

مروری بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری با رویکرد تأمین مالی

پویا صادقی^۱

داریوش فرید^{۲*}

محمد عربی ندوشن^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۲/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۰۳/۳۱

چکیده

صندوق‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان یکی از پایه‌های توسعه اقتصادی عمل کرده و چندین مزیت کلیدی را ارائه می‌دهند که به یک اکوسیستم مالی پر رونق کمک می‌نماید. از جمله این موارد می‌توان به صرفه جویی ناشی از مقیاس، مدیریت حرفه‌ای، افزایش نقدینگی و کاهش ریسک غیرسیستماتیک اشاره نمود. به‌عنوان یک نمونه بارز، اقتصاد ایران مدت‌هاست که با محدودیت‌های نقدینگی و تأمین مالی دست‌وپنجه نرم می‌کند؛ بنابراین معرفی ابزارهای مالی جدید، مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری، توانایی بالقوه کاهش این چالش‌ها را دارد. در چارچوب بازار سرمایه، انواع مختلفی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری را می‌توان برای تأمین نیازهای خاص نام برد. از جمله این موارد می‌توان به صندوق پروژه، صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر، صندوق‌های زمین و ساختمان و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی اشاره کرد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری نقشی محوری در بسیج سرمایه‌های کوچک‌تر و هدایت آنها به سمت بخش‌های با رشد بالا، به‌ویژه فناوری، ایفا می‌کنند که می‌تواند به طور قابل توجهی باعث توسعه اقتصادی شود. با شناخت نقش حیاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری، این تحقیق به مکانیسم‌های عملیاتی انواع مختلف این صندوق‌ها می‌پردازد.

واژگان کلیدی

تأمین مالی، صندوق پروژه، صندوق جسورانه، صندوق زمین و ساختمان، صندوق خصوصی

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، گروه حسابداری و مالی، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران.
(Pouya.sadeghi1997@gmail.com)

۲. استاد، گروه حسابداری و مالی، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران. (نویسنده مسئول):
(fareed@yazd.ac.ir)

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، گروه حسابداری و مالی، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران.
(m.arabi766@gmail.com)

۱. مقدمه

تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌های مختلف همواره یکی از دغدغه‌ها و چالش‌های بزرگ پیشروی بنگاه‌های اقتصادی بوده است. تأمین مالی به فرایند تأمین بودجه و منابع مالی مورد نیاز برای انجام فعالیت‌های تولیدی، تجاری، سرمایه‌گذاری و غیره گفته می‌شود. اشخاص و شرکت‌ها می‌توانند متناسب با وضعیت و اهداف خود، به روش‌های گوناگونی فرایند تأمین مالی خود را انجام دهند (کاداروا و همکاران^۱، ۲۰۱۵). منابع مالی به‌مثابه خون در شریان‌های اقتصادی است و بدون منابع، شروع به کار طرح‌ها و پروژه‌های اقتصادی امکان‌پذیر نخواهد بود (وستون^۲، ۲۰۱۳). همچنین پروژه‌های ناتمام نیز در صورت اتمام منابع مالی، به مرحله بهره‌برداری نخواهند رسید. از این‌رو، در کنار مطالعات فنی و مالی، دانش به‌کارگیری انواع مختلف روش‌های تأمین مالی و تخصیص بهینه منابع، امری ضروری محسوب می‌شود. امروزه بسیاری از پروژه‌های مولد و سودآور، به‌نوعی در گیر چالش‌های چگونگی تأمین مالی و ورود منابع مالی هستند و در مقابل، عدم تخصیص منابع به‌صورت ساختاریافته، موجب می‌شود که منابع عظیم مالی وارد طرح‌هایی شوند که عملاً توجیه اقتصادی نداشته و باعث اتلاف منابع مالی خواهد شد (ذاکرنیا و همکاران، ۱۴۰۰). روش‌های مختلف تأمین مالی اغلب از طریق بازارهای مالی انجام می‌گیرد. بازارهای مالی وظیفه پشتیبانی از بخش واقعی اقتصاد را بر عهده دارند تا شرایط لازم جهت توسعه و رشد پایدار اقتصاد را فراهم نمایند (گرین‌وود و اسمیت^۳، ۱۹۹۷). حمایت این بازارها از بخش واقعی اقتصاد در قالب روش‌های مختلف تأمین مالی و پوشش ریسک صورت می‌پذیرد. به عبارت دیگر، وظیفه بازارهای مالی به رساندن قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده است. ابزاری که قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده را در بازارهای مالی به هم می‌رساند، واسطه‌های مالی هستند (مرتون^۴، ۱۹۹۰). از جمله مهم‌ترین واسطه‌های مالی می‌توان به صندوق‌های سرمایه‌گذاری اشاره کرد (وونجاک و همکاران^۵، نخستین قانونی که به صندوق‌های سرمایه‌گذاری اشاره و آن را به‌عنوان نهاد مالی به رسمیت شناخته است، قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (مصوب ۱۳۸۴) بوده است. طبق ماده ۱ بند ۲۰ 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 شریک‌اند».

