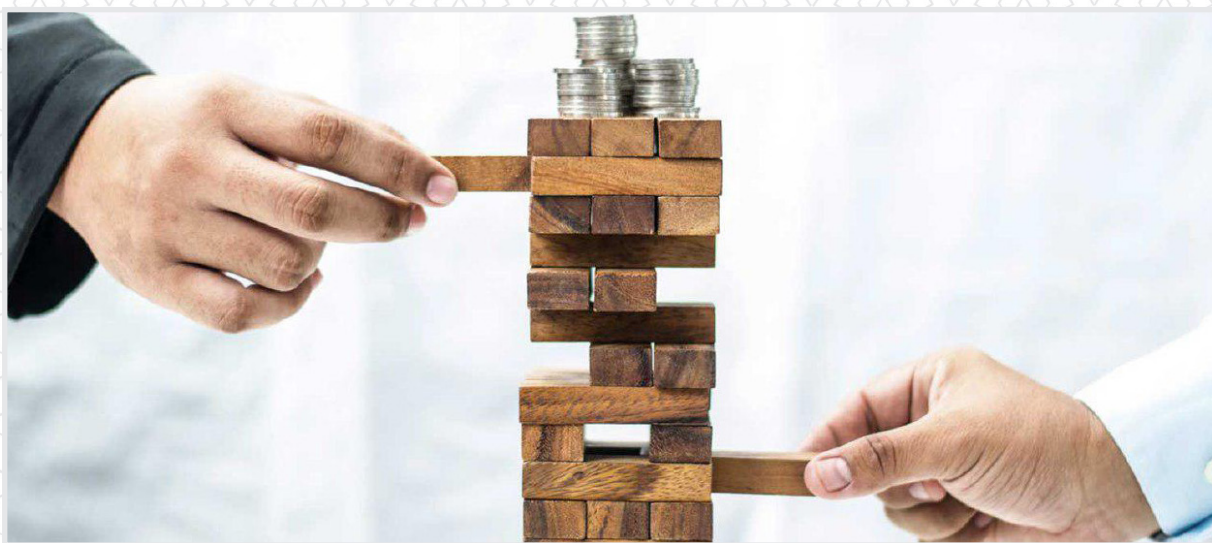


# درآمدی بر سرمایه‌گذاری خصوصی و ارائه توصیه‌های سیاستی جهت ارتقای آن در نظام مالی کشور ایران





بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شماره مسلسل: ۱۹۹۷۱  
کد موضوعی: ۲۲۰



مرکز پژوهش‌های  
مجلس شورای اسلامی

عنوان گزارش:

درآمدی بر سرمایه‌گذاری خصوصی  
و ارائه توصیه‌های سیاستی  
جهت ارتقای آن در نظام مالی کشور ایران

نوع گزارش: طرح / لایحه  راهبردی  نظارتی

نام دفتر:

مطالعات اقتصادی (گروه بازرها و نهادهای مالی)

تهیه و تدوین:

محمدامین صلواتیان

همکار:

حمید جمشیدی

ناظران علمی:

سید مهدی بنی‌طبا، موسی شهبازی غیاثی، سید محمدحسین فاطمی (دفتر مطالعات بخش عمومی)

گرافیک و صفحه‌آرایی:

سمیرا صادقی

نرجس امیراحمدی

ویراستار ادبی:

سیده مرضیه موسوی‌راد

واژه‌های کلیدی:

۱. سرمایه‌گذاری

۲. سرمایه‌گذاری خصوصی

۳. نظام مالی

تاریخ شروع مطالعه:

۱۴۰۲/۲/۱



تاریخ انتشار:  
۱۴۰۳/۵/۲۸

## فهرست مطالب

چکیده .....	۶
خلاصه مدیریتی .....	۷
۱. مقدمه .....	۸
۲. صنعت سرمایه‌گذاری خصوصی .....	۹
۳. انواع صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری خصوصی .....	۱۲
۴. ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی .....	۱۴
۵. فرایند سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی .....	۱۵
۶. کارکردهای صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی .....	۱۷
۷. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران .....	۱۸
۸. جمع‌بندی .....	۲۰
منابع و مأخذ .....	۲۱

## فهرست شکل‌ها

شکل ۱. نمودار دارایی‌های تحت مدیریت در صنعت سرمایه‌گذاری خصوصی در جهان طی سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۹ .....	۱۰
شکل ۲. نمودار مقایسه میانگین بازده و نوسان سرمایه‌گذاری خصوصی و عمومی در خلال سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۹ .....	۱۰
شکل ۳. نمودار ورود سرمایه‌گذاری خصوصی در مراحل مختلف حیات شرکت .....	۱۱
شکل ۴. نمودار روند سرمایه‌گذاری خصوصی از نوع خرید اهرمی و سرمایه‌گذاری جسورانه طی حدود دو دهه اخیر در جهان .....	۱۳
شکل ۵. نمودار تبیین منحنی جی .....	۱۶



## درآمدی بر سرمایه‌گذاری خصوصی<sup>۱</sup> و ارائه توصیه‌های سیاستی جهت ارتقای آن در نظام مالی کشور ایران

### چکیده



سرمایه‌گذاری خصوصی «private equity» یکی از روش‌های تأمین مالی شرکت‌هاست که دهه‌هاست در کشورهای توسعه‌یافته شکل گرفته است. کارکرد اصلی این نهادها، تأمین مالی شرکت‌ها و به خصوص شرکت‌هایی است که از لحاظ مالی در وضعیت نامطلوبی قرار دارند. این نهاد تأمین مالی، چندسالی است که در نظام مالی کشور (بازار سرمایه) ایجاد شده است.

تأمین مالی شرکت‌ها به صورت مشارکتی و افزایش سهم تأمین مالی غیربانکی، کمک به تشکیل سرمایه، تخصصی شدن عملیات شرکت‌ها و ارائه خدمات فنی به آنها در کنار تأمین مالی و بسترسازی برای استفاده از سرمایه‌های عمومی در راستای فعالیت‌های بخش واقعی اقتصاد از جمله کارکردهای ایجاد و توسعه این نوع سرمایه‌گذاری است.

اگرچه این نهاد تأمین مالی در بازار سرمایه کشور ایجاد شده، با این حال ضروری است تا توسعه و تعمیق یابد تا بتوان از کارکردهای مطلوب آن در نظام اقتصادی و مالی بهره‌مند شد. لذا به منظور ارتقای وضعیت صنعت سرمایه‌گذاری خصوصی دو اصلاح ذیل در دستور کار قرار گیرد:

۱- تقویت گزینه‌های خروج از سرمایه‌گذاری خصوصی (سهولت در خروج از سرمایه‌گذاری صورت گرفته در ابتدا).

۲- امکان افزایش سرمایه توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی.

یکی از ظرفیت‌هایی که برای استفاده بهتر از این نهادسازی در حوزه مالی وجود دارد و می‌تواند برای دولت هم مفید واقع شود، استفاده از ظرفیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در واگذاری شرکت‌های مشمول واگذاری زیان‌ده است که قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی اجازه آن را به دولت می‌دهد، اما نیازمند تغییراتی در فرایند واگذاری شرکت‌هاست.

1. private equity.



## بیان / شرح مسئله

صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی یکی از انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری است که سابقه فعالیت آن در اقتصادهای توسعه‌یافته به چند دهه گذشته مربوط می‌شود. سرمایه‌گذاری خصوصی به‌طور مشخص، به معنای بهره‌گیری از ابزارهای بدهی و با اهرم زیاد به منظور تصاحب شرکت‌هایی است که در وضعیت نامناسب مالی قرار دارند. پس از تصاحب شرکت، نسبت به اصلاحات فنی، مدیریتی و مالی اقدام می‌گردد و سپس واگذاری شرکت در دستور کار قرار می‌گیرد و از این مسیر، برای سرمایه‌گذاران سرمایه‌گذاری خصوصی کسب عایدی حاصل می‌شود. معنای عام‌تری از سرمایه‌گذاری خصوصی نیز مطرح است که سرمایه‌گذاری جسورانه و سایر سرمایه‌گذاری‌های رشدی را نیز دربر می‌گیرد. هر کدام از انواع سرمایه‌گذاری خصوصی دارای مزایا و کارکردهایی است. باین حال، در نظام مالی و اقتصادی کشور ایران سرمایه‌گذاری خصوصی به معنای خاص آن که سرمایه‌گذاری در شرکت‌های ناتوان مالی می‌باشد، صورت نپذیرفته است. ضروری است در این گزارش به اهمیت سرمایه‌گذاری خصوصی در نظام مالی و اقتصادی کشور پرداخته شود و همچنین پیشنهادهایی جهت بهره‌مندی بیشتر این نهاد مالی ارائه شود.

