

انتخاب استراتژی‌های مناسب برای تأمین مالی نوآوری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی

محمد هاشم بت‌شکن^۱، محمدمهدی بحرالعلوم^۲، غزل البرزیان^{۳*}

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۲/۲۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۴/۰۶

چکیده

در راستای بهبود بهره‌وری، رقابت‌پذیری و حمایت از تأمین مالی بخش خصوصی، این پژوهش به دنبال انتخاب استراتژی‌های مناسب صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به‌عنوان یکی از نهادهای مالی نوین در تأمین مالی شرکت‌های خصوصی با حجم منابع تحت مدیریت قابل‌توجه در ایران است. در این پژوهش با تمرکز بر مراحل مختلف چرخه عمر این صندوق‌ها شامل چهار مرحله تجهیز منابع، سرمایه‌گذاری، مدیریت و نظارت و خروج، استراتژی‌های مختلف صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی شامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، رشدی، تملک اهرمی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های در مانده بررسی شده است. در این راستا با مطالعه و بررسی پیشینه پژوهش و هم‌چنین نمونه‌های موجود، ابتدا استراتژی‌های رایج در هر مرحله از چرخه عمر این صندوق‌ها تعریف و سؤالات پرسشنامه با استفاده از روش دلفی طراحی شده است و در نهایت در قالب پرسشنامه ساختاریافته مورد نظرخواهی از خبرگان قرار گرفته است. پس از تجزیه و تحلیل داده‌ها از طریق آزمون‌های آماری، استراتژی‌های مناسب با شرایط حاکم بر این نهاد مالی نوپا در کشور طی مراحل چهارگانه چرخه عمر شامل تجهیز منابع، سرمایه‌گذاری، مدیریت و نظارت و خروج صندوق‌ها تبیین شده است.

واژگان کلیدی: صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی، صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه، استراتژی تجهیز منابع، استراتژی سرمایه‌گذاری، استراتژی مدیریت و نظارت، استراتژی خروج.

۱-دانشیار گروه مالی و بانکداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.

۲-استادیار گروه مالی و بانکداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.

۳-استادیار گروه مالی و بانکداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. / نویسنده مسئول مکاتبات
gh.alborzian@gmail.com

یکی از کارکردهای اصلی نظام مالی در اقتصاد، تجهیز و تخصیص بهینه منابع مالی به صورتی که بیشترین رشد اقتصادی محقق شود، است. تخصیص منابع مالی توسط دو بازار خصوصی و عمومی صورت می‌گیرد که هر یک دارای خصوصیات ویژه بوده و بالطبع آثار و تبعات خاصی نیز بر فرآیندهای بخش حقیقی اقتصاد دارند.

با توجه به اهمیت و تأکید بر توسعه بخش خصوصی، ارائه راهکارهایی جهت تخصیص بهینه منابع در این بخش به منظور رشد و توسعه اقتصادی کشور موردنیاز است. دستیابی به کارایی و کارآمدی بخش خصوصی مستلزم توسعه همه‌جانبه آن است که آن نیز به نوبه خود در گرو تنوع بخشیدن به ابزارها و نهادهای تخصصی در جهت تأمین مالی این بخش محرک در اقتصاد است.

یکی از نهادهای مالی شناخته شده در سراسر دنیا که نقش و اهمیت بسزایی در حوزه سرمایه‌گذاری و تأمین مالی دارند، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی^۱ هستند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در شرکت‌های خصوصی که در بازار سرمایه مورد معامله قرار نمی‌گیرند، سرمایه‌گذاری کرده و پس از خلق ارزش و افزایش بازده داخلی آن‌ها طی دوره مشخص، آن‌ها را از سبد سرمایه‌گذاری‌های خود خارج می‌کنند (Cornelius, 2011).

در سال‌های اخیر و با تصویب دستورالعمل تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه توسط سازمان بورس و اوراق بهادار در تاریخ ۱۳۹۵/۰۲/۲۸، این نهاد مالی تاحدودی مورد توجه فعالان مالی و اقتصادی کشور قرار گرفت به طوری که تا سال ۱۳۹۷، ۴ صندوق جسورانه به دریافت مجوز از سازمان بورس آغاز به فعالیت کردند. در تاریخ ۱۳۹۷/۰۶/۱۴ دستورالعمل تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و خصوصی جایگزین دستورالعمل قبلی شد و قوانین مربوط به تأسیس صندوق‌های خصوصی نیز مورد تدوین قرار گرفت. با این حال تا پایان فروردین ماه سال ۱۴۰۰، تنها ۲ صندوق خصوصی و ۱۲ صندوق جسورانه در حال فعالیت در بازار سرمایه کشور هستند و حجم منابع تحت مدیریت آن‌ها نیز به تاریخ ۱۴۰۰/۰۲/۱۴ حدود ۸،۳۷۰ میلیارد ریال می‌باشد که ۱،۵۰۰ میلیارد آن مربوط به دو صندوق خصوصی و مابقی مربوط به صندوق‌های جسورانه است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و جسورانه فعال در بازارهای مالی ایران در صنایع متنوعی اقدام به سرمایه‌گذاری کرده‌اند با این حال آمارها حاکی از آن است که عمده صنایع هدف در این صندوق‌ها شامل فناوری اطلاعات و ارتباطات، زیست‌فناوری و پزشکی و سلامت می‌باشد. سایر جزئیات در خصوص صندوق‌های مذکور در سایت سازمان بورس و اوراق بهادار و همچنین سایت فرابورس ایران وجود دارد.

به طور کلی، چرخه عمر شرکت سرمایه‌پذیر مهمترین عامل جهت طبقه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی محسوب می‌شود. مهمترین انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی بر

اساس مرحله چرخه عمر شرکت سرمایه‌پذیر عبارتند از: صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه^۲، صندوق سرمایه‌گذاری رشدی^۳، صندوق سرمایه‌گذاری تملک اهرمی و صندوق سرمایه‌گذاری در شرکت‌های درمانده^۴ (Caselli & Negri, 2021). بنابراین صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه به‌عنوان نوعی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی محسوب می‌شوند و ماهیت این صندوق‌ها با یکدیگر تفاوتی ندارد. در ایران دستورالعمل تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و خصوصی جایگزین دستورالعمل قبلی با عنوان دستورالعمل تأسیس و فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه شد. درحالی‌که با توجه به تعریف، ماهیت و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، این صندوق‌ها نباید به‌صورت جداگانه از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در نظر گرفته شوند و از نظر تئوریک صحیح است که این صندوق‌ها به‌عنوان طبقه‌ای از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی محسوب شوند.

طبق بررسی‌های انجام‌شده توسط موسسه فرانتیر اکونومیکس^۵ در سال ۲۰۱۳، یکی از نتایج مثبت فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، ارتقای سطح نوآوری، بهره‌وری و رقابت‌پذیری است که به‌نوبه خود منجر به رشد اقتصادی در سطح اقتصاد کلان می‌شود. هم‌چنین این صندوق‌ها علاوه بر تأمین مالی شرکت‌های سرمایه‌پذیر، مزایایی از جمله حسن شهرت، شبکه ارتباطی جدید و ارتقای سطح دانش را نیز برای این شرکت‌ها به ارمغان می‌آورند. درنهایت نیز شواهد نشان‌دهنده آن است که سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها به‌عنوان یک فرصت سرمایه‌گذاری بلندمدت، بازدهی مناسبی برای سرمایه‌گذاران طی سالیان گذشته محقق کرده است (Frontier Economics, 2013).

اثر مثبت صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر ابعاد اقتصاد کلان، شرکت‌های سرمایه‌پذیر و سرمایه‌گذاران در گرو خلق ارزش و ایجاد منفعت سرمایه‌ای برای سرمایه‌گذاران می‌باشد. خلق ارزش در صندوق‌ها از ابتدای چرخه عمر آن‌ها آغاز می‌شود و تا مرحله خروج از سرمایه‌گذاری ادامه می‌یابد. بنابراین به‌کارگیری استراتژی‌های مناسب و مؤثر در هر مرحله از چرخه عمر جهت ایجاد ارزش افزوده در سرمایه‌گذاری‌های صورت‌گرفته در صندوق از اهمیت بالایی برخوردار است. چرخه عمر تمامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به‌عنوان فرآیندی در نظر گرفته می‌شود که با تجهیز منابع^۶ آغاز می‌شود، با فاز سرمایه‌گذاری^۷ و مدیریت و نظارت^۸ ادامه پیدا می‌کند و درنهایت با مرحله خروج^۹ یا واگذاری خاتمه می‌یابد (Gompers & Lerner, 1996). هر یک از مراحل چرخه عمر صندوق‌ها مستلزم به‌کارگیری استراتژی‌های مشخص، متناسب با شرایط محیط کسب‌وکار، مرحله چرخه عمر شرکت سرمایه‌پذیر و... جهت ایجاد خلق ارزش می‌باشد. در ایران با توجه به جدیدالتأسیس بودن صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، اطلاعاتی جهت یافتن استراتژی‌های منتخب از طریق بررسی اثر استراتژی‌های مختلف بر عملکرد صندوق‌ها وجود

ندارد. از این رو این مقاله با بررسی کامل مبانی نظری تحقیق در کشورهای دنیا و در نظر گرفتن شرایط محیط کسب و کار و محیط قانونی کشور، برخی از مهم‌ترین استراتژی‌های این صندوق‌ها طی چرخه عمرشان را به نظرخواهی از خبرگان قرار داده است تا از این طریق رهنمودی جهت فعالیت مؤثرتر صندوق‌های خصوصی از طریق ارائه استراتژی‌های منتخب برای مراحل مختلف چرخه عمر آنها فراهم کند.

در این راستا و با توجه به سطح بالای اهمیت این نهاد مالی در تأمین مالی و خلق ارزش برای شرکت‌های خصوصی و ایجاد منفعت سرمایه‌ای برای سرمایه‌گذاران و هم‌چنین به دلیل جنبه کاربردی بودن این پژوهش، از میان ابعاد مختلف و گسترده این صندوق‌ها، موضوع استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر مورد مطالعه قرار گرفته است.

۲- مبانی نظری پژوهش

سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی به معنای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های خصوصی است که در بازار سرمایه مورد معامله قرار نمی‌گیرند (Baker, et al., 2015). بر اساس تعریف صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه را نیز می‌توان به‌عنوان طبقه‌ای از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی دانست که در شرکت‌های نوپا و استارت آپ‌ها و یا به عبارتی شرکت‌های خصوصی که در مراحل ابتدایی چرخه عمر خود هستند سرمایه‌گذاری می‌کنند (Caselli & Negri, 2021).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی از دو جنبه تأمین مالی و سرمایه‌گذاری قابل بررسی هستند، از یک طرف این صندوق‌ها منبعی جهت تأمین مالی شرکت‌ها محسوب می‌شوند و از طرف دیگر منابع مالی خود را به‌عنوان یک سرمایه‌گذار در سهام یک شرکت خصوصی خارج از بازار سرمایه سرمایه‌گذاری می‌کنند (Caselli & Negri, 2021).

رابطه بین صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی و شرکت سرمایه‌پذیر بدین صورت است که شرکتی که برای یک موضوع معینی با کمبود یا فقدان منابع مالی مواجه است، به یک صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی مراجعه می‌کند تا از مزایای تأمین مالی صندوق بهره‌مند شود. پس از انجام توافقات و انعقاد قرارداد، شرکت سرمایه‌پذیر طی فرآیند افزایش سرمایه از طریق آورده نقدی، اقدام به صدور سهام جدید و فروش آن به صندوق می‌کند و بدین ترتیب صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی تبدیل به سهامدار شرکت می‌گردد و شرکت سرمایه‌پذیر نیز منابع مالی مورد نیاز خود را جذب می‌کند. توجه به این نکته حائز اهمیت است که صندوق سرمایه‌گذاری

در سهام خصوصی تنها یک فراهم‌کننده منابع مالی نیست بلکه در مدیریت شرکت سرمایه‌پذیر نیز مشارکت می‌کند و نقشی همانند یک مشاور را ایفا خواهد کرد. درآمد صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی نیز تنها در زمان واگذاری سرمایه‌گذاری و از طریق شناسایی منفعت سرمایه‌ای تحقق می‌یابد. (Zeisberger, et al., 2017)

چرخه عمر تمامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به‌عنوان فرآیندی در نظر گرفته می‌شود که با تجهیز منابع^{۱۰} آغاز می‌شود، با فاز سرمایه‌گذاری^{۱۱} و مدیریت و نظارت^{۱۲} ادامه پیدا می‌کند و در نهایت با مرحله خروج^{۱۳} یا واگذاری خاتمه می‌یابد. (Gompers & Lerner, 1996).