دومین قانونی که به طور نسبتاً مفصل‌تری به صندوق‌های سرمایه‌گذاری اشاره کرده قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی است. قانون مذکور در ماده ۱ خود تعریف نسبتاً دقیقی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری ارائه کرده است. طبق این قانون: «صندوق سرمایه‌گذاری، نهادی مالی است که منابع حاصل از انتشار گواهی سرمایه‌گذاری را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه‌گذاری می‌کند».

صندوق‌های سرمایه‌گذاری، پول سرمایه‌گذاران مختلف را تجمیع، و آن را در سبدی متنوع از دارایی‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. انتظار سرمایه‌گذاران، این است که بازدهی بالاتری نسبت به معیار انتخاب شده توسط صندوق سرمایه‌گذاری یا زمانی که این سرمایه‌گذاران، سرمایه خود را منفعلانه در یک بازار سهام خاص سرمایه‌گذاری نمایند، به دست آورند. به این ترتیب، سرمایه‌گذاران می‌توانند از مهارت و دانش مدیران صندوق به نفع خود، استفاده کنند (دی گالان^۶، ۲۰۲۲). از

¹ Kádárová et al

² Weston

³ Greenwood & Smith

⁴ Merton

⁵ Vunjak et al.

⁶ De Galan

میان صندوق‌های مذکور، تعدادی از صندوق‌ها با هدف تأمین مالی مورد نیاز برای پروژه‌ها و طرح‌ها تأسیس شده‌اند که به آن‌ها صندوق‌های تأمین مالی می‌گویند. صندوق‌های تأمین مالی علاوه بر تأمین مالی پروژه‌های مختلف از جمله پروژه‌های عمرانی، زمین و ساختمان، کسب و کارهای جدید و غیره، مزایای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری را نیز برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند. صندوق‌های پروژه، صندوق‌های جسورانه، صندوق‌های زمین و ساختمان و صندوق‌های خصوصی از جمله صندوق‌های تأمین مالی هستند که هر کدام مکانیزم و عملکرد خاص خود را دارند. در ادامه به تشریح بیشتر این گونه صندوق‌ها پرداخته می‌شود.

۱-۱. کارکرد صندوق‌های تأمین مالی

دلیل تشکیل صندوق‌های تأمین مالی، استفاده از سرمایه‌های اندک و پراکنده افرادی است که می‌خواهند با پولی که در اختیار دارند سرمایه‌گذاری کنند، اما پروژه‌ای را نمی‌شناسند. این صندوق‌ها پول‌های اندک سرمایه‌گذاران را تجمیع می‌کنند و با پروژه‌های مختلف وارد مذاکره می‌شوند و در صورت پذیرفتن شرایط و ضوابط یکدیگر، در آنجا اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند (دوکوسکی و همکاران^۱، ۲۰۱۹).

صندوق‌های تأمین مالی به دلیل حجم بالای نقدینگی‌شان، قدرت چانه‌زنی بالایی دارند و می‌توانند برای سود مذاکره کنند و به سودهای اندک قانع نباشند (پوپسکو و خو^۲، ۲۰۲۳). در این صورت، سود سرمایه‌گذاران نیز حداکثر می‌شود. همچنین این صندوق‌ها این امکان را دارند که تضمین‌های مناسبی را از پروژه‌ها دریافت کنند که در صورت نیاز از آن به عنوان اهرم فشار استفاده کنند و پروژه‌ها نتوانند به راحتی ضرری به صندوق برسانند (کوسکینن و همکاران^۳، ۲۰۱۱).

۱-۲. مزایای صندوق‌های تأمین مالی

تشخیص پروژه‌های سودده کار دشواری است، اما با استفاده از صندوق‌های تأمین مالی می‌توان در تأمین مالی پروژه‌های مناسب شرکت کرد و سود به دست آورد. همچنین صندوق‌های تأمین مالی باعث درگیرکردن سرمایه‌گذاران خرد در یک فعالیت اقتصادی مثبت می‌شوند که این موضوع به رشد اقتصادی کمک خواهد کرد (مورینا و گرینا^۴، ۲۰۲۱). یکی دیگر از فواید صندوق‌های تأمین مالی، شفافیت عملیات است. این یعنی، این صندوق‌ها باید در دوره‌های زمانی معین گزارش‌هایی را منتشر کنند تا روند پیشرفت مالی پروژه‌ها قابل رصد باشد. این صندوق‌ها به دلیل حجم بالایی که در پروژه‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند، می‌توانند علاوه بر نظارت بر پروژه‌ها، بعضاً اعمال نفوذ هم داشته باشند و اجازه ندهند که افراد نالایق مدیریت پروژه‌ها را در دست بگیرند (هب^۵، ۲۰۰۶).

