



بورس اوراق بهادار تهران

سند و روش های سرمایه گذاری در سهام خصوصی Private Equity Funds

www.ir

۱۳۹۷

مؤلفان :

■ دکتر محمد مهدی بحر العلوم
(عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبائی)

■ غزل البرزیان



بورس اوراق بهادار تهران

سرشناسه: بحرالعلوم، محمدمهدی، ۱۳۶۳-

عنوان و نام پدیدآورنده: صندوق های سرمایه گذاری در سهام خصوصی «Private Equity Funds» مؤلفان محمدمهدی

بحرالعلوم، غزل البرزبان.

مشخصات نشر: تهران: نوای مدرسه: بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۷.

مشخصات فابری: ۲۷۱ص: جدول، نمودار.

شابک: 978-600-185-107-0. ۲۰۰۰۰۰ریال

وضعیت فهرستایی: میا

موضوع: صندوق های سرمایه گذاری قابل معامله در بورس

موضوع: Exchange Traded Funds

موضوع: صندوق های سرمایه گذاری قابل معامله در بورس-ایران

موضوع: Exchange Trade Funds-Iran

موضوع: صندوق تامین سرمایه گن

موضوع: Hedge Funds

موضوع: صندوق تامین سرمایه گذاری-ایران

موضوع: Hedge Funds-Iran

شناسه افزوده: البرزبان، غزل، ۱۳۷۲-

رده بندی کنگره: ۱۳۹۷ ص ۹/۳ HG۶۰۴۲

رده بندی دیویی: ۶۳۲۷/۳۳۲

شماره کتابشناسی ملی: ۵۵۵۹۹۶۲

نام کتاب: صندوق های سرمایه گذاری در سهام خصوصی

گردآوری و تألیف: دکتر محمدمهدی بحرالعلوم (عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبائی)، غزل البرزبان

مجری طرح: مدیریت توسعه فرهنگ سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران

تیراژ: ۱۰۰۰

نوبت چاپ: اول

سال چاپ: ۱۳۹۷

ناشر: نوای مدرسه با همکاری بورس اوراق بهادار تهران

قیمت: ۲۰۰۰۰۰ریال

شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۱۸۵-۱۰۷-۰

کلیه حقوق این اثر برای بورس اوراق بهادار تهران (شرکت سهامی عام) محفوظ است.

بورس اوراق بهادار تهران - خیابان حافظ، شماره ۱۹۲

کدپستی: ۱۱۳۸۹۶۴۱۶۱

تلفن: ۶۶۷۴۰۴۲۳

پایگاه اینترنتی: www.tse.ir

پیشگفتار نویسندگان

امروزه در تمامی جوامع، به کارگیری و ترویج نهادها و ابزارهای مالی نوین به منظور توسعه، تعمیق و ثبات بخشی به بازارهای مالی و اقتصادی در دستور کار قرار گرفته است. وجود ابزارها و نهادهای مالی متنوع موجب افزایش کارایی، بهره‌وری و اثربخشی بازار خواهد شد و از طریق تخصیص بهینه منابع موجب رشد و بهبود شرایط اقتصادی کشور را فراهم می‌سازد. 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 در دنیا است. دستیابی به کارایی و کارآمدی بخش خصوصی مستلزم توسعه همه جانبه آن است که این امر به نوبه خود در گرو تنوع بخشیدن به ابزارها و نهادهای تخصصی در جهت تأمین مالی این بخش محسوب می‌گردد. در اقتصاد است. از این رو و به منظور تعمیق و توسعه بخش خصوصی، طراحی و توسعه ابزارها و نهادهای سرمایه‌گذاری مناسب و متنوع برای سرمایه‌گذاران با دیدگاه‌های مختلف و درجه ریسک‌پذیری، منابع، اجتناب‌ناپذیر است. همچنین ایجاد ابزارها و بسترهای تأمین مالی جهت تأمین مالی فعالان اقتصادی با شرایط متفاوت نیز امری ضروری محسوب می‌شود، زیرا شرکت‌ها از نظر نوع صنعت، مرحله عمر، ساختار سرمایه و شرایط مالی در شرایط یکسانی قرار ندارند.