- مرحله تجهیز منابع

مرحله تجهیز منابع اولین مرحله از مراحل چرخه عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی است. طی این مرحله که حدود ۱۲ تا ۱۸ ماه نیاز به زمان دارد، شرکای تضامنی^{۱۴} به جستجوی سرمایه‌گذاران و متقاعد نمودن آن‌ها جهت سرمایه‌گذاری در صندوق می‌پردازند. در صورتی که این مرحله با موفقیت انجام شود و تمام سرمایه صندوق توسط شرکای با مسئولیت محدود^{۱۵} تعهد شود، شرکای تضامنی به نقطه T۰ دست پیدا می‌کنند و این به معنای شکل‌گیری و آغاز فعالیت صندوق و مراحل بعدی است (Caselli & Negri, 2021). با وجود اینکه اکثر دارایی‌های صندوق توسط شرکای با مسئولیت محدود تأمین می‌شود اما شرکای تضامنی نیز در راستای تراز منافع با سرمایه‌گذاران اقدام به مشارکت در سرمایه‌گذاری معمولاً به میزان ۱ درصد از کل دارایی‌های صندوق می‌کنند (Cendrowski, et al., 2012).

تجهیز منابع برای تمام مدیران در سراسر دنیا امری دشوار و پیچیده است، زیرا شرکای تضامنی باید سرمایه‌گذاران را متقاعد نمایند که منابع مالی خود را برای مدت طولانی برای مثال ۱۰ سال سرمایه‌گذاری کنند و طی این ۱۰ سال به راحتی قادر به خروج از صندوق و نقد کردن آن نیز نمی‌باشند. بنابراین تصمیم سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی تصمیم سخت و دشواری برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. (Zeisberger, et al., 2017)

فرآیند تجهیز منابع مبتنی بر چهار مرحله است که عبارتند از: تدوین برنامه کسب‌وکار^{۱۶}، فروش ایده و بازاریابی کسب‌وکار^{۱۷}، تجهیز منابع از طریق بدهی^{۱۸} (در صورت نیاز) و بستن صندوق^{۱۹} (Caselli & Negri, 2021).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در میزان استفاده از بدهی متفاوت هستند. به‌طور معمول صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه از بدهی استفاده نمی‌کنند و در مقابل صندوق‌های تملک

سرمایه‌گذاران خطرپذیر اغلب ترجیح می‌دهند که در حوزه و صنعت مشخصی سرمایه‌گذاری کنند. کمپ (۲۰۰۲) مطرح می‌کند که دلیل چنین تخصص‌گرایی این است که شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر نمی‌توانند دانش عمیقی از تمام حوزه‌های صنعت را به دست آورده و حفظ کنند. عامل دیگری که سرمایه‌گذاران خطرپذیر در فرآیند بررسی همه‌جانبه به آن توجه دارند مکان استقرار شرکت سرمایه‌پذیر است. هم‌چنین برخی محققان بیان می‌کنند که اهمیت مکان تا حدودی در سال‌های اخیر کاهش یافته. البته کمپ (۲۰۰۲)، کاردیس و همکاران (۲۰۰۱) بیان می‌کنند که اهمیت مکان کاهش نیافته و هنوز به‌عنوان یک عامل مهم در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران خطرپذیر مطرح است.

درک لزوم تأمین سرمایه مالی این نوع از شرکت‌ها، اهمیت صندوق‌های تأمین مالی حوزه فناوری همچون صندوق نوآوری و شکوفایی را افزایش داده است و بنابراین نوع تعامل شرکت‌های دانش‌بنیان و صندوق‌های تأمین مالی و کاهش نارضایتی شرکت‌های دانش‌بنیان از محل دریافت خدمات متناسب با نیازها به یکی از مسائل سیاستی برای صندوق‌های تأمین مالی در حوزه نوآوری تبدیل شده است (نقی‌زاده و همکاران، ۱۳۹۸).

انتخاب سبد حوزه‌های کسب‌وکاری برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر بسیار ضروری است، زیرا این مجموعه‌ها برای وصول به موفقیت، باید در حوزه‌های کسب‌وکاری شرکت‌های تحت پوشش خود، خبره بوده و شبکه گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران، مشاوران، مربیان و کانال‌های فروش در اختیار داشته باشند. یک‌نهاد سرمایه‌گذاری خطرپذیر نمی‌تواند این قابلیت را در تمامی حوزه‌ها کسب کند، از این رو باید تعدادی از این قابلیت‌ها را انتخاب کرده و تنها بر آن‌ها تمرکز نماید. انتخاب حوزه‌های هدف برای این مجموعه‌ها بر مبنای دو مؤلفه جذابیت و توانمندی خواهد بود. مؤلفه توانمندی برای هر صندوق منحصربه‌فرد و جذابیت برای مجموعه‌هایی که مانند صندوق‌های فعال در محیط کسب‌وکاری یک کشور واقع شده‌اند، یکسان خواهد بود. پیشنهاد می‌شود به دلیل آنکه لازم است صندوق در حوزه‌های هدف خود خبره شود و شبکه ارتباطی قوی‌ای تشکیل دهد، بیش از چهار صنعت برای خود انتخاب نکند. اما در صورت وقوع ریسک‌های پیش‌بینی نشده و ایجاد چالش‌های جدی در یکی از حوزه‌های پیشنهادی، سایر صنایع که از امتیاز جذابیت بالایی برخوردارند، می‌توانند جایگزین شوند (کریمی صدر و بنیادی نائینی، ۱۳۹۵).

شرکت‌ها در هر یک از مراحل چرخه عمر دارای ویژگی‌ها و نیازهای تأمین مالی منحصربه‌فردی

هستند. از این رو مرحله چرخه عمر شرکت سرمایه‌پذیر مهم‌ترین عامل جهت طبقه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی محسوب می‌شود. مهم‌ترین انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی بر اساس مرحله چرخه عمر شرکت سرمایه‌پذیر عبارتند از: صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر^{۲۱}، صندوق سرمایه‌گذاری رشدی^{۲۲}، صندوق سرمایه‌گذاری تملک اهرمی و صندوق سرمایه‌گذاری در شرکت‌های درمانده^{۲۳} (Caselli & Negri, 2021).

تملک اهرمی یا خرید استقراضی عبارتست از تحصیل یک شرکت با استفاده از مقدار قابل توجهی استقراض، وام یا اوراق بدهی. در این نوع تحصیل، دارایی‌های شرکت تحصیل شده به همراه دارایی‌های شرکت تحصیل‌کننده به‌عنوان وثیقه تسهیلات دریافتی استفاده می‌گردد. در واقع هرگاه شرکتی سهام عمده یا دارایی‌های شرکت دیگر را از طریق استقراض، تصاحب کند و به‌منظور بازپرداخت استقراض دریافتی دارایی‌های تصاحب‌شده را، درگرو یا رهن قرار دهد به آن تملک اهرمی یا خرید استقراضی گفته می‌شود. هدف تملک اهرمی ایجاد امکان تحصیل شرکت‌های بزرگ بدون در اختیار داشتن منابع مالی زیاد می‌باشد. در روش تملک اهرمی نسبت بدهی به حقوق مالکانه بسیار بالا و حدود ۷۰٪ به ۳۰٪ می‌باشد (Tripathi, 2012).

مرحله سرمایه‌گذاری

پس از پذیره‌نویسی کامل و به اصطلاح بسته‌شدن^{۲۴} صندوق، دوره سرمایه‌گذاری آغاز می‌شود. در این دوره که معمولاً حدود پنج سال به طول می‌انجامد فرصت‌های مختلف سرمایه‌گذاری شناسایی می‌شود و پس از انجام ارزیابی موشکافانه^{۲۵}، معامله و در نتیجه سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد (Hudson, 2014).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه در زمان سرمایه‌گذاری عمدتاً شرکت‌هایی که در مرحله بذری^{۲۶}، استارت‌آپ^{۲۷}، و رشد اولیه^{۲۸} قرار دارند را هدف قرار می‌دهند و از این نظر ریسک بیشتری را متحمل می‌شوند. البته سرمایه‌گذاری در مرحله بذری به دلیل عدم وجود محصول و حتی ایده کسب‌وکار معمولاً به فرشتگان کسب‌وکار^{۲۹} واگذار می‌شود (Caselli & Negri, 2021).

مرحله سرمایه‌گذاری شامل دو فعالیت عمده می‌باشد: تصمیم‌گیری^{۳۰} و انجام معامله^{۳۱}. تصمیم‌گیری به معنای تصمیم در خصوص بهینه بودن سرمایه‌گذاری در یک شرکت و انجام معامله به معنای مذاکره و امضای قرارداد برای سرمایه‌گذاری در شرکت است. از جمله تصمیمات اساسی که در مرحله انجام معامله باید مورد مذاکره قرار گیرد، تعیین نحوه سرمایه‌گذاری و میزان مشارکت است. سرمایه‌گذاری صندوق‌های سهام خصوصی در شرکت‌های سرمایه‌پذیر به صورت مستقیم و غیرمستقیم امکان‌پذیر

است. در برخی موارد صندوق‌ها تصمیم به سرمایه‌گذاری مستقیم در حقوق مالکانه شرکت می‌گیرند اما در بسیاری از موارد آن‌ها اقدام به ایجاد یک‌نهاد واسط یا SPV کرده تا از طریق آن و به‌طور غیرمستقیم در شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کنند. این نکته نیز حائز اهمیت است که به‌کارگیری SPV با دشواری‌هایی مواجه می‌باشد، زیرا استفاده از آن به معنای استفاده از بدهی است و این خود نیازمند متقاعد ساختن شبکه بانکی برای دریافت وام است. پس از تصمیم در خصوص نحوه سرمایه‌گذاری باید در مورد میزان مشارکت تصمیم‌گیری شود. منظور از میزان مشارکت، میزان سهامی است که صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی از طریق سرمایه‌گذاری در شرکت سرمایه‌پذیر به دست می‌آورد. این موضوع نیز موضوع ساده‌ای نیست و از چندین جنبه قابل بررسی است. برای مثال در صورتی که میزان کمی از سهام شرکت خریداری شود، سرمایه‌گذاری بلااستفاده خواهد بود، زیرا میزان سهام به‌اندازه‌ای نیست که بتوان در شرکت تصمیم‌گیری و یا اعمال کنترل کرد. از طرف دیگر در صورتی که بیش از ۵۰٪ سهام شرکتی تحصیل گردد، مالکیت شرکت به دست خواهد آمد که این موضوع نیز لزوماً موقعیت خوبی در شرکت ایجاد نمی‌کند، زیرا مالک شرکت نیاز به یک مدیر مناسب جهت کنترل و مدیریت امور شرکت دارد. مذاکرات در خصوص نحوه و میزان سرمایه‌گذاری، مذاکرات سخت و چالش‌برانگیزی محسوب می‌شود (Demaria, 2020).

صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی ممکن است با کمبود منابع مالی برای انجام یک معامله مواجه باشد. در این حالت دو انتخاب برای صندوق وجود دارد. انتخاب اول به‌کارگیری استراتژی سندیکا^{۳۳} است. منظور از استراتژی سندیکا این است که صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی با یک یا دو صندوق دیگر تشکیل یک سندیکا دهد تا منابع مالی لازم برای انجام معامله را تأمین کند. اگرچه صندوق زمان و هزینه زیادی را صرف بررسی بازار و تحقیق و ارزیابی شرکت کرده اما یکی از راه‌هایی که برای تحقق معامله وجود دارد شراکت سرمایه‌گذاری و در نتیجه تقسیم منافع با دیگر صندوق‌ها به‌منظور فراهم‌سازی مبلغ معامله است. انتخاب دیگری که برای تأمین مالی معامله وجود دارد استفاده از بدهی می‌باشد. استفاده از بدهی می‌تواند به معنای انتشار اوراق بدهی در بازار سرمایه یا به معنای مذاکره با شبکه بانکی برای دریافت وام باشد (Caselli & Negri, 2021).