## نقطه‌نظرات / یافته‌های کلیدی

به منظور دستیابی به مزایای سرمایه‌گذاری خصوصی ضروری است تا محورهای ذیل مورد توجه قرار گیرد:

**تقویت گزینه‌های خروج از سرمایه‌گذاری خصوصی:** سرمایه‌گذاران خصوصی به منظور خروج از سرمایه‌گذاری خود و کسب عایدی از راهبردهای متعددی استفاده می‌کنند. عرضه عمومی اولیه، فروش شرکت به سایر شرکت‌ها، ادغام و اکتساب از جمله روش‌های واگذاری و خروج از سرمایه‌گذاری خصوصی است. سازوکار برخی از این روش‌ها مانند عرضه عمومی اولیه در بازار سهام در کشور وجود دارد و به‌طور مشخص تعریف شده است. سازوکار برخی روش‌ها مانند ادغام و اکتساب شرکت‌ها در نظام مالی کشور همچنان دارای ساختار سنتی بوده و ضروری است تا سازوکارهای کارآمد و به‌روزی برای آن طراحی شود تا زنجیره ارزش افزوده سرمایه‌گذاری خصوصی تکمیل شود و سرمایه‌گذاران، انگیزه کافی برای ورود به این شکل از سرمایه‌گذاری را داشته باشند.

**امکان افزایش سرمایه توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشابه سایر شرکت‌ها با سرمایه‌ای مشخص، شروع به فعالیت می‌کنند. مطابق با اساسنامه و امیدنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، این سرمایه ثابت و مشخص است و امکان تغییر آن در طول دوره وجود ندارد. دلیل اصلی این موضوع آن است که ارزش هر واحد جدید صندوق سرمایه‌گذاری در مرحله افزایش سرمایه به‌طور دقیق قابل تشخیص نیست و این موضوع می‌تواند سبب تضییع حقوق سرمایه‌گذاران قبلی یا ابتدایی صندوق شود. باین حال، با توجه به زمانبر بودن تعیین شرکت‌های سرمایه‌پذیر، ضروری است تا امکان افزایش سرمایه برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری و به‌ویژه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی فراهم شود و برای رفع چالش مربوط به ارزش واحد جدید صندوق نیز می‌توان از ارزش گذاری مجدد بهره‌مند شد.

**استفاده از ظرفیت سرمایه‌گذاری خصوصی در اجرای قانون اصل چهل و چهارم قانون اساسی:** یکی از روش‌هایی که دولت می‌تواند در خصوص واگذاری شرکت‌های مشمول واگذاری زیان‌ده مورد استفاده قرار دهد، استفاده از ظرفیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی است، به این صورت که این صندوق‌ها که به‌طور عمده از منابع مالی سرمایه‌گذاران تشکیل شده‌اند، نسبت به خریداری این شرکت‌ها از دولت اقدام کنند. در این شرایط، مالکیت این شرکت‌ها به صندوق‌ها منتقل می‌شود. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی که از مدیریت حرفه‌ای کسب و کار مربوطه برخوردارند، نسبت به ارتقای وضعیت مالی و عملیاتی این شرکت‌ها اقدام می‌کنند. طبیعی است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی پس از خریداری این شرکت‌ها و ارتقای وضعیت مالی و عملیاتی آنها با استفاده از روش‌هایی مانند عرضه عمومی اولیه و ادغام از سرمایه‌گذاری اولیه خارج و برای سرمایه‌گذاران خود کسب سود می‌کنند که خود به معنای هدایت نقدینگی به بخش‌های مولد اقتصادی است.

## پیشنهاد راهکارهای تقنینی، نظارتی یا سیاستی

ظرفیت قانونی مطلوبی در خصوص بهره‌مندی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی وجود دارد و نیازی به قانونگذاری یا اصلاح قانون مشخص نیست. با این حال، اصلاح قانون بازار اوراق بهادار با در نظر گرفتن ابعاد مختلفی از سرمایه‌گذاری مانند رعایت بیشتر انصاف، کنترل تعارض منافع و سایر موارد مشابه، می‌تواند به‌طور غیرمستقیم به ارتقای وضعیت بازار سرمایه و تأمین مالی از جمله سرمایه‌گذاری خصوصی منجر شود.

به‌طور مشخص آنچه ضروری است در خصوص سرمایه‌گذاری خصوصی پیگیری شود، استفاده از آن در واگذاری شرکت‌های دولتی زیان‌دیده و یا ناتوان مالی است که دولت می‌تواند این شرکت‌ها را به این نهادهای مالی واگذار کند.

### ۱. مقدمه

نظام مالی با تمامی نهادها و ابزارهای آن در جهت تأمین مالی فعالان اقتصادی به‌طور عام و شرکت‌ها به‌طور خاص ایجاد شده‌اند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین نهادهای نظام مالی است که منابع مالی را از افراد دارای مازاد منابع و خواهان سرمایه‌گذاری جمع‌آوری و در حوزه‌های مشخصی از اقتصاد که نیازمند منابع مالی هستند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. شکل سرمایه‌گذاری صندوق‌ها می‌تواند در قالب قرض (تسهیلات) یا انواع مشارکت مانند خریداری بخشی از سهام یا سهم‌الشرکه شرکت‌ها باشد. صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی یکی از انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری است که سابقه فعالیت آن در اقتصادهای توسعه‌یافته به چند دهه گذشته مربوط می‌شود. در تجربیات و ادبیات سرمایه‌گذاری خصوصی، دو قرائت از آن وجود دارد:

۱- سرمایه‌گذاری خصوصی در معنای عام آن عبارتند از: سرمایه‌گذاری در انواع مختلفی از شرکت‌ها شامل شرکت‌های نوپا، شرکت‌های بالغ و نیازمند منابع مالی برای توسعه و شرکت‌های دچار مشکل که سرمایه‌گذاران، پس از افزایش ارزش افزوده یا بهبود عملکرد شرکت نسبت به واگذاری و کسب عایدی اقدام می‌کنند.

۲- سرمایه‌گذاری خصوصی در معنای خاص آن با بهره‌گیری از ابزارهای بدهی و با اهرم بسیار نسبت به تصاحب شرکت‌هایی که در وضعیت نامناسب مالی قرار دارند، اقدام می‌کند و پس از اصلاحات فنی، مدیریتی و مالی نسبت به واگذاری شرکت و کسب عایدی اقدام می‌کنند.<sup>۱</sup> این قرائت از سرمایه‌گذاری خصوصی قرائتی خاص است که تنها شرکت‌هایی که در وضعیت نامطلوب مالی قرار دارند را شامل می‌شود.

در ایران این نوع سرمایه‌گذاری چند سالی است که شکل گرفته است. اولین مجوز صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی در کشور در سال ۱۳۹۹ توسط سازمان بورس و اوراق بهادار صادر شده است. قرائت و سازوکاری که از سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران مطرح است قرائت خاص و محدود نیست، بلکه براساس اساسنامه نمونه این صندوق‌ها که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه شده است [۱]، شرکت‌های متنوعی را شامل می‌شود. به هر حال، مهم‌ترین کارکرد این نوع از سرمایه‌گذاری را می‌توان تأمین مالی شرکت‌ها در نظر گرفت، اگرچه کارکردهای دیگری مانند هدایت جریان نقدینگی به سمت بخش‌های مولد اقتصاد، واگذاری سهام شرکت‌های دولتی و کاهش تصدیگری دولت، کمک به تشکیل سرمایه ثابت در اقتصاد، افزایش تخصص و فنی شدن شرکت‌ها و بهبود وضعیت مالی و عملیات آنها را می‌توان نام برد.

گزارش حاضر در پی آن است که به معرفی و تبیین کارکردهای این نوع از سرمایه‌گذاری اشاره کند. برای این منظور در ابتدای گزارش، مروری بر سرمایه‌گذاری خصوصی، روندها، فرایندهای سرمایه‌گذاری، انواع و کارکردهای آن می‌شود.

۱. این روش موسوم به LBO (Leverage-buy-out) است.



سپس مروری بر مهم‌ترین مقرره‌های موجود در خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی شده و در بخش پایانی گزارش نیز توصیه و پیشنهادهایی در جهت ارتقای وضعیت صنعت سرمایه‌گذاری خصوصی ارائه می‌شود. در واقع، اگر چه چندین سال است که این نهاد تأمین مالی در بازار سرمایه کشور ایجاد شده، با این حال ضروری است تا توسعه و تعمیق یابد تا بتوان از کارکردهای مطلوب آن در نظام اقتصادی و مالی بهره‌مند شد.