یکی از نهادهای مالی شناخته شده در سراسر دنیا که کارکرد دوگانه‌ای در حوزه سرمایه‌گذاری و تأمین مالی دارد، صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی^۱ است. سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی، یکی از انواع سرمایه‌گذاری‌های جایگزین^۲ محسوب می‌شود. صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی با به کارگیری استراتژی‌های مشخص در شرکت‌های خصوصی که در بازار سرمایه مورد معامله قرار نمی‌گیرند، سرمایه‌گذاری کرده و پس از خلق ارزش و افزایش نرخ بازده داخلی^۳ آن‌ها طی دوره مشخص، آن‌ها را از سبد سرمایه‌گذاری‌های خود خارج می‌کنند.

^۱Private Equity Fund (PE Fund)

^۲Alternative Investments

^۳ Internal Rate of Return (IRR)

در ایران در سال‌های اخیر به این نوع صندوق‌ها توجه ویژه‌ای شده است و علاقه زیادی در خصوص راه‌اندازی آن‌ها وجود دارد اما شناخت و دانش موجود در این زمینه محدود است. بنابراین با توجه به بدیع بودن نسبی صنعت سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی در دنیا و همچنین ناشناخته‌بودن آن در ایران، تصمیم به تألیف کتابی در حوزه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی شد تا از این طریق گامی در راستای اعتلای دانش و رشد و توسعه اقتصاد کشور برداشته شود. این کتاب با استفاده از کتب، مقالات و گزارش‌های معتبری تألیف و سعی شده است ابعاد مختلفی شامل ساختار حقوقی، نظام پرداخت‌ها، استراتژی‌های مختلف صندوق‌ها طی مراحل چرخه عمر، طبقه‌بندی صندوق‌ها از بعد مراحل چرخه عمر شرکت‌های سرمایه‌پذیر و ارزش‌گذاری شرکت‌های موجود در سبد سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، موارد مطالعه قرار دهد تا منجر به شناخت جامعی در خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی برای خوانندگان گردد.

با توجه به بدیع بودن موضوع و جنبه‌های جدید و چالش‌های موجود در این زمینه در ایران، یکی از مشکلات و موانع، وجود مفاهیم و اصطلاحات پیچیده نیز است که تبیین و مصداق‌یابی آن‌ها ممکن است به درستی بیان‌کننده مفهوم و معانی گسترده آن نباشد که در این رابطه، نویسندگان این اثر با استفاده از منابع و مآخذ معتبر و افزودن توضیحات تکمیلی سعی بر مرتفع ساختن این محدودیت داشته‌اند.

در نهایت، امید است این اثر برای فعالان مالی در حوزه کسب و کار، روزه علمی کشور مفید واقع شود و رهنمودی جهت تأسیس این گونه صندوق‌ها برای نهادهای علمی مالی در بازار سرمایه باشد. خواهشمند است به منظور بهبود محتوای علمی کتاب پیشنهادات، انتقادات و نظرات خود را از طریق رایانامه‌های m.bahrololoum@atu.ac.ir و gh.ahmadorzian@gmail.com با ما در میان بگذارید.

محمد مهدی بحر العلوم

غزل البرزبان

زمستان ۱۳۹۷

فهرست مطالب

۱.....	مقدمه
--------	-------

فصل اول: ساختار حقوقی و نظام پرداخت‌ها در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی.....۷

۸.....	۱-۱) انواع ساختارهای حقوقی کسب و کار
۱۱.....	۱-۲) شراکت محدود
۱۳.....	۱-۳) ویژگی‌های ساختار شراکت محدود
۱۴.....	۱-۴) نقش شرکاء در ساختار شراکت محدود
۱۷.....	۱-۵) ساختار کارمندان و هزینه‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی
۲۳.....	۱-۶) تأمینانه شراکت محدود
۲۸.....	۱-۷) محدودیت‌های حاکم بر شرکای تضامنی
۲۸.....	۱-۷-۱) محدودیت‌های حاکم بر مدیریت صندوق
۳۰.....	۱-۷-۲) محدودیت‌های حاکم بر مالیت صندوق
۳۲.....	۱-۷-۳) محدودیت‌های حاکم بر سرمایه‌گذاری‌های صندوق
۳۳.....	۱-۸) مراحل تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی
۳۴.....	۱-۹) گزارشگری مالی
۳۶.....	۱-۱۰) آبخار توزیع منافع
۳۷.....	۱-۱۰-۱) آبخار توزیع معامله به معامله
۴۱.....	۱-۱۰-۲) آبخار توزیع کل‌گرای صندوق
۴۳.....	۱-۱۱) تجزیه و تحلیل روش‌های آبخار توزیع منافع
۴۵.....	۱-۱۲) تضاد منافع در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی
۴۹.....	۱-۱۳) انواع تضاد منافع
۴۹.....	۱-۱۳-۱) تضاد مالی
۵۷.....	۱-۱۳-۲) تضاد نمایندگی