پس از تأمین مالی، صندوق اقدام به انعقاد تفاهم‌نامه اجرایی خواهد کرد. انعقاد تفاهم‌نامه اجرایی به معنای تنظیم مفاد قراردادی و قوانینی است که موجب می‌شود صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی، حضور و سرمایه‌گذاری در شرکتی را واجد شرایط بدانند (Alsina, A, 2020).

صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی باید در خصوص طبقه سهام مورد سرمایه‌گذاری در شرکت سرمایه‌پذیر تصمیم‌گیری نماید. طبقه سهام به معنای تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری در سهام

عادی یا سهام ممتاز شرکت است. طبقه سهام عادی و ممتاز دارای حقوق متفاوتی هستند. سهام ممتاز معمولاً دارای حق رأی بیشتر، اولویت بالاتر در پرداخت سود سهام و گاهی دارای حق اختیار فروش نیز می‌باشد. درحالی که سهام عادی فاقد حقوق مذکور است (Lerner et al, 2012).

یکی از مهم‌ترین مواردی که شرکت سرمایه‌پذیر و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی باید در مورد آن توافق نمایند، سیاست پرداخت می‌باشد. سیاست پرداخت به معنای تصمیم‌گیری در خصوص خرید سهام جدید یا سهام موجود در شرکت است. سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی تنها مبتنی بر تأمین مالی است که آن نیز به معنای خرید سهام جدید شرکت است. اما در برخی موارد در صورتی که مالک شرکت قدرت زیادی داشته باشد یا معامله از اهمیت زیادی برای صندوق برخوردار باشد صندوق ناگزیر به خرید سهام مالک یعنی سهام موجود در شرکت است (Caselli & Negri, 2021). مذاکره در خصوص قوانین حاکمیتی موجود در شرکت و اعمال برخی تغییرات جهت بهبود عملکرد هیئت‌مدیره، یکی از موضوعات مهم قراردادهای همکاری بین شرکت سرمایه‌پذیر و صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی محسوب می‌شود. از جمله مقررات حاکمیت شرکتی موجود در یک شرکت می‌توان به برنامه زمانی جلسات هیئت‌مدیره، شرایط لازم جهت انتصاب به‌عنوان ریاست هیئت‌مدیره و ... اشاره کرد (Lerner et al, 2012).

- مرحله مدیریت و نظارت

پس از اینکه صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی به یکی از سهامداران شرکت سرمایه‌پذیر تبدیل شد، مدیریت و نظارت صندوق بر شرکت هدف آغاز می‌گردد. هدف اصلی صندوق در این مرحله، ایجاد شرایط لازم برای خروج موفق از سرمایه‌گذاری و در نتیجه کسب منفعت سرمایه‌ای^{۳۳} مناسب است. در راستای دستیابی به هدف مذکور، مرحله مدیریت و نظارت مبتنی بر دو رکن اساسی خلق ارزش و حفاظت از ارزش خلق شده است. در واقع از یک طرف صندوق باید از طریق استراتژی‌ها و تغییراتی که در شرکت ایجاد می‌کند موجب خلق ارزش در شرکت شود و از سوی دیگر صندوق باید جهت حفاظت از ارزش ایجاد شده تا زمان خروج از سرمایه‌گذاری تدابیر لازم را اتخاذ کند (Caselli & Negri, 2021).

خلق ارزش در شرکت سرمایه‌پذیر به عوامل زیادی از جمله رویکردهای سرمایه‌گذاری فعال^{۳۴} و غیرفعال^{۳۵}، میزان سرمایه‌گذاری در شرکت هدف و ... بستگی دارد (Demaria, 2020).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی به‌عنوان مشاور در شرکت‌های سرمایه‌پذیر به فعالیت می‌پردازند و از این طریق نقشی فراتر از فراهم‌کنندگان منابع مالی ایفا می‌کنند. به همین دلیل

حضور این صندوق‌ها در شرکت فاکتور کلیدی برای موفقیت شرکت و خلق ارزش در آن محسوب می‌شود (Gadish & MacArthur, 2008).

موضوع حفاظت از ارزش خلق‌شده در شرکت سرمایه‌پذیر یک موضوع حیاتی برای صندوق محسوب می‌شود، زیرا مدت‌زمان حضور صندوق در شرکت محدود است و باید در مدت‌زمان مشخصی از طریق به‌کارگیری بهترین استراتژی خروج، از سرمایه‌گذاری خارج شود و منفعت سرمایه‌ای مناسبی برای سرمایه‌گذاران شناسایی کند. (Demaria, 2020) حفاظت از ارزش خلق‌شده در شرکت موضوع ساده‌ای نیست. بهترین راهکار برای این موضوع که در سرتاسر جهان مورد استفاده قرار می‌گیرد به‌کارگیری مفاد قراردادی جهت تنظیم روابط بین صندوق و شرکت سرمایه‌پذیر است. این مفاد قراردادی در واقع مکانیزمی برای تنظیم حقوق و تکالیف صندوق و شرکت سرمایه‌پذیر می‌باشد (Demaria et al, 2021).

کاسلی و نگری (۲۰۲۱) برخی از مهم‌ترین و رایج‌ترین مقرره‌های حفاظتی از ارزش خلق‌شده در شرکت‌های سرمایه‌پذیر را به شرح زیر نام می‌برند:

• تکنیک مرحله‌ای^{۳۶}: یکی از مقرره‌هایی که در جهت حفظ ارزش خلق‌شده در شرکت سرمایه‌پذیر مورد استفاده قرار می‌گیرد، تکنیک مرحله‌ای است. مفهوم اصلی این تکنیک، پرداخت منابع مالی توسط صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی به صورت پلکانی و طی مراحل متفاوت به شرکت سرمایه‌پذیر است. هر بخش از منابع مالی تنها در صورتی به شرکت سرمایه‌پذیر پرداخت می‌شود که شرکت به نقاط قوت مشخص و از پیش تعیین‌شده‌ای دست پیدا کرده باشد. این مقرره موجب کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و هم‌چنین ابزاری برای ایجاد انگیزه در شرکت‌های سرمایه‌پذیر خواهد بود

• اوراق بهادار دارای اختیار خرید^{۳۷} و اوراق بهادار دارای اختیار فروش^{۳۸}: منظور از اوراق بهادار دارای اختیار فروش اینست که سهامی که صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی طی سرمایه‌گذاری در شرکت سرمایه‌پذیر به دست می‌آورد، دارای اختیار فروش است و در نتیجه صندوق امکان فروش سهام شرکت به مالک آن را داراست و در صورتی که بخواهد حق خود را اعمال کند، مالک شرکت ناگزیر به خرید سهم از او می‌باشد. اوراق بهادار دارای اختیار خرید نیز بدین معناست که مالک شرکت دارای اختیار خرید است و امکان خرید سهم از صندوق و یا به عبارتی اخراج صندوق از شرکت را داراست. استفاده از اوراق بهادار دارای اختیار خرید و فروش ابزاری رایج برای شرکت‌ها و مالکین جهت خاتمه همکاری در کسب‌وکار سهام خصوصی است.

• مقرره حق فروش همزمان^{۳۹}: حق فروش همزمان به صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی که دارای سهم اقلیت در شرکت سرمایه‌پذیر هستند، اختیار فروش سهام شرکت سرمایه‌پذیر

را به همان قیمتی که مالک شرکت قصد فروش آن را دارد، می‌دهد. این مقرر، روش بسیار خوبی برای خاتمه همکاری است زیرا مالک می‌خواهد سهام شرکت را به شخص دیگری بفروشد و از شرکت خارج شود و صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی نیز برای حفاظت از سرمایه‌گذاری خود قادر به فروش سهام به همان قیمت به مالک شرکت است.

• حق همراه ساختن سایر سهامداران^۴: با وجود این حق صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی می‌تواند از مالک شرکت درخواست کند تا سهام خود را به همان قیمتی که صندوق می‌خواهد بفروشد، به فروش رساند. این حق باعث می‌شود که صندوق امکان فروش ۱۰۰٪ سهام شرکتی را بدون تحت مالکیت داشتن ۱۰۰٪ آن داشته باشد. در این حالت به دلیل در اختیار داشتن حق فروش ۱۰۰٪ سهام شرکت، قدرت صندوق جهت مذاکره در خصوص قیمت سهام به‌طور چشمگیری افزایش پیدا می‌کند.

• حق اولویت در خرید سهام^۵: این حق بدین معناست که صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی دارای حق خرید سهام مالک شرکت، به همان قیمتی که او می‌خواهد آن را به شخص ثالثی به فروش رساند، داراست. این حق قدرت حفاظت از ارزش شرکتی که سهام آن در پرتفوی صندوق موجود است را به صندوق می‌دهد و هم‌چنین مانع ورود یک سهامدار جدید به شرکت می‌شود.

- مرحله خروج

مرحله خروج از سرمایه‌گذاری از اهمیت بسیار بالایی برخوردار است، زیرا در این مرحله صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی باید منفعت سرمایه‌ای یا به عبارتی بازده سرمایه‌گذاری خود را شناسایی کند. مرحله خروج از سرمایه‌گذاری‌های سهام خصوصی به دلیل عدم وجود بازار سرمایه با مشکلات نقدشوندگی و ارزش‌گذاری مواجه می‌باشد، به‌طوری‌که بحث خروج از سرمایه‌گذاری از دیدگاه سرمایه‌گذاران چالشی‌ترین موضوع پس از ارزش‌گذاری است (Demaria et al, 2021).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی به‌عنوان یک شریک موقت در ساختار سازمانی شرکت‌های سرمایه‌پذیر در نظر گرفته می‌شوند که باهدف کسب بازدهی اقتصادی در یک دوره ۵ تا ۷ ساله تصمیم به سرمایه‌گذاری در شرکت می‌گیرند. سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی دارای ریسک بسیار بالایی است، زیرا امکان هیچ‌گونه پیش‌بینی قطعی در مورد بهترین زمان خروج از سرمایه‌گذاری وجود ندارد. به دلیل اهمیت بالای مرحله خروج از مراحل چرخه عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی، معمولاً تصمیم‌گیری در خصوص بهترین زمان

و بهترین روش خروج از سرمایه‌گذاری باید مورد توافق صندوق و شرکت سرمایه‌پذیر باشد (Demaria, 2020).

کاردیس و همکاران (۲۰۰۱) می‌گویند چنان چه سرمایه‌گذاران خطرپذیر امکان یک راهبرد خروج در محدوده‌ی زمانی قابل قبول (۳ الی ۵ سال) را در طرح‌های دریافتی مشاهده نکنند، دست به سرمایه‌گذاری نخواهند زد.

کاسلی و نگری (۲۰۲۱) توجه به قوانین و مقرره‌های مربوط به سرمایه‌گذاری، موقعیت کسب و کار شرکت سرمایه‌پذیر، وضعیت بازارهای مالی، طول عمر صندوق و پیشینه خروج از شرکت‌های سرمایه‌پذیر توسط صندوق را به‌عنوان مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار در برنامه‌ریزی در خصوص استراتژی خروج نام می‌برند.

شرکای تضامنی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی معمولاً مدت‌زمانی بین سه تا هفت سال را به دوره خروج از سرمایه‌گذاری اختصاص می‌دهند (Stowell, 2018). کامینگ^{۴۲} (۲۰۱۰) پنج نوع استراتژی شامل عرضه عمومی اولیه^{۴۳}، فروش تجاری^{۴۴}، فروش ثانویه^{۴۵}، بازخرید^{۴۶} و تهاجر^{۴۷} را جهت خروج از سرمایه‌گذاری ارائه کرده است.

- **فروش تجاری:** فروش تجاری به معنای فروش سهام شرکت سرمایه‌پذیر به یک شرکت دیگر است. فروش تجاری ممکن است از طریق برگزاری مناقصه و یا به وسیله انجام مذاکرات خصوصی با طرف مقابل صورت گیرد. خریداران شرکت سرمایه‌پذیر در این نوع استراتژی معمولاً خریداران استراتژیک^{۴۸} می‌باشند. خریداران استراتژیک، اغلب شرکت‌هایی هستند که جزو رقبا، تأمین‌کنندگان و مشتریان شرکت هدف می‌باشند و هدف آن‌ها خرید شرکت سرمایه‌پذیر جهت ایجاد هم‌افزایی^{۴۹} است. هم‌چنین ممکن است کسب‌وکار خریداران استراتژیک به ماهیت کسب‌وکار شرکت سرمایه‌پذیر مربوط نباشد و خریدار استراتژیک صرفاً باهدف متنوع‌سازی منابع درآمدی خود از طریق ورود به یک بازار جدید، شرکت سرمایه‌پذیر را تحصیل کند (Alsina, A, 2020).