۲. انواع صندوق‌های تأمین مالی

۲-۱. صندوق پروژه‌ای^۶

صندوق سرمایه‌گذاری پروژه‌ای، نهاد مالی است که با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار تأسیس شده و به جمع‌آوری سرمایه از عموم مردم و تخصیص آن به سرمایه‌گذاری در ساخت و تکمیل پروژه معین اشاره شده در اساسنامه صندوق، می‌پردازد. مشخصات، مراحل و زمان‌بندی هزینه‌های اجرایی پروژه در امیدنامه و طرح توجیهی پروژه

¹ Dukoski et al.

² Popescu & Xu

³ Koskinen et al

⁴ Morina & Grima

⁵ Hebb

⁶ Project Fund

مندرج است. منظور از پروژه، طرح تولیدی یا خدماتی است که مشخصات کلی آن در امیدنامه صندوق و مشخصات تفصیلی آن در طرح توجیهی پروژه درج شده و موضوع فعالیت صندوق تأمین مالی، اجرای آن تا مرحله بهره‌برداری کامل است. طرح توجیهی پروژه، مستندی است که مطابق مفاد این اساسنامه و مقررات، تنظیم شده است و در آن جزئیات مشخصات پروژه، محل اجرا، مجوزهای ضروری برای اجرای پروژه، مراحل اجرا، نقشه‌ها و روش‌های اجرای پروژه، هزینه‌های اجرای هر مرحله، مصالح و تجهیزات قابل استفاده در هر مرحله، زمان‌بندی اجرای مراحل و تقدم و تأخر و وابستگی آن‌ها نسبت به یکدیگر، درصدهای پیشرفت فیزیکی پروژه با انجام هر مرحله و توجیهات اقتصادی، فنی و مالی اجرای پروژه و نحوه تأمین مالی پروژه و زمان‌بندی آن، درج شده است.

۱-۲- نحوه فعالیت صندوق پروژه

همان‌طور که قبلاً اشاره شد، هدف از تشکیل صندوق، جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران و اختصاص آن به اجرای پروژه معین است. صندوق به منظور اجرای این پروژه، یک شرکت سهامی خاص را که شرکت پروژه نامیده می‌شود، تأسیس می‌کند. شرکت پروژه پس از تأسیس، مسئولیت اجرای پروژه صندوق را مطابق طرح توجیهی پروژه بر عهده دارد. سرمایه شرکت پروژه در هنگام تأسیس توسط هیئت‌مدیره صندوق تعیین شده و از محل وجوه صندوق تأمین می‌شود.

لازم به ذکر است که به جای تأسیس شرکت پروژه، انتخاب یک شرکت سهامی خاص که قبلاً تأسیس شده است به عنوان شرکت پروژه مجاز است، مشروط به اینکه این موضوع به تصویب هیئت‌مدیره صندوق برسد. کلیه سهام شرکت پروژه به صندوق تعلق خواهد داشت.

با شروع فعالیت صندوق، ارزش هر واحد سرمایه‌گذاری صندوق بر اساس خالص ارزش دارایی‌ها تعیین می‌شود. با عرضه عمومی واحدهای صندوق، سرمایه‌گذاران قادر به خرید و فروش واحدهای صندوق پروژه در بازار اوراق بهادار خواهند بود که قیمت این اوراق رابطه منطقی با خالص ارزش دارایی‌های هر واحد خواهد داشت.

پس از تکمیل پروژه و آغاز بهره‌برداری از آن، تا حد امکان و مطابق مفاد اساسنامه، دارایی‌ها و تعهدات صندوق، به شرکت پروژه منتقل می‌گردد. آن‌گاه شرکت پروژه به شرکت سهامی عام تبدیل شده و سهام آن در بورس یا بازار خارج از بورس قابل معامله خواهد شد. دارایی‌های صندوق پروژه از جمله سهام شرکت پروژه، بین دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق تقسیم شده و صندوق تصفیه و منحل خواهد شد (مشهدی و سلطانی، ۱۴۰۰).