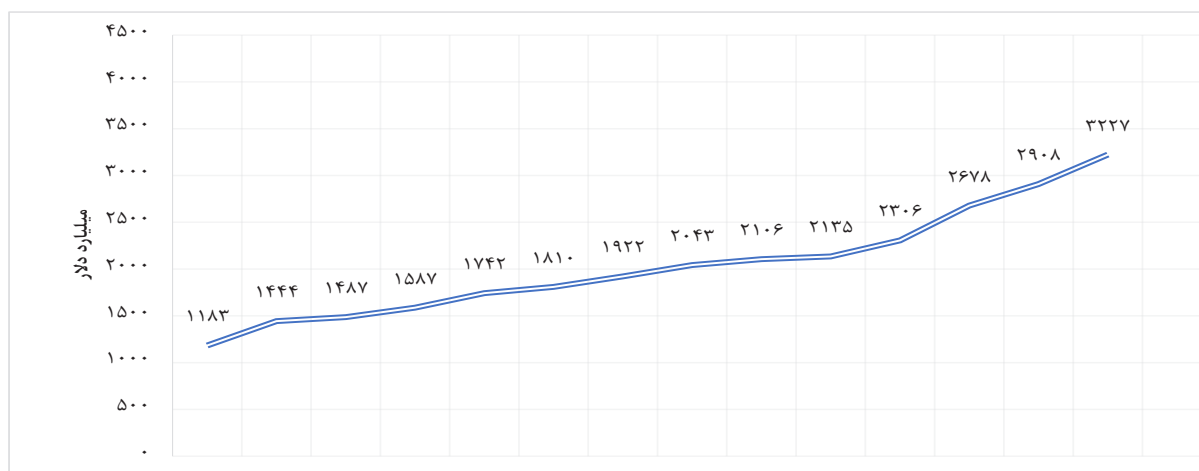
## ۲. صنعت سرمایه‌گذاری خصوصی

سرمایه‌گذاری خصوصی یکی از روش‌ها و راهبردهای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تجاری است. در دهه‌های گذشته سرمایه‌گذاری خصوصی به معنای خرید دارایی‌هایی با جریان نقدی پایدار در قالب معاملاتی با درجه اهرمی بالا و سپس خروج موفق از آن بود. آغاز این صنعت از دهه ۱۹۷۰ در کشور آمریکا بوده است و با بلوغ خود توانست، بازدهی‌های بسیار جذابی را برای سرمایه‌گذاران ایجاد کند. با این حال، امروزه سرمایه‌گذاری خصوصی متنوع‌تر و انواع روش‌ها و سازوکارها را شامل شده است و تنها محدود به خرید اهرمی نیست. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، سرمایه‌گذارانی هستند که در عملکرد کسب و کار مداخله و از طریق تغییر در ساختار مدیریت، سرمایه یا فروش بخش‌هایی از یک کسب و کار سود کسب می‌کنند.

با پیشرفت صنایع، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به‌طور فزاینده‌ای با شرکت‌های پرتفوی (سرمایه‌پذیر) خود همکاری می‌کنند تا بتوانند در خلق ارزش مشارکت داشته باشند. در حقیقت، مشارکت با صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی می‌تواند مزیتی در اختیار شرکت‌های پرتفوی (سرمایه‌پذیر) قرار دهد تا بتوانند در عصر رقابتی بازارهای جهانی امروزی به فعالیت ادامه دهند. در واقع، با رشد هر چه بیشتر صنایع و افزایش شرکت‌های فعال در اقتصاد، زمینه تعمیق صنعت سرمایه‌گذاری خصوصی نیز افزایش خواهد یافت.

به بیان ارقام و اعداد نیز صنعت سرمایه‌گذاری خصوصی رشد داشته است. براساس گزارش شرکت تأمین سرمایه مورگان استنلی [۲] با وجود اینکه سرمایه‌گذاری خصوصی چندین دهه قبل به بازارهای مالی معرفی شده، اما در سال‌های اخیر، روند رو به رشد تأمین مالی از این طریق بسیار قابل توجه بوده است. مطابق شکل زیر دارایی‌های تحت مدیریت در صنعت سرمایه‌گذاری خصوصی در جهان در خلال سال‌های ۲۰۰۶ لغایت ۲۰۱۹ از ۱۱۸۳ میلیارد دلار به ۴۰۰۰ میلیارد دلار افزایش یافته است.

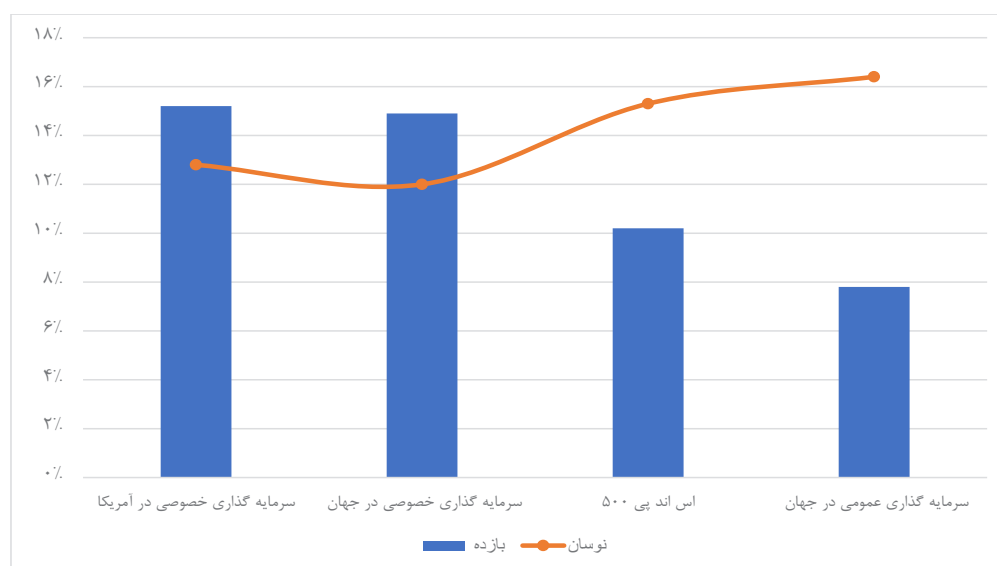
شکل ۱. نمودار دارایی‌های تحت مدیریت در صنعت سرمایه‌گذاری خصوصی در جهان طی سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۹



Source: [3].

همچنین بازدهی صنعت سرمایه‌گذاری خصوصی سبب شده است تا سرمایه‌گذاران نسبت به این روش سرمایه‌گذاری تمایل داشته باشند. بررسی عملکرد صنعت سرمایه‌گذاری خصوصی در دنیا و کشور ایالات متحده آمریکا در خلال سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۹ بیانگر آن است که سرمایه‌گذاری خصوصی در بلندمدت توانسته است، بازدهی مناسب‌تری نسبت به شاخص‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای عمومی<sup>۱</sup> ایجاد کند. شکل زیر مقایسه بازدهی و نوسانات سرمایه‌گذاری عمومی و خصوصی را نشان می‌دهد.

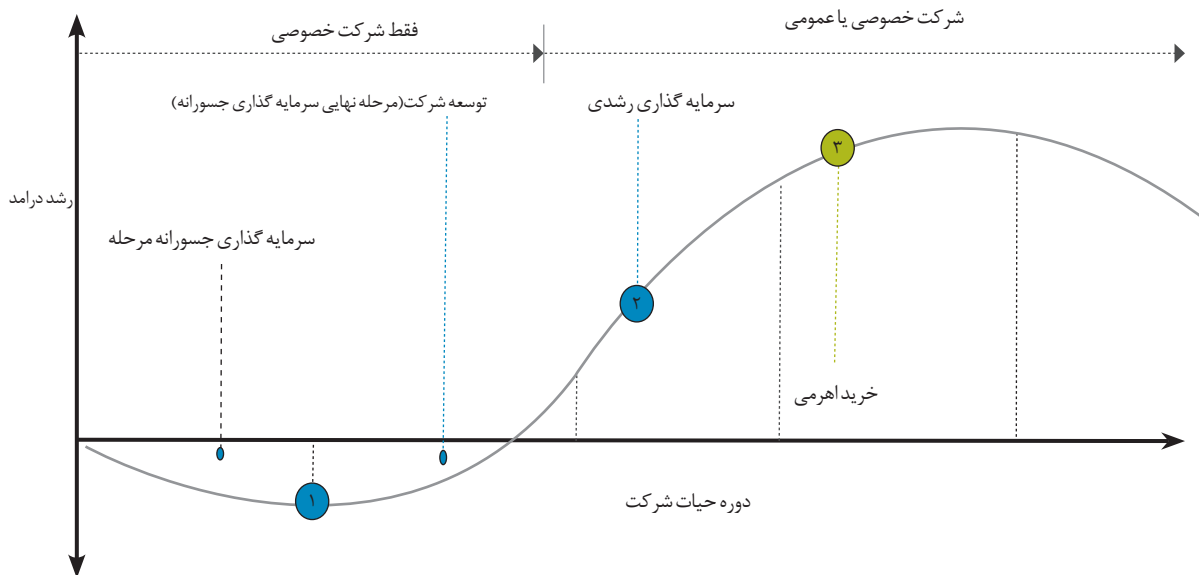
شکل ۲. نمودار مقایسه میانگین بازده و نوسان سرمایه‌گذاری خصوصی و عمومی در خلال سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۹



Source: [3].

