلاعات حسابداری در برگیرنده‌ی IPO و انقضای دوره‌ی فروش بخشی از سهام یا دارایی‌های شرکت هدف می‌شوند. الگوی مدیریت سود IPO در شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار بر همین اساس دچار تغییر می‌گردد. اگر نقش گواهی‌دهی/ بازنگری غالب باشد، VC ها نه تنها پیش از IPO و در طول آن به متوقف سازی مدیریت سود می‌پردازند. (با هدف ارتقای کیفیت



اطلاعات حسابداری و کاهش اختلاف نظرات میان سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی)، بلکه به گواهی‌دهی و بازنگری شرکت‌های IPO صاحب مجموعه اوراق بهادار پرداخته و مدیریت سود را تحت تاثیر تجارت داخلی بخش مدیریت و سهام‌داران غیر نظارت‌کننده‌ی دیگر، پس از انقضای دوره فروش سهام در شرکت هدف، متوقف می‌سازند. اما اگر روحیه‌ی ریسک‌پذیری غالب باشد، VC ها به طور اجتناب‌ناپذیری توجه کمتری را نسبت به پروسه‌ی IPO نشان می‌دهند زیرا تناسب ارتباطات میان قیمت IPO و بازدهی سرمایه‌گذاری VC در طول دوره‌ی فروش سهام کاهش می‌یابد و در نتیجه VC ها بیشتر به روی فروش ارزش ویژه پس از انقضای این دوره متمرکز می‌شوند. به علت ارتباط متقابل موجود میان سودهای حسابداری در دوره‌های متناوب VC ها انقضای دوره‌ی فروش سهام و IPO را در کنار هم بطور کلی در نظر گرفته و یک راهکار را برای مدیریت سود پویا طراحی می‌کنند. به منظور معکوس سازی سودهای حسابداری در سالی که دوره فروش سهام منقضی شده، مدیریت سود در شرکت‌های تحت حمایت VC پیش از انقضای این دوره، بالاتر از مدیریت سود در شرکت‌های حمایت نشده توسط VC نخواهد بود. به علت این که بازار چین گرایش خود را به سوی انتخاب شرکت‌هایی با رشد بالا و عملکرد مالی برتر نشان داده، کاهش معقول در سودهای حسابداری پیش از IPO و در طول آن تاثیر معناداری به روی قیمت‌گذاری IPO نخواهد داشت. ضمن این که اصلاحات صورت گرفته در سیستم نظارتی IPO موجب افزایش هزینه مدیریت سود می‌شود. از این رو مدیریت سود در شرکت‌های تحت حمایت VC پیش از انقضای دوره‌ی فروش سهام، حتی پایین‌تر از شرکت‌های حمایت نشده از سوی VC قرار می‌گیرند. لذا در کشور چین، واحدهای تجاری دولتی یک ارتباط طبیعی را با بانک‌ها برقرار می‌سازند که از طریق آن بتوانند به وام‌های بانکی دسترسی یابند.

برانت و لی (۲۰۰۳) در بررسی بانک‌های بازرگانی روستایی در استان‌های جینگسو و زینینگ اثبات کردند که بانک‌ها در روند اهدای وام‌های بانکی به طرق مختلفی با واحدهای تحت مالکیت‌های مختلف برخورد می‌کنند که به آن (تبعیض مالی) گفته می‌شود.

در همین راستا فانگ (۲۰۱۰) نیز به مقایسه‌ی واحدهای صنعتی دولتی با واحدهای صنعتی بودجه‌گیرنده‌ی خارجی پرداخته و توانست وجود تبعیض مالی را در پروسه‌ی تخصیص وام‌های بانکی به اثبات برساند. نتیجه حاصل از این تبعیض مالی این است که واحدهای تجاری غیر دولتی نیازمند به تامین بودجه با مشکلات بیشتری برای دستیابی به وام‌های بانکی رو برو می‌شوند و از این رو تقاضا برای این وام‌ها افزایش می‌یابد. در چنین شرایطی VC ها می‌توانند در تامین بودجه‌ی توسعه برای واحدهای تجاری غیردولتی در روند مذاکرات با این واحدهای تجاری از قدرت چانه‌زنی بیشتری برخوردار شوند.

در ضمن چمنور و لوتسکینا (۲۰۰۷) نیز دریافته‌اند که VC ها می‌توانند در روند داد و ستد شرکت‌های صاحب مجموعه اوراق بهادار خود به تحلیل‌گران، بانک‌های سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران سازمانی کمک نمایند. ما بر این اعتقادیم که واحدهای تجاری غیر دولتی با ارتباطات سیاسی کمتر، نیاز بیشتری برای قدرت بازاریابی VC ها در طول پروسه‌ی IPO نشان می‌دهند که در نتیجه آن قدرت چانه زنی VC ها افزایش خواهد یافت. بنابراین VC ها اثر معنی‌دارتری را بر روی نظارت گروهی، فعالیت‌ها و رفتارهای واحدهای تجاری غیر دولتی، در مقایسه با واحدهای تجاری دولتی دارند.

بر طبق یافته‌های هاو و همکاران (۲۰۱۱) در طول ۳۰ سال از زمان اصلاحات و دوره‌ی شکوفایی در چین، واحدهای تجاری دولتی موارد مختلفی را تجربه کرده‌اند از جمله اصلاح تمرکز زدائی، اصلاح انعقاد قراردادهای طرح آزمایشی سهام مشترک و اصلاح سیستم مدرن موسسات تجاری. این واحدهای تجاری دولتی به شکل واحدهای تجاری دولتی جدید (حقوق شفاف در رابطه با اموال، قدرت‌های کاملا تعریف شده و مسئولیت‌های مشخص، جدا سازی کارکرد سیاسی از فعالیت اقتصادی و مدیریت عملی) تغییر یافتند. ساختار نظارتی واحدهای تجاری دولتی نیز به ویژه از زمان تاسیس کمیته‌ی نظارت و سرپرستی بر سرمایه‌های دولتی در سال ۲۰۰۳ اصلاح گردید. این محققان با استفاده از موسسات تجاری واقع در استان شان دونگ از سال ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۹ به عنوان نمونه‌ی تحقیقاتی خود، اثبات کردند که کارایی کلی نظارتی واحدهای دولتی به استثنای واحدهای تجاری کاملا تحت مالکیت دولت، بهتر از کارایی نظارتی واحدهای تجاری غیر دولتی و خارجی می‌باشد.



در همین راستا گایو و کای (۲۰۱۱) نیز دریافتند که نظارت مالی شرکت‌های دولتی پذیرفته شده در بورس به طور معنی‌داری بهتر از شرکت‌های غیر دولتی پذیرفته شده در بورس است. از این رو ما می‌توانیم این طور استدلال نماییم که سیستم‌های منسجم‌تر و قدرتمندتر در واحدهای تجاری دولتی جدید مانع از اثرگذاری منفی مشارکت VC به روی واحدهای تجاری در شرایط محیطی نظارتی جدید می‌شوند.

تئوری VC پیش بینی کرد که برخی از سرمایه‌گذاران را انتخاب می‌کند تا به سرمایه‌گذاری در کارآفرینی با تکنولوژی بالا، نه صرفاً برای به دست آوردن بازده مالی، بلکه به دلایل استراتژیک بپردازد. در حالی که یکی از اهداف اصلی IVC ها برای به حداکثر رساندن بازده‌شان، دستیابی به هم‌افزایی با کسب و کار اصلی‌شان است، لذا این عوامل دلیلی پیشرو برای شرکت‌های بزرگ به منظور سرمایه‌گذاری VC تلقی شده است. بانک‌هایی که در VC سرمایه‌گذاری کردند ممکن است اهداف استراتژیک علاوه بر این یا حتی در جایگزینی، اهداف مالی را دنبال کنند. بانک‌ها که تخصص خود را در سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز گسترش می‌دهند، امید به کسب منافع از وجود اقدامات تکمیلی بین کسب و کار اصلی خود و سرمایه‌گذاری VC دارند.

هلمن و همکاران در سال (۲۰۰۸) اثبات کرده‌اند که شرکت‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بانک‌ها به نظر می‌رسد بیشتر علاقه‌مند به پیدا کردن اقدامات تکمیلی با پرتفوی فعالیت‌هایشان، (به عنوان مثال، وام عادی، خدمات پذیره نویسی و...) نسبت به بازده بالایی است که آن صنایع می‌توانند ارائه دهند. توسط جعل یک رابطه با یک شرکت در مرحله سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز، BVC برای ایجاد مشتریان آینده، اعطای وام و پذیره نویسی فعالیت‌های بانک‌های وابسته به آن، امیدوار است. در نتیجه، BVC ها سرمایه‌گذاری با خطر کمتر را ترجیح می‌دهند. این رفتار استراتژیک می‌تواند بر هر دو فرایند غربالگری شرکت‌های هدف و تاثیر بر عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر گذارد. بنابراین، تفاوت‌های بین شرکت‌های مورد حمایت BVC، شرکت‌های مورد حمایت IVC و شرکت‌هایی که در آنها سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز نشده که به احتمال زیاد هر دو قبل از سرمایه‌گذاری (یعنی غربالگری) و بعد از سرمایه‌گذاری (یعنی تاثیر آن) را نشان می‌دهد. همسو با اعتقاد به این که BVC ها راه را برای ساخت روابط مشتری آینده بانکی پیموده‌اند، می‌توان چنین استدلال کرد که فرآیند غربالگری توسط بانک‌ها نه تنها در بررسی صلاحیت شرکت‌های هدف به تامین مالی VC و نیز ریسک‌پذیری‌شان ختم نمی‌شود، بلکه در انتخاب شرکت‌ها با احتمال مواجهه شدن با بحران مالی کمتر در آینده نیز به نتیجه می‌رسند. BVC ها به احتمال زیاد به توجه خاص در طبقه‌بندی متقاضیان وام در رده‌های ریسک ساخته شده توسط بانک‌های وابسته و برای مدل‌های اعتباری / ارزیابی ریسک، که بانک‌ها برای ارزیابی وضعیت مالی وام‌گیرنده استفاده می‌کنند، می‌پردازند. علاوه بر این، پیشینه‌ای برجسته شده است که بانک‌ها مجوز دسترسی به اطلاعات مربوط به کیفیت بدهکارانشان را دارند.

شارپ در سال (۱۹۹۰) نشان داد که بانک‌ها اجاره‌ها را به دلیل اطلاعات خصوصی‌شان استخراج می‌کنند، که به آنان قدرت تسلط بر سرمایه‌گذاران بیرونی را می‌دهد. علاوه بر این، در مقایسه با IVC ها، BVC ها به احتمال زیاد در خطر بیشتر نامطلوب به عنوان فشار کمتر برای به حداکثر رساندن بازده هستند، تا زمانی که مجبور به افزایش بودجه از اشخاص ثالث نباشند. (مانیگارت و همکاران، ۲۰۰۲)

بنابراین، با فرض ثابت بودن سایر شرایط، به عنوان یک BVC می‌توان انتظار رد کردن شرکت‌های هدف که احتمال بالاتری برای عملکرد پیشین از بحران مالی آینده را نشان می‌دهد، داشته باشد. همه چیز برابر است، وجود رابطه بین یک بانک و یک شرکت در سطح VC باید در دسترس بودن و مقدار (و احتمالاً کاهش هزینه) اعتبار این شرکت را یا از بانک خود و یا از بانک‌های دیگر، افزایش دهد. اگرچه اثر اول را می‌توان در پیشینه‌ای از رابطه بانکی ردیابی نمود، دومی بیشتر بر تئوری علامت-دهی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز استوار است. نظریه رابطه بانکی پیش‌بینی کرد که تماس مداوم بین یک وام‌گیرنده و وام‌دهنده می‌تواند ورودی ارزشمندی را در مورد چشم‌انداز مالی شرکت، برای قرض‌دهنده به منظور کمک به او در تصمیم‌گیری در مورد اینکه آیا اعتبار گسترش می‌یابد و یا در مورد چگونگی قیمت وام ایجاد کند. (ایلیازبانی و گلدبرگ، ۲۰۰۴)



روابط نزدیکتر بین بانکها و وام‌گیرندگان تجربی با نرخ پایین‌تر وام بدون بهره، کاهش نیاز وثیقه، وابستگی کمتر بر روی بدهی‌های تجاری و افزایش در دسترس بودن وام همراه است. بانکها ممکن است در روابط بلندمدت با مشتریان خود، به این امید که می‌توان به آنها در بهبود وام‌های موجود کمک کنند تامین مالی اضافی برای مشتریان را مد نظر قرار دهند و یا این که این موضوع به طور بالقوه به تشدید اخذ تعهد نسبت به وام‌گیرندگان بد حساب منجر شود. (کنگ و همکاران، ۲۰۱۳)