بنابراین، مراحل فعالیت صندوق پروژه به صورت زیر است:

۱. ارائه طرح توجیهی و ارکان پروژه صندوق؛ ۲. دریافت مجوز تأسیس از سازمان بورس؛ ۳. ثبت شرکت نزد مرجع ثبت شرکت‌ها؛ ۴. دریافت مجوز فعالیت از بورس؛ ۵. تأسیس صندوق؛ ۶. فروش واحدهای سرمایه‌گذاری؛ ۷. تأسیس شرکت پروژه؛ ۸. اجرای پروژه؛ ۹. اتمام پروژه و تبدیل شرکت به سهامی عام؛ ۱۰. تخصیص سهام به سرمایه‌گذاران اولیه (تصفیه صندوق).

۲-۱-۲. مزایای صندوق پروژه

سرمایه‌گذاری در صندوق‌های پروژه مزایای بسیاری دارد که از جمله می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- ✓ کمک به تأمین مالی صنایع و رشد اقتصادی کشور؛
- ✓ تأمین مالی پروژه‌های کلان با سرمایه خرد و صرفه‌جویی ناشی از مقیاس؛

- ✓ فرد سرمایه‌گذار در این صندوق‌ها مطمئن است که سرمایه او صرف اجرای پروژه‌ای از پیش تعیین شده می‌شود و منافع سرمایه‌گذار به منافع آتی آن پروژه وابسته است؛
- ✓ صندوق‌های پروژه ساختار بسیار چابکی دارند؛ به این معنی که در زمان افزایش سرمایه به منظور انتشار واحدهای جدید، هزینه‌ها به مرور از افراد اخذ و به سرعت اجرا می‌شود، در حالی که افزایش سرمایه شرکت‌ها در حالت عادی ۱۰ الی ۱۱ ماه طول می‌کشد؛
- ✓ این صندوق‌ها علاوه بر داشتن سود برای دارندگان مشارکتی در پایان عمر صندوق، تضمین حداقل بازدهی در صورت ابطال برای دارندگان واحدهای عادی دارند.

۳-۱-۲. ارکان صندوق پروژه

ارکان صندوق پروژه شامل مجمع صندوق، هیئت‌مدیره و مدیر صندوق، ناظر فنی، متولی، حسابرس، متعهد پذیرهنویس و بازارگردان است. مدیر صندوق، رکن اداره‌کننده صندوق پروژه است که با تصویب مجمع صندوق و تأیید سازمان بورس، قابل تغییر است. ارکان نظارتی صندوق پروژه نیز شامل متولی، ناظر فنی و حسابرس می‌باشد، همچنین متعهد پذیرهنویس و بازارگردان ارکان ارتباطی صندوق پروژه با بازار بورس و فرابورس را تشکیل می‌دهند.

۴-۱-۲. ریسک سرمایه‌گذاری در صندوق پروژه

تهدیدات لازم به عمل آمده است تا سرمایه‌گذاری در صندوق پروژه سودآور باشد، ولی احتمال وقوع زیان در سرمایه‌گذاری‌های صندوق همواره وجود دارد؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران باید به همه ریسک‌های سرمایه‌گذاری در صندوق از جمله ریسک‌های زیر توجه ویژه مبذول دارند. برخی از ریسک‌های سرمایه‌گذاری در صندوق عبارت‌اند از: ریسک کاهش ارزش دارایی‌های صندوق، ریسک عدم اتمام پروژه در موعد مقرر، ریسک افزایش هزینه‌های اجرایی پروژه یا کاهش درآمدهای آن، ریسک کاهش قیمت بازاری واحدهای سرمایه‌گذاری و نیز ریسک نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری.

۲-۲. صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان^۱

مسکن، یکی از شاخص‌های مهم توسعه اقتصادی کشورهاست. اما مسکن صرفاً یک شاخص نیست؛ بلکه ابزار وسیله‌ای برای سنجش و آزمایش شکوفایی است. از منظر اقتصادی، مسکن پیشران مهم توسعه است (هریس و آرکو^۲، ۲۰۰۶)؛ به نحوی که در کشوری مانند ایالات متحده آمریکا حدود ۲۰ درصد از تولید ناخالص داخلی^۳ این کشور مستقیم و غیرمستقیم به بخش مسکن مربوط است. در بسیاری از کشورها سهم بخش مسکن از تولید ناخالص داخلی بین ۲۰ تا ۵۰ درصد است (آیزنمن و همکاران^۴، ۲۰۱۹).