سؤال حائز اهمیت در خصوص سرمایه گذاری خصوصی این است که این صنعت در چه مرحله‌ای از رشد شرکت‌ها وارد می‌شوند و نسبت به سرمایه گذاری اقدام می‌کنند؟ برای پاسخ به این پرسش ضروری است به این نکته توجه داشت که شرکت‌های فعال در نظام اقتصادی کشور هر کدام، در مرحله مشخصی از رشد و حیات خود قرار دارند و متأثر از مرحله حیات و یا رشد شرکت، نهادهای و روش‌های متنوعی از تأمین مالی در نظامات مالی و اقتصادی تعریف شده است. سرمایه گذاری خصوصی به طور عمده در شرکت‌های بالغ که دارای سهمی از بازار هستند، سرمایه گذاری می‌کند. این شرکت‌ها به طور معمول در بازارهای سهام پذیرفته نشده‌اند و سهام‌شان به طور عمومی معامله نمی‌شود. باین حال، چنانچه سرمایه گذاری در شرکت‌های سهامی عام صورت پذیرد، «سرمایه گذاری خصوصی در شخصیت عمومی (پایپ)» نامیده می‌شود [۴]. سرمایه گذاری در این شرکت‌ها، به طور بالقوه ظرفیت سودآوری زیادی را برای سرمایه گذاران ایجاد می‌کند و لذا طیف گسترده‌ای از سرمایه گذاران متقاضی ورود به این نوع سرمایه گذاری هستند. باین حال با توجه به طیف گسترده سرمایه گذاری خصوصی که انواع آن در بخش بعدی اشاره خواهد شد، این صنعت می‌تواند نقش مهمی در تأمین مالی مراحل متعدد شرکت‌ها انجام دهد. شکل زیر ورود سرمایه گذاری خصوصی در مراحل مختلف حیات شرکت را نشان می‌دهد.

شکل ۳. نمودار ورود سرمایه گذاری خصوصی در مراحل مختلف حیات شرکت



Source: [3].

همان‌طور که از شکل بالا مشخص است سرمایه گذاری خصوصی می‌تواند در مراحل مختلف رشد شرکت وارد شود و نسبت به سرمایه گذاری اقدام کند. شایان ذکر است که در برخی منابع علمی و تجربیات بازارهای سرمایه، منظور از «سرمایه گذاری خصوصی» صرفاً خرید اهرمی است. با این بیان، بیشتر تمرکز و نقطه ورود سرمایه گذاری خصوصی شرکت‌هایی هستند که از رشد درآمدی خوبی برخوردارند و به اصطلاح بالغ شده‌اند. این شرکت‌ها نیاز به نقدینگی (تأمین مالی) برای ارتقای سطح تولید و سودآوری دارند. باین حال بسیاری دیگر از منابع علمی سرمایه گذاری خصوصی را طیف گسترده‌ای از نهادهای تأمین مالی در نظر می‌گیرند. در بخش بعدی گزارش، انواع صندوق‌های سرمایه گذاری که نسبت به تأمین مالی شرکت‌ها اقدام می‌کنند معرفی می‌شود.

1. PIPE (Private Investment In Public Equity)

## ۳. انواع صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری خصوصی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی شکل نهادی سرمایه‌گذاری خصوصی است. این صندوق‌ها با اهداف بلندمدت در شرکت‌های خصوصی (یا در بعضی مواقع شرکت‌های عمومی بورسی) سرمایه‌گذاری می‌کنند و در ازای آن، سهامی می‌گیرند که آزادانه در بازار سهام قابل معامله نیست. تعریف از سرمایه‌گذاری خصوصی شامل خصوصی‌سازی و سهامی خاص کردن شرکت‌های سهامی عام (خارج کردن شرکت‌ها از بورس) نیز می‌شود. این صندوق‌ها با عمر محدود خود (در ایران ۷ سال و در بسیاری از کشورهای دنیا ۱۰ سال) توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری خصوصی اداره می‌شوند و ادعا دارند در مدت زمان سرمایه‌گذاری محدود خود (معمولاً ۵-۴ سال)، تحولات عملیاتی جدی در شرکت هدف ایجاد کنند. این تحولات عموماً از طریق اصلاح ساختار مالی، اصلاح راهبردهای عملیات، فروش و بازاریابی، انگیزش منابع انسانی و سایر موارد مشابه رخ می‌دهد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی شامل انواع متعددی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. در خصوص تعداد و انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در بازارهای مالی اختلاف نظر وجود دارد. همچنین این صندوق‌ها را از ابعاد متعددی دسته‌بندی می‌کنند. با این حال، به‌طور عمده پنج نوع صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی در نظام مالی مورد تأکید و بررسی قرار می‌گیرد. در ادامه به‌طور تفصیلی انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی تبیین می‌شود.

### ۱-۳. سرمایه‌گذاری جسورانه<sup>۱</sup>

صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر یا جسورانه یکی از انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی است. این صندوق‌ها معمولاً به سرمایه‌گذاری بر شرکت‌های نوپایی (استارت‌آپ) اقدام می‌کنند که ریسک زیادی دارند. در صورت موفقیت در سرمایه‌گذاری صورت گرفته، عایدی زیادی نصیب سرمایه‌گذاران جسورانه می‌شود. شایان ذکر است که برای انتخاب شرکت سرمایه‌پذیر (شرکتی که مورد سرمایه‌گذاری واقع می‌شود)، مراحل مختلف ارزیابی توسط سرمایه‌گذاری جسورانه صورت می‌پذیرد.

### ۲-۳. سرمایه‌گذاری رشدی<sup>۲</sup>

نوع مهم دیگر صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی، سرمایه‌گذاری رشدی است. این نوع از سرمایه‌گذاران در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که مبتنی بر الگوهای کسب و کار ایجاد شده‌اند، اما نیازمند منابع مالی زیادی هستند تا بتوانند رشد و توسعه پیدا کنند. برخی از شرکت‌های سرمایه‌پذیر شرکت‌هایی هستند که با حمایت سرمایه‌گذاری جسورانه رشد پیدا کرده‌اند و به‌منظور توسعه فعالیت خود، نیازمند سرمایه بیشتری هستند [۵].

### ۳-۳. تأمین مالی دوگانه<sup>۳</sup>

این روش سرمایه‌گذاری خصوصی بیشتر در اروپا و در اندازه‌های کوچک‌تر در آمریکای شمالی مرسوم است. در این روش سرمایه‌گذاری، مشابه آنچه در سهام ممتاز است، سرمایه‌گذار نسبت به سهام‌دار تقدم دارد و نسبت به طلبکار در اولویت است [۵]. رقیق شدن مالکیت (سهام‌داری)<sup>۴</sup> یکی از معایب این روش سرمایه‌گذاری خصوصی است. همچنین بازده هدف‌گذاری شده در این روش تأمین مالی سرمایه‌گذاری خصوصی بالاست [۶].