اثر مستقیم و اعمال نفوذ بانکها در وام‌های موجود تجاری در بازار VC این است که ایجاد روابط اولیه در VC اجازه می‌دهد تا آنها به جمع‌آوری اطلاعات لازم در مورد چشم‌انداز و اعتبار شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده در یک دوره زمانی مهم بپردازند. در نتیجه، تصمیم‌گیری به منظور وام دادن و شرایط قرارداد وام به شرکت‌هایی که در گذشته تحت حمایت BVC بودند، تا حد زیادی مبتنی بر اطلاعات اختصاصی شرکت در طول سال‌ها از طریق ارتباطات مستقیم جمع‌آوری شده خواهد بود. از سوی دیگر، شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده می‌توانند با استفاده از روابط توسعه داده شده از طرف VC از بازار وام با انتقال یک سیگنال به بانک‌های دیگر در مورد کیفیت‌شان، مفید باشند. این در حالی است که به طور گسترده‌ای به رسمیت شناخته شده که VCها یک سیگنال را به سایر طرف‌های ناشناس که کیفیت یک شرکت را گواهی می‌کند، انتقال می‌دهند. همچنین سبب تسهیل دسترسی به امور مالی اضافی در فرمی از بدهی مالی، بدهی عملیاتی، یا سهام خارجی می‌شوند. (برتونی و همکاران، ۲۰۱۲)

براساس این دیدگاه، سطح کلی از بدهی برای شرکت‌های تحت حمایت VC ممکن است در سال‌های بعد را به یک اندازه از VC افزایش دهد. متأسفانه، از آنجا که هیچ اطلاعات دقیقی در منبع وام برای پرتفوی شرکت‌ها موجود نیست، نمی‌توانیم موسسه مالی یا بانکی ایجاد و ردیابی کنیم که در آن یک شرکت بتواند وام از یک بانک خاص در همان دوره به همان اندازه از VC دریافت نماید. در نتیجه، نمی‌توانیم به طور تجربی از رابطه بانکی و اثرات تئوری علامت‌دهی رها شویم. با این حال، افزایش سطح بدهی را می‌توان برای شرکت‌هایی که تحت حمایت BVC هستند را نسبت به آنهايي که تحت حمایت IVC نیستند، برجسته‌تر در نظر گرفت. این امر بدین خاطر است که، مادامی‌که هر دو اثر ممکن است یک نقش برای BVC بازی کنند، تامین مالی IVC ممکن است تنها به یک اثر علامت‌دهی مربوط شود. در نتیجه، ارتباط بانکی و نظریه علامت‌دهی نشان می‌دهد که در سال‌های بعد در یک معامله، شرکت‌های تحت حمایت BVC می‌توانند با افزایشی در سطح بدهی، در مقایسه با همسالان خود که در آنها سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز نشده و شرکت‌های تحت حمایت IVC مواجه شوند.

### - طرح تحقیقاتی - انتخاب نمونه

از آنجایی که دوره‌ی فروش سهام در شرکت هدف برای اغلب VCها یک سال است. (بر طبق<sup>۱</sup> CSRC) یک سال پس از IPO را به عنوان سال انقضای دوره‌ی فروش سهام در نظر گرفتیم. (که به آن سال پس از IPO گفته می‌شود). به دلیل این که اقلام تعهدی در سال قبل از IPO و در طول آن می‌توانند زمینه‌ای را برای آزمایش اعتبار مدیریت سود فراهم سازند. از اقلام تعهدی اختیاری در این دو سال به عنوان مقیاس ارزیابی کیفیت اطلاعات حسابداری پیش از انقضای دوره‌ی فروش سهام استفاده کردیم. نمونه آماری متشکل از شرکت‌هایی بود که IPO خود را در هیات مدیره واحدهای تجاری کوچک و متوسط شنزن (هیات مدیره<sup>۲</sup> SME) و بازار رشد واحدهای تجاری انجام داده بودند. داده‌های دقیق VC را از طریق بررسی اطلاعات حاصل از منبع VC بر طبق دفترچه‌ی راهنمای مربوطه بدست آوردیم. داده‌های مالی نیز از طریق پایگاه اطلاعاتی ویند، دفترچه‌ی راهنما و گزارشات سالانه در دسترس قرار گرفتند و رتبه بندی‌های پذیره‌نویسان و حساب‌رسان نیز از طریق وب سایت کمیته‌ی صنعتی بدست آمد.

<sup>1</sup> China Security Regulation Committee (CSRC)

<sup>2</sup> Small and Medium Enterprises Board (SME Board)





در این مقاله کارایی کلی نظارت واحدهای تجاری به شکل حاصل جمع کارایی عملیاتی با هدف کسب سودها و تحقق کارایی عملکرد به منظور ارتقای رفاه اجتماعی محاسبه شده است. رونق شدید بازار سهام در سال ۲۰۰۷ منجر به ۱۰۱ مورد IPO در این سال شده است که به عنوان بالاترین تعداد IPO در طول ۵ سال متناوب نمونه شناخته می‌شود. بالاترین تعداد IPO پس از مورد فوق در مرتبه‌ی دوم در سال ۲۰۰۹ مشخص شده که در آن ۹۰ مورد IPO انجام شده است، یعنی در همان سالی که کشور چین<sup>۱</sup> GEM را تاسیس کرد. در بخش B نیز گزارشی در خصوص نتایج توصیفی تعداد شرکت‌های نمونه ارائه شده که از حمایت VC برخوردار بوده‌اند. به نظر می‌رسد که VC ها مشارکت فعالانه‌ای در بازار سرمایه داشته‌اند به طوری که ۱/۳ از IPO ها تحت حمایت آنها قرار گرفته‌اند. درصد شرکت‌های تحت حمایت VC ها در طول دوره زمانی یافته و در سال ۲۰۰۹ به ۵۵.۵۶ درصد رسیده است. VC ها حمایت بیشتر خود را از صنعت الکترونیک، صنایع ماشین آلات، تجهیزات و ابزارالات و همچنین صنعت فناوری اطلاعات نشان داده‌اند. علاوه بر این تعداد عوامل احتمالی تاثیرگذار به روی مدیریت سود را نیز تحت کنترل درآوردیم. عواملی از قبیل وسعت شرکت IPO، رشد، اهرم مالی، نسبت آبی، کارایی جریان نقدی، مالکیت و شهرت حسابرسان و پذیره نویسان در زمان IPO.

استدلال‌مان بدین ترتیب مطرح خواهد شد:

نخستین مورد این که چون شرکت‌های بهره‌مند از رشد سریع ممکن است با کمبود وجوه نقدی مواجه شوند، ارقام تعهدی غیر اختیاری و ارقام تعهدی اختیاری آنها بیشتر و بزرگ‌تر خواهد بود.

دوم این که شرکت‌های دارای اهرم مالی بالاتر با نظارت و کنترل بیشتری از سوی بدهکاران مواجه هستند، در نتیجه مدیریت سود آنها ضعیف‌تر خواهد بود (اهرم مالی = نقدینگی مالی).

سوم این که نسبت آبی در شرکت‌ها بیانگر انعطاف پذیری‌های کوتاه‌مدت می‌باشد، در همین راستا می‌توان گفت شرکت‌های برخوردار از انعطاف پذیری مالی بیشتر، با نقدینگی بیشتر و ارقام تعهدی کمتری مواجه هستند و چنین شرایطی می‌تواند به روی ارقام تعهدی اختیاری این شرکت‌ها اثر گذار باشد.

نکته چهارم این که با توجه به ثابت بودن سود خالص، کفایت جریان نقدی می‌تواند مستقیماً به روی میزان کل ارقام تعهدی و در نتیجه به روی میزان ارقام تعهدی اختیاری اثر بگذارد.

پنجم این که کیفیت اطلاعات حسابداری در صورتی ارتقا می‌یابد که شرکت توسط حسابرسان مشهورتر مورد بررسی قرار گیرد.

نکته ششم در واقع می‌توان گفت که شهرت پذیره نویسان بر انتخاب حسابرسان اثر گذار خواهد بود.

نکته هفتم اینکه مالکیت متفاوت می‌تواند به روی مدیریت سود تاثیر گذار باشد، همان طوری که این نکته در مطالعات قبلی نیز به اثبات رسیده بود. در نهایت باید گفت که وسعت شرکت نیز می‌تواند مشخصه‌ای برای اثرگذاری منابع یک شرکت روی سودهای حسابداری باشد.

به طور خاص مشارکت VC می‌تواند تحت تاثیر فروش‌ها به ازای هر سهم، سرمایه‌های خالص به ازای هر سهم، سرمایه‌های کلی به ازای هر سهم و عوامل مالی دیگری در شرکت‌های صاحب مجموعه‌ی اوراق بهادار قرار گیرد. همچنین ممکن است از مشارکت تحت تاثیر عوامل صنعتی نیز قرار داشته باشد زیرا VC ها تمایل دارند در شرکت‌های به‌رمنند از صنایع دارای فناوری‌های پیشرفته سرمایه‌گذاری نمایند. (لی و واهال، ۲۰۰۴)

از این رو از متغیر ساختگی به منظور دستیابی به این نتیجه استفاده شده که آیا شرکت‌های نمونه در صنایع دارای فناوری‌های پیشرفته فعال هستند یا خیر؟ در نهایت با توجه به مطالب ارائه شده از سوی لرنر (۱۹۹۵) می‌توان گفت که VC ها تمایل دارند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که از نظر مکانی نزدیک به موقعیت‌های جغرافیایی‌شان قرار گرفته است، تا از این طریق هزینه‌های خود را کاهش دهند. به علت این که VC ها در چین در پکن، گوانگ دانگ، جیانگ سو و ژی جیانگ

<sup>1</sup> Growth Enterprise Market (GEM)



متمرکز هستند، از یک متغیر ساختگی به عنوان عامل مشخص کننده‌ی پاسخ این پرسش استفاده شد که آیا شرکت‌های نمونه در چنین استان‌هایی به ثبت رسیده‌اند یا خیر؟

## - بیان مسأله

### - جمع آوری داده‌ها

در این مطالعه یک نمونه از شرکت‌های کارآفرینی اروپایی با تکنولوژی بالا که تامین مالی VC را از BVC ها و IVC ها دریافت کرده، تجزیه و تحلیل شده است. نمونه از پایگاه داده ویکو، که شامل شرکت و صندوق در سطح اطلاعات دقیق در مورد تعداد زیادی از شرکت‌های عملیاتی تحت حمایت VC و حمایت نشده VC در هفت کشور اروپایی است، استخراج شده است که شامل بلژیک، فنلاند، فرانسه، آلمان، ایتالیا، اسپانیا و انگلستان می‌شود. تمام شرکت‌های موجود در نمونه پس از سال ۱۹۸۴ تاسیس شده‌اند که مستقل در بنیاد خود بودند، و در صنایع طبقه بندی شده به عنوان "بخش متوسط/ با تکنولوژی بالا" بر طبق طبقه بندی آماری حاصل از فعالیت های اقتصادی در جامعه اروپا به کار گرفته شده‌اند. مجموعه داده ویکو شامل دو نوع از شرکت‌ها است: یک نمونه از شرکت‌ها تحت حمایت VC-۷۵۹، که دور اول خود را از تامین مالی VC دریافت کرده‌اند، و یک گروه کنترل شرکت حمایت نشده VC-۷۰۶۱۱ را تشکیل می‌دهند.

داده‌ها بر شرکت‌های تحت حمایت VC از هر دو پایگاه داده‌های تجاری، مانند سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز ویژه و دیگر پایگاه داده‌های اختصاصی توسعه یافته توسط شرکای پروژه ویکو، استخراج شدند. مجموعه داده ویکو شامل تامین مالی سهام (یا مانند سهام) می‌شود که توسط VCها در شرکت‌های کارآفرین در مراحل اولیه تأسیسشان (بدو تأسیس، مرحله اولیه، مرحله بعد و توسعه سرمایه) در کشورهای ذکر شده در بالا ارائه شده‌اند. این داده‌ها نیز از منابع دیگر تکمیل شده‌اند (به عنوان مثال، گزارش سالانه، وب سایت‌ها، مطبوعات منتشر شده، کتاب‌های سال جاری انجمن VC در هر یک از هفت کشور اروپایی موجود در مجموعه داده ویکو، پایگاه داده زافیر). نمونه شامل هر دو معاملات موفق و غیر موفق و هر دو شرکت‌های باقی مانده و غیر باقی مانده (به عنوان مثال، ورشکسته، به دست آورنده) می‌باشد.