فصل دوم: مراحل چرخه عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی.....۶۱

۶۲.....	۲-۱) مراحل چرخه عمر صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی
۶۵.....	۲-۲) تجهیز منابع
۶۶.....	۲-۲-۱) تدوین برنامه کسب و کار
۶۷.....	۲-۲-۲) فروش ایده و بازاریابی کسب و کار
۶۷.....	۲-۲-۳) تجهیز منابع از طریق بدهی

۶۸	.....	۲-۲-۴) بستن صندوق
۶۹	.....	۲-۳) سرمایه‌گذاری
۶۹	.....	۲-۳-۱) مرحله تصمیم‌گیری
۷۳	.....	۲-۳-۲) مرحله انجام معامله
۷۵	.....	۲-۴) مدیریت و نظارت
۷۶	.....	۲-۴-۱) خلق ارزش
۷۷	.....	۲-۴-۲) حفاظت از ارزش خلق‌شده
۸۱	.....	۲-۵) خروج
۸۴	.....	۲-۵-۱) فروش جاری
۸۶	.....	۲-۵-۲) بازخرید
۸۷	.....	۲-۵-۳) عرضه عمومی اولیه
۸۸	.....	۲-۵-۴) فروش ثانویه
۸۹	.....	۲-۵-۵) تهاتر

فصل سوم: طبقه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی..... ۹۱

۹۲	.....	۳-۱) طبقه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی
۹۵	.....	۳-۲) سرمایه‌گذاری خطرپذیر
۹۷	.....	۳-۲-۱) مرحله بذر
۹۸	.....	۳-۲-۲) مرحله استارت‌آپ
۹۹	.....	۳-۲-۳) مرحله رشد اولیه
۱۰۰	.....	۳-۲-۴) ساختار سرمایه‌گذاران خطرپذیر
۱۰۱	.....	۳-۲-۴-۱) فرشتگان کسب و کار
۱۰۲	.....	۳-۲-۴-۲) سرمایه‌گذاران خطرپذیر شرکتی
۱۰۳	.....	۳-۲-۵) شرکت‌های هدف در سرمایه‌گذاری خطرپذیر
۱۰۵	.....	۳-۲-۶) وضعیت سرمایه‌گذاری خطرپذیر در جهان
۱۰۸	.....	۳-۲-۷) سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران
۱۱۰	.....	۳-۲-۷-۱) نهادهای سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران
۱۱۱	.....	۳-۲-۷-۱-۱) فرشتگان کسب و کار
۱۱۱	.....	۳-۲-۷-۱-۲) نهادهای حامی و ارائه‌دهنده خدمات مشوق نوآوری
۱۱۲	.....	۳-۲-۷-۱-۳) بازار سرمایه
۱۱۵	.....	۳-۲-۷-۲) جایگاه سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ایران

۱۱۸.....	۳-۳ سرمایه‌گذاری رشدی
۱۲۰.....	۳-۳-۱ مرحله توسعه
۱۲۲.....	۳-۳-۲ ادغام و تملیک
۱۲۳.....	۳-۳-۳ مزایای صندوق‌های سرمایه‌گذاری رشدی برای شرکت سرمایه‌پذیر
۱۲۵.....	۳-۳-۴ معایب صندوق‌های سرمایه‌گذاری رشدی برای شرکت سرمایه‌پذیر
۱۲۶.....	۳-۴ سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بالغ
۱۲۸.....	۳-۴-۱ مرحله جایگزینی
۱۲۹.....	۳-۴-۱-۱ معاملات تملک اهرمی
۱۳۰.....	۳-۴-۱-۲ معاملات سرمایه‌گذاری خصوصی در حقوق مالکانه بورسی
۱۳۱.....	۳-۴-۱-۳ معاملات تجدید ساختار حاکمیت شرکتی
۱۳۱.....	۳-۴-۲ سرمایه‌گذاری در شرکت‌های خصوصی
۱۳۳.....	۳-۴-۲-۱ تملک اهرمی
۱۳۸.....	۳-۴-۲-۱-۱ خصوصیات شرکت سرمایه‌پذیر در معاملات تملک اهرمی
۱۳۹.....	۳-۴-۲-۲ تملک مدیریتی داخلی
۱۴۱.....	۳-۴-۲-۳ تملک مدیریتی خارجی
۱۴۱.....	۳-۴-۲-۴ تملک مدیریتی داخلی و خارجی
۱۴۲.....	۳-۴-۲-۵ تملک نهادی
۱۴۲.....	۳-۴-۲-۶ تملک کارمندی
۱۴۲.....	۳-۵ سرمایه‌گذاری در شرکت‌های درمانده
۱۴۳.....	۳-۵-۱ مرحله واگذاری
۱۴۵.....	۳-۵-۱-۱ انواع معاملات مرحله واگذاری
۱۴۹.....	فصل چهارم: ارزش‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی
۱۵۰.....	۴-۱ ارزش‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی
۱۵۱.....	۴-۲ مروری بر روش ارزش‌گذاری نسبی
۱۵۴.....	۴-۳ مروری بر روش ارزش‌گذاری جریان‌های نقدی تنزیل شده
۱۶۲.....	۴-۴ به‌کارگیری روش ارزش‌گذاری نسبی و DCF در شرکت‌های بالغ
۱۶۶.....	۴-۵ ارزش‌گذاری شرکت‌های تازه تأسیس و نوپا
۱۶۸.....	۴-۵-۱ ارزش‌گذاری شرکت‌های تازه تأسیس و نوپا با استفاده از روش VCM
۱۷۴.....	۴-۵-۲ ارزش‌گذاری شرکت‌های تازه تأسیس و نوپا با استفاده از روش DCF
۱۷۴.....	۴-۵-۲-۱ برآورد وجوه نقد آتی