1. Venture capital
2. Growth
3. Mezzanine Financing
4. Equity Dilution

### ۳-۴. خرید اهرمی<sup>۱</sup>

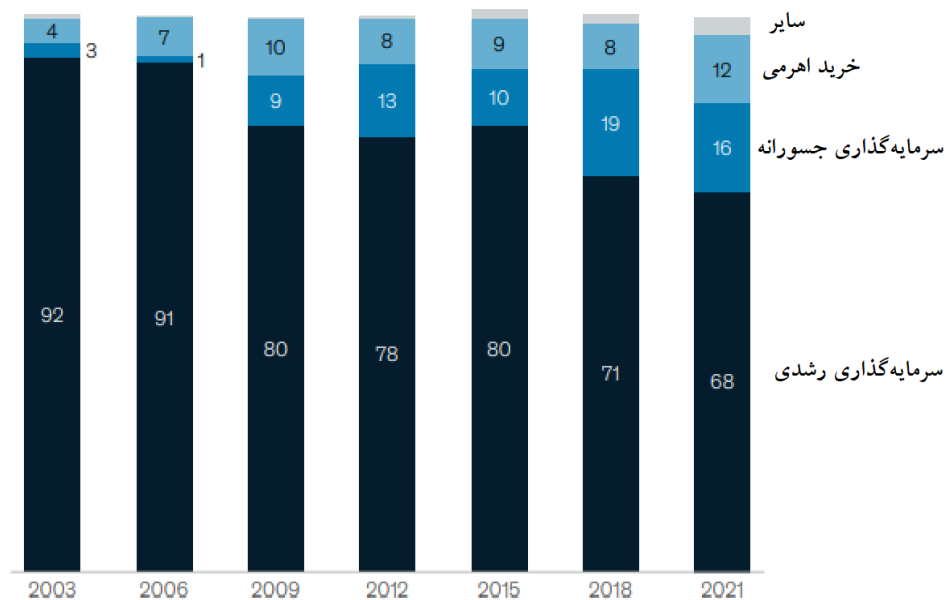
این نوع از صندوق‌های سرمایه‌گذاری، معروف‌ترین نوع صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی هستند و در بسیاری از منابع علمی آن را معادل با سرمایه‌گذاری خصوصی می‌دانند. به‌طور معمول، صندوق‌های خرید اهرمی اکثریت سهم شرکت بالغ را خریداری می‌کنند که بعضی مواقع حتی وارد بازار سرمایه شده است. این صندوق‌ها به‌منظور سرمایه‌گذاری غالباً از ابزار بدهی نیز کمک می‌گیرند. مهارت‌های لازم برای اجرای این فرایند و خلق ارزش پس از سرمایه‌گذاری، بسیار متفاوت با مهارت‌هایی است که برای سرمایه‌گذاری‌های رشدی و جسورانه لازم هستند؛ چراکه به مهارت مدیریت مالی و مدیریت فرایندها در کنار توانایی خلق ارزش عملیاتی در شرکت‌های پورنغوی (سرمایه‌پذیر) نیاز است.

### ۳-۵. خرید شرکت‌های در حال شکست<sup>۲</sup>

نوع دیگری از سرمایه‌گذاری خصوصی که در ادبیات علمی و پژوهشی کمتر بدان توجه می‌شود، خرید شرکت‌های در حال شکست یا تحت فشار است. این روش سرمایه‌گذاری خصوصی، بر شرکت‌هایی که در معرض ورشکستگی یا توقف هستند و از لحاظ مالی در وضعیت بسیار نامطلوبی قرار دارند، اشاره دارد. به‌طور معمول سرمایه‌گذاران خصوصی از طریق ابزارهای بدهی نسبت به مالکیت خود در این شرکت‌ها اقدام می‌کنند [۷].

مطابق با گزارش شرکت مکنزی روند سرمایه‌گذاری خصوصی از نوع خرید اهرمی و سرمایه‌گذاری جسورانه طی حدود دو دهه اخیر در جهان افزایش داشته است. شکل زیر این روند را نشان می‌دهد.

شکل ۴. نمودار روند سرمایه‌گذاری خصوصی از نوع خرید اهرمی و سرمایه‌گذاری جسورانه طی حدود دو دهه اخیر در جهان



Source: [8].

1. Lbo (Leverage-Buy-Out)  
 2. Distressed Buyout

## ۴. ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی

ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی مشابه ساختار سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. تفاوت صندوق‌های سرمایه‌گذاری به‌طور عمده به موضوع فعالیت و حوزه سرمایه‌گذاری آنها مربوط می‌شود. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی دارای ارکان متعددی هستند که هر کدام کارکردهای خود را انجام می‌دهند. در ادامه این بخش از گزارش، ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری به‌طور اجمال مورد اشاره قرار خواهد گرفت.

به‌طور کلی دو نوع سرمایه‌گذار در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی وجود دارد:

۱. شریک یا سرمایه‌گذار اصلی (شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی).<sup>۱</sup>

۲. شرکای (سرمایه‌گذاران) با مسئولیت محدود.<sup>۲</sup>

### ۴-۱. شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی (رکن مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی)

شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی، شرکتی متخصص در اجرای راهبردهای سرمایه‌گذاری خصوصی است. این شرکت که به‌عنوان شریک یا سرمایه‌گذار اصلی صندوق نیز مطرح است، مسئولیت زیادی در تمام جنبه‌های مرتبط با مدیریت صندوق دارد، فراخوان سرمایه‌را اعلام کرده و سرمایه لازم برای تشکیل صندوق را جذب و آن را تأسیس و اداره می‌کند و کل تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری و واگذاری (تصفیه) صندوق را طبق توافق‌نامه با شرکای مسئولیت محدود انجام می‌دهد. تمرکز اصلی شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی بر ارتقای عملکرد شرکت‌های سرمایه‌پذیر است. این مهم از طریق اقدامات مالی، حکمرانی و عملیاتی صورت می‌پذیرد [۵]. در واقع شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی به تزریق و جوجه صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی، سرمایه‌گذاری و اداره آن اقدام می‌کند. همچنین شرکت مالک (دارنده واحدهای ممتاز سرمایه‌گذاری) صندوق است [۶]. شرکای اصلی یا عمومی صندوق ممکن است بخشی از وظایف خود را به مدیر سرمایه‌گذاری یا کمیته سرمایه‌گذاری محول و یا تفویض کنند. با این حال، مسئولیت ایشان نسبت به همه بدهی‌ها و مسئولیت‌های صندوق همچنان برقرار است.

### ۴-۲. شرکای با مسئولیت محدود صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی

سرمایه‌گذاران یا شرکای با مسئولیت محدود بیشترین سهم آورده صندوق را به‌خود اختصاص می‌دهند. زمانی که مدیر سرمایه‌گذاری فراخوان پرداخت سرمایه می‌دهد، شرکای با مسئولیت محدود متعهد هستند که سرمایه را تأمین کنند و در صورت خروج موفقیت‌آمیز صندوق از یک شرکت سرمایه‌پذیر، سرمایه خود را به‌همراه سود آن دریافت می‌کنند. به‌بیان دیگر، این شرکا صرفاً سرمایه‌گذاران مالی هستند و در فعالیت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی یا شرکت‌های سرمایه‌پذیر (مورد سرمایه‌گذاری) مداخله‌ای نمی‌کنند. این شرکا، صرفاً به‌عنوان یک سرمایه‌گذار مستقل با مسئولیت محدود و متعهد به آوردن سرمایه صندوق، با شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی، شریک می‌شوند. صندوق‌های بازنشستگی عمومی و خصوصی، شرکت‌های بیمه، بانک‌ها، شرکت‌های سهامی و فراصندوق‌ها (صندوق مادر) از جمله این نوع از سرمایه‌گذاران یا شرکا هستند. در واقع، با توجه به ماهیت بلندمدت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، بیشتر منابع این صندوق‌ها را سرمایه‌گذاران نهادی<sup>۳</sup> تأمین می‌کنند. با این حال، سرمایه‌گذاران حقیقی نیز می‌توانند به‌عنوان شریک یا سرمایه‌گذار با مسئولیت محدود در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی سرمایه‌گذاری کنند.

1. General Partnership  
2. Limited Partnership  
3. Institutional Investor

### ۳-۴. شرکت های سرمایه پذیر (سبد سرمایه گذاری صندوق های سرمایه گذاری خصوصی)

یکی دیگر از ارکان سرمایه گذاری خصوصی، شرکت های سرمایه پذیر است که صنعت سرمایه گذاری خصوصی نسبت به سرمایه گذاری در آن اقدام می کند. با ورود نقدینگی و انجام اصلاحات مالی و عملیاتی (فنی) توسط صندوق های سرمایه گذاری خصوصی وضعیت مالی این شرکت ها بهبود می یابد و زمینه کسب عایدی مناسب برای سرمایه گذاران را فراهم می آورد. با این بیان ضروری است تا بررسی ها و ارزیابی های مالی، اقتصادی، حقوقی و فنی در خصوص شرکت های سرمایه پذیر توسط این صندوق ها صورت پذیرد تا مناسب ترین فرصت های سرمایه گذاری انتخاب شوند. در بخش بعدی فرایند سرمایه گذاری صندوق های سرمایه گذاری خصوصی با تفصیل بیشتری تبیین می شود.