بازخرید: در بازخرید سهامداران موجود در شرکت به بازخرید سهامی که قبلاً به صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی فروخته‌اند، می‌پردازند. این استراتژی زمانی به کار گرفته می‌شود که سهامداران شرکت تصمیم به توسعه شرکت دارند و منابع مالی کافی نیز برای خرید سهم مالکیت صندوق را دارا هستند. در این مورد مقرر اخذ فروش سهام اهمیت پیدا می‌کند. اختیار فروش سهام به این معناست که صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی اختیار فروش سهم خود به مالک شرکت را داراست و در صورتی که تصمیم به اعمال حق خود داشته باشد، مالک شرکت باید تعهدات خود را در قبال صندوق ایفا کند. نکته‌ای که در اینجا مطرح می‌شود اینست که ممکن است

مالک شرکت نقدینگی لازم جهت خرید سهام صندوق را نداشته باشد که در این حالت مذاکرات در مورد کاهش قیمت و یا اضافه کردن سرمایه‌گذاران جدید جهت دریافت پول و باز خرید سهام آغاز می‌گردد (Laffer et al, 2009).

- **عرضه عمومی اولیه:** خروج از سرمایه‌گذاری از طریق عرضه عمومی اولیه بهترین روش خروج از دیدگاه شرکای تضامنی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی است، زیرا این روش شهرت و منفعت سرمایه‌ای بیشتری برای صندوق به دنبال دارد (Gompers, 1996). در دوره‌ای که بازارهای مالی از جمله بازار سرمایه از رونق و شرایط مناسبی برخوردار هستند، خروج از طریق IPO برای شرکتی که به سطح قابل قبولی از توسعه و سودآوری رسیده است، گزینه بسیار مناسبی محسوب می‌شود. البته این روش نیازمند کسب الزامات و شرایط اولیه جهت پذیرش در بازارهای مالی نیز می‌باشد که به موجب آن قوانین و مقررات نسبتاً سخت‌گیرانه‌ای باید رعایت شود (Gadish & MacArthur, 2008).

- **فروش ثانویه:** فروش ثانویه یکی از انواع استراتژی‌های خروج شرکت‌های سرمایه‌پذیر از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی است که طی آن به جای فروش به یک خریدار تجاری یا عرضه عمومی اولیه در بازار سرمایه، شرکت سرمایه‌پذیر به یک صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی دیگر فروخته می‌شود (Sampson, 2010). فروش ثانویه همانند استراتژی فروش تجاری است با این تفاوت که به جای خریدار استراتژیک، خریدار یا اسپانسر مالی وجود دارد. فروش ثانویه مبتنی بر مفهوم چرخه عمر شرکت‌های سرمایه‌پذیر است. برای مثال یک صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر را در نظر بگیرید که در شرکتی که در مرحله استارت‌آپ قرار دارد سرمایه‌گذاری می‌کند. پس از مدتی که شرکت رشد و توسعه پیدا کرد، صندوق تصمیم به خروج از شرکت می‌گیرد. در این حالت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی دیگری که در مرحله رشد و توسعه شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند، قادر به خرید شرکت از صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر خواهند بود. (Demaria et al, 2021).

- **تهاتر:** تهاتر گزینه مناسبی برای خروج از سرمایه‌گذاری نیست. تهاتر دارایی‌ها با بدهی‌ها به معنای صرف‌نظر کردن از ارزش شرکت است. سرمایه‌گذاری در مراحل بذر یا استارت‌آپ، سرمایه‌گذاری‌های پرریسکی محسوب می‌شوند و ممکن است به دلیل موفق نشدن طرح کسب‌وکار و یا به دلایل دیگر، شرکت نکول کند. در این حالت مرحله‌ای به نام خروج از سرمایه‌گذاری وجود نخواهد داشت و صندوق ناگزیر به صرف‌نظر کردن از شناسایی منفعت سرمایه‌ای خواهد بود. البته صرف‌نظر کردن از ارزش شرکت به معنای بازده صفر نیست. زیرا صندوق قادر به فروش برخی از دارایی‌های شرکت است و از این طریق سعی می‌کند زیان خود

مراحل اصلی و فرعی چرخه عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به صورت خلاصه در جدول (۱) تشریح شده است:

جدول (۱): مراحل اصلی و فرعی چرخه عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی

مراحل اصلی چرخه عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی	مراحل فرعی چرخه عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی	توضیحات
تجهیز منابع	<ul style="list-style-type: none"> تدوین برنامه کسب‌وکار فروش ایده و بازاریابی کسب‌وکار تجهیز منابع از طریق بدهی (در صورت نیاز) بستن صندوق 	<p>در این مرحله مدیران صندوق (شرکای تضامنی) به جستجوی سرمایه‌گذاران و متقاعد نمودن آن‌ها جهت سرمایه‌گذاری در صندوق می‌پردازند. ابتدا براساس شناخت غیررسمی گرایش و تمایل سرمایه‌گذاران، برنامه کسب‌وکار صندوق تدوین می‌گردد، سپس به بازاریابی جهت متقاعد ساختن سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری درصندوق و امضای توافقنامه سرمایه‌گذاری پرداخته می‌شود. در گام بعدی در صورتی که امکان اهرمی کردن صندوق وجود داشته باشد متقاعد ساختن شبکه بانکی جهت اخذ وام در دستور کار می‌گیرد و در نهایت در صورتی که تمامی مراحل با موفقیت صورت گیرد بستن صندوق اتفاق می‌افتد.</p>
سرمایه‌گذاری	<ul style="list-style-type: none"> تصمیم‌گیری انجام معامله 	<p>در این مرحله پس از شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری دو مرحله تصمیم‌گیری و انجام معامله صورت می‌گیرد. تصمیم‌گیری به معنای تصمیم در خصوص بهینه بودن سرمایه‌گذاری در شرکت است. در صورتی که شرکتی فرصت مناسبی جهت سرمایه‌گذاری به نظر رسد مرحله اول یعنی تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری در شرکت مثبت است و مرحله دوم یا به عبارتی مذاکره و تنظیم قرارداد جهت انجام معامله آغاز می‌شود.</p>
مدیریت و نظارت	<ul style="list-style-type: none"> خلق ارزش حفاظت از ارزش خلق شده 	<p>هدف اصلی صندوق در این مرحله، ایجاد شرایط لازم برای خروج موفق از سرمایه‌گذاری و در نتیجه کسب منفعت سرمایه‌ای مناسب است. در این راستا، مدیریت و نظارت مبتنی بر دو رکن اساسی خلق ارزش و حفاظت از ارزش خلق شده است. در واقع از یک طرف صندوق باید از طریق استراتژی‌ها و تغییراتی که در شرکت ایجاد می‌کند، موجب خلق ارزش در شرکت شود و از سوی دیگر صندوق باید جهت حفاظت از ارزش ایجاد شده تا زمان خروج از سرمایه‌گذاری تدبیرهای لازم را بیندیشد.</p>
خروج	<ul style="list-style-type: none"> بررسی قوانین و مقررات بررسی وضعیت کسب‌وکار بررسی وضعیت بازارهای مالی بررسی پیشینه خروج صندوق بررسی هزینه‌های معاملاتی 	<p>در این مرحله صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی منفعت سرمایه‌ای یا به عبارتی بازده سرمایه‌گذاری خود را شناسایی کند. در این مرحله برای انتخاب بهترین استراتژی خروج بررسی‌های مختلفی شامل بررسی قوانین و مقررات مربوط به سرمایه‌گذاری، موقعیت کسب‌وکار، وضعیت بازارهای مالی و همچنین بررسی پیشینه خروج صندوق از سرمایه‌گذاری‌ها، حجم سرمایه‌گذاری و هزینه‌های معاملاتی صورت می‌گیرد.</p>

۳- پیشینه پژوهش

در این بخش به تعدادی از پژوهش‌ها که به بررسی استراتژی‌های منتخب صندوق‌های خصوصی در محیط‌های کسب‌وکار متفاوت و هم‌چنین اثرات به‌کارگیری استراتژی‌های متفاوت این صندوق‌ها پرداخته‌اند؛ اشاره می‌شود.

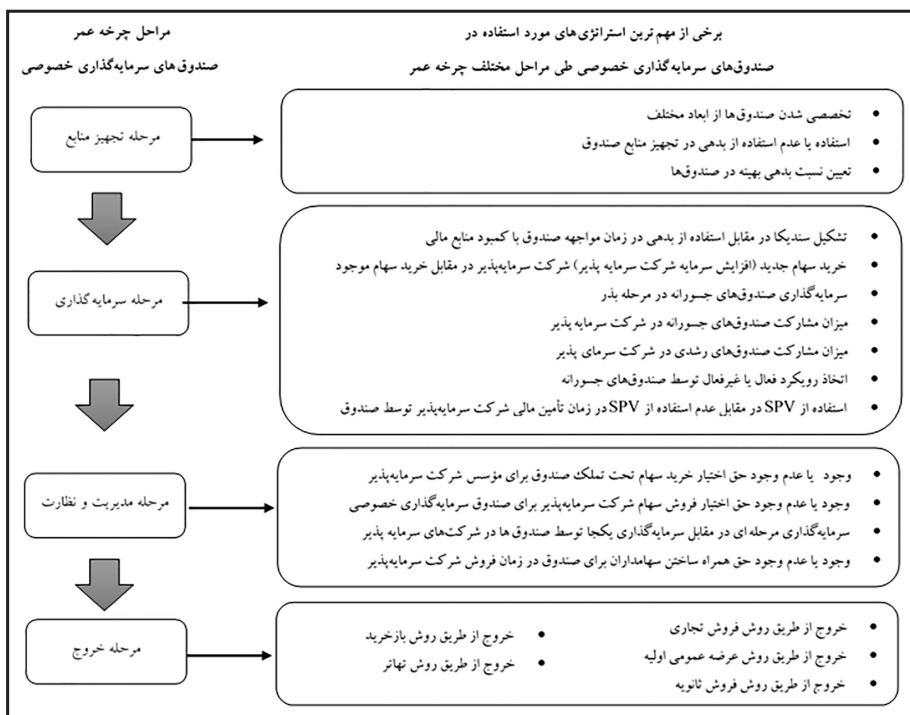
به‌طور کلی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در دنیا جزو نهادهای مالی هستند که مقررات سختگیرانه‌ای در خصوص افشای اطلاعات آن‌ها وجود ندارد. به همین دلیل اطلاعات زیادی در

خصوصاً مرحله سرمایه‌گذاری و مدیریت و نظارت این صندوق‌ها در دسترس نیست و از این جهت پژوهش‌ها و مطالعات کمتری در این باره صورت گرفته است. اما در مطالعات خارجی، مقالات زیادی در زمینه استراتژی‌های مختلف صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی طی مراحل تجهیز منابع و خروج چرخه عمر آن‌ها وجود دارد که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود (جدول (۲)):