گروه کنترل از شرکت‌های حمایت نشده VC از استخراج تصادفی از شرکت‌های بالقوه همسان (از طریق یک پیش فیلتر براساس کشور، سن، صنعت و وضعیت حقوقی نمونه تحت حمایت مشابه VC) از نسخه‌های سال‌های مختلف از مجموعه داده‌های آمادئوس منتج شده است. (بورائو واندیک، ۲۰۰۸) روش استخراج از گروه کنترل، گنجایش هر دو شرکت باقی مانده و غیر باقی مانده، به منظور جلوگیری از پیدایش یک سوگیری در بازماندگی را تضمین می‌کند. مجموعه داده آمادئوس نیز برای بازیابی داده‌های حسابداری برای هر دو شرکت تحت حمایت VC و حمایت نشده VC استفاده شده است. به منظور بهبود محتوای مرتبط با مجموعه داده‌ها و مقابله با اطلاعات، منابع دیگری استفاده شده است، از جمله آنها می‌توان اصلاحات وام در آلمان و مجموعه داده انجمن تجارت ایتالیایی در ایتالیا را نام برد. گروه کنترل شامل ۷،۶۱۱ شرکت‌های حمایت نشده VC، از هر آنچه که داده‌های حسابداری از شرکت‌های ۷،۴۷۳ که در دسترس بودند، می‌باشد. خارج از ۷۵۹ شرکت تحت حمایت VC در مجموعه داده ویکو، تنها مشاهداتی که حضور BVC ها یا IVC ها را که در معامله گزارش داده بودند، نگاه داشتیم و در تطبیق میزان تمایل که در زیر بخش فرعی توصیف می‌شود را برای شناسایی یک نمونه کنترل مناسب، اجرا نمودیم.

### - گرایش به می‌زان تطابق

به منظور تعیین غربالگری و تاثیر BVC ها، ما علاقه‌مند به انجام دو نوع مختلف از مقایسه می‌باشیم: (۱) بین شرکت مورد حمایت BVC و شرکت مورد حمایت IVC؛ (۲) بین شرکت سرمایه‌گذاری شده (هر دو شرکت مورد حمایت BVC و مورد حمایت IVC) و مقایسه آن با شرکت‌های سرمایه‌گذاری نشده. بنابراین، استراتژی تطابق را به یک شکل "دو مرحله‌ای"



که شرکت‌های ناتوان در مقایسه که به درستی انتخاب می‌شوند، به تصویب رساندیم. از آنجا که دریافت مالی VC توسط گونه-های مختلف از شرکت‌های VC نمی‌تواند به نحو قابل قبولی به عنوان نتیجه‌ای از یک فرایند تصادفی تفسیر شود، به حساب آوردن آن برای فرآیند غربالگری پیش‌بینی شده از وجوه مختلف VC به منظور به دست آوردن تخمین‌های بی طرفانه لازم بود. در اینجا تورش انتخاب مطرح می‌شود چرا که شرکت‌ها این شانس را دارند تا آن چه که برای تامین بودجه VC اعمال می‌شود، را انتخاب کنند و برعکس، وجوه مختلف VC می‌تواند پرتفوی شرکت را از مجموعه‌ای از شرکت‌های بالقوه قابل سرمایه‌گذاری انتخاب کنند. تخمین زنده‌ی این تطابق حداقل تا حدی توانست این مسئله را حل کند. تمایل به تطابق امتیاز، به عنوان پیشنهاد توسط روزن‌بام و روبین (۱۹۸۳) به تصویب رسید. این روش به طور گسترده در مطالعات دیگر که تاثیر معاملات VC را در عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده تجزیه و تحلیل می‌کنند تطبیق داده شده است.

در مرحله اول از روش‌های تطبیق، برای هر شرکت که تامین مالی BVC را در سال t دریافت کرده است، ما آن شرکت‌هایی که تامین مالی IVC در سال t دریافت نموده‌اند را که تا به حال بیشترین شباهت به دریافت مالی BVC داشته‌اند، انتخاب نمودیم. این مرحله برای به دست آوردن یک نمونه متشکل از شرکت‌های مورد حمایت IVC که مشابه نمونه مورد حمایت BVC بودند، به منظور کاهش تورش انتخاب بالقوه، مفید بوده است. امتیازات گرایش، با برآورد یک مدل احتمالی در کل نمونه از شرکت تحت حمایت VC در سال سرمایه‌گذاری به دست آمد، که در آن احتمال دریافت متغیر وابسته مالی BVC بود. متغیرهای مستقل شامل سن شرکت در لگاریتم (سن)، سائز شرکت اندازه‌گیری شده توسط لگاریتم کل فروش شرکت (اندازه)، همچنین سال، کشور، و صنعت ساختگی است. ارزیابی تاثیر VCها در عملکرد شرکت‌های هدف نیاز به شناسایی یک نمونه کنترل مناسب از شرکت‌های حمایت نشده ی VC دارد.

بر این اساس، در مرحله دوم، برای هر یک از شرکت‌های تحت حمایت VC (همه شرکت‌های مورد حمایت BVC و IVC انتخاب شده در مرحله اول) که تامین مالی VC را در سال t دریافت کرده‌اند، شرکت‌هایی را که هیچ معامله VC ای نداشته، اما بیشترین شباهت را (به عنوان مثال، امتیاز گرایش) از دریافت تامین مالی VC داشتند، انتخاب نمودیم. امتیازات گرایش با برآورد دو مدل پروبیت جداگانه به دست آمد: (۱) یکی از شرکت‌های تحت حمایت BVC و گروه کنترل کامل در سال سرمایه‌گذاری BVC، که در آن متغیر وابسته محتمل بر دریافت مالی BVC بود. و (۲) یکی دیگر از شرکت‌های تحت حمایت IVC و گروه کنترل کامل در سال سرمایه‌گذاری IVC، که در آن متغیر وابسته محتمل بر دریافت مالی IVC بود. متغیرهای مستقل از این دو مدل پروبیت شامل سن شرکت در لگاریتم (سن)، سائز شرکت اندازه‌گیری شده توسط لگاریتم کل فروش شرکت (اندازه)، سال، کشور و صنعت ساختگی بود.

شرکت‌های همسان (مطابق) در هر مرحله با به حداقل رساندن فاصله امتیاز گرایش با استفاده از معیار نزدیکترین همسایه (با فاصله ماهالانوبیس)، بین "رفتار" و شرکت‌های همسان، در حالی که تنها به حفظ شرکت‌ها با حمایت رایج می-پردازند، شناخته شدند. نمونه گیری از گروه کنترل با جایگزینی انجام گرفت تا یک شرکت کنترل بتواند به عنوان یک تطابق بیش از یک بار انتخاب شود. تطبیق با جایگزینی، تطابق با تورش کمتر را ایجاد می‌کند. (دهیجیا و واهبا، ۲۰۰۲)

جای تعجب نیست، شرکت‌های همسان مورد حمایت IVC در یک روش مشابه به آنهایی که تحت حمایت BVC توزیع می‌شوند، و این نتیجه با آزمون‌های مجذور کای (کای دو) به ترتیب برای کشور، صنعت و دوره تأسیس تایید می‌شود.

به طور مشابه، شرکت‌های مورد حمایت BVC و گروه کنترل BVC به لحاظ توزیع جغرافیایی، صنعتی، و سن بسیار نزدیک می‌باشند، همان طور که در آزمون مجذور کای، نشان داده شد.

به همین ترتیب، شرکت‌های مورد حمایت IVC و گروه کنترل IVC در یک روش مشابه توزیع می‌شوند، آزمون مجذور کای به ترتیب برای کشور، صنعت، و دوره تأسیس را نشان می‌دهد.

این آمار یک تعادل کلی خوب را (بیش از این ابعاد) از نمونه حاصل از روش تطابق نشان می‌دهد. این مهم است که این تعادلی را که ارتباط ویژه‌ای از نظر توزیع کشور، به عنوان صنعت بانکداری نقش‌های متفاوتی را در کشورهای مختلف اروپایی،



در تامین مالی از شرکت‌های کارآفرین ایفا می‌کند را به صورت برجسته نشان دهد. شرکت مورد حمایت BVC در بلژیک و در فرانسه، با توجه به تطابق شرکت مورد حمایت IVC، ضعیف بوده است.

### - روش شناسی تجربی و آمار توصیفی

به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق‌مان، ما از دو متغیر وابسته استفاده کردیم. اول، خطر بحران مالی را با پذیرش احتمال عدم پرداخت بدهی شرکت  $t$  در سال  $i$  به عنوان یک تعهد در نظر گرفتیم. به منظور محاسبه ۱ سال احتمال عدم پرداخت بدهی از شرکت‌های موجود در نمونه، اشاره به ساخت یک مدل توسعه یافته توسط ساباتو و آلتمن (۲۰۰۵) انجام شد و از مدل آگتو و اسکلاتو (۲۰۱۰) استفاده شد. مدل‌های موجود در ارزیابی ریسک اعتباری و پیش بینی عدم پرداخت بدهی بر نسبت‌های حسابداری مالی و یا بر اطلاعات بازار سهام (و یا ترکیبی از هر دو) تکیه می‌کنند و احتمال عدم پرداخت بدهی با استفاده از نمونه شرکت‌های پرداخت کننده بدهی و غیر پرداخت کننده بدهی را نتیجه می‌دهد. با این حال، بسیاری از این مدل‌ها می‌تواند تنها در شرکت‌های ذکر شده پس از آنکه شامل ارزش بازار شرکت‌ها در میان متغیرهای‌شان شدند، اجرا شود (لطفاً توجه داشته باشید که بسیاری از شرکت‌ها در نمونه‌های ما در بازار سهام ذکر نشده‌اند). مدل ارائه شده توسط آلتمن و ساباتو (۲۰۰۵) به ویژه تنظیم حال حاضر به این دلیل که در یک نمونه از شرکت‌های کوچک و متوسط ایتالیایی کالیبره شده می‌باشند، مناسب است. همچنین برای محیط طبیعی با اندازه کوچک شرکت‌ها در نمونه مناسب است، و آن کاملاً جدید است و به راحتی می‌تواند به یک طیف گسترده‌ای از اروپا افزایش یابد. نسبت‌های مالی برای سنجش احتمال عدم پرداخت بدهی یک شرکت، به صورت پیشرفته توسط آلتمن و ساباتو (۲۰۰۵) استفاده شده است.

علاوه بر این، به یک اندازه‌گیری از مواجهه با کل بدهی‌ها که به عنوان بدهی‌های مالی بیش از کل فروش‌ها تعریف شده، متوسل شدیم. به منظور بررسی تاثیر بالقوه نقاط دور افتاده، تمام نسبت‌هایی که در میانگین، به اضافه یا منهای پنج محدوده‌ی میان چارکی بودند بررسی شد. (با توجه به بوکلی و همکاران در سال ۲۰۱۱). این رویکرد در کاهش تاثیر نقاط دورافتاده مفید است و اجازه می‌دهد تا تعداد زیادی از مشاهدات مورد استفاده قرار گیرد در غیر این صورت ممکن است که نقاط دورافتاده حذف شوند. در میان متغیرهای کنترل، که شامل لگاریتم سن شرکت‌ها نیز می‌شود. تمام مدل‌ها شامل کشور ساختگی به منظور جذب هر گونه اثر مستقل با توجه به ویژگی‌های کشورها است. علاوه بر اثرات خاص کشور، ما برای تفاوت‌هایی که به صورت مقطعی میان صنایع ایجاد می‌شود، صنعت ساختگی را اضافه کردیم. به منظور کنترل شرایط تغییرات زمانی (مانند وضعیت بازار بدهی)، زمان ساختگی را در نظر گرفتیم. این کنترل اثرات سال مربوط به سهم معاملات وابسته به بانک‌ها است که برای دوره‌ای شدن، و اینکه در حداکثر زمان سرمایه زیاد به بازار سهام خصوصی وارد می‌شود، یافته شد.