سازنده مسکن، نه تنها یک دارایی اقتصادی؛ یعنی واحد مسکونی را تولید می‌کند؛ بلکه تمام انواع فعالیت‌های ثانوی را ایجاد می‌کند. به عنوان مثال بخشی از نیروی کار، در این بخش شاغل می‌شوند و از این فعالیت کسب درآمد می‌کنند. از سوی دیگر با توجه به اینکه بخش مسکن با بیش از ۳۰۰ صنعت رابطه پیشینی و پسینی دارد، خرید و فروش نهاده‌های

^۱ Construction Fund

^۲ Harris & Arku

^۳ Gross Domestic Product (GDP)

^۴ Aizenman et al

مورد نیاز مسکن، صنعت و تجارت را رونق می‌دهد. از طرفی، بحران مسکن تا پن سال باقی می‌ماند و تا ۸ درصد افت تولید ناخالص داخلی را در پی خواهد داشت (جمالی، ۱۳۹۷).

اتخاذ سیاست‌های راهبردی در حوزه مسکن، نیاز مبرم بیشتر شهرها در کشورهای در حال توسعه است. یکی از سیاست‌هایی که برای توسعه مسکن و رونق این بخش مورد توجه قرار گرفته است، ایجاد صندوق زمین و ساختمان است. صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان که به اختصار به آن صندوق زمین و ساختمان گفته می‌شود، با هدف تأمین مالی پروژه‌های ساختمانی تأسیس می‌شوند. به عبارت دیگر هدف از تشکیل این صندوق، جمع‌آوری سرمایه از سرمایه‌گذاران و اختصاص آن به ساخت پروژه‌های ساختمانی (تجاری، اداری، و به‌ویژه مسکونی) است. افراد در مقابل سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها گواهی سرمایه‌گذاری دریافت می‌کنند که معرف تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری در تملک آن سرمایه‌گذار است. واحدهای سرمایه‌گذاری قابل انتقال به غیر هستند و در بازار فرابورس پذیرفته و معامله می‌شوند. ارزش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق در زمانه پذیرهنویسی برابر ارزش اسمی است و با شروع فعالیت، بر اساس خالص ارزش دارایی‌ها تغییر می‌کند. ارزش خالص هر واحد سرمایه‌گذاری به تفکیک "بهای تمام شده" هر سه ماه یکبار و "ارزش روز" هر شش ماه یکبار تعیین و منتشر می‌شود. "بهای تمام شده" بر اساس هزینه‌های صورت گرفته برای اجرای پروژه محاسبه می‌شود. در محاسبه «ارزش روز»، قیمت روز دارایی‌های صندوق با توجه به نظریه کارشناس رسمی دادگستری در نظر گرفته می‌شود. ساختمان‌های احداث شده در پایان عمر صندوق و یا طی دوره فعالیت صندوق به صورت پیش‌فروش به فروش می‌رسند و در نهایت عواید ناشی از فعالیت، بین دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری در پایان عمر صندوق تقسیم و عمر صندوق پایان می‌پذیرد. به عبارتی فعالیت صندوق‌های زمین و ساختمان در چهار فرایند اصلی خلاصه می‌شود:

۱. جمع‌آوری وجوه سرمایه‌گذاران؛ ۲. تخصیص وجوه به پروژه ساختمانی؛ ۳. فروش واحدهای ساختمانی پروژه؛ ۴. تخصیص سود بین سرمایه‌گذاران.

۱-۲-۲. ارکان صندوق زمین و ساختمان

برای اداره تخصصی فعالیت صندوق و همچنین بهره‌برداری از امکانات داخلی بر عملکرد بخش‌های مختلف صندوق، ارکان اجرایی و نظارتی لازم‌الاجرا در اساسنامه پیش‌بینی شده است که هر یک از ارکان با قبولی سمت خود موظف به اجرای مقررات محوله خواهند بود. این ارکان عبارت‌اند از: مجمع صندوق، مدیر صندوق، مدیر ساخت، ناظر، متولی، متعهد پذیرهنویس، بازارگردان، حسابرس، هیئت مدیره.

۲-۲-۲. نحوه سرمایه‌گذاری در صندوق زمین و ساختمان

سرمایه‌گذاران می‌توانند در مراحل مختلف و از طرق زیر مالک واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق شوند:

اولین عرضه عمومی: صدور اولیه واحدهای سرمایه‌گذاری توسط مدیر صندوق برای تأمین سرمایه مورد نیاز جهت تشکیل و شروع فعالیت صندوق و بر اساس قیمت مبنا که در امیدنامه آمده است، صورت می‌پذیرد.