جدول (۲): پیشینه پژوهش

مطالعه	استراتژی مورد بررسی	توصیف	نتیجه
گجادی ^{۵۰} و همکاران (۲۰۱۷)	استراتژی تجهیز منابع	بررسی اثر تخصصی کردن صندوق از سه بعد مرحله چرخه عمر شرکت سرمایه‌پذیر ^{۵۱} ، صنعت و منطقه جغرافیایی بر مرحله تجهیز منابع	صندوق‌های تخصصی نسبت به صندوق‌های عمومی و غیر تخصصی با سرعت بیشتری تجهیز منابع می‌شوند. و این موضوع برای صندوق‌هایی که از بعد صنعت تخصصی شده‌اند بیشتر مشهود است.
ریگامانی ^{۵۲} و همکاران (۲۰۱۶)	استراتژی تجهیز منابع و خروج	بررسی اثر تخصصی کردن صندوق‌ها از نظر صنعت و مرحله چرخه عمر شرکت‌های سرمایه‌پذیر بر استراتژی‌های خروج شامل عرضه عمومی اولیه، فروش تجاری و فروش ثانویه	تخصصی شدن صندوق‌های خصوصی از هر دو بعد صنعت و مرحله چرخه عمر شرکت سرمایه‌پذیر، احتمال خروج از طریق استراتژی عرضه عمومی اولیه را افزایش می‌دهد. در حالی که تخصصی شدن صندوق‌ها تنها از بعد صنعت، بر احتمال خروج از طریق فروش تجاری اثر مثبت خواهد داشت. و در نهایت فروش ثانویه برای صندوق‌های غیر تخصصی محتمل‌تر است.
جان ^{۵۳} و ژانگ ^{۵۴} (۲۰۱۶)	استراتژی خروج	بررسی موفقیت مرحله خروج صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در بازارهای نوظهور	در بازارهای نوظهور با محیط قانونی و محیط کسب و کار توسعه‌یافته احتمال خروج موفق سرمایه‌گذاری‌ها از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی بیشتر است. و در محیط‌هایی که سطح فساد بالایی دارند، عملکرد مدیران صندوق‌های خصوصی جهت کاهش هزینه‌های بالقوه ناشی از ناکارآمد بودن و فساد بودن بازار بهتر است که این موضوع احتمال خروج سرمایه‌گذاری‌ها از صندوق از طریق IPO را افزایش می‌دهد.
انکر ^{۵۵} و جوهانسن ^{۵۶} (۲۰۱۵)	استراتژی خروج	بررسی استراتژی‌های خروج مناسب در منطقه شمال اروپا از طریق مصاحبه با خبرگان	خبرگان سه عامل قیمت‌گذاری، ریسک معاملاتی و کارایی استراتژی خروج ^{۵۷} را مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده در انتخاب استراتژی خروج دانستند. اکثر مصاحبه‌کنندگان قویاً بر استراتژی فروش تجاری به‌عنوان اولویت اول خود تأکید کردند، زیرا فروش تجاری باعث خروج کارا و کامل سرمایه‌گذاری می‌شود و منجر به قیمت‌گذاری بالاتری نیز خواهد شد. از طرف دیگر، عرضه عمومی اولیه به دلیل ناکارایی خروج کامل سرمایه‌گذاری و قوانین و مقررات گسترده‌ای که پیرامون آن وجود دارد به‌عنوان اولویت آخر مصاحبه‌کنندگان مطرح شد اما برخی از مصاحبه‌کنندگان معتقد بودند که این استراتژی، استراتژی مناسبی برای صندوق‌ها و شرکت‌هایی است که پرتفوی بزرگ و موفقی دارند.
سولوما ^{۵۸} (۲۰۱۵)	استراتژی خروج	بررسی استراتژی‌های خروج صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و جسورانه در کشور لهستان	فروش تجاری رایج‌ترین روش خروج سرمایه‌گذاری‌ها از صندوق است. از دیدگاه مدیران صندوق‌های خصوصی استراتژی عرضه عمومی اولیه نیز روش مناسبی است اما به عواملی چون شرایط کلی بازار سرمایه، کیفیت و ارزش‌گذاری شرکت بستگی دارد.

همان‌طور که در این بخش و بخش مبانی نظری پژوهش به آن اشاره شد؛ صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در هر یک از مراحل چرخه عمرشان شامل تجهیز منابع، سرمایه‌گذاری، مدیریت و نظارت و خروج از سرمایه‌گذاری به منظور کسب منفعت سرمایه‌ای بهینه و خلق ارزش برای شرکت سرمایه‌پذیر و سرمایه‌گذاران استراتژی‌های متنوعی را به کار می‌گیرند. از آنجاکه به دلیل سابقه کوتاه فعالیت این صندوق‌ها در ایران امکان تعیین استراتژی‌های منتخب به‌وسیله بررسی عملکرد صندوق‌ها در داخل کشور وجود ندارد؛ در این تحقیق سعی شده است تا با مطالعه مبانی نظری پژوهش، مهم‌ترین استراتژی‌های به کار گرفته‌شده توسط صندوق‌ها در سراسر دنیا تعیین شود و سپس به‌منظور تعیین استراتژی‌های منتخب در صندوق‌های داخل کشور به نظرخواهی از خبرگان گذاشته شوند تا از این طریق رهنمودی جهت فعالیت مؤثرتر این صندوق‌ها جهت خلق ارزش و تأمین مالی شرکت‌های خصوصی در داخل کشور و هم‌چنین ایجاد منفعت سرمایه‌ای مناسب برای سرمایه‌گذاران فراهم گردد. شکل (۱) چارچوب نظری تحقیق را نشان می‌دهد:



شکل (۱): چارچوب نظری پژوهش

۴- روش پژوهش

روش پژوهش بر اساس هدف کاربردی و بر اساس ماهیت و روش گردآوری داده‌ها توصیفی

است. هم‌چنین این پژوهش طی مراحل زیر انجام شده است:

Archive of SID

مرحله اول: در این مرحله با بررسی و مطالعه پژوهش‌های صورت گرفته در زمینه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و همچنین بررسی نمونه‌های موجود، شناخت جامعی از استراتژی این صندوق‌ها در طول چرخه عمر آنها به دست آمد.

مرحله دوم: در این مرحله، با توجه به شناخت ایجادشده در مرحله قبل و با بهره‌مندی از نتایج حاصل از بررسی نمونه‌های موجود، سؤالات پرسشنامه جهت تعیین استراتژی‌های مناسب صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در کشور مورد نظرخواهی از خبرگان قرار گرفت.

در این پژوهش جهت تعیین روایی و اعتبار پرسشنامه از روش روایی محتوا استفاده شده است بدین صورت که اعتبار سؤالات پرسشنامه توسط خبرگان و متخصصان در حوزه مالی ارزیابی شده است و در نهایت با تشخیص تمامی آنها، روایی سؤالات پرسشنامه مورد تأیید قرار گرفته است.

معیارهای انتخاب خبرگان در پژوهش حاضر شامل رشته تحصیلی، سابقه علمی و پژوهشی خیره، مرتبط بودن تخصص کاری با موضوع پژوهش، مدت اشتغال در فعالیت‌های مرتبط، درجه تخصص و به‌طور خلاصه تجربه‌های علمی و دانش مرتبط با موضوع پژوهش است.

جامعه آماری متشکل از خبرگان و متخصصان در سه گروه شامل اعضای هیئت علمی دانشگاه‌ها، اعضای هیئت مدیره، مدیران عامل، مدیران و کارشناسان ارشد نهادهای مالی شامل شرکت‌های تأمین سرمایه، سب‌گردان، مشاوران سرمایه‌گذاری و کارگزاری‌ها و همچنین اعضای هیئت مدیره، مدیران عامل، مدیران و کارشناسان ارشد نهادهای نظارتی همچون سازمان بورس، شرکت بورس و فرابورس است که درصد پاسخگویی هر یک را در جدول (۳) مشاهده می‌کنید:

جدول (۳): گروه‌های پاسخ‌دهنده

نسبت	تعداد	گروه‌های پاسخ‌دهنده
۰,۱۶	۵	اعضای هیئت علمی دانشگاه‌ها
۰,۶۸	۲۱	اعضای هیئت مدیره، مدیران عامل، مدیران و کارشناسان ارشد نهادهای مالی
۰,۱۶	۵	اعضای هیئت مدیره، مدیران عامل، مدیران و کارشناسان ارشد نهادهای نظارتی
۱	۳۱	جمع

در مجموع ۵۲ نفر به‌عنوان خبرگان مالی جهت مشارکت در این پژوهش انتخاب شدند که در نهایت ۳۱ نفر پرسشنامه را ارسال و تکمیل نمودند. مشارکت‌کنندگان در پژوهش از ۸۱٪ آقایان و ۱۹٪ خانم‌ها تشکیل شده است. همچنین ۳۹٪ از مشارکت‌کنندگان دارای تحصیلات سطح کارشناسی ارشد و ۶۱٪ دارای تحصیلات مقطع دکتری هستند.

مرحله سوم: در نهایت، پرسشنامه‌های جمع‌آوری‌شده از خبرگان با استفاده از نرم‌افزارهای

که در پژوهش استفاده شده است را طی جدول (۴) نشان داد:

جدول (۴): آزمون های آماری مورد استفاده

نوع آزمون مورد استفاده	توضیحات
روایی محتوا	سنجش روایی پرسشنامه
آزمون کلموگروف - اسمیرنوف یک نمونه ای	تشخیص نرمال بودن یا نبودن جامعه آماری و تشخیص اجماع یا عدم اجماع میان نظرات خبرگان
آزمون دو جمله ای	بررسی معنادار بودن میزان موافقت در جامعه آماری
آزمون کروسکال - والیس	همسان بودن یا نبودن پاسخها

سؤال اصلی که این پژوهش در صدد پاسخگویی به آن می باشد عبارت است از «استراتژی های مناسب صندوق های سرمایه گذاری خصوصی در کشور کدام است؟»

سؤالات پرسشنامه در خصوص استراتژی های سرمایه گذاری در مراحل چهارگانه چرخه عمر صندوق های سرمایه گذاری خصوصی شامل مرحله تجهیز منابع، سرمایه گذاری، مدیریت و نظارت و خروج به شرح جدول (۵) است:

جدول (۵): سؤالات پرسشنامه

استراتژی های صندوق در مرحله تجهیز منابع	
شماره	سؤالات پرسشنامه
۱	دوره ۱۲ تا ۱۸ ماه، مدت زمان مناسبی برای دوره تجهیز منابع محسوب می شود.
۲	آیا با تخصصی شدن صندوق ها بر اساس سرمایه گذاری در شرکت ها متناسب با چرخه عمر آن ها موافق هستید؟
۳	آیا با تخصصی شدن صندوق ها از دیدگاه صنعت موضوع سرمایه گذاری موافق هستید؟
۴	آیا با تخصصی شدن صندوق ها بر حسب منطقه جغرافیایی هدف، جهت سرمایه گذاری موافق هستید؟
۵	آیا با استفاده از بدهی در صندوق های خطرپذیر موافق هستید؟
۶	خلا قانونی و مقرراتی مانع انجام معاملات تملک اهرمی توسط صندوق ها در ایران خواهد بود.
۷	در معاملات تملک اهرمی توسط صندوق ها، نسبت بدهی مساوی یا بیش از ۷۰٪ نسبت مناسبی است؟
استراتژی های صندوق در مرحله سرمایه گذاری	
شماره	سؤالات پرسشنامه
۸	در صورت عدم وجود منابع کافی جهت انجام یک معامله توسط صندوق، تشکیل سندیکا و در نتیجه تقسیم منافع با سایر صندوق ها راهکار مناسب تری نسبت به استفاده از بدهی است.
۹	خرید سهام جدید منتشره شرکت در اثر افزایش سرمایه توسط صندوق نسبت به خرید سهام موجود راهکار مناسب تری جهت سرمایه گذاری در شرکت سرمایه پذیر است.
۱۰	آیا با سرمایه گذاری صندوق های خطرپذیر در مرحله بذر از چرخه عمر شرکت های سرمایه پذیر موافق هستید؟
۱۱	میزان مشارکت صندوق های سرمایه گذاری خطرپذیر در شرکت های سرمایه پذیر نباید بیش از ۵۰٪ باشد.
۱۲	میزان مشارکت صندوق های سرمایه گذاری رشدی در شرکت های سرمایه پذیر نباید بیش از ۵۰٪ باشد.
۱۳	صندوق های سرمایه گذاری خطرپذیر باید با اتخاذ رویکرد فعال در شرکت های سرمایه پذیر سرمایه گذاری کنند.
۱۴	در معاملات ادغام و تملیک توسط صندوق ها، سرمایه گذاری غیر مستقیم (استفاده از SPV) نسبت به سرمایه گذاری مستقیم رجحان دارد.