### - نتایج تجربی

#### - - مشارکت VC ها در مدیریت سود شرکت های IPO

به طور خلاصه می‌توان گفت که هم اقلام تعهدی اختیاری برآورد شده براساس مدل تعدیل شده‌ی مقطعی جونز و هم اقلام تعهدی اختیاری هماهنگ با عملکرد در دوره‌ی پیش از IPO، در طول IPO و یک سال پس از آن در وهله‌ی نخست افزایش داشته و سپس افت کرده‌اند. اوج این تعهدات در سال انجام IPO قرار داشت و در سال پس از IPO در مقایسه با سال قبل از IPO بالاتر بوده‌اند. اقلام تعهدی اختیاری برآورد شده براساس مدل JONES در تمامی سه سال متوالی مثبت بوده‌اند و در سطح ۵ درصد، ۱ درصد، اما اقلام تعهدی اختیاری هماهنگ با عملکرد فقط در سال انجام IPO در سطح معناداری ۱ درصد مثبت بوده‌اند. تعهدات اختیاری هماهنگ با عملکرد در سال پیش از IPO منفی بوده و در سال پس از IPO مثبت بوده‌اند. بطور خلاصه می‌توان این طور نتیجه‌گیری کرد که شرکت‌های نمونه سودهای خود را در طول پروسه‌ی IPO مدیریت کرده‌اند به ویژه در سال انجام IPO و در سالی که دوره‌ی فروش سهام شرکت هدف منقضی شده بود. دوره فروش





سهام شرکت هدف برای مقامات درون سازمانی (به جز برای سهامداران نظارت کننده از قبیل بخش مدیریت، در چین ۱ سال است. برای شرکت‌های فهرست شده در نیمه ی اول سال، سودهای حسابداری در پایان سال IPO مستقیماً به روی قیمت فروش اثر گذار بوده‌اند، بنابراین می‌توان از آنها به عنوان انگیزه‌ای برای افزایش سودهای حسابداری در سال IPO یاد کرد. اما برای آن دسته از شرکت‌های فهرست شده در نیمه ی دوم سال باید گفت که سودهای حسابداری در سال پس از IPO، تاثیرگذاری بسیار قابل توجهی را به دنبال خواهند داشت. از این رو به منظور تجزیه و تحلیل انگیزه‌های مدیریت سود در سال IPO و سال پس از آن، نمونه‌ی خود را به دو زیر گروه تقسیم کردیم. این تقسیم بندی بر این اساس انجام گرفت که آیا شرکت ها در نیمه‌ی اول سال فهرست شده‌اند یا در نیمه‌ی دوم (فهرست شده = پذیرفته شده در بورس). همچنین در صورتی که شرکت را بعنوان شرکت دارای مدیریت سود بالا تعریف کردیم که ارقام تعهدی اختیاری آن بالاتر از حد میانه نمونه بوده است. سپس به بررسی ارتباط میان مدیریت سود و زمان پذیرفته شدن در بورس (زمان فهرست شدن) پرداختیم. به این نتیجه رسیدیم که در سال انجام IPO، برای شرکت‌های فهرست شده در نیمه‌ی اول، نسبت شرکت‌های دارای مدیریت سود بالا ارزیابی شده بر طبق ارقام تعهدی اختیاری برآورد شده با مدل تعدیل شده‌ی مقطعی جونز ۴۳.۲۶ درصد بوده است. برای شرکت‌های فهرست شده در نیمه دوم سال، این نسبت به ۵۳.۲۴ درصد رسید که تفاوت میان آنها در سطح ۱۰ درصدی معنادار بود. نتایج مربوط به ارقام تعهدی اختیاری هماهنگ با عملکرد نشانگر یک الگوی یکسان هستند. نسبت شرکت‌های فهرست شده در نیمه اول سال، به عنوان شرکت‌های بهره‌مند از مدیریت سود بالا ۴۸.۰۷ درصد و برای شرکت‌های فهرست شده در نیمه‌ی دوم سال ۵۰.۹۲ درصد بوده‌اند. البته تفاوت میان این دو گروه چندان معنادار به نظر نمی‌رسد. از این رو تاثیر دوره‌ی فروش سهام یا بخشی از دارایی‌های شرکت هدف را به روی مدیریت سود به شیوه فوق اثبات کردیم.

در ادامه به مقایسه‌ی مدیریت سود در شرکت‌های تحت حمایت VC با شرکت‌های فاقد حمایت VC پرداختیم. مشاهده گردید که هم ارقام تعهدی اختیاری برآورد شده بر طبق مدل اصلاح شده‌ی مقطعی جونز و هم ارقام تعهدی اختیاری هماهنگ با عملکرد برای شرکت‌های حمایت شده و حمایت نشده توسط VC در وهله‌ی اول رو به افزایش بوده و سپس کاهش یافته‌اند و در سال انجام IPO به نقطه اوج خود رسیده‌اند (همانند نتایج بدست آمده برای کل نمونه). بطور خاص می‌توان گفت در مورد ارقام تعهدی اختیاری برآورد شده بر طبق مدل جونز، مدیریت سود در شرکت‌های تحت حمایت VC بطور معناداری هم در سال انجام IPO و هم در سال پس از آن مثبت بوده است و در سال پس از IPO بالاتر از سال قبل IPO قرار گرفته است (یعنی در سال انجام فروش سهام یا بخشی از دارایی‌های شرکت هدف). اگر چه مدیریت سود در شرکت‌های حمایت نشده با VC بطور معنی‌داری در تمامی سه سال متوالی مثبت بوده است. اما این میزان در سال پس از IPO در مقایسه با سال پیش از IPO کمتر بوده است. الگوی مدیریت سود در شرکت‌های تحت حمایت VC شبیه به ارقام تعهدی اختیاری هماهنگ با عملکرد به نظر می‌رسد. این الگوی مدیریتی به طور معنی‌داری در سال انجام IPO مثبت می‌باشد. همچنین این الگو در سال پیش از IPO بطور معنی‌داری منفی نبوده و در سال پس از IPO مثبت بوده است. الگوی مدیریت سود در شرکت‌های حمایت نشده توسط VC کمی متفاوت می‌باشد.

این الگو بطور معنی‌داری در سال انجام IPO مثبت بوده و در سال قبل از IPO یا سال پس از آن بطور معنی‌داری منفی نبوده است. بطور خلاصه می‌توان گفت که نتایج تعهدات اختیاری برآورد شده بر طبق مدل مقطعی تعدیل شده جونز و تعهدات اختیاری هماهنگ با عملکرد نشان می‌دهند که مدیریت سود در شرکت‌های تحت حمایت VC در مقایسه با شرکت های حمایت نشده با VC، پیش از انقضای دوره‌ی فروش سهام یا دارایی‌های شرکت هدف، پائین تر بوده، اما مدیریت سود در شرکت‌های تحت حمایت VC پس از انقضای دوره‌ی یاد شده، در وضعیت معکوس قرار می‌گیرند (بالاتر). مدیریت سود در شرکت‌های تحت حمایت VC در سال انقضای دوره‌ی فروش سهام یا دارایی‌های شرکت هدف (نه بطور معنی‌دار) بالاتر از شرکت‌های حمایت نشده با VC بوده است. وسعت شرکت‌های تحت حمایت VC در تمامی ۳ سال مد نظر، کوچکتر بوده است. تفاوت در سطح ۱ درصد در سال قبل از IPO معنادار بوده اما در ۲ سال دیگر چندان معنادار نبوده است. میزان رشد در شرکت‌های تحت حمایت VC در طول ۳ سال بالاتر بوده به ویژه در سال پیش از IPO. (گومپرز، ۱۹۹۶) ضمن این که شرکت-



های تحت حمایت VC در سطح معنی داری ۵ درصد نوظهورتر بوده‌اند. این یافته در راستای (تئوری بازی‌ها) مطرح شده از سوی چمنور و لوسکینا (۲۰۰۷) قرار دارد. این نتیجه بطور تلویحی نشان می‌دهد که VC ها می‌توانند به شرکتهای صاحب مجموعه‌ی اوراق بهادار در بازاریابی IPO در بازار چین کمک کنند. اما شهرت حسابرسان در این شرکت‌ها کمتر از شهرت حسابرسان شرکتهای حمایت نشده با VC تلقی می‌شود زیرا VC ها تمایل دارند حسابرسی را با کیفیت پایین‌تر انتخاب کنند تا از این طریق مدیریت سود تسهیل گردد.

در نهایت باید به این نکته اشاره داشته باشیم که علت حمایت VC ها، شرکتهای IPO تحت حمایت VC از انعطاف پذیری مالی بیشتر، توانایی مالی کوتاه‌مدت و کوتاه مدت بیشتر، نقدینگی (اهرم مالی) پایین‌تری در سال پیش از IPO و در طول آن و نسبت آنی بالاتری در طول ۳ سال مورد نظر و همچنین جریان‌های نقدی عملیاتی نه چندان کافی برخوردارند.

### - نتایج رگرسیون

نتایج رگرسیون نشان می‌دهد که برای تمامی ۳ سال مورد نظر VC هیچ اثر معناداری را به روی مدیریت سود، ارزیابی شده بر طبق تعهدات اختیاری با استفاده از مدل جونز و تعهدات اختیاری هماهنگ با عملکرد، بدون کنترل مشکل خود انتخابی نمونه نداشته است. ضرائب رگرسیون برای تعهدات اختیاری برآورد شده بر طبق مدل جونز (تعهدات اختیاری هماهنگ با عملکرد) در VC به ترتیب برای سال پیش از IPO و در طول IPO برابر بودند با  $-0.014$  ( $-0.009$ ) و  $-0.014$  ( $-0.007$ ) و همچنین برای سال پس از IPO نیز  $0.012$  ( $0.024$ ) بوده است. تمامی این اعداد پس از کنترل و مهار خصوصیات شرکتهای نمونه و شهرت پذیره نویس و حسابرس چندان معنی دار تلقی نشدند. اما اگر ما این الگو را برای ۳ سال در نظر بگیریم، می‌توانیم اینطور حدس بزنیم که VC ها در بازار چین تمایل دارند از طریق کاهش مدیریت سود پیش از انقضای دوره‌ی فروش سهام و دارائی‌های شرکت هدف، به روی مدیریت شرکتهای صاحب مجموعه اوراق بهادار اثر گذار باشند. VC ها از طریق معکوس سازی سودهای حسابداری در سال پس از IPO، زمانی که در پایان دوره فروش سهام، ارزش ویژه خود را به وجه نقد تبدیل می‌کنند، به بازدهی‌های بیشتر حاصل از سرمایه‌گذاری دست می‌یابند. از این رو روحیه‌ی ریسک‌پذیری نقش مهمتری را نسبت به نقش گواهی‌دهی/بازنگری ایفا می‌کند.

نتایج رگرسیون مرحله دوم در خصوص (مدل اثر درمان) هستند به طوری که در آنها مشکل خود همبستگی کنترل شده است. به علت وجود محدودیت‌های مکانی، نتایج رگرسیون قیاس احتمالات آماری مرحله‌ی اول را گزارش نکردیم. به طوری که  $LR\ chi^2$  رگرسیون‌ها برای ۳ سال مورد نظر به ترتیب برابر بودند با  $49.8$ ،  $50.33$  و  $49.56$  درصد ( $LR\ chi^2 =$  آزمون نسبت احتمال تمامی این اعداد زیر سطح ۱ درصد معنا دار بوده و  $R^2$  تعدیل شده نیز به ترتیب برابر بود با  $12.23$  درصد  $12.36$  درصد و  $12.17$  درصد. در تمامی رگرسیون‌های قیاس احتمالات آماری، متغیرهای ساختگی، فناوری‌های پیشرفته و مکان جغرافیایی، به طور معنی داری زیر سطح ۵ درصد مثبت بودند. پس از کنترل مشکل خود انتخابی نمونه، اهمیت (معنای) معادله‌ی کلی افزایش یافت. بطور خاص در رگرسیون برای سال پس از IPO، با در نظر گرفتن اقلام تعهدی اختیاری هماهنگ با عملکرد به عنوان متغیر وابسته، اهمیت (معنای) کلی معادله از حالت غیر مهم به حالت مهم (معنادار) در سطح ۱۰ درصد تغییر یافت. نتایج مرحله‌ی دوم اثبات می‌کند که مشارکت VC به روی الگوی مدیریت سود پیش و پس از انقضای دوره فروش سهام یا دارائی‌های شرکت هدف اثر گذار می‌باشد. در رگرسیون اقلام تعهدی اختیاری برآورد شده بر طبق مدل تعدیل شده مقطعی جونز، ضرائب رگرسیون به طور غیر معنی دار در دوره‌ی پیش از IPO و در طول آن منفی باقی مانده‌اند اما ضرائب در سال انقضای دوره‌ی فروش سهام برابر با  $0.102$  و در سطح ۵ درصد معنادار به نظر می‌رسد. در رگرسیون همراه با اقلام تعهدی اختیاری هماهنگ با عملکرد به عنوان متغیر وابسته، ضریب رگرسیون در سال قبل از IPO برابر بوده با  $0.136$  که در سطح ۵ درصد معنادار می‌باشد. در سال انجام IPO مدیریت سود در شرکتهای تحت حمایت VC باز هم کمتر از شرکتهای حمایت نشده از سوی VC می‌باشد. اما تفاوت بین آنها چندان معنادار نیست زیرا مدیریت سود در شرکت‌های فهرست شده در نیم سال اول به منظور بهبود سودهای حسابداری پس از دوره‌ی فروش سهام، افزایش یافته است.



در سال انقضای دوره‌ی فروش سهام، مشارکت VC ها تاثیر معنی داری به روی مدیریت سود شرکت‌های صاحب مجموعه‌ی اوراق بهادار داشته است. به طوری که مدیریت سود در شرکت‌های تحت حمایت VC بالاتر از شرکت‌های حمایت نشده توسط VC در سطح اهمیت ۱۰ درصدی بوده است.