۱۷۵.....	۴-۵-۲-۱-۱ رویکرد کل به جزء
۱۸۵.....	۴-۵-۲-۱-۲ رویکرد جزء به کل
۱۸۹.....	۴-۵-۲-۲ برآورد نرخ تنزیل
۱۹۶.....	۴-۵-۲-۳ برآورد ارزش فعلی شرکت و تعدیل آن برای بقاء
۱۹۷.....	۴-۵-۲-۳-۱ ارزش نهایی
۲۰۱.....	۴-۵-۲-۳-۲ بقاء
۲۰۴.....	۴-۵-۲-۳-۳ عامل تعدیل برای افراد کلیدی
۲۰۷.....	۴-۵-۲-۴ ارزش ذاتی ادعاهای مختلف بر حقوق مالکانه
۲۱۰.....	۴-۵-۲-۴-۱ تفاوت در ادعاهای مربوط به حقوق مالکانه
۲۱۰.....	۴-۵-۲-۴-۱-۱ سهم بر بدهی نقد
۲۱۲.....	۴-۵-۲-۴-۱-۲ ادعا بر کنترل شرکت
۲۱۴.....	۴-۵-۲-۵ محاسبه اثر عدم نقد بودن در ارزش شرکت
۲۱۵.....	۴-۵-۲-۵-۱ تخفیف ثابت
۲۱۶.....	۴-۵-۲-۵-۲ تخفیف مختص شرکت
۲۱۷.....	۴-۵-۲-۵-۳ نرخ تنزیل تعدیل شده
۲۱۹.....	۴-۵-۳ ارزش گذاری شرکت های تازه تأسیس و استفاده از روش ارزش گذاری نسبی
۲۱۹.....	۴-۵-۳-۱ رویکرد ضرایب مبتنی بر معاملات خصوصی
۲۲۴.....	۴-۵-۳-۲ رویکرد ضرایب مبتنی بر معاملات بورسی
۲۲۸.....	۴-۵-۴ ارزش گذاری شرکت های تازه تأسیس و نوپا با استفاده از روش ارزش گذاری اختیاری واقعی
۲۳۰.....	۴-۵-۴-۱ مراحل ارزش گذاری اختیاری توسعه در شرکت های تازه تأسیس و نوپا
۲۳۴.....	۴-۶ ارزش گذاری شرکت های درمانده
۲۳۷.....	۴-۶-۱ ارزش گذاری شرکت های درمانده با استفاده از روش DCF
۲۳۸.....	۴-۶-۱-۱ روش شبیه سازی مونت کارلو
۲۳۸.....	۴-۶-۱-۲ روش DCF تعدیل شده
۲۳۹.....	۴-۶-۱-۳ ارزش گذاری شرکت با روش DCF و با فرض تداوم فعالیت به همراه تعدیلات مربوط به درماندگی
۲۴۲.....	۴-۶-۱-۴ مدل ارزش فعلی تعدیل شده
۲۴۳.....	۴-۶-۲ ارزش گذاری شرکت های درمانده با استفاده از روش ارزش گذاری نسبی
۲۴۷.....	منابع