استراتژی‌های صندوق در مرحله مدیریت و نظارت	
شماره	سؤالات پرسشنامه
۱۵	آیا با وجود حق اختیار خرید سهام تحت تملک صندوق برای مؤسس شرکت سرمایه‌پذیر موافق هستید؟
۱۶	آیا با وجود حق اختیار فروش سهام شرکت سرمایه‌پذیر برای صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی موافق هستید؟
۱۷	سرمایه‌گذاری مرحله‌ای توسط صندوق‌ها نسبت به سرمایه‌گذاری یکجا امکان کنترل و نظارت بر شرکت سرمایه‌پذیر را افزایش می‌دهد.
۱۸	آیا با این حق که صندوق قادر باشد در هر زمان، از مؤسس شرکت درخواست کند تا سهام خود را به همان قیمتی که صندوق می‌خواهد بفروشد، به فروش رساند (حق همراه ساختن سایر سهامداران) تا صندوق امکان فروش ۱۰٪ سهام شرکی را بدون تحت مالکیت داشتن ۱۰٪ آن پیدا کند موافق هستید؟
استراتژی‌های صندوق در مرحله خروج	
شماره	سؤالات پرسشنامه
۱۹	عمر صندوق در مقایسه با وضعیت کسب‌وکار شرکت سرمایه‌پذیر و شرایط حاکم بر بازارهای مالی، عامل مهم‌تری در برنامه‌ریزی جهت خروج از سرمایه‌گذاری است.
۲۰	از دیدگاه صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی، بهترین روش خروج از سرمایه‌گذاری، روش عرضه عمومی اولیه است.
۲۱	از دیدگاه صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی خروج از سرمایه‌گذاری از طریق روش بازخرید یا فروش تجاری ساده‌تر از روش فروش ثانویه است.

۵- تجزیه و تحلیل یافته‌ها

به‌منظور تعیین توزیع جامعه آماری و تصمیم‌گیری در خصوص استفاده از آزمون‌های پارامتریک یا ناپارامتریک از آزمون کلموگروف-اسمیرنوف استفاده می‌شود. با توجه به اینکه سطح معناداری در اکثر سؤالات پرسشنامه کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد دلیل برای پذیرش این فرضیه که « نمونه موردنظر از توزیع یکنواخت به‌دست‌آمده است » وجود ندارد. علاوه بر این، با استفاده از عدم یکنواختی توزیع و شدت چولگی توزیع نظرات خبرگان می‌توان اجماع یا عدم اجماع نظرات در خصوص موافقت یا مخالفت با سؤالات پرسشنامه را نیز استنباط کرد. مطابق جدول (۶) در سطح اطمینان ۹۵٪ میزان آماره Z برابر ۱,۹۶ می‌باشد. چنانچه میزان Z در هر سؤال بیش از ۱,۹۶+ یا کمتر از ۱,۹۶- باشد و چولگی شدید نیز وجود داشته باشد، نشانگر اینست که در سؤال موردنظر اجماع وجود دارد. اما در صورتی که مقدار Z بین ۱,۹۶- و ۱,۹۶+ باشد و درعین حال چولگی قابل توجهی نیز وجود نداشته باشد، شدت موافقت‌ها و یا مخالفت‌ها دارای توزیع تقریباً یکنواخت بوده و اجماع معناداری وجود ندارد.

نتیجه آزمون	چولگی	سطح معناداری	Z	پراکنده ترین تفاوت			سؤالات
				منفی	مثبت	قدر مطلق	
اجماع	-۱,۳۱۸	۰,۰۰۰	۲,۶۷۶	-۰,۴۸۱	۰,۰۶۵	۰,۴۸۱	۱
اجماع	-۱,۹۷۱	۰,۰۰۰	۲,۹۹۳	-۰,۵۳۸	۰,۰۶۵	۰,۵۳۸	۲
اجماع	-۲,۲۶۴	۰,۰۰۰	۳,۱۷۳	-۰,۵۷۰	۰,۰۳۲	۰,۵۷۰	۳
اجماع	-۰,۸۲۶	۰,۰۰۱	۱,۹۴۰	-۰,۳۴۸	۰,۰۶۱	۰,۳۴۸	۴
اجماع کم	۰,۶۰۲	۰,۰۱۴	۱,۵۸۱	-۰,۰۹۷	۰,۲۸۴	۰,۲۸۴	۵
اجماع	-۱,۴۷۷	۰,۰۰۰	۲,۶۴۳	-۰,۴۷۵	۰,۰۳۲	۰,۴۷۵	۶
اجماع کم	-۰,۵۵۵	۰,۰۱۵	۱,۵۶۳	-۰,۲۸۱	۰,۰۶۸	۰,۲۸۱	۷
اجماع	-۰,۹۲۱	۰,۰۰۰	۲,۶۵۸	-۰,۴۷۷	۰,۰۳۲	۰,۴۷۷	۸
اجماع	-۰,۹۹۶	۰,۰۰۰	۲,۰۸۳	-۰,۳۷۴	۰,۰۳۵	۰,۳۷۴	۹
اجماع	-۰,۹۰۰	۰,۰۰۰	۲,۳۵۵	-۰,۴۲۳	۰,۰۹۷	۰,۴۲۳	۱۰
اجماع	-۱,۰۷۶	۰,۰۰۰	۲,۱۱۹	-۰,۳۸۱	۰,۰۶۵	۰,۳۸۱	۱۱
اجماع	-۰,۷۵۳	۰,۰۰۰	۲,۱۷۵	-۰,۳۹۱	۰,۰۵۰	۰,۳۹۱	۱۲
اجماع	-۲,۲۴۸	۰,۰۰۰	۳,۳۷۷	-۰,۶۰۶	۰,۰۳۲	۰,۶۰۶	۱۳
اجماع	-۰,۹۳۶	۰,۰۰۱	۱,۹۰۴	-۰,۳۴۲	۰,۰۹۷	۰,۳۴۲	۱۴
اجماع	-۰,۸۸۲	۰,۰۰۰	۲,۲۹۹	-۰,۴۱۳	۰,۱۵۸	۰,۴۱۳	۱۵
اجماع	-۰,۸۹۷	۰,۰۰۰	۲,۱۱۹	-۰,۳۸۱	۰,۰۶۵	۰,۳۸۱	۱۶
اجماع	-۱,۹۳۸	۰,۰۰۰	۳,۰۲۳	-۰,۵۴۳	۰,۰۶۵	۰,۵۴۳	۱۷
عدم اجماع	۰,۲۸۳	۰,۱۰۱	۱,۲۲۱	-۰,۱۲۳	۰,۲۱۹	۰,۲۱۹	۱۸
اجماع	۰,۸۲۱	۰,۰۰۰	۲,۱۰۱	-۰,۰۹۴	۰,۳۷۷	۰,۳۷۷	۱۹
اجماع	-۱,۰۱۷	۰,۰۰۰	۲,۴۶۱	-۰,۴۴۲	۰,۰۳۲	۰,۴۴۲	۲۰
اجماع	-۱,۰۴۸	۰,۰۰۰	۲,۳۵۵	-۰,۴۲۳	۰,۰۳۲	۰,۴۲۳	۲۱

با توجه به نتایج حاصل از آزمون کلموگروف - اسمیرنف، تمامی سؤالات به جز سؤال شماره ۱۸ نشان دهنده عدم یکنواختی جامعه آماری است. هم چنین در تمامی سؤالات به جز سؤال شماره ۵ و ۷ اجماع کامل میان نظرات خبرگان وجود دارد. نظر به اینکه نتایج حاصل از آزمون کلموگروف - اسمیرنف حاکی از عدم نرمال بودن جامعه آماری می باشد و جواب سؤالات پرسشنامه شامل دو حالت موافق (p) یا مخالف (q) است، به منظور تحلیل آن‌ها از آزمون دوجمله‌ای استفاده می شود (جدول (۷)).

جدول (۷): نتایج آزمون دوجمله‌ای

شماره سؤال	پاسخ	تعداد	نسبت (درصد)	سطح معناداری	نتیجه آزمون
۱	موافق	۲۵	٪۸۱	۰,۰۰۱	تأیید
	مخالف	۶	٪۱۹		
۲	موافق	۲۸	٪۹۰	۰,۰۰۰	تأیید
	مخالف	۳	٪۱۰		
۳	موافق	۳۰	٪۹۷	۰,۰۰۰	تأیید
	مخالف	۱	٪۳		

شماره سؤال	پاسخ	تعداد	نسبت (درصد)	سطح معناداری	نتیجه آزمون
۴	موافق	۲۲	٪۷۱	۰,۰۲۹	تأیید
	مخالف	۹	٪۲۹		
۵	موافق	۱۰	٪۳۲	۰,۰۷۱	فاقد تفاوت معنی دار
	مخالف	۲۱	٪۶۸		
۶	موافق	۲۹	٪۹۴	۰,۰۰۰	تأیید
	مخالف	۲	٪۶		
۷	موافق	۲۰	٪۶۵	۰,۱۵۰	فاقد تفاوت معنی دار
	مخالف	۱۱	٪۳۵		
۸	موافق	۲۳	٪۷۴	۰,۰۱۱	تأیید
	مخالف	۸	٪۲۶		
۹	موافق	۲۴	٪۷۷	۰,۰۰۳	تأیید
	مخالف	۷	٪۲۳		
۱۰	موافق	۲۲	٪۷۱	۰,۰۲۹	تأیید
	مخالف	۹	٪۲۹		
۱۱	موافق	۲۴	٪۷۷	۰,۰۰۳	تأیید
	مخالف	۷	٪۲۳		
۱۲	موافق	۲۳	٪۷۴	۰,۰۱۱	تأیید
	مخالف	۸	٪۲۶		
۱۳	موافق	۲۸	٪۹۰	۰,۰۰۰	تأیید
	مخالف	۳	٪۱۰		
۱۴	موافق	۲۳	٪۷۴	۰,۰۱۱	تأیید
	مخالف	۸	٪۲۶		
۱۵	موافق	۲۳	٪۷۴	۰,۰۱۱	تأیید
	مخالف	۸	٪۲۶		
۱۶	موافق	۲۲	٪۷۱	۰,۰۲۹	تأیید
	مخالف	۹	٪۲۹		
۱۷	موافق	۲۹	٪۹۴	۰,۰۰۰	تأیید
	مخالف	۲	٪۶		
۱۹	موافق	۹	٪۲۹	۰,۰۲۹	عدم تأیید
	مخالف	۲۲	٪۷۱		
۲۰	موافق	۲۳	٪۷۴	۰,۰۱۱	تأیید
	مخالف	۸	٪۲۶		
۲۱	موافق	۲۳	٪۷۴	۰,۰۱۱	تأیید
	مخالف	۸	٪۲۶		

با توجه به نتایج استخراج شده از آزمون دوجمله‌ای می‌توان استنباط کرد که اکثر خبرگان پرسش‌های مربوطه را تأیید نموده‌اند. سؤال شماره ۱۹ از دیدگاه خبرگان رد شده است و در واقع خبرگان نظر موافقی با آن نداشتند. همچنین برای برخی دیگر از سوالات نظیر سوالات شماره ۵، ۷ تفاوت معناداری میان نظر پاسخ‌دهندگان وجود نداشته است. در این مطالعه از آزمون کروسکال-والیس برای تشخیص همسان بودن یا نبودن پاسخ‌های گروه‌های مختلف خبرگان استفاده شده است (جدول (۸)).

در نمونه‌های بزرگ توزیع آماره آزمون از توزیع کای-دو با درجه آزادی K-1 تبعیت می‌کند.