علاوه بر این نتایج گزارش نشده نشان می‌دهند که  $ROA^1$  (بازده‌ی دارایی‌های متوسط صنعت) در شرکت‌های تحت حمایت VC در سال قبل از IPO برابر بوده با ۱۴.۲ درصد (۱۱.۲ درصد) که بطور معنی داری بالاتر از شرکت‌های حمایت نشده با VC به نظر می‌رسد، ۱۱.۹ درصد (۹ درصد) سطح اهمیت ۱ درصدی. همچنین میزان رشد شرکت‌های تحت حمایت VC در سال قبل از IPO برابر بوده با ۳۷ درصد (در مقایسه با رشد ۲۹.۲ درصدی در شرکت‌های حمایت نشده توسط VC). از این رو کاهش (افت) مدیریت سود در سال قبل از IPO تاثیر معنی داری به روی قیمت گذاری IPO نداشته است. اگر مدیریت سود را از سال قبل از IPO تا سال پس از IPO مد نظر داشته باشیم، می‌توانیم این طور استنباط نمائیم که مشارکت VC ها موجب کاهش مدیریت سود قبل از انقضای دوره‌ی فروش سهام شده و در نتیجه سودهای حسابداری در سال انقضای این دوره، معکوس می‌شوند. به همین علت در چارچوب پیشینه‌ی فعلی می‌توان گفت سیستم بازار ناقص بدین معنا است که مشارکت VC ها در IPO ها هیچ انگیزه‌ای را برای نظارت بر شرکت‌های صاحب مجموعه‌ی اوراق بهادار ایجاد نمی‌کند و مشارکت آنها بیشتر در راستای اهداف فرضی انجام می‌گیرد. VC ها با بخش مدیریت شرکت‌های صاحب مجموعه‌ی اوراق بهادار برای اعمال فشار به مدیریت در جهت اقلام تعهدی اختیاری کمتر پیش از انقضای دوره‌ی فروش سهام، در ازای معکوس شدن سودهای حسابداری به محض انقضای این دوره، همدستی می‌کنند. در نهایت یک چنین شرایطی می‌تواند اثر منفی را به روی بازار داشته باشد. از این رو نتایج تجربی تأیید کننده‌ی فرضیه‌ی روحیه‌ی ریسک‌پذیری می‌باشد. نتایج رگرسیون همچنین اثبات کردند که مدیریت سود در واحدهای تجاری غیر دولتی بالاتر از واحدهای تجاری دولتی می‌باشد (در طول سه سال متوالی مورد نظر). به طور خاص در مدل رگرسیون به همراه تعهدات اختیاری برآورد شده با استفاده از مدل مقطعی تعدیل شده‌ی جونز (به عنوان متغیر وابسته)، ضرایب برای VC در سال انجام IPO و سال پس از آن به ترتیب برابر بودند با ۰.۰۳۷ و ۰.۰۴۵ درصد که هر دوی این اعداد در سطح ۵ درصد معنادار بودند. این نتیجه بطور تلویحی نشان می‌دهد که نظارت واحدهای تجاری دولتی بهتر از واحدهای تجاری غیر دولتی بوده که گائو و کای (۲۰۱۱) نیز به همین نتیجه رسیده بودند. علاوه بر این شرکت‌های بزرگتر، از منابع بیشتری برای مدیریت سود برخوردارند و در نتیجه به سوی مدیریت سود بیشتر تمایل دارند. ضرائب رگرسیون برای تعهدات اختیاری برآورد شده بر طبق مدل جونز (تعهدات اختیاری هماهنگ با عملکرد) در ارتباط با وسعت شرکت‌ها در سال قبل از IPO و در طول آن به ترتیب برابر بودند با ۰.۰۳۶ (۰.۰۳۵) و ۰.۰۴۲ (۰.۰۵۲) که در سطوح ۱ درصدی (۵ درصد) و ۱ درصدی (۱ درصد) معنادار بودند.

شرکت‌های دارای رشد کمتر از انگیزه‌ی بیشتری برای ارتقای رشد خود از طریق مدیریت سودها برخوردار بودند. که این امر در سال انقضای دوره‌ی فروش سهام بسیار مشهود به نظر می‌رسید. ضرائب رگرسیون برای تعهدات اختیاری برآورد شده بر طبق مدل جونز (تعهدات اختیاری هماهنگ با عملکرد) در ارتباط با رشد به ترتیب برابر بودند با ۰.۰۷۱- (۰.۰۶۱) که در سطح ۱ درصد (۵ درصد) حائز اهمیت بودند. علاوه بر این شرکت‌های قدیمی‌تر با کیفیت پائین تر تمایل بیشتری را به سوی مدیریت سود بالاتر نشان دادند. (خو، ۲۰۰۲) ضریب رگرسیون برای تعهدات اختیاری هماهنگ با عملکرد در ارتباط با متغیر AGE برابر بود با ۰.۰۵۷ که در سطح ۱۰ درصدی در سال قبل از IPO معنادار بود. ضمن این که شرکت‌های دارای نقدینگی مالی پائین‌تر، با نظارت کمتری از سوی بدهکاران مواجه بودند که این امر سبب مدیریت سود بیشتر گردید. ضریب رگرسیون برای اقلام تعهدی اختیاری برآورد شده بر طبق مدل جونز در ارتباط با نقدینگی مالی برابر بود با ۰.۱۷۴- که در سطح ۵ درصدی در سال IPO معنادار در نظر گرفته شد. همان طور که پیش‌بینی می‌شد شرکت‌های دارای جریان نقدی

<sup>1</sup> Return On Assets (ROA)



عملیاتی ضعیف تر به سوی مدیریت سود بالا تمایل داشتند. در نهایت، باید اشاره داشته باشیم که حسابرسان و پذیره نویسان مانع از مدیریت سود نشدند.

به علت این که VC ها موجب افزایش سودها در سال انقضای دوره‌ی فروش سهام با هدف دست‌یابی به قیمت‌های بالاتر در فروش ارزش ویژه می‌شوند، مدیریت سود بالا به طور اجتناب ناپذیری زمینه را برای فروش ارزش ویژه‌ی فراوان تر به وجود می‌آورد. به منظور آزمایش این نتیجه‌ی مستقیم حاصل از مدیریت سود، ما فروش ارزش ویژه توسط VC ها را در سال پس از IPO مورد تجزیه و تحلیل قرار دادیم. نتایج حاصل نشان داد که ۵۴ شرکت متحمل فروش ارزش ویژه توسط VC ها در سال پس از IPO شده‌اند که به بیانی دیگر ۶۲.۹۲ درصد از شرکت‌های نمونه با دوره‌ی فروش سهام به مدت ۱ سال اقدام به چنین کاری کرده بودند. از میان آنها ۱۸ شرکت (۲۲.۳۲ درصد) فروش ارزش ویژه را در روز انقضای دوره‌ی فروش سهام انجام داده بودند. از این رو فرضیه‌ی روحیه‌ی ریسک‌پذیری باز هم تأیید گردید. به منظور بررسی این مسئله که آیا اثرگذاری مشارکت VC ها به روی مدیریت سود در شرکت‌های تحت مالکیت‌های مختلف، متفاوت است یا خیر، کل نمونه به دو زیر مجموعه‌ی دولتی و غیردولتی تقسیم گردید. نتایج پیش از کنترل خود انتخابی نمونه نشان داد که به طور کلی مشارکت VC ها هیچ اثر معناداری به روی مدیریت سود نداشته است. بطور خاص زمانی که متغیر وابسته، تعهدات اختیاری برآورد شده بر طبق مدل جونز باشد، نتایج رگرسیون برای هر دوی این زیر مجموعه‌ها (دولتی و غیر دولتی) مشابه خواهند بود. در سال قبل از IPO و در طول آن، مشارکت VC ها یک ارتباط منفی با مدیریت سود داشته اما این ارتباط در سال پس از IPO در وضعیت مثبت قرار گرفت اما چندان معنادار نبود. با این حال در رگرسیون تعهدات اختیاری هماهنگ با عملکرد، مشارکت VC ها اثر مثبتی به روی مدیریت سود در واحدهای تجاری دولتی در طول ۳ سال متوالی مورد نظر داشته است. در مورد واحدهای تجاری غیر دولتی نیز، مشارکت VC اثر منفی به روی مدیریت سود در سال پیش از IPO داشته اما در دو سال پس از آن، این اثرگذاری مثبت بوده است.

نتایج رگرسیون مرحله‌ی دوم پس از مهار خود انتخابی نمونه ارائه شده‌اند. به علت محدودیت‌های مکانی، نتایج رگرسیون قیاس احتمالات آماری مرحله اول را گزارش نکردیم.  $LRCH^2$  کل در رابطه با سه رگرسیون در نمونه‌ی دولتی به ترتیب برابر بودند با ۲۶.۸۱، ۲۹.۴۵ و ۲۶.۳۲ که همگی آنها در سطح زیر ۱ درصد معنادار بودند.  $R^2$  تعدیل شده نیز به ترتیب برابر بودند با ۳۰ درصد، ۳۲.۹۶ درصد و ۲۹.۴ درصد. متغیرهای ساختگی فناوری پیشرفته و مکان جغرافیایی بطور معنی‌داری در زیر سطح ۱ درصدی در رگرسیون‌های مربوط به ۳ سال مورد نظر مثبت بودند. در مورد واحدهای تجاری غیر دولتی نیز،  $R^2$  تعدیل شده به ترتیب ۱۰.۷۹ درصد، ۱۰.۹۹ درصد و ۱۰.۹۴ درصد بودند. متغیرهای ساختگی فناوری پیشرفته و مکان جغرافیایی بطور معنی‌داری در رگرسیون‌های مربوط به هر سه سال مورد نظر مثبت بوده و در زیر سطوح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد معنادار بودند.

بر طبق جدول ۵ در نمونه‌ی شرکت‌های دولتی مشارکت VC ها اثر ضعیفی به روی مدیریت سود در طول هر ۳ سال داشتند. هیچ کدام از ضرایب رگرسیون برای مدیریت سود در VC معنادار نبودند. در رگرسیون مربوط به اقلام تعهدی اختیاری برآورد شده بر طبق مدل جونز به نظر می‌رسد که مشارکت VC اثر ضعیفی در کاهش مدیریت سود در سال قبل از IPO و در طول آن داشته به طوری که تفاوت میان شرکت‌های تحت حمایت VC بالاتر از شرکت‌های فاقد حمایت VC بود. در مورد رگرسیون اقلام تعهدی اختیاری هماهنگ با عملکرد، هیچ کدام از ضرایب رگرسیون برای مدیریت سود در VC معنادار نبودند. مشارکت VC به طور ضعیفی در کاهش مدیریت سود در سال‌های قبل و بعد از IPO اثر داشت و در سال انجام IPO موجب افزایش مدیریت سود گردید. در مورد شرکت‌های تجاری غیر دولتی، مشارکت VC بطور معنی‌داری به روی مدیریت سود در سال پس از IPO اثر داشت. در سال قبل از IPO مشارکت VC موجب کاهش اقلام تعهدی اختیاری هماهنگ با عملکرد در سطح ۵ درصد و همچنین سبب کاهش اقلام تعهدی اختیاری برآورد شده بر طبق مدل جونز (تعهدات اختیاری هماهنگ با ROA) در VC برابر بودند با ۰.۱۵۵ - (۰.۰۷۴ -) که البته چندان معنادار به نظر نمی‌رسند. در سال انجام IPO کاهش در مدیریت سود در اثر مشارکت VC بیش از پیش تضعیف گردید. ضرایب رگرسیون برای تعهدات اختیاری برآورد شده بر طبق





مدل جونز (تعهدات اختیاری هماهنگ با ROA) در VC برابر بودند با  $0.071 - 0.062$  که هر دوی آنها چندان معنادار به نظر نمی‌رسند. اما در سال پس از IPO مشارکت VC ها موجب افزایش مدیریت سود در شرکت‌های صاحب مجموعه ی اوراق بهادار گردیده و ضرائب رگرسیون برای تعهدات اختیاری برآورد شده بر طبق مدل جونز (تعهدات اختیاری هماهنگ با عملکرد) در VC برابر بودند با  $0.131$  ( $0.133$ ) که در سطح ۵ درصد معنادار بودند.

با توجه به بحث و بررسی انجام شده بر این اعتقادیم که مشارکت VC ها در واحدهای تجاری غیر دولتی در مقایسه با واحدهای تجاری دولتی، اثر بیشتری به روی مدیریت سود پیش از انقضای دوره‌ی فروش سهام و پس از آن داشته است. در ادامه آزمون‌های قوی تر را نیز انجام دادیم: در وهله ی نخست از مدل جونز برای برآورد مدیریت سود استفاده کردیم، در مرحله ی دوم اندازه شرکت را برحسب فروش اندازه‌گیری کردیم. و در مرحله ی سوم نیز از فاکتور رشد از نظر سود خالص به عنوان مشخصه‌ی رشد شرکت‌های IPO استفاده کردیم.