مراحل افزایش سرمایه: صدور واحدهای سرمایه‌گذاری توسط مدیر صندوق پس از دوره پذیرهنویسی به منزله افزایش سرمایه صندوق است. زمان‌بندی و مبالغ افزایش سرمایه صندوق در امیدنامه صندوق پیش‌بینی می‌شود. بر اساس پیشنهاد هیئت مدیره صندوق برای افزایش سرمایه و تصویب آن توسط هیئت مدیره صندوق باید با رعایت مقررات مربوطه، تاریخ شروع و خاتمه پذیرهنویسی واحدهای سرمایه‌گذاری جدید را تعیین کرده و در اعلامیه پذیرهنویسی درج و به اطلاع

سازمان و عموم برساند. اگر پس از انقضای مهلت مقرر، واحدهای سرمایه‌گذاری باقی‌مانده به فروش نرسند، متعهد پذیرهنویس موظف است درخواست صدور واحدهای سرمایه‌گذاری باقی‌مانده را به نام خود ارائه دهد و مبالغ لازم را به حساب صندوق واریز نماید.

معامله با بازارگردان: برای افزایش نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، بازارگردان در اساسنامه صندوق موظف است در هر روز کاری حجم معینی سفارش خرید و فروش را در دامنه مجاز نوسان و رعایت مظنه خرید و فروش جهت معامله وارد سامانه نماید.

معامله بین سرمایه‌گذاران: سرمایه‌گذاران می‌توانند با توجه به سازوکار عرضه و تقاضا در بازار معامله کرده، مالکیت خود را منتقل نمایند.

ابطال در زمان اتمام پروژه: با پایان عمر صندوق و اتمام ساخت پروژه، واحدهای ساختمانی طبق مقررات مزایده به بهترین خریدار فروخته خواهد شد. بدین ترتیب با ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری سهم هر یک از سرمایه‌گذاران از دارایی‌های صندوق پس از کسر بدهی‌های آن و بر اساس اساسنامه به آنها پرداخت می‌شود.

واگذاری پروژه ساختمانی: تعیین روش فروش و پیش‌فروش: اتخاذ تصمیمات لازم در فرایند مناقصه یا در فرایند فروش و پیش‌فروش واحدهای ساختمانی پروژه نیز از سوی هیئت‌مدیره صورت می‌گیرد. بر اساس مصوبه هیئت‌مدیره صندوق، قابلیت تک‌فروشی در کنار امکان مزایده وجود داشته باشد و همچنین مالکان واحدهای سرمایه‌گذاری می‌توانند در اولویت زمانی خرید واحدها باشند. این مورد اجباری نبوده و با تصمیم هیئت‌مدیره متفاوت است.

۲-۳- مزایای سرمایه‌گذاری در صندوق زمین و ساختمان

✓ بهره‌مندی از سود ناشی از ساخت و فروش واحدهای ساختمانی پروژه حتی برای سرمایه‌گذاران با سرمایه اندک؛

✓ حفظ قدرت خرید سرمایه‌گذار در برابر افزایش قیمت زمین و ساختمان در منطقه اجرای پروژه؛

✓ بستر امن سرمایه‌گذاری با توجه به نظارت متولی و حسابرس معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار بر عملیات اجرایی صندوق؛

✓ نقدشوندگی بالای سرمایه‌گذاری در صندوق با توجه به معاملات واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق در بازار فرابورس و وجود بازارگردان در فرایند معاملات آنها؛

✓ شفافیت بالای این صندوق‌ها با توجه به انتشار گزارش‌های دوره‌ای از عملیات اجرایی پروژه؛

✓ معافیت سود این واحدهای سرمایه‌گذاری از مالیات.

در تأمین مالی پروژه‌های ساختمانی از طریق صندوق زمین و ساختمان، به اجرای استقراض و پرداخت سود، اقدام به انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری می‌شود و قدرت تأمین سرمایه مورد نیاز برای ساخت پروژه فراهم می‌گردد. اطمینان از وجوه سرمایه کافی برای آغاز و انجام پروژه، مهم‌ترین مزیتی است که از این شیوه تأمین مالی برای سازنده یا مالک زمین حاصل می‌شود.

مزایای صندوق، به‌اندازه‌ای است که در بسته سیاست‌های اقتصادی، اعم از کیفیت ساخت و ساز، به‌کارگیری تکنولوژی‌های جدید، ظرفیت‌های مهندسی موجود، محول شدن امور ساخت و ساز پروژه‌ها به دارندگان صلاحیت حرفه‌ای، وجود نظارت مستمر واحدهای ساخته شده به واسطه برخورداری از استانداردهای مربوطه، لحاظ شده است؛

و دولت برای خروج غیر تورمی از رکود، از آن به عنوان یکی از ابزارهای مؤثر تأمین مالی بخش ساختمان نام برده و دیگر مزایای آن، ایجاد اشتغال و کمک به رونق دیگر صنایع مرتبط با ساختمان است. این مزیت‌ها دارای تأثیرات مثبت بیشتری در سطح کلان جامعه هستند.