جدول (۸): نتایج آزمون کروسکال - والیس

شماره سؤال	نتایج آزمون دوجمله‌ای	گروه‌های شغلی									
		دانشگاه		نهادهای مالی		ارکان نظارتی		آماره کای دو	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
		تعداد	میانگین	تعداد	میانگین	تعداد	میانگین				
۱	تأیید	۵	۱۳,۰۰	۲۱	۱۷,۴۳	۵	۱۳,۰۰	۳,۴۲۹	۲	۰,۱۸۰	همسان
۲	تأیید	۵	۱۴,۵۰	۲۱	۱۶,۷۱	۵	۱۴,۵۰	۱,۵۳۱	۲	۰,۴۶۵	همسان
۳	تأیید	۵	۱۵,۵۰	۲۱	۱۶,۲۴	۵	۱۵,۵۰	۰,۴۷۶	۲	۰,۷۸۸	همسان
۴	تأیید	۵	۱۱,۵۰	۲۱	۱۸,۱۴	۵	۱۱,۵۰	۵,۸۴۴	۲	۰,۰۵۴	همسان
۶	تأیید	۵	۲۱,۲۰	۲۱	۱۵,۰۰	۵	۱۵,۰۰	۱۰,۷۵۹	۲	۰,۰۰۵	ناهمسان
۸	تأیید	۵	۱۵,۱۰	۲۱	۱۴,۲۱	۵	۱۴,۲۱	۸,۹۱۶	۲	۰,۰۱۲	ناهمسان
۹	تأیید	۵	۱۲,۵۰	۲۱	۱۶,۹۳	۵	۱۶,۹۳	۱,۸۴۷	۲	۰,۳۹۷	همسان
۱۰	تأیید	۵	۲۰,۸۰	۲۱	۱۵,۹۳	۵	۱۵,۹۳	۴,۲۳۴	۲	۰,۱۲۰	همسان
۱۱	تأیید	۵	۱۲,۵۰	۲۱	۱۶,۱۹	۵	۱۶,۱۹	۲,۲۶۹	۲	۰,۳۲۲	همسان
۱۲	تأیید	۵	۱۸,۲۰	۲۱	۱۵,۶۹	۵	۱۵,۶۹	۰,۶۳۷	۲	۰,۷۲۷	همسان
۱۳	تأیید	۵	۱۴,۵۰	۲۱	۱۵,۹۸	۵	۱۵,۹۸	۱,۱۰۹	۲	۰,۵۷۴	همسان
۱۴	تأیید	۵	۱۲,۰۰	۲۱	۱۶,۴۳	۵	۱۶,۴۳	۲,۲۷۳	۲	۰,۳۲۱	همسان
۱۵	تأیید	۵	۱۲,۰۰	۲۱	۱۷,۹۰	۵	۱۷,۹۰	۴,۹۶۹	۲	۰,۰۸۳	همسان
۱۶	تأیید	۵	۱۴,۶۰	۲۱	۱۵,۹۳	۵	۱۵,۹۳	۱۷,۷۰	۲	۰,۴۷۶	همسان
۱۷	تأیید	۵	۱۸,۱۰	۲۱	۱۵,۷۴	۵	۱۵,۷۴	۱,۹۰۱	۲	۰,۳۸۶	همسان
۱۹	عدم تأیید	۵	۱۴,۳۰	۲۱	۱۶,۰۷	۵	۱۶,۰۷	۱۷,۴۰	۲	۰,۴۷۶	همسان
۲۰	تأیید	۵	۱۵,۱۰	۲۱	۱۵,۶۹	۵	۱۵,۶۹	۱۸,۲۰	۲	۰,۶۳۷	همسان
۲۱	تأیید	۵	۱۵,۱۰	۲۱	۱۵,۶۹	۵	۱۵,۶۹	۱۸,۲۰	۲	۰,۶۳۷	همسان

نتایج آزمون کروسکال-والیس نیز نشان داد که بین هر سه گروه پاسخ‌دهنده در همه سوالات به جز سوالات شماره ۶ و ۸ همسانی پاسخ‌ها وجود دارد. در سؤال شماره ۶ مبنی بر «خلأ قانونی و مقرراتی مانع انجام معاملات تملک اهرمی توسط صندوق‌ها در ایران خواهد بود.» نظر گروه شغلی دانشگاهی متفاوت از افراد فعال در حوزه نهادهای مالی و نظارتی بوده است. و در سؤال شماره ۸ مبنی بر «در صورت عدم وجود منابع کافی جهت انجام یک معامله توسط صندوق، تشکیل سندیکا و در نتیجه تقسیم منافع با سایر صندوق‌ها راهکار مناسب‌تری نسبت به استفاده از بدهی است.»

نظر افراد فعال در ارکان نظارتی مغایر با افراد دانشگاهی و افراد فعال در نهادهای مالی بوده است. با توجه به نظرات خبرگان و متخصصان حوزه مالی و تجزیه و تحلیل نتایج آماری، در هر یک از مراحل چرخه عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، استراتژی‌هایی به شرح زیر توسط خبرگان انتخاب شد:

-نتایج مربوط به مرحله تجهیز منابع

طبق نظر خبرگان، مرحله تجهیز منابع صندوق‌های خصوصی حدود ۱۲ تا ۱۸ ماه نیاز به زمان دارد. مطابق با نظرسنجی صورت گرفته، طی این مرحله، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به منظور تمرکز بیشتر بر سرمایه‌گذاری‌ها باید در سه حوزه مختلف شامل مرحله چرخه عمر شرکت سرمایه‌پذیر، صنعت و منطقه جغرافیایی تخصصی شوند. طبق امیدنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، این صندوق‌ها باید صنایع مشخصی را به عنوان حوزه فعالیت تعریف کنند. هم‌چنین آمارهای موجود در خصوص صندوق‌های فعال در بازار سرمایه نیز نشان می‌دهد که همه صندوق‌ها در صنایع محدود و مشخصی فعالیت می‌کنند و منطقه جغرافیایی همه آن‌ها نیز در ایران است، بنابراین تخصصی شدن از ابعاد صنعت و منطقه جغرافیایی در صندوق‌های فعال در بازار سرمایه کاملاً مشهود است. در سطح دنیا تخصصی شدن از بعد چرخه عمر شرکت سرمایه‌پذیر نیز بسیار رایج است. برای مثال یکی از مهم‌ترین انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در جهان که تنها در شرکت‌هایی که به مرحله بلوغ رسیده‌اند، سرمایه‌گذاری می‌کنند، صندوق‌های تملک اهرمی هستند. در ایران قوانین و مقرراتی در خصوص معاملات تملک اهرمی وجود ندارد و برای این‌گونه معاملات تاکنون تعاریف و قوانینی ارائه نشده است. بنابراین طبق نظر خبرگان، خلأ قانونی و مقرراتی مانع انجام معاملات تملک اهرمی توسط صندوق‌ها در ایران خواهد بود.

-نتایج مربوط به مرحله سرمایه‌گذاری

در مرحله سرمایه‌گذاری، با توجه به اینکه فلسفه استفاده از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، تأمین مالی شرکت‌های سرمایه‌پذیر است، خرید سهام جدید نسبت به سهام موجود در شرکت سرمایه‌پذیر پیشنهاد می‌شود. هم‌چنین در صورتی که صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی با کمبود منابع مالی برای انجام یک معامله مواجه باشد؛ تشکیل سندیکا با دیگر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و در نتیجه تقسیم منافع نسبت به روش استفاده از بدهی مناسب‌تر است. زیرا استفاده از بدهی علاوه بر کاهش بازدهی بالقوه سرمایه‌گذاران موجب اهرمی شدن

ساختار سرمایه صندوق نیز خواهد شد و ممکن است صندوق را با مشکل کمبود نقدینگی جهت بازپرداخت استقراض دریافتی مواجه سازد. در امیدنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و خصوصی فعال در بازار سرمایه نیز تشکیل سندیکا به‌عنوان راهبرد اصلی برای تأمین کسری منابع مدنظر است. با این حال دریافت تسهیلات بانکی نیز برای صندوق‌های خصوصی امکان‌پذیر می‌باشد. در خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، با توجه به عدم وجود اکوسیستم بالغ کارآفرینی و فرشتگان کسب‌وکار ساختاریافته در ایران و همچنین در راستای حمایت از ایده‌های نوآورانه و خلاق، برخلاف آنچه در سطح دنیا مرسوم است، خبرگان مالی با سرمایه‌گذاری صندوق‌های خطرپذیر در شرکت‌های سرمایه‌پذیری که در مرحله بذر قرار دارند مخالفتی نکردند. با این حال امیدنامه صندوق‌های جسورانه فعال در بازار سرمایه نشان می‌دهد که اکثر صندوق‌ها در مرحله رشد و توسعه شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند و تنها یک صندوق اشاره مستقیم به امکان سرمایه‌گذاری در مرحله بذر کرده است. طبق نظر خبرگان، با توجه به اینکه صندوق‌های خطرپذیر و صندوق‌های رشدی با عدم قطعیت در حفظ سرمایه و بازده سرمایه‌گذاری مواجه هستند نباید بیش از ۵۰٪ سهام شرکت سرمایه‌پذیر را تملک کنند، این موضوع در صندوق‌های جسورانه فعال در بازار سرمایه نیز کاملاً مشهود است. اکثر صندوق‌ها سقف سرمایه‌گذاری ۴۹ درصدی و سه صندوق سقف ۴۰ درصدی را به‌عنوان یکی از استراتژی‌های اصلی سرمایه‌گذاری در نظر گرفته‌اند. البته این موضوع به معنای رویکرد غیرفعال آن‌ها در سرمایه‌گذاری نیست و تمامی صندوق‌ها دارای رویکرد فعال در شرکت‌های سرمایه‌پذیر می‌باشند. در معاملات ادغام و تملیک توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، سرمایه‌گذاری غیرمستقیم (استفاده از SPV) نسبت به سرمایه‌گذاری مستقیم به دو دلیل ارجحیت دارد: اولاً شرکت سرمایه‌پذیر به‌منظور تحصیل شرکت هدف خود به میزان زیادی بدهی نیاز دارد و از طرفی نمی‌خواهد ترازنامه خود را به میزان زیادی اهرمی کند. دلیل دوم نیز اینست که در اثر استفاده از SPV درآمد صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی از ادغام و تملیک به حداقل می‌رسد.

- نتایج مربوط به مرحله مدیریت و نظارت

مرحله مدیریت و نظارت به دو بخش خلق ارزش و حفاظت از ارزش خلق‌شده تقسیم می‌شود. به‌منظور حفاظت از ارزش خلق‌شده در شرکت‌های سرمایه‌پذیر مقرره‌هایی همچون اختیار خرید و فروش سهام و سرمایه‌گذاری مرحله‌ای تعریف می‌شود. وجود اختیار خرید سهام برای مالک شرکت سرمایه‌پذیر به معنای وجود امکان خرید سهم از صندوق و به عبارتی وجود اختیار خارج نمودن صندوق از شرکت توسط مالک شرکت است. همچنین وجود اختیار فروش سهام

Archive of SID

برای صندوق بدین معناست که صندوق امکان فروش سهام شرکت به مالک آن را داراست و در صورتی که بخواهد حق خود را اعمال کند مالک شرکت ناگزیر به خرید سهم از او است. مفهوم اصلی مقرره سرمایه‌گذاری مرحله‌ای نیز پرداخت منابع مالی توسط صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی به صورت پلکانی و طی مراحل متفاوت به شرکت سرمایه‌پذیر است. هر بخش از منابع مالی تنها در صورتی به شرکت سرمایه‌پذیر پرداخت می‌شود که شرکت به نقاط قوت مشخص و از پیش تعیین شده‌ای دست پیدا کرده باشد. بررسی امیدنامه صندوق‌های فعال در بازار سرمایه نیز نشان می‌دهد که اکثر صندوق‌های جسورانه و خصوصی فعال در بازار سرمایه از تکنیک مرحله‌ای برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سرمایه‌پذیر استفاده می‌کنند.

- نتایج مربوط به مرحله خروج

در نهایت، پس از خلق ارزش در پرتفوی سرمایه‌گذاری در مدت‌زمان معینی، سرمایه‌گذاری‌ها از سبد سرمایه‌گذاری صندوق خارج می‌شوند. از نظر خبرگان، وضعیت کسب‌وکار شرکت سرمایه‌پذیر و شرایط حاکم بر بازارهای مالی عامل مهم‌تری نسبت به عمر صندوق جهت برنامه‌ریزی برای خروج از سرمایه‌گذاری است. از میان استراتژی‌های مختلف خروج، عرضه عمومی اولیه بهترین روش خروج از دیدگاه خبرگان برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی است و در دوره‌ای که بازارهای مالی از جمله بازار سرمایه از رونق و شرایط مناسبی برخوردار است، خروج از طریق IPO شهرت و منفعت سرمایه‌ای بیشتری برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی است و در دوره‌ای قابل قبولی از توسعه و سودآوری رسیده است گزینه بسیار مناسبی محسوب می‌شود. همچنین روش فروش ثانویه نسبت به سایر استراتژی‌های خروج با چالش بیشتری مواجه است. زیرا در این روش دو صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی به‌عنوان خریدار و فروشنده وجود دارند، یک‌طرف معامله تلاش می‌کند با بالاترین قیمت ممکن سهام شرکت را به فروش رساند تا منفعت سرمایه‌ای بیشتری شناسایی نماید و طرف دیگر تلاش می‌کند سهام شرکت را به قیمت کمتری خریداری کند تا بعدها و در زمان خروج از سرمایه‌گذاری بتواند میزان بازدهی شناسایی شده را افزایش دهد. بنابراین مذاکرات بین دو صندوق بسیار دشوار خواهد بود. با توجه به سابقه فعالیت نه‌چندان زیاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و جسورانه در داخل کشور، تاکنون مرحله خروج این صندوق‌ها محقق نشده است، به همین دلیل اطلاعاتی در خصوص استراتژی‌های به‌کارگرفته شده توسط این صندوق‌ها در دسترس نمی‌باشد.