### - آمار توصیفی -

احتمال عدم پرداخت بدهی، مواجهه با بدهی، و اندازه (اندازه گیری شده توسط کل دارایی ها) دقیق در سال مورد نظر که در آن تطبیق انجام می‌شود و در دوره پس از سرمایه گذاری، گزارش می‌گردد. برای هر متغیر، آزمون t را بر روی تفاوت در میانگین بین (۱) شرکت‌های تحت حمایت BVC و گروه کنترل BVC، (۲) شرکت‌های تحت حمایت IVC و گروه کنترل IVC، (۳) و شرکت‌های تحت حمایت BVC و شرکت‌های مورد حمایت IVC، انجام دادیم. با توجه به آمار مربوط به سال مورد نظر که در تطابق اجرا شده است، تفاوت معنی‌داری بین شرکت‌های مورد حمایت BVC و هر دو شرکت تحت حمایت IVC و شرکت‌های گروه خود کنترلی، در شرایط خطر بحران مالی پیدا کردیم. به طور خاص، شرکت‌های تحت حمایت BVC خطر بحران مالی کمتری را نسبت به شرکت‌های مورد حمایت IVC و شرکت‌های غیر سرمایه‌گذاری شده گروه کنترل BVC نشان می‌دهند. با این حال، تفاوت معنی‌داری را در دوره پیش از سرمایه‌گذاری از نظر اندازه و یا مواجهه با بدهی نشان می‌دهد.

پس از دوره اول VC، شرکت‌های مورد حمایت BVC به طور میانگین مجموع دارایی‌های بالاتری را نسبت به شرکت‌های گروه کنترل همسان BVC نشان می‌دهند. بیشتر جالب توجه است که شرکت‌های تحت حمایت BVC به طور میانگین در معرض بدهی بالاتر از گروه کنترل‌شان قرار گرفتند، شایان ذکر است که خطر بحران مالی، که برای شرکت‌های مورد حمایت BVC در دوره پیش از سرمایه‌گذاری پایین‌تر بود، دیگر از نظر تفسیر آماری متفاوت‌تر از گروه کنترل در دوره پس از سرمایه‌گذاری نیست و افزایش نسبی در این متغیر را نشان می‌دهد. همان‌طور که برای شرکت‌های مورد حمایت IVC، دریافتیم که ورود سرمایه‌گذار VC به سرمایه سهام از یک شرکت بوجود آمده به یک روش مشابه به BVC ها، خطر ابتلا به بحران مالی و قرار گرفتن در معرض بدهی نسبت به شرکت‌های گروه کنترل مطابق IVC را افزایش می‌دهد. در مقابل، شرکت‌های تحت حمایت IVC به طور میانگین مجموع دارایی کمتری را نسبت به شرکت‌های گروه کنترل‌شان پس از ورود به IVC ها نشان می‌دهد. همان‌طور که برای مقایسه بین شرکت‌های تحت حمایت BVC و IVC، شرکت‌های تحت حمایت BVC دارایی‌های کل بالاتری را در دوره پس از سرمایه‌گذاری نسبت به شرکت‌های مورد حمایت IVC نمایش می‌دهد.

همچنین ممکن است این اثر توسط تعهد دارایی‌های وثیقه گذاشته شده‌ی مورد نیاز بانک‌ها برای حفظ استقراری پس از آن، از شرکت‌ها یا با ناهمگونی از استراتژی‌های سرمایه‌گذاری‌های BVC و IVC را فراهم کند. (برگر و یودل، ۱۹۹۰) در حالی که سرمایه‌گذاران IVC بیشتر علاقه مند به تحقق سود سرمایه سریع هستند، BVC ها ممکن است بیشتر طرح‌های سرمایه‌گذاری بلند مدت داشته باشند. (مانیگرات و همکاران، ۲۰۰۲)

خطر بحران مالی از شرکت‌های مورد حمایت BVC، به طور قابل توجهی پایین‌تر از شرکت‌های مورد حمایت IVC حتی پس از ورود VCها باقی ماند. مهمتر از آن، در دوران پس از سرمایه‌گذاری، سطح قرار گرفتن در معرض بدهی به طور قابل توجهی برای شرکت‌های مورد حمایت BVC برای آنهايي که مورد حمایت IVC هستند، بالاتر می‌باشد. در کوتاه مدت،



این خلاصه‌ی آمارهای بی قید و شرط، به نظر می‌رسد که خطر بحران مالی را تحت تاثیر فعالیت غربالگری BVC ها نشان دهند (اما نه از IVC ها): BVC ها شرکت‌هایی را انتخاب می‌کنند که با بحران مالی کمتری مواجه هستند، اما این مورد برای IVC صدق نمی‌کند. علاوه بر این، سطح قرار گرفتن در معرض بدهی، که در دوره پس از سرمایه‌گذاری برای هر دو شرکت‌های مورد حمایت BVC و مورد حمایت IVC در مقایسه با گروه‌های کنترل مربوطه افزایش می‌یابد، به طور قابل توجهی برای شرکت‌های مورد حمایت BVC نسبت به آنهایی که مورد حمایت IVC هستند، بالاتر به نظر می‌رسد.

## -نتایج اقتصادسنجی

به عنوان طرح کلی ابتدا کاربرد انتخابی یک نمونه همسان را کنترل نمودیم. متغیر وابسته ریسک بحران تأمین مالی یک شرکت است، که احتمال عدم پرداخت بدهی و کاربرد برآورد مدل آلتمن و ساباتو در سال ۲۰۰۵ را نشان می‌دهد. برآوردها با احتمال عدم پرداخت بدهی بر مدل‌های مختلف جهت نشان دادن توان نتایج با رعایت راهکار تطابق اجرا شدند:

(۱) شرکت‌های تحت حمایت BVC و شرکت‌های گروه کنترل BVC

(۲) شرکت‌های تحت حمایت IVC و شرکت‌های گروه کنترل IVC

(۳) متغیر وابسته تمام شرکت‌ها در معرض بدهکاری قرار دارند (وام دهی)؛ برآوردهایی (مشابه) بر نمونه‌های مختلف از یک راه مشترک به عنوان احتمال عدم پرداخت بدهی را نشان دادیم.

BVC با یک ریسک بحران مالی پایین‌تر نسبت به شرکت‌های گروه کنترل اشاره می‌کند. ضریب همبستگی با متغیر  $B_{i,t}^P$  در واقع در سطح ۱٪ تا ۵٪ در تمام خصوصیات و مشخصات مدل با اهمیت می‌باشد. آزمون والد بر تفاوت بین BVC ها و IVC ها در سرمایه‌گذاری دوره گذشته (مثل  $B_{i,t}^P - \Pi_{i,t}^P = 0$ )، در بخش کمتری گزارش شد، که ریسک بحران مالی قبل از سال‌های مورد بررسی برای شرکت‌های تحت حمایت BVC نسبت به شرکت‌های تحت حمایت IVC را تأیید کرد.

این نتایج شرکت‌های منتخب BVC را در طی فرایند غربالگری که شامل فرم ریسک‌هایشان است، (مثل اینکه آیا سطحی از ریسک اعتباری مربوط به شرکت، مطابق با تعیین حد قابل تحمل است)، بعلاوه برای تعیین شایستگی‌شان جهت تأمین مالی VC، پیشنهاد می‌کنند. آنها احتمالاً بر طبقه‌بندی متقاضیان وام در گروه‌های ریسک ساخته شده توسط بانک‌های وابسته یا ایجاد استفاده از امتیازبندی اعتباری / مدل‌های ارزیابی ریسک که بانک‌ها برای بررسی وضعیت مالی وام‌گیرندگان استفاده می‌کنند، تکیه می‌کنند. این شرایط تأییدی از فرضیه‌ها را فراهم می‌کند که اگر کاری که یک بانک را به جلو هدایت می‌کند با یک توانایی پرداخت از متعهد (بدهکار) برای بازپرداخت بدهی، در حالتی مشابه با BVC ها که می‌توانست بهره‌ی بیشتری نسبت به گونه‌های دیگر از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های انتخابی با یک قیاس کمتر از ریسک بحران مالی داشته باشد، انجام دهد تا یک وام را صادر نماید. این ویژگی همچنین شامل فرضیه رفتار استراتژیک، در BVC هایی است که می‌خواهند مطمئن شوند که سرمایه‌ی تزریق شده به شرکت هدف در طی عدم پرداخت بدهی شرکت، به هدر نخواهد رفت، بنابراین اجازه‌ی با بانک مربوطه برای داشتن بدهی، در بلند مدت بدهی‌اش را بازپرداخت می‌کنند.

ضریب  $B_{i,t}^S$  اعلام می‌کند که هیچ تفاوت با اهمیتی در ریسک بحران مالی بین شرکت‌های تحت حمایت BVC و شرکت‌های مشابه‌شان که سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز در آنها نشده است در دوره‌های سرمایه‌گذاری گذشته وجود ندارد. در هر حال شرکت‌های تحت حمایت BVC ریسک بحران مالی کمتری در دوره‌ی سرمایه‌گذاری قبلی نشان می‌دهند، و این شرایط شرکت را جهت افزایش در این متغیر بعد از ورود سرمایه‌گذاران هدایت می‌کند. تأثیر واقعی BVC ها بر بحران مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده، تأثیر خالص غربالگری، در واقع یک ضریب با اهمیت و مثبت را نشان می‌دهد. به هر حال تأثیر مالی BVC بر ریسک بحران مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده تماماً قابل پیش‌بینی نیست. از یک طرف، پیوستن به یک



بانک ممکن است به یک BVC اجازه دهد تا منابع مالی بیشتر نسبت به سایر سرمایه‌گذاران را اعطا کند. (آندریو و گرو، ۲۰۱۲)

این منابع می‌تواند برای جلوگیری از پرتفوی شرکت‌های با تجربه مالی سخت مثلاً در سطوح پایین بحران مالی‌شان استفاده شود. این تأثیر اگرچه کمتر مشخص شده، منتهی می‌بایست در وضعیت شرکت‌های تحت حمایت IVC ظاهر شود. از طرف دیگر افزایش در مقبولیت ضوابط وام بهتر و تأمین اعتبار، که هر کدام ناشی از روابط وام دهی شرکت‌های نام برده قبلی و تأثیرات تئوری علامت دهی می‌باشد، که جهت هدایت در افزایش در سطوح بدهی می‌تواند در یک نوبت به یک افزایش پیوسته در میزان بحران مالی سوق داده شود. نتایج برآوردها (با فقدان اهمیت در تأثیر IVC ها بر بحران مالی پرتفوی شرکت-ها) ممکن است دیده شود تا پیشنهاد دهد که این تأثیر دوم در نمونه مشاهده می‌شود یا خیر؟

تا زمانی که هیچ تفاوتی در بدهی ایجاد شده بین شرکت‌های تحت حمایت VC و گروه کنترل در دوره سرمایه‌گذاری قبلی، پدیدار نشده است. برآوردها یک تأثیر مثبت بر بدهی را نشان می‌دهند، که مرتبط با وجود BVC ها است. در واقع، آزمون والد یک افزایش در بدهی برای شرکت‌های تحت حمایت BVC را در دوره‌ی سرمایه‌گذاری قبلی، تا زمانی که این افزایش برای شرکت‌های تحت حمایت IVC با اهمیت نیستند، را تأیید می‌کند. این یافته‌ها آن شرکت‌هایی که تأمین مالی BVC را برای کسب وام اضافی در سال‌های بعدی، دریافت کردند، مثلاً بالا آوردن تمام سطوح بدهی‌شان، را پیشنهاد می‌کند. به هر حال نتایج همچنین به اینکه افزایش در ایجاد بدهی به طور با اهمیتی برای شرکت‌های تحت حمایت BVC و تحت حمایت IVC متفاوت نیست، اشاره می‌کند.

بدیهی است که ممکن است برای سوال از این که آیا افزایش در ایجاد بدهی مربوط به این واقعیت است که شرکت سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز شده بیشتر شبیه است به اعتبار مالی که توسط سرمایه‌گذاران وابسته به بانک تأیید شده‌اند. همان‌طور که پیش از این ذکر شد، تا زمانی که هیچ اطلاعاتی در دسترس وام دهنده‌ها برای پرتفوی شرکت‌ها نبود، مقایسه و مطابقت بین منابع بدهی شرکت و بانک که به VC یافته شده مربوط می‌شدند، ممکن نبود. بنابراین نمی‌توانیم تمایز قائل شویم که قسمتی از این افزایش به بانک وابسته نسبت داده شود. (به عنوان رابطه دلایل وام‌دهی که می‌خواستیم پیش‌بینی کنیم) و آن بخشی که باید به یک اثر معروف به دیگر موسسات مالی که از تأمین مالی VC پیروی می‌کنند، منتهی شود. (به عنوان فرضیه‌ی علامت‌دهی که می‌خواستیم پیش‌بینی کنیم). با این وجود، مدارکی که بر تأمین مالی BVC که یک تأثیر مثبت بر سطحی از بدهی برای پرتفوی شرکت‌ها دارد، صریحاً وام‌ها را از وجود رفتار استراتژیکی BVC ها پشتیبانی می‌کند.