### ۵. فرایند سرمایه گذاری صندوق های سرمایه گذاری خصوصی

هر نهاد مالی که وظیفه واسطه گری مالی را برعهده دارد، از دو بخش تجهیز و تخصیص منابع مالی تشکیل می شود. به منظور انجام صحیح تخصیص منابع مالی یا سرمایه گذاری توسط صندوق های سرمایه گذاری خصوصی و کسب بازدهی حاصل از این سرمایه گذاری، فرایند سرمایه گذاری (تخصیص منابع مالی) شامل سه مرحله به شرح زیر است:

**الف) ارزیابی موشکافانه:** در این فرایند انواع شرکت های پر پتانسیل برای سرمایه گذاری بررسی و غربال می شوند.

**ب) مدیریت خلق ارزش در شرکت سرمایه پذیر:** هدف از سرمایه گذاری در شرکت ها، ایجاد ارزش افزوده (خلق ارزش) در آنهاست. با افزایش ارزش در شرکت ها می توان به سودآوری دست یافت. بنابراین یکی از محورهای مهم در فرایند سرمایه گذاری، تلاش در خلق ارزش برای شرکت ها است. صندوق سرمایه گذاری خصوصی در این مرحله بر عملیات شرکت سرمایه پذیر نظارت می کند و از طریق شبکه ارتباطی خود انواع مشاوره ها و برنامه های مالی و فنی در جهت رشد ارزش شرکت را ارائه می دهد.

**ج) خروج از سرمایه گذاری:** در آخرین مرحله از سرمایه گذاری، صندوق با توجه به عمر محدود خود، منطبق با زمان بندی برای خروج از شرکت های سرمایه گذاری شده و تقسیم منافع حاصل از سرمایه گذاری میان سرمایه گذاران اقدام می کند. خروج از سرمایه گذاری معمولاً از روش های گوناگون انجام می شود که مرسوم ترین آن عرضه عمومی اولیه سهام در بورس یا عملیات ادغام و تملک است. در ادبیات مالی، فرایند سرمایه گذاری و ایجاد ارزش توسط صندوق های خصوصی (چرخه عمر) در شرکت سرمایه پذیر را با منحنی جی نمایش می دهند. شکل زیر این منحنی و مراحل مختلف آن را نشان می دهد.

1. Initial Public Offering
2. Merge and Acquisition
3. J Curve

شکل ۵. نمودار تبیین منحنی جی



Source: [3].

صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به دنبال شرکت‌هایی هستند که دارای طرح‌های توسعه‌ای یا ظرفیت‌های مهمی برای ارتقا باشند. به‌طور عمومی، این صندوق‌ها تمایل دارند با منابع مالی خود به خلق ارزش عملیاتی اقدام کنند تا در نهایت با ارزش‌گذاری جدید شرکت هدف بازدهی مناسبی عاید صندوق شود.



## ۶. کارکردهای صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی

صنعت سرمایه‌گذاری خصوصی دارای کارکردهای متنوعی در ابعاد و محورهای مختلف است. برای این منظور کارکردهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در دو سطح خرد و کلان اشاره می‌شود:

### الف) کارکردهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در سطح خرد

- ۱ هدف اصلی و اولیه سرمایه‌گذاری خصوصی مانند سایر نهادهای سرمایه‌گذاری نظام مالی، کسب عایدی حاصل از سرمایه‌گذاری است. برای این منظور سرمایه‌گذاری خصوصی سهام شرکت‌های بالغ که در صنایع مرسوم فعالیت می‌کنند را تصاحب می‌کند [۴].
- ۲ سرمایه‌گذاری خصوصی نهادی برای تأمین مالی شرکت‌هاست. به بیان دیگر، در کنار سایر روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی، این صنعت نیز می‌تواند در قالب مشارکت با شرکت‌ها و ارائه خدمات فنی، حقوقی و اقتصادی نسبت به تأمین مالی شرکت‌ها اقدام کند.
- ۳ یکی دیگر از کارکردها، تقویت بنیه کارشناسی و فنی شرکت‌هاست. صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی این فرصت را ایجاد می‌کند که شرکت‌هایی که توانایی و ظرفیت عرضه عمومی را دارا نیستند یا در مانده بوده و مدیریت ضعیفی دارند با منابع مالی صندوق تملک شوند و پس از خلق ارزش از طریق بهبود مدیریت یا عملیات شرکت، صندوق با بهره‌گیری از راهبردهایی اقدام به خروج از شرکت‌های سرمایه‌پذیر کند. در واقع، کنترل و مدیریت چنین شرکت‌هایی در اختیار صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی قرار می‌گیرد و تیم خبره صندوق با ورود به شرکت، زمینه احیا و سوددهی شرکت را ایجاد می‌کنند.

### ب) کارکردهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در سطح کلان

- ۱ از آنجا که سرمایه‌گذاری خصوصی بر مبنای رابطه مشارکت و سهام‌داری است، می‌تواند به افزایش سهم بازار سرمایه از تأمین مالی اقتصاد و متنوع‌سازی روش‌های تأمین مالی منجر شود.
- ۲ سرمایه‌گذاری خصوصی می‌تواند از طریق جذب سرمایه و منابع مالی آزاد به تشکیل سرمایه در اقتصاد کمک کند. به طور مشخص، با جذب منابع مالی از دارندگان آن و سرمایه‌گذاری در انواع شرکت‌ها و افزایش سرمایه شرکت‌ها، زمینه تشکیل سرمایه در اقتصاد افزایش می‌یابد. این کارکرد با توجه به وضعیت نامطلوب تشکیل سرمایه در نظام اقتصادی کشور ایران بسیار کلیدی ارزیابی می‌شود. همچنین با توجه به اینکه شرایط اقتصادی ایران با تورم انتظاری مواجه است، این شکل از سرمایه‌گذاری به دلیل آنکه سرمایه‌گذاران شریک در شرکت می‌شوند و با ریسک تورم پوشش داده می‌شوند، انگیزه کافی برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌آورد. این مسئله، در مقابل اعطای وام یا بدهی است که با تورم پوشش داده نمی‌شود و در بلندمدت ارزش سرمایه‌گذاری از نوع بدهی کاهش می‌یابد.
- ۳ یکی دیگر از کارکردهای سطح کلان سرمایه‌گذاری خصوصی در کشور ایران این است که از آنجا که تعداد قابل توجهی از شرکت‌های دولتی مشمول واگذاری، زیان‌ده هستند و قابلیت عرضه عمومی را ندارند، می‌توان از ظرفیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به منظور عرضه عمومی این شرکت‌ها بهره‌گرفت. با استفاده از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیری که قصد سرمایه‌گذاری در چنین شرکت‌هایی را دارند، می‌توانند به صورت سرمایه‌گذاری غیرمستقیم - از طریق این صندوق‌ها - نسبت به خریداری سهام این شرکت‌ها و تملک آنها اقدام کنند. در این حالت اهداف اصل چهارم قانون اساسی مبنی بر واگذاری تصدیگری و شرکت‌داری دولت به بخش خصوصی محقق می‌شود. سازمان خصوصی‌سازی می‌تواند از این ظرفیت برای واگذاری و یا ارتقای شرکت‌های دولتی بهره‌مند شود.

## ۷. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران

قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب سال ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی، صندوق سرمایه‌گذاری را تعریف کرده است. مطابق با بند «۲۰» ماده (۱) این قانون، صندوق سرمایه‌گذاری نهادی مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریکند. بند «۲۱» همان ماده نیز صندوق‌های سرمایه‌گذاری را نوعی نهاد مالی معرفی کرده است. همچنین مطابق با بند «ه» ماده (۱) قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، مصوب سال ۱۳۸۸، صندوق سرمایه‌گذاری نهاد مالی است که منابع مالی حاصل از انتشار گواهی سرمایه‌گذاری را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه‌گذاری می‌کند. بر اساس قوانین مزبور، انواع متعددی صندوق سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه طراحی شده‌اند و مورد استفاده قرار گرفته‌اند که صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی یکی از انواع آن است.

بر اساس اساسنامه نمونه این صندوق‌ها که توسط سازمان بورس تهیه شده است،<sup>۱</sup> صنعت موضوع فعالیت صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی در ماده (۳) اساسنامه ذکر می‌شود. دوره فعالیت این صندوق‌ها از تاریخ ثبت نزد مرجع ثبت شرکت‌ها آغاز می‌شود و حداکثر ۷ سال است. مشابه سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری این نوع از صندوق‌ها نیز دارای دو نوع واحد سرمایه‌گذاری مشتمل بر واحدهای عادی و واحدهای ممتاز است:

**۱** واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز که تعداد آنها حداقل ۳۰٪ از کل واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق است و قبل از شروع دوره پذیره‌نویسی، توسط مؤسسان صندوق خریداری می‌شود. دارنده واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز، دارای حق حضور و حق رأی در مجامع صندوق است. این نوع واحدهای سرمایه‌گذاری قابل انتقال به غیر است.