بخش خصوصی موتور محرک رشد اقتصادی و ایجاد اشتغال در کشور می‌باشد. تأمین مالی بخش خصوصی از یک طرف و تخصیص بهینه منابع آن از طرف دیگر نقش بسزایی در رشد و توسعه اقتصادی کشور ایفا خواهد کرد. دستیابی به کارایی و کارآمدی بخش خصوصی نیز مستلزم توسعه همه‌جانبه آن است که آن نیز به‌نوبه خود در گرو تنوع بخشیدن به ابزارها و نهادهای تخصصی در جهت تأمین مالی این بخش محرک در اقتصاد است.

در مقاله حاضر به انتخاب استراتژی‌های مناسب صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به‌عنوان یکی از نهادهای مالی نوپا در تأمین مالی شرکت‌های خصوصی که در بازار سرمایه مورد معامله قرار نمی‌گیرند، پرداخته شده است. با توجه به سابقه کوتاه فعالیت صندوق‌های خصوصی در داخل کشور، امکان بررسی اثر استراتژی‌های به کارگرفته شده توسط صندوق‌ها بر عملکرد آن‌ها و در نتیجه تعیین استراتژی‌های منتخب وجود ندارد، به همین دلیل در این مقاله با استفاده از مبانی نظری تحقیق استراتژی‌های رایجی که در مراحل مختلف چرخه عمر صندوق‌ها در سراسر جهان به کار گرفته می‌شود تعیین شد و به نظرخواهی از خبرگان قرار داده شد تا متخصصان مالی کشور با توجه به ماهیت و کارکرد این صندوق‌ها و هم‌چنین شرایط و قوانین محیط کسب‌وکار کشور، به انتخاب استراتژی‌های مناسب در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی فعال در ایران بپردازند و از این طریق موجب بهبود مؤثر فعالیت آن‌ها در خلق ارزش و تأمین مالی شرکت‌های خصوصی و هم‌چنین ایجاد منفعت سرمایه‌ای مناسب برای سرمایه‌گذاران گردند. نتایج حاصل از نظرسنجی صورت گرفته از خبرگان، منجر به انتخاب استراتژی‌های مناسب برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی شده است که به تفصیل در بخش یافته‌های پژوهش به آن اشاره شده است. انتظار می‌رود استفاده از استراتژی‌های مذکور در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی منجر به فعالیت مؤثر این صندوق‌ها جهت تأمین مالی شرکت‌های خصوصی شود و آن نیز به‌نوبه خود منجر به خلق ارزش افزوده در بخش خصوصی و رشد اقتصادی در کشور گردد.

با توجه به جدیدالتأسیس بودن صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، تاکنون هیچ مقاله مشابهی در خصوص استراتژی‌های منتخب این نهاد مالی در داخل کشور انجام نشده است و از این رو این مقاله یک پژوهش بدیع در این زمینه به حساب می‌آید. هم‌چنین با توجه به اینکه صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه نیز طبقه‌ای از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی محسوب می‌شوند، می‌توان گفت که این پژوهش استراتژی‌های صندوق‌های جسورانه را نیز به‌طور کامل و جامع مورد بحث قرار داده است و از این طریق موجب دانش‌افزایی در حوزه تأمین مالی نوآوری نیز شده است.

با توجه به گردآوری اطلاعات این پژوهش با استفاده از ابزار پرسشنامه و تکمیل آن توسط گروه

Archive of SID

خبرگان، محدودیت‌هایی از جمله عدم دسترسی به برخی خبرگان و هم‌چنین عدم دریافت پاسخ از خبرگان علی‌رغم تلاش‌ها و پیگیری‌های متعدد در جریان این پژوهش ایجاد شده است. علاوه بر این، با توجه به عدم وجود سوابق پژوهش در ایران یکی از مشکلات و موانع موجود، وجود مفاهیم و اصطلاحات پیچیده لاتین است که تبیین و مصداق‌یابی آن‌ها ممکن است به درستی بیان‌کننده مفهوم و معانی گسترده آن نباشد. در همین راستا، یکی از خطرات استفاده از ابزار پرسشنامه جهت گردآوری اطلاعات، برداشت نادرست از سؤال‌ها توسط پاسخ‌دهنده است، لذا محقق تلاش کرده است با برگزاری جلسات حضوری با خبرگان و ارائه توضیحات به شکل حضوری این خطر را به حداقل رساند ولی در هر حال وجود برخی برداشت‌های احتمالی نادرست می‌تواند از جمله محدودیت‌هایی باشد که نتایج را تحت تأثیر قرار داده است.

در ادامه پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی ارائه می‌شود:

• امکان‌سنجی راه‌اندازی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی بین‌المللی با تأکید بر نقش تأمین مالی آن‌ها در شرکت‌های ایرانی، این موضوع از این نظر اهمیت دارد که وجود صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی بین‌المللی علاوه بر اینکه منجر به جذب سرمایه‌گذاری خارجی خواهد شد، موجب انتقال دانش به دلیل فعالیت و مدیریت شرکای تضامنی خارجی که دارای تجارب بیشتری در این زمینه می‌باشند نیز خواهد شد.

• بررسی عوامل مؤثر در انتخاب بهترین استراتژی خروج با توجه به نوع صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی و چرخه عمر شرکت‌های سرمایه‌پذیر، با توجه به اینکه طی مرحله خروج منفعت سرمایه‌ای یا به عبارتی بازده سرمایه‌گذاری‌ها شناسایی می‌شود، این مرحله از اهمیت بسیار بالایی برخوردار است و شایسته است که به‌طور جداگانه مورد مطالعه و پژوهش خاص قرار بگیرد.

• بررسی نتایج آثار سرمایه‌گذاری سهام خصوصی بر ساختار مالی شرکت‌های سرمایه‌پذیر، مطالعه بر این موضوع با روشن شدن ابعاد مختلف اثرات تأمین مالی از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی بر شرکت‌های سرمایه‌پذیر همراه است و این امکان را برای شرکت‌های سرمایه‌پذیر فراهم می‌کند تا با توجه به نیاز و با آگاهی از اثرات مختلف این تأمین مالی به استفاده از این روش تأمین مالی بپردازند.

۷- مراجع

- Alsina, A., 2020. Value Creation In Private Equity. Barcelona: Beta editorial.
- Anker, N. C. J. Johansen, J. S., 2015. Exit Strategies by Private Equity Firms in the

Nordic Region. Master thesis in Financial Economics. Norweg: Norwegian School of Economics

Baker, H.K. Filbeck, G. Kiyaz, H., 2015. Private Equity, Opportunities and Risks. New York, USA: Oxford University Press.

Camp, J.J., 2002. Venture Capital Due Diligence: A Guide to Making Smart Investment Choices and Increasing Your Portfolio Returns. New York, USA: John Wiley & Sons, Inc.

Cardis, J. Kirschner, S. Rickelson, S. Kirschner, J. Richelson, H., 2001. Venture Capital: The Definitive Guide for Entrepreneurs, Investors and Practitioners. New York, USA: John Wiley & Sons, Inc.

Caselli, S. Negri, G., 2021. Private Equity and Venture Capital in Europe, Markets, Techniques, and Deals. 3rd ed. Oxford, UK: Elsevier Inc.

Cendrowski, H. Petro, L.W. Martin, J.P. Wadecki, A.A., 2012. Private Equity, History, Governance, and Operations. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Cornelius, P., 2011. International Investments in Private Equity, International Investments in Private Equity. Burlington, USA: Elsevier Inc.

Cumming, D., 2010. PRIVATE EQUITY, Fund Types, Risks and Returns, and Regulation. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Demaria, C. Pedernana, M. He, R. Rissi, R. Debrand, S., 2021. Asset Allocation and Private Markets. West Sussex, UK: John Wiley & Sons, Ltd.

Demaria, C., 2020. Introduction to Private Equity, Debt and Real assets. West Sussex, UK: John Wiley & Sons, Ltd.

Frontier economics, 2013. Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe.

Gadiesh, O. MacArthur, H., 2008. Lessons from Private Equity Any Company Can Use. USA: Bain & Company, Inc.

Gejadze, M. Giot, P. Schwienbacher, A., 2017. Private Equity Fundraising and Firm Specialization. The quarterly Review of economics and Finance, (64), pp. 259-274.

Gompers, P. Lerner, J., 1996. The use of covenants: An empirical analysis of venture partnership agreements. Journal of Law and Economics, (39).

Hudson, M., 2014. Funds: Private Equity, Hedge and all core Structures. West Sussex, UK: John Wiley & Sons Ltd.

John, S. Zhang, M., 2016. Private equity exits in emerging markets. Journal of emerging markets review, (29), pp.133-153.

Laffer, A.B. Hass, W.J. Proyor, S.G., 2009. The Private Equity Edge. USA: The McGraw-Hill Companies.

Lerner, J. Leamon, A. Hardymon, F., 2012. Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship: The Power Of Active Investing. West Sussex, UK: John Wiley & Sons, Ltd.

Rigamonti, D. Cefis, E. Meoli, M. Vismara, S., 2016. The Effects of the Specialization of Private Equity Firms on their Exit Strategy. Journal of Business Finance & Accounting, 9-10(43), pp 1420-1443.

Sampson, G. F., 2010. Private Equity as an Asset Class. West Sussex, UK: John Wiley & Sons, Ltd.

Soloma, A., 2015. IPO in private equity finance: evidence from Poland. journal of Social and Behavioral Science, 213, pp. 358-363.

Stowell, D. P., 2018. Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity. 3rd ed. Oxford, UK: Elsevier Inc.

Tripathi, P. 2012. Leveraged buyout analysis. Journal of Law and Conflict Resolution, 4(6), pp. 85-93.

Zeisberger, C. Pahl, M. White, B., 2017. Mastering Private Equity: Transformation via Venture Capital, Minority Investment & Buyouts. West Sussex, UK: John Wiley & Sons, Ltd.

کریمی صدر، محمدرضا. بنیادی نائینی، علی.، ۱۳۹۵. انتخاب سبد حوزه‌های کسب‌وکاری برای یک صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایرانی. نشریه مدیریت نوآوری، ۵ (۳)، ۱۴۲-۱۱۷.
نقی زاده، رضا. هاجری، مهدی. بساوند، ساجده.، ۱۳۹۷. شناسایی ابعاد و علل کاهش رضایت شرکت‌های دانش‌بنیان در همکاری با صندوق‌های مالی از نگاه مجریان و سیاست‌گذاران: مطالعه موردی صندوق نوآوری و شکوفایی. نشریه مدیریت نوآوری، ۷ (۲)، ۱۲۰-۹.

-
- 1- Private Equity Fund (PE Fund)
 - 2- Venture Capital Fund
 - 3- Growth Equity Fund
 - 4- Distressed Fund
 - 5- Frontier Economics
 - 6- Fund raising
 - 7- Investing

- 8- Managing & Monitoring
- 9- Exit
- 10- Fund raising
- 11- Investing
- 12- Managing & Monitoring
- 13- Exit
- 14- General Partners
- 15- Limited Partners
- 16- Business Plan
- 17- Selling Job
- 18- Debt raising
- 19- Closing
- 20- Leverage Buyout Fund
- 21- Venture Capital Fund
- 22- Growth Equity Fund
- 23- Distressed Fund
- 24- Closing
- 25- Due Diligence
- 26- Seed Stage
- 27- Startup
- 28- Early Stage
- 29- Business Angels
- 30- Decision Making
- 31- Deal Making
- 32- Syndication Strategy
- 33- Capital gain
- 34- Hands-on
- 35- Hands-off
- 36- Staging Technique
- 37- Callable Security
- 38- Puttable Security
- 39- Tag-along right
- 40- Drag-along Right
- 41- Right of First Refusal
- 42- Cumming
- 43- Initial Public Offering (IPO)
- 44- Trade Sale
- 45- Secondary
- 46- Buy Back

Archive of SID

- 47- Write off
- 48- Strategic Buyers
- 49- Synergy
- 50- Gejadze
- 51- Stage
- 52- Rigamonti
- 53- John
- 54- Zhang
- 55- Hk;v
- 56- Johansen
- 57- Divestment
- 58- Soloma

Archive of SID