### -نتیجه گیری-

در این مطالعه از نمونه‌ی شرکت‌های IPO در هیات مدیره واحدهای تجاری کوچک و متوسط شنزن (هیات مدیره SME) و بازار رشد واحدهای تجاری استفاده کردیم و یک مدل تاثیر درمان دومرحله‌ای را به منظور کنترل مشکل خود انتخابی در نمونه ارائه نمودیم و به بررسی مشارکت VC ها در مدیریت سود شرکت‌های صاحب مجموعه‌ی اوراق بهادار در سال قبل از IPO، در طول IPO و سال پس از آن پرداختیم. بطور کلی صنعت VC با زیاد شوندهای مجموعه‌ای متعدد از سرمایه‌گذاران، با اهداف مختلف، گرایش‌های ریسکی، عودت دادن‌های مورد انتظار، و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری محصور می‌شود. یکی از اهداف عمده و اصلی IVC ها به حداکثر رساندن یک چرخه‌ی اقتصادی در سرمایه‌گذاری می‌باشد؛ این‌ها می‌تواند از اهداف اجتماعی (VC دولتی) به سمت اهداف استراتژیکی (VCهای وابسته به بانک و شرکت‌های صنعتی) پیش روند. بر طبق آنچه گفته شد، در این مقاله بر یک نوع از سرمایه‌گذاران VC، به نام BVC ها که طبقه‌ای با اهمیت از سرمایه‌گذاران VC را در اروپا نشان می‌دهند، تمرکز داشتیم.

با این وجود متحرک‌های رشد سود که در قالب مناسبی از شرکت‌های اعتباری، به ویژه در بانک‌های مبتنی بر اقتصاد، مثل بیشتر کشورهای اروپایی هستند، درباره‌ی قانون بانک‌ها در صنعت VC به طور قابل ملاحظه‌ای مشاهده می‌گردد. مدل‌ها و



مبانی کار تاخت و تاز بانکها در VC و همچنین راههای غربالگری و تأثیراتشان بر عملکرد و بر ریسک بحران مالی پرتفوی شرکتها، هنوز تحت بررسی این موضوعات هستند. این فقدان مدرک عملی راجع به اروپا که قانون انتقادی بانکها در اقتصاد اروپا را ایفا می کند، هم بیشتر پژوهشگران بازار سرمایه را شگفت زده می نماید.

این مقاله اولین تلاش برای پر کردن این خلأ را نشان می دهد. استفاده از نمونه کارفرمای اقتصادی با تکنولوژی بالای اروپایی، رفتار غربالگری BVC ها و تأثیراتشان بر شرکت های سرمایه گذاری شده مورد بررسی قرار گرفت. به طور خاص شرکتها را با هم رقابت می دهیم تا تأمین مالی VC از سرمایه گذاران BVC را با دو نمونه همسان مختلف دریافت کنیم: نمونه ای که تأمین مالی VC از سرمایه گذاران IVC را دریافت کرد و یک نمونه که هیچ تأمین مالی ای از VC دریافت نکرد. از پانل دیتای طراحی شده برای آزمون فرضیه که BVC در آن به عنوان سرمایه گذاران مربوطه عمل می کند و همچنین توجه بیشتری به تجزیه و تحلیل صورت های مالی نسبت به یک ارزشیابی کیفی از رشد بالقوه ای شرکت های هدف در فرآیند غربالگری شان دارند، استفاده شد. به علاوه اطلاعات مفیدی در شرکت های جمع آوری شده توسط بانکها در میان روابط نزدیک در VC و اثرات علامت دهی که تأمین مالی VC بر بازار وام دهی دارد در خصوص کیفیت شرکت های سرمایه گذاری مخاطره آمیز شده که هر تأثیری بر از بین بردن بدهی های یک شرکت دارد، را امتحان کردیم.

نتایج نشان می دهد که BVC ها شرکت های با ریسک بحران مالی کمتر را انتخاب می کنند. علاوه بر این نقاط برآوردی به یک افزایش بالاتری در بدهی، بعد از ورود BVC ها، با در نظر گرفتن شرکت های غیر سرمایه گذار، که می توانستند توسط هر دو پیشرفت از یک رابطه مداخله ای بین بانک وابسته و شرکت های سرمایه گذاری شده و وجود اثرات علامت دهی BVC به بازار وام، حرکت داده شوند. همچنین سایر نتایج به شرح ذیل است:

۱. به منظور افزایش سودهای حسابداری در سال انقضای دوره ی فروش سهام، مشارکت VC ها زمینه ای را برای کاهش مدیریت سود به وجود می آورد به ویژه در سال قبل از IPO، و در سال پس از IPO نیز مدیریت سود افزایش می یابد.
۲. مشارکت VC ها تأثیر بیشتری را به روی مدیریت سود پیش و پس از انقضای دوره ی فروش سهام در شرکت های دولتی نسبت به شرکت های غیر دولتی می گذارند. در زیر مجموعه ی حاصل از واحدهای تجاری دولتی، مشارکت VC هیچ اثر معنی داری به روی مدیریت سود از سال قبل از IPO تا سال پس از IPO نداشت. اما در مورد واحدهای تجاری غیر دولتی، مشارکت VC ها به طور معنی داری موجب کاهش مدیریت سود در سال قبل از IPO گردید. این وضعیت سبب ایجاد شرایط معکوس در اقلام تعهدی اختیاری برآورد شده بر طبق مدل جونز و اقلام تعهدی اختیاری هماهنگ با عملکرد در سال انقضای دوره ی فروش سهام می شود. از این رو یک تحقیق و بررسی جامع را در خصوص اثرگذاری مشارکت VC ها به روی کیفیت اطلاعات حسابداری در شرکت های IPO، پیش و پس از انقضای دوره ی فروش سهام، انجام دادیم. در نهایت این نتیجه بدست آمد که در چارچوب تاریخچه ی سازمانی فعلی چین، مشارکت VC ها در شرکت های IPO منعکس کننده ی نقش روحیه ی ریسک پذیری می باشد و چندان در انعکاس نقش گواهی دهی/ بازنگری اثر ندارد. این نتیجه در تصمیم گیری های سرمایه گذاران و سیاست گذاران بسیار حائز اهمیت می باشد.
۳. سوم این که مشارکت VC ها بنا به منافع شخصی شان، بیشتر در راستای اهداف فرضی و حدسی انجام می شود. VC ها با بخش مدیریتی در شرکت های صاحب مجموعه ی اوراق بهادار همدستی می کنند یا با استفاده از امتیازات حرفه ای و شبکه های اجتماعی شان به بخش مدیریت اعمال فشار می کنند تا مدیریت سود پیش از انقضای دوره ی فروش سهام کاهش یافته و سودهای حسابداری پس از انقضای این دوره معکوس گردند. بنابراین سرمایه گذاران نباید بطور کورکورانه از رفتار VC ها تبعیت نمایند.
۴. چهارم این که ناظران به منظور افزایش انگیزه ی VC ها برای بازنگری مثبت بر شرکت های صاحب مجموعه ی اوراق بهادار خود، نمی بایست فقط بازنگری بر VC ها را تقویت کرده و از ساز و کارهای تنبیهی مناسب برای بازنگری بر رفتار فرضی VC ها تبعیت کنند بلکه همچنین می بایست نظام های راهنمایی کننده و انگیزه بخش را برای ارتقای سطح انگیزه ی VC ها در رسیدن به بازدهی های سرمایه گذاری، در قالب حمایت R&D (حمایت از مخارج تحقیق و





- توسعه)، کمک از طریق کانال‌های فروش و خرید، بهبودی سطح مدیریت و خدمات ارزش افزوده‌ی دیگر، معرفی نمایند. در نهایت دولت نیز باید در جهت اصلاح محیط تامین بودجه برای واحدهای تجاری غیردولتی و همچنین ایجاد ساز و کارهای مناسب برای حل مشکلات تامین بودجه در واحدهای تجاری غیردولتی گام بردارد تا از این طریق اثرات منفی مشارکت سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز در واحدهای تجاری غیر دولتی کاهش یابند.
۵. این مطالعه محدودیت‌هایی دارد که مسیر اصلی تحقیقات آینده را پیشنهاد می‌کند. لذا بدهی حاصل از فقدان اطلاعات وام‌ها، که ممکن نیست در تأثیر علامت‌دهی از وضعیت هر نوع سرمایه‌گذار که حامی می‌شود در گارانتی-های معاملی VC تمایزی قائل شود، رفتار بانک یک تجارت آینده با شرکت تحت حمایت VC است یا به عبارتی وام‌دهی است. لذا تنها می‌توانیم فرض کنیم اگر که مقادیر بالا آمده از بدهی ملاحظه شود، یک الگوی مشابه می‌تواند وجود داشته باشد. بنابراین نتایج تنها دلیل برای آن ملاحظات هستند.
۶. هیچ اطلاعاتی در نرخ‌های ورشکستگی از شرکت‌ها در دسترس نبود تا آزمون شود که آیا ریسک بحران مالی را به اتفاقات عدم پرداخت واقعی تفسیر کند. از طرفی ممکن نبود بین کانال‌ها در میان هر کدام از سرمایه‌گذاران BVC و IVC که تأثیری بر پرتفوی شرکت‌ها دارند، تمایز قائل شود. ( مثل آماده سازی مختلف یا شیوهی نظارت، شبکه-های ارتباطی، انواع منابع تهیه شده و قرارداد پیچیده یا پیمان ) برای مثال اطلاعات یافته شده در VC شامل اطلاعات قرارداد یا پیمان نیست بلکه به تفاوت در قابلیت‌ها، شیوه‌های نظارت، ناسازگاری ریسک، و رفتار سرمایه-گذاری VCها شبیه به نتیجه نوعی از قراردادها است، مرتب می‌شود تا هر کدام در چرخه بتوانند به طور بالقوه یک اثر متفاوت از BVC و سرمایه‌گذاران IVC را بر شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده توضیح دهند.
۷. تحقیقات آینده می‌توانند شناسایی این موضوعات را به وسیله مجموعه داده‌های بی‌نظیر سمبلیک در قراردادها یا پیمان‌های VC گسترش دهند. نهایتاً، کار با رفتار BVCها و IVCها برای نمایش دادن بدهی و ریسک بحران مالی، بدون اجرای قانون توسط دیگر سرمایه‌گذاران مقایسه می‌شود. ( به عبارتی انتخاب قابلیت و اثر ) لذا به خوبی می‌توان فهمید که قابلیت‌ها یا اولویت‌های انتخابی مختلف می‌تواند بر توزیع عملکرد مالی در راه‌های گوناگون تأثیر گذارد. از این رو، امتحان این که چگونه دیگر سرمایه‌گذاران ( مثل؛ VCهای دولتی، VCهای دانشگاهی، VCهای صنفی) عملکرد متفاوتی با رعایت استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های هدف نشان می‌دهند و این که چطور این انتخاب‌ها بر عملکرد پرتفوی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد و نتایج بدست آمده می‌تواند به طور مستقیم برای تحقیقات آینده مفید باشد.
۸. نتایج معانی‌ای برای خط مشی‌های بازارها دارند. بحران مالی جهانی اخیر که به یک کاهش در کل مقبولیت اعتبار برای تجارت (کارآفرینی) سوق می‌دهد، ممکن است فشار مالی برای شرکت‌های کوچک و ابتکاری تشدید کند. این چنین شرکت‌هایی معمولاً با موانعی در جذب یافته‌های سیستم‌های بانکی از جمله متقاعد نشدن مدارک و فقدان دارایی‌هایی که می‌تواند وثیقه‌ای به عنوان تضمین برای وام‌های بانکی باشد، مواجه شوند که ناشی از وجود عدم تقارن اطلاعاتی است، که بانک آنها را ردیابی می‌کنند. علاوه بر این، فرآیند ادغام دو یا چند موسسه‌ی بانکی که به طور جاری در اروپا اتفاق می‌افتد می‌تواند بر استحکام روابط بنگاه‌های بانکی مؤثر باشد و امکان یافتن فاصله‌ها حتی برای آن تجارت‌هایی که بسیار وابسته به یافته‌های بانکی است، را فراهم می‌کند. از این رو مساعدت بانک‌ها که سایر منابع مالی خارجی را فراهم می‌کنند، مانند سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز تأمین مالی که می‌تواند نقش مهمی را در معرفی، به بازار اعتباری که یک بخش بسیار سخت از شرکت است، ایفا نماید که در غیر این صورت ممکن است توسط بانک-ها به سادگی حمایت نشوند. این نقش می‌تواند اصولاً توسط BVC ایفا شود: اول، مانند دیگر انواع یافته‌های VC، آنها می‌توانند خدمات انتقادی برای موفقیت و رشد شرکت‌هایی که بانک‌های عادی نمی‌توانند به آنها خدمات عرضه کنند را پیشنهاد دهند. در همین زمان آنها تحت کمترین فشار برای حداکثر کردن چرخه‌های مالی نسبت به انواع دیگر VCها هستند و این اجازه‌ی آنها در پشتیبانی از شکوفایی مرحله ای از پرتفوی شرکت‌ها بدون نیروی ناپهنگام



بی بهره به عنوان یک نتیجه‌ای از یافته‌ها نیاز به افزایش یافته‌های جدید دارد. علاوه بر این تعیین ارتباط شایسته‌شان در بانک اصلی، آنها می‌توانند به پرتفوی شرکت‌ها کمک کنند تا محدودیت‌های اعتباری‌شان را، با هموار کردن راه به سمت ساخت روابط بانک - مشتری آینده کم کنند. در پایان، تفاوت در ویژگی‌های پیش بینی شده‌ی شرکت‌های تحت حمایت BVC و IVC، وجود الگوهای خاصی را برای گروهی از سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌کند. در نتیجه BVC ها ممکن است یک اختیار مالی را برای شرکت‌هایی که برای IVC ها مناسب نیستند، ایجاد نمایند.