۳-۲. صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه^۱

در اقتصاد کنونی دنیا، استارت‌آپ‌ها و کسب‌وکارهای نوآورانه نقش بی‌بدیلی در رونق اقتصادی کشورها ایفا می‌کنند، زیرا به واسطه اشتغال‌زایی، کارآفرینی، تولید ثروت به واسطه توسعه فناوری و غیره، رشد اقتصادی را در پی دارند (دکر و همکاران^۲، ۲۰۱۴). اصلی‌ترین نیاز هر کسب‌وکار نوپا به سرمایه است. شرکت‌های دانش‌بنیان (استارت‌آپ‌ها) برای جذب نیروی انسانی توانمند، تبدیل ایده به محصول، معرفی محصول به بازار هدف، تسخیر بازار هدف، رشد و افزایش مقیاس و در نهایت دستیابی به برتری در صنعت خود، به منابع مالی بسیار زیادی نیاز دارند. البته داشتن سرمایه، شرطی لازم است نه کافی؛ چراکه مدیریت این فرایند، خود مقوله‌ای دیگر است که دانش و تخصص ویژه‌ای را می‌طلبد (پوکالا و اوستانین^۳، ۲۰۲۰). وجود ریسک‌های بالقوه در مسیر موفقیت و نیز احتمال بسیار کم در موفقیت‌های بزرگ استارت‌آپ‌ها، باعث شده است که اغلب آن‌ها در شروع فعالیت خود با بحران تأمین مالی مواجه شوند (حکمت‌نیا و همکاران، ۱۴۰۱). از طرفی اعتبار و تجربه کم و نیز در برخی موارد، ناشناخته بودن فعالیت استارت‌آپ‌ها باعث می‌شود تا این شرکت‌ها نتوانند به راحتی از بانک‌ها و مؤسسات مالی وام بگیرند و یا سهام منتشر کنند. در همین راستا صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیری وجود دارند که با ارزیابی شرکت‌های مختلف، اقدام به سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها می‌نمایند و با فراهم آوردن زمینه رشد این شرکت‌های نوپا و به امید کسب منفعت مالی در قبال سرمایه‌گذاری خود، سرمایه خود را به نحوی در معرض خطر قرار می‌دهند. به این نوع صندوق‌ها، صندوق‌های جسورانه (خطرپذیر) می‌گویند (گومپرز و لرنر^۴، ۲۰۰۱).

با توجه به مطالب فوق‌الذکر، می‌توان صندوق‌های جسورانه را به صورت زیر تعریف کرد:

«صندوق‌های جسورانه نوعی از صندوق‌های تأمین مالی هستند که با هدف حمایت از کسب‌وکارهای نوپا یا استارت-آپ‌ها ایجاد شده‌اند و درصد بالایی از دارایی‌های این صندوق‌ها صرف سرمایه‌گذاری در کسب‌وکارهای نوپا می‌شود».

۳-۲-۱. سرمایه‌گذاری جسورانه و تأمین مالی استارت‌آپ‌ها در ایران

سابقه ایجاد ابزارهای تأمین مالی نوآوری در ایران، به برنامه سوم توسعه اقتصادی کشور برمی‌گردد که از سال ۱۳۸۳، صندوق‌های پژوهش و فناوری با هدف تأمین مالی شرکت‌های مبتنی بر فناوری و نوآوری، از طریق سرمایه‌گذاری جسورانه، اعطای تسهیلات و صدور ضمانتنامه تشکیل شدند. در انتهای دهه ۸۰ شمسی، با توجه به سرعت تحولات در حوزه فناوری و نوآوری و نیاز به توسعه روزافزون تأمین مالی در آنها، تبیین قوانین ویژه در دستور کار نهادهای سیاست-گذار قرار گرفت. از جمله این قوانین و مقررات، قانون حمایت از شرکت‌ها و مؤسسات دانش‌بنیان - مصوب ۱۳۸۹- است که معافیت‌های مالیاتی و گمرکی و مشوق‌های مرتبط با استقرار و اخذ مجوز و استاندارد سازی را در کنار ایجاد و توسعه نهادهای تأمین مالی برای این شرکت‌ها فراهم نموده است.