**۲** واحدهای سرمایه‌گذاری عادی که تعداد آنها حداکثر ۷۰٪ از کل واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق است و در طول دوره پذیره‌نویسی صادر می‌شود. دارنده واحدهای سرمایه‌گذاری عادی دارای حق رأی و حق حضور در مجامع صندوق نیست. این نوع واحدهای سرمایه‌گذاری صرفاً در بورس و با رعایت مقررات آن، قابل انتقال است.

قیمت اسمی هر واحد سرمایه‌گذاری برابر یک میلیون ریال است (ماده (۸)). سرمایه صندوق ثابت است و حداقل ۵۰۰ میلیارد ریال است (ماده (۹)).

مطابق با ماده (۱۰) اساسنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، حداقل ۳۵ درصد از مجموع سرمایه صندوق در زمان تأسیس، باید به‌طور نقد تأدیه شود و مابقی آن در تعهد سرمایه‌گذاران است که در طول دوره سرمایه‌گذاری و پیرو فراخوان‌های مدیر صندوق در چارچوب مفاد اساسنامه باید ظرف مهلت تعیین شده بر اساس مندرجات فراخوان پرداخت شود. ماده (۱۱) بیان می‌دارد که مؤسسين صندوق که حداقل سه شخص حقیقی یا حقوقی واجد شرایط طبق مقررات هستند، باید مبلغ قابل تأدیه تمام واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز صندوق را پرداخت نمایند و تقاضای صدور مجوز پذیره‌نویسی صندوق را مطابق «دستورالعمل تأسیس و فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و خصوصی» ارائه دهند.

ماده (۱۹) اساسنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها اشاره می‌کند. سرمایه‌گذاری صندوق در شرکت‌های سرمایه‌پذیر جدید در دوره سرمایه‌گذاری امکان‌پذیر بوده و پس از آن در صورت نیاز، صرفاً سرمایه‌گذاری‌هایی جهت اجرای تعهدات و تکمیل سرمایه‌گذاری‌های مذکور، قابل انجام است. شرکت‌های موضوع سرمایه‌گذاری صندوق به شرح زیر است:

**۱** شرکت‌های غیرسهامی عام.

**۲** شرکت‌های سهامی عام با دارا بودن حداقل یکی از شرایط زیر:

■ سهام آنها در بورس پذیرفته نشده باشد.

■ سهام آنها در بازار شرکت‌های کوچک و متوسط فرابورس ایران مورد معامله قرار گیرد.

۱. نسخه‌ای که در این گزارش بدان استناد شده، متعلق به تاریخ ۱۴۰۱/۰۵/۰۱ است.

- شرایط پذیرش در هر یک از بورس‌ها را از دست داده و اخراج شده‌اند و در بورس دیگری مورد پذیرش قرار نگرفته‌اند.
- در دو سال گذشته مشمول موضوع ماده (۱۴۱) اصلاحیه قانون تجارت گردیده‌اند.
- سایر ضوابط سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها نیز به شرح زیر است:
- دارایی‌های سرمایه‌گذاری شده فوق باید منطبق با مشخصات و راهبردهای مندرج در امیدنامه از جمله صنعت، منطقه جغرافیایی، زمان بندی، ریسک‌ها و مقیاس سرمایه‌گذاری بوده و با هدف کسب و حفظ کنترل شرکت سرمایه‌پذیر انجام شود.
- حداقل ۷۵٪ از دارایی‌های صندوق به‌طور میانگین در هر ۶ ماه (مقاطع زمانی تهیه صورت‌های مالی ۶ ماهه و سالیانه) باید در موضوع فعالیت سرمایه‌گذاری شده باشد. صندوق برای تحقق این نصاب از زمان تأسیس، یک سال فرصت خواهد داشت.
- مدیر صندوق می‌تواند وجوه نقدی را که برای مدت محدودی در صندوق راکد می‌ماند، منوط به رعایت کلیه مقررات در دارایی‌های مالی با درآمد ثابت از جمله سپرده بانکی، گواهی سرمایه‌گذاری بانکی و یا اوراق بهادار با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری نماید.
- حداکثر ۳۵٪ از کل دارایی‌های صندوق در هر زمان می‌تواند به سرمایه‌گذاری در یک شرکت اختصاص یابد.
- ماده (۳۴) اساسنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به کمیته سرمایه‌گذاری صندوق اشاره می‌کند. مطابق با ماده مزبور، مدیر صندوق مکلف است به منظور انجام فعالیت سرمایه‌گذاری خود برای صندوق، کمیته‌ای تحت عنوان «کمیته سرمایه‌گذاری» متشکل از ۳ یا ۵ عضو که ویژگی‌های آنان در امیدنامه ذکر می‌شود، تشکیل دهد. نقش این کمیته، مشورتی است و تصمیم‌گیری و مسئولیت نهایی در خصوص دارایی‌های صندوق با مدیر آن است (ماده (۳۷)).
- تا زمان تهیه گزارش حاضر، پنج صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی از سازمان بورس مجوز گرفته‌اند و در بازار سرمایه کشور فعال هستند. سرمایه‌گذاری در حوزه فناوری‌های بالا، داروسازی و تجهیزات پزشکی، کشاورزی و دامپروری، محصولات غذایی، صنایع معدنی و فلزی از جمله حوزه‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در کشور ایران است.
- مرور مطالب گفته شده گویای آن است که سرمایه‌گذاری خصوصی، انواع و سازوکار اجرایی آن در جهان و آنچه که در ایران اتفاق می‌افتد دارای نقاط افتراق متعددی است؛ برای نمونه در نظام مالی کشور خرید اهرمی که در آن بدهی بسیار زیادی برای تصاحب شرکت‌های سرمایه‌پذیر استفاده می‌شود، وجود ندارد. همچنین در نظام مالی ایران سرمایه‌گذاری دوگانه که در آن از ابزارهای مالی با ماهیت مشترک سهام‌داری و طلبکاری (بدهی) استفاده می‌شود، وجود ندارد. ممنوعیت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بازار سهام - سهامی عام فهرست شده در بازار سهام - در ایران نیز دیگر تفاوتی است که با سرمایه‌گذاری خصوصی در خارج از کشور وجود دارد.
- با این حال، آنچه که اهمیت دارد تسهیل تأمین مالی و ارتقای وضعیت عملیات شرکت‌های فعال در نظام اقتصاد کشور بوده که ضروری است با تقویت نظام مالی و بازار سرمایه کشور این مهم بیشتر محقق شود.



سرمایه‌گذاری خصوصی با تمامی انواع و روش‌های آن و در هر محدوده جغرافیایی، دارای ویژگی‌های مشترکی است. افق زمانی سرمایه‌گذاری در صنعت سرمایه‌گذاری خصوصی بلندمدت است و بنابراین انتظار می‌رود سرمایه‌گذارانی اقدام به سرمایه‌گذاری کنند که در بازه زمانی کوتاه‌مدت نیازی به منابع مالی خود نداشته باشند. از این رو، در ادبیات مالی به سرمایه‌گذاری خصوصی، سرمایه‌گذاری صبور<sup>۱</sup> نیز گفته می‌شود. این ویژگی سبب می‌شود تا مدیر سرمایه‌گذاری بتواند با بررسی فرصت‌های متنوع سرمایه‌گذاری، گزینه مطلوب برای سرمایه‌گذاری را بیابد. این شرایط موجب می‌شود تا تنوع بخشی سبب سرمایه‌گذاری با سهولت بیشتری صورت پذیرد. ویژگی دیگر سرمایه‌گذاری خصوصی عدم نقدشوندگی تا بلندمدت است که سبب می‌شود تا انگیزه سرمایه‌گذاران کاهش یابد. در پی این مسئله، به دلیل آنکه معاملات واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری متناوباً در بازار سرمایه انجام نمی‌شود، ابهام در ارزش واحدها و سرمایه‌گذاری صورت می‌پذیرد. در هر حال، به دلیل آنکه در بلندمدت بازدهی سرمایه‌گذاری خصوصی در مقایسه با سرمایه‌گذاران در سهام شرکت‌های بورسی بیشتر بوده است، سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند تا نسبت به ورود به این نوع از سرمایه‌گذاری اقدام کنند. از نظر ساختاری نیز سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سرمایه‌پذیر نیازمند منابع مالی به جهت ارتقای وضعیت عملیاتی و مالی، سازوکار اجرایی و ارزیابی سرمایه‌گذاری، نهادهای تأمین مالی کننده است. در ادامه به برخی موارد برای ارتقای صنعت سرمایه‌گذاری خصوصی در کشور اشاره می‌شود:

■ **تقویت گزینه‌های خروج از سرمایه‌گذاری خصوصی:** همان‌طور که در گزارش اشاره شد، سرمایه‌گذاران خصوصی به منظور خروج از سرمایه‌گذاری خود و کسب عایدی از راهبردهای متعددی استفاده می‌کنند. عرضه عمومی اولیه، فروش شرکت به سایر شرکت‌ها، ادغام و اکتساب از جمله روش‌های واگذاری و خروج از سرمایه‌گذاری خصوصی است. سازوکار برخی از این روش‌ها مانند عرضه عمومی اولیه در بازار سهام در کشور وجود دارد و به طور مشخص تعریف شده است. سازوکار برخی روش‌ها مانند ادغام و اکتساب شرکت‌ها در نظام مالی کشور همچنان دارای ساختار سنتی بوده و ضروری است تا سازوکارهای کارآمد و به روزی برای آن طراحی شود تا زنجیره ارزش افزوده سرمایه‌گذاری خصوصی تکمیل شود و سرمایه‌گذاران انگیزه کافی برای ورود به این شکل از سرمایه‌گذاری را داشته باشند.<sup>۲</sup>

■ **امکان افزایش سرمایه توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشابه سایر شرکت‌ها با سرمایه‌ای مشخص، شروع به فعالیت و عملیات می‌کنند. مطابق با اساسنامه و امیدنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، این سرمایه ثابت و مشخص است و امکان تغییر آن در طول دوره وجود ندارد. دلیل اصلی این موضوع آن است که ارزش هر واحد جدید صندوق سرمایه‌گذاری در مرحله افزایش سرمایه به طور دقیق قابل تشخیص نیست و این موضوع می‌تواند سبب تضییع حقوق سرمایه‌گذاران قبلی یا ابتدایی صندوق شود. با این حال، با توجه به زمانبر بودن تعیین شرکت‌های سرمایه‌پذیر، ضروری است تا امکان افزایش سرمایه برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری و به ویژه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی فراهم شود و برای رفع چالش مربوط به ارزش واحد جدید صندوق نیز می‌توان از ارزش‌گذاری مجدد بهره‌مند شد.

■ **استفاده از ظرفیت سرمایه‌گذاری خصوصی در اجرای قانون اصل چهل و چهارم قانون اساسی:** یکی از روش‌هایی که دولت می‌تواند در خصوص واگذاری شرکت‌های مشمول واگذاری زیان‌ده مورد استفاده قرار دهد، استفاده از ظرفیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی است. به این صورت که صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی که به طور عمده از منابع مالی سرمایه‌گذاران تشکیل شده است، نسبت به خریداری این شرکت‌ها از دولت اقدام می‌کنند. در این شرایط، مالکیت این شرکت‌ها به صندوق‌ها منتقل می‌شود. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی که از مدیریت حرفه‌ای کسب و کار مربوطه برخوردار است، نسبت به ارتقای وضعیت مالی و عملیاتی این شرکت‌ها اقدام می‌کنند. طبیعی است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی پس از خریداری این شرکت‌ها و ارتقای وضعیت مالی و عملیاتی آنها با استفاده از روش‌هایی مانند عرضه عمومی اولیه و ادغام از سرمایه‌گذاری اولیه خارج و برای سرمایه‌گذاران خود کسب سود می‌کنند که خود به معنای هدایت نقدینگی به

1. Patient Capital

۲. در گزارش تفصیلی مجزایی به بحث ادغام و اکتساب شرکت‌ها پرداخته خواهد شد.

بخش‌های مولد اقتصادی است.

شایان ذکر است ظرفیت قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی اجازه استفاده از این صندوق‌ها را می‌دهد، به این صورت که این صندوق‌ها هم می‌توانند مانند سایر اشخاص حقیقی یا حقوقی در فرایند مزایده واگذاری سهام دولت شرکت کرده و در صورت برنده شدن، سهام را تملک کنند، لکن یک محدودیت مهم در این مسیر وجود دارد و آن اینکه این روش، بیشتر برای مواردی قابل کاربرد است که بنگاه صدرصد دولتی یا با درصد سهام‌داری بسیار بالای دولت (به نحوی که صندلی‌های هیئت‌مدیره تماماً در اختیار دولت باشد) در فرایند واگذاری قرار داشته باشد و دولت تمام سهام متعلق به خود را در معرض واگذاری قرار داده باشد. محدودیت آنجاست که سازمان خصوصی‌سازی معمولاً سهام یک بنگاه را طی چند مرحله (به شکل مزایده چند بلوک سهام) واگذار می‌کند و کمتر پیش می‌آید که صدرصد سهام یک بنگاه به صورت یکجا توسط سازمان خصوصی‌سازی واگذار شود. این امر دلایل مختلف دارد، از جمله اینکه واگذاری صدرصد سهام بنگاه، باعث افزایش زیاد ثمن معامله شده و امکان شکست مزایده را افزایش می‌دهد. بنابراین اگر بررسی بازار پیش از برگزاری مزایده توسط سازمان خصوصی‌سازی انجام نپذیرد، احتمال بسیار کمی وجود دارد که فرصت خرید بنگاه‌های دولتی برای این صندوق‌ها فراهم شود. بر این اساس، برای استفاده از ظرفیت این صندوق‌ها در واگذاری‌ها، لازم است حتماً پیش از آغاز فرایند برگزاری مزایده، فراخوان اولیه توسط سازمان خصوصی‌سازی برای شناسایی خریداران بالقوه منتشر شوند. اگر در این مرحله یعنی در فرصت بررسی بازار پیش از برگزاری مزایده، تمایل صندوق‌های مذکور به خریداری بنگاه احراز شد و بررسی‌های بعدی مبنی بر صرفه و صلاح واگذاری کامل بنگاه توسط سازمان انجام پذیرفت، سازمان خصوصی‌سازی می‌تواند بر این اساس شرایط برگزاری مزایده را تعیین کند.

در جمع‌بندی باید گفت برای استفاده از ظرفیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در واگذاری بنگاه‌های دولتی، حتماً بررسی بازار پیش از واگذاری به منظور شناسایی خریداران بالقوه باید توسط سازمان خصوصی‌سازی انجام پذیرد. شایان ذکر است که بررسی بازار پیش از واگذاری، یکی از مراحل متداول در واگذاری بنگاه‌های دولتی در کشورهای موفق در این زمینه بوده و اختصاصی به واگذاری سهام در مقدار بالا ندارد.

منابع و مآخذ

[۱] اساسنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی تهیه شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار.

[2] [www.morganstanley.com](http://www.morganstanley.com)

[3] Morgan Stanley (2021), Private Equity: An Important Alternative for Your Asset Allocation.

[4] Gallo, Serena and Verdoliva, Vincenzo (2022), Private Equity and Venture Capital Theory, Evolution and Valuation, Springer.

[5] Gompers, Paul A. and Kaplan, Steven N. (2022), Advanced Introduction to Private Equity, Published by Edward Elgar Publishing Limited.

[6] Ippolito, Roberto (2020), Private Capital Investing The Handbook of Private Debt and Private Equity, Wiley.

[7] Advanced Introduction to Private Equity, 2022.

[8] McKinsey Global Private Markets Review 2022.





### گزیده سیاستی

مندوق سرمایه‌گذاری خصوصی یکی از انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری است که به معنای بهره‌گیری از ابزارهای بدهی و با اهرم زیاد به منظور تصاحب شرکتهایی است که در وضعیت نامناسب مالی قرار دارند. پس از تصاحب شرکت، اصلاحات فنی، مدیریتی و مالی اقدام می‌شود و سپس واگذاری شرکت در دستور کار قرار می‌گیرد و از این مسیر، برای سرمایه‌گذاران سرمایه‌گذاری خصوصی کسب عایدی حاصل می‌شود. از این نهاد مالی می‌توان در واگذاری شرکت‌های زیان‌ده دولتی که تکلیف قانونی دولت است، اقدام کرد.



مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

تهران، خیابان پاسداران، روبروی پارک نیاوران (ضلع جنوبی، پلاک ۸۰۲)

تلفن: ۷۵۱۸۳۰۰۰؛ صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۵۸۵۵؛ پست الکترونیک: mrc@majles.ir

وبسایت: rc.majles.ir