۹. این مطالعه دلایلی را نیز برای آن کارفرمای اقتصادی که بدنبال تأمین مالی است، پیشنهاد می‌کند. اولاً، صورت‌های تأمین مالی قابل اطمینان و یکپارچه و شاخص‌های مستحکم، در زمان تحقیقات برای تأمین مالی BVC، تا وقتی که سرمایه‌گذاران IVC به نظر کمتر مربوط به این فضا باشند، با اهمیت هستند. ثانیاً یافته‌های BVC پیشنهاد ساده‌تری در مقابل سرمایه بدهکار شده به پرتفوی شرکت‌های خودشان دارند. از نقطه نظر اختیار کارفرمای اقتصادی در آینده به احتمال زیاد مالکیت و کنترل شرکت با پیروی سطحی از یک IPO یا ورود سرمایه‌گذاران جدید، کاهش می‌یابد. نتایج از منظر شریک محدود شده، در این که چطور تفاوت موجود در ریسک بین BVC ها و IVC ها می‌تواند تأثیر بالقوه در ریسک یا فرم عملکرد پرتفوی‌شان فراهم نماید، دلالت دارد. نظر به نوع بلندمدت سرمایه‌گذاری VC و فقدان خاصیت نقدینگی، الگوهای محدود شده در حال حاضر یک امکان فوری از سرمایه‌گذاری‌شان با برداشت سرمایه، اگر آنها دریابند که یک سرمایه‌گذاری برای ساخت (ترکیب) پرتفوی‌شان نامطلوب است، ندارند. بنابراین آنها باید از روی دقت شامل گونه‌ای از VC باشند که قصد سرمایه‌گذاری در آن را بر مبنای اشتیاق‌شان برای ریسک دارند.

۱۰. در نهایت، یافته‌ها نیز دلایلی در هر دو IVC ها و BVC هایی که در جستجوی الگوهای اتحادیه صنفی هستند، دارند. اتحادیه‌ی صنفی شامل انواع مختلفی از VCها است که می‌تواند مزایای قابل توجهی را از نظر فرایند انتخاب سرمایه‌گذاری، از طریق بهبود غربالگری، ناشی از سعی و کوشش، تصمیم‌گیری و عملکرد سرمایه‌گذاری که از طریق نظارت و ارزش بهتر اضافه شده را فراهم و ارائه کند. در معاملات صنفی ممکن است BVC به IVC برای اطمینان از جریان معامله آینده، با ایجاد یک شبکه‌ای از روابط با سرمایه‌گذاران نهادی که دسترسی به دامنه گسترده‌تر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید را فراهم می‌کند، کمک نماید. به نوبه خود، یک BVC خواهد توانست به یکی از انجمن‌های صنفی IVC به منظور بهره‌برداری از دانش و مهارت‌های خاص مکمل خود بپیوندد. IVC ها، شرکای اتحادیه صنفی مطلوب برای یک BVC هستند، چرا که آنها معمولاً فعالیت دارند و در حال مشارکت در مدیریت و نظارت بر کسب و کار خود هستند، و خدماتی با ارزش اضافی به پرتفوی سرمایه‌گذاری در زمینه‌هایی مانند برنامه‌ریزی استراتژیک، امور مالی، حسابداری، بازاریابی، و مدیریت منابع انسانی ارائه می‌دهند. بنابراین بررسی عملکرد معاملات صنفی بین IVC ها و BVC ها، نسبت به معاملات غیرصنفی یک جنبه جالب برای تحقیقات آینده را نشان می‌دهد. همچنین درک عمیق‌تر از شرایط که تأمین مالی VC را نشان می‌دهد (و تأمین مالی ویژه BVC)، دسترسی به اعتبار برای سیاست‌گذارانی که قصد بهبود تأمین منابع مالی از طریق کارآفرینان را دارند تسهیل می‌کند. کاهش در دسترسی به اعتبار شرکت‌های کوچک و خلاقانه (دانش بنیان) در پی بحران مالی جهانی، و فرآیندهای ادغام که در صنعت بانکداری به چالش‌های جدید در نهادهای عمومی خوانده می‌شود، صورت گرفته است. دولت‌ها در سراسر جهان تجدید نظر در رویکرد خود برای مقررات موسسات مالی و بازارهای مالی و ایجاد شرایط برای تجهیز سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز، در اصل متناسب با چارچوب‌های نهادی خاص از منطقه اقتصادی، خواهند داشت.



## References

1. Agrawal, A., Cooper, T., 2009. Accounting Scandals in IPO Firms: Do Underwriters and VCs Help? Culverhouse College of Business, University of Alabama. Working Paper.
2. Altman, E. I., & Sabato, G. (2005). Effects of the new Basel capital accord on bank capital requirements for SMEs. *Journal of Financial Services Research*, 28, 15–42.
3. Andrieu, G. (2013). The impact of the affiliation of venture capital firms: A survey. *Journal of Economic Surveys*, 27(2), 234–246.
4. Andrieu, G., & Groh, A. P. (2012). Entrepreneurs' financing choice between independent and bank-affiliated venture capital firms. *Journal of Corporate Finance*, 18(5), 1143–1167.
5. Ball, R., Shivakumar, L., 2005. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39, 83–128.
6. Ball, R., Shivakumar, L., 2008. Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics* 45, 324–349. Bank finance versus venture capital. *Journal of Business Venturing*, 22(6), 808–832.
7. Bengtsson, O. (2011). Covenants in venture capital contracts. *Management Science*, 57(11), 1926–1943. doi:10.1287/mnsc.1110.1409.
8. Bertoni, F., & Martí, J. (2011). Financing entrepreneurial ventures in Europe: The VICO Dataset. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1904297>.
9. Bertoni, F., Colombo, M. G., & Grilli, L. (2011). Venture capital financing and the growth of high-tech start-ups: Disentangling treatment from selection effects. *Research Policy*, 40(7), 1028–1043.
10. Bertoni, F., Croce, A., & D'Adda, D. (2010). Venture capital investments and patenting activity of high-tech start-ups: A micro-econometric firm-level analysis. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 12(4), 307–326.
11. Bertoni, F., Croce, A., & Guerini, M. (2012). How and when venture capital affects the investment of portfolio firms. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2149544>.
12. Bertoni, F., D'Adda, D., & Grilli, L. (2012). Cherry picking or frog kissing? The matching process between investors and entrepreneurial ventures in thin venture capital markets (SSRN Scholarly Paper No. ID 2138247). Rochester, NY: Social Science Research Network. Retrieved from <http://>
13. Bottazzi, G., Grazzi, M., Secchi, A., & Tamagni, F. (2011). Financial and economic determinants of firm default. *Journal of Evolutionary Economics*, 21, 373–406.
14. Boucly, Q., Sraer, D., & Thesmar, D. (2011). Growth LBOs. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 432–453.
15. Buzzacchi, L., Scellato, G., & Ughetto, E. (2013). The investment strategies of publicly sponsored venture capital funds. *Journal of Banking & Finance*, 37, 707–716.
16. Caliendo, M., & Kopeinig, S. (2008). Some practical guidance for the implementation of propensity score matching. *Journal of Economic Surveys*, 22(1), 31–72.
17. Cao, J.X., 2009. Are Buyout Sponsors Market Timers in RLBO? Singapore Management University. Working Paper.
18. Chemmanur, T. J., Krishnan, K., & Nandy, D. (2011). How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface. *Review of Financial Studies*, 24(12), 4037–4090.
19. Chemmanur, T.J., Loutskina, E., 2007. The Role of Venture Capital Backing in Initial Public Offerings: Certification, Screening or Market Power. SSRN Working paper.
20. Chou, D., Gombola, M., Liu, F., 2006. Earnings management and stock performance of reverse leveraged buyouts. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41, 407–438.
21. Cohen, D.A., Langberg, N., 2006. Venture Capital Financing and the Informativeness of Earnings. SSRN Working Paper.
22. Croce, A., Martí, J., & Murtinu, S. (2013). The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: 'Screening' or 'value added' effect? *Journal of Business Venturing*, 28(4), 489–510.
23. Cumming, D., Fleming, G., & Schwenbacher, A. (2008). Financial intermediaries, ownership structure and the provision of venture capital to SMEs: Evidence from Japan. *Small Business Economics*, 31(1), 59–92.
24. Darrrough, M., Rangan, S.P., 2005. Do insiders manipulate earnings when they sell their shares in an initial public offering? *Journal of Accounting Research* 43, 1–33.



25. De Bettignies, J. E., & Brander, J. A. (2007). Financing entrepreneurship: decision: An empirical approach using experimental data on risk attitudes. *Small Business Economics*, 36, 209–222.
26. Dushnitsky, G., & Lenox, M. J. (2005). When do incumbents learn from entrepreneurial ventures? Corporate venture capital and investing firm innovation rates. *Research Policy*, 34, 615–639.
27. Elston, J. A., & Audretsch, D. B. (2011). Financing the entrepreneurial
28. Engel, D., & Keilbach, M. (2007). Firm level implications of early stage venture capital investment-an empirical investigation. *Journal of Empirical Finance*, 14(2), 150–167.
29. Ernst, H., Witt, P., & Brachtendorf, G. (2005). Corporate venture capital as a strategy for external innovation: An exploratory empirical study. *R&D Management*, 35, 233–242.
30. Eurostat. (2009). 'High-technology' and 'knowledge based services' aggregations based on NACE Rev. 2. EVCA. (2013). Pereg analytics data.
31. Fang, L., Ivashina, V., & Lerner, J. (2010). An unfair advantage? Combining banking with private equity investing. NBER working paper.
32. Gioielli, S.O., Carvalho, D., Antonio, G., 2008. The Dynamics of Earnings Management in IPOs and the Role of Venture Capital. Fundacao Getulio Vargas School of Business. Working Paper.
33. Hellmann, T., Lindsey, L., & Puri, M. (2008). Building relationships early: Banks in venture capital. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 513–541.
34. Kang, E., Zardkoohi, A., Paetzold, R. L., & Fraser, D. (2013). Relationship banking and escalating commitments to bad loans. *Small Business Economics*, 40(4), 899–910.
35. Meuleman, M., Amess, K., Wright, M., & Scholes, L. (2009). Agency, strategic entrepreneurship, and the performance of private equity-backed buyouts. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 33(1), 213–239.
36. Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480. doi:10.1093/rfs/hhn053.
37. Puri, M., & Zarutskie, R. (2012). On the lifecycle dynamics of venture-capital and non-venture-capital-financed firms. *Journal of Finance*, 67(6), 2247–2293.
38. Revest, V., & Sapio, A. (2012). Financing technology-based small firms in Europe: What do we know? *Small Business Economics*, 39, 179–205.
39. Rogers, T. M. (2012). Bank market structure and entrepreneurship.
40. Scellato, G., & Ughetto, E. (2010). The Basel II reform and the provision of finance for R&D activities in SMEs: An analysis for a sample of Italian companies. *International Small Business Journal*, 28(1), 65–89.
41. Scellato, G., & Ughetto, E. (2013). Real effects of private equity investments: Evidence from European buyouts. *Journal of Business Research*, 66, 2642–2649.
42. Sørensen, M. (2007). How smart is smart money? A two-sided matching model of venture capital. *The Journal of Finance*, 62(6), 2725–2762.
43. Tian, X. (2012). The role of venture capital syndication in value creation for entrepreneurial firms. *Review of Finance*, 16(1), 245–283.
44. Tykvova, T., & Borell, M. (2012). Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy? *Journal of Corporate Finance*, 18, 138–150.
45. Ughetto, E. (2010). Assessing the contribution to innovation of private equity investors: A study on European buyouts. *Research Policy*, 39, 126–140.
46. Ughetto, E., & Vezzulli, A. (2011). What role can mutual guarantee consortia play for financing innovation? A firmlevel study for Italy. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 3(4), 294–319.
47. Winton, A., & Yerramilli, V. (2008). Entrepreneurial finance: Banks versus venture capital. *Journal of Financial Economics*, 88(1), 51–79.