¹ Venture Capital Fund

² Decker et al

³ Pukala & Ostanin

⁴ Gompers & Lerner

از سال ۱۳۹۵، موافقت با تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه زیر نظر سازمان بورس و اوراق بهادار و فرابورس ایران در دستور کار قرار گرفته است که تا کنون ۱۶ صندوق مجوز فعالیت خود را اخذ نموده و اقدام به پذیره‌نویسی کرده‌اند. این صندوق‌ها ذیل قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید و دستورالعمل‌های سازمان بورس فعالیت می‌کنند و طبق قانون برنامه توسعه تولید محصولات دانش‌بنیان، با سایر نهادهای تأمین مالی کشور از جمله صندوق نوآوری و شکوفایی همکاری و مشارکت دارند.

علاوه بر نهادهای فوق‌الذکر که مرجع تشکیل آنها، قوانین و مقررات مشخصی هستند و چارچوب فعالیت مشخصی دارند، شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (خطرپذیر) خصوصی نیز که به صورت شرکت‌های سهامی خاص ثبت شده‌اند، اقدام به سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌ها و شرکت‌های دانش‌بنیان می‌کنند.

شتاب‌دهنده‌ها نیز در اوایل دهه ۹۰ شمسی در ایران با هدف تأمین مالی مرحله اولیه توسعه استارت‌آپ‌ها شکل گرفتند و تا کنون بیش از ۱۰۰ شتاب‌دهنده فعال شده‌اند. فرشتگان کسب و کار^۱، اشخاص حقیقی هستند که در طول عمر کاری فعالشان، ثروت، تجربه و دانش به دست آورده‌اند و علاقمند به سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌هایی هستند که محصول اولیه برای فروش دارند یا ایده‌شان را تا حدی توسعه داده باشند. حجم سرمایه‌گذاری و عملکرد و تعداد فرشتگان کسب و کار و شتاب‌دهنده‌ها به طور دقیق در دسترس نیست. همچنین پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی^۲ نیز در فرایند تأمین مالی استارت‌آپ‌ها فعال هستند.

۲-۳-۲. خصوصیات صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه

صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه ۵ خصوصیت اصلی دارند:

- یک صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه، واسطه‌ای مالی است. به این معنی که سرمایه سرمایه‌گذاران را در اختیار گرفته و آن را مستقیماً در سبد شرکت‌هایش سرمایه‌گذاری می‌نماید.
- صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر تنها در شرکت‌های خصوصی (غیرسهامی عام) سرمایه‌گذاری می‌نماید. یعنی زمانی که سرمایه‌گذاری انجام شد، سهام شرکت‌ها نمی‌توانند به سرعت در بازار بورس عمومی مبادله شوند.
- سرمایه‌گذار خطرپذیر یا جسور، نقش فعالی در نظارت و کمک به شرکت‌های داخل سبد سرمایه‌گذاری‌اش بازی می‌کند. این نقش یکی از مهم‌ترین خصوصیات سرمایه‌گذاری جسورانه است. صندوق سرمایه‌گذاری به طرق مختلف به شرکت نوپا کمک می‌کند. این کمک می‌تواند از طریق عضویت در هیئت‌مدیره باشد تا شرکت از مشاوره و نفوذ این عضو بهره گیرد. علاوه بر این، مشاوره‌های سرمایه‌گذار می‌تواند در استخدام نیرو و معرفی شرکت به بازار مؤثر باشد.
- هدف اولیه سرمایه‌گذاری جسورانه، حداکثرسازی بازگشت مالی از طریق خروج از سرمایه‌گذاری در قالب فروش سهام و یا عرضه اولیه عمومی سهام باشد.
- صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه، منابع مالی مورد نیاز شرکت‌ها را برای رشد داخلی‌شان فراهم می‌نماید. منظور از رشد داخلی، بناکردن کسب‌وکار جدید از دل کسب‌وکار قبلی است و نه به تملک درآوردن کسب‌وکاری که تا به حال وجود داشته است.

^۱ Business Angel

^۲ Crowdfunding

۳-۲. کارکرد صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه

صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، در واقع صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند که پول سرمایه‌گذارانی که به دنبال داشتن سهام در کسب‌وکارهای نوپا (استارت‌آپ‌ها) و کسب‌وکارهای کوچک و متوسط با پتانسیل رشد بالا هستند را جمع‌آوری کرده و در قالب سبد سهام مدیریت می‌کنند. این نوع سرمایه‌گذاری‌ها، سرمایه‌گذاری‌هایی با بازده و ریسک بالا محسوب می‌شوند. صندوق‌های جسورانه بورسی در قالب یک هلدینگ تشکیل می‌شوند که زیرمجموعه آن، شرکت‌های دانش‌بنیان قرار می‌گیرند. این صندوق‌ها در ازای سهام با شرکت‌های مذکور شریک می‌شوند.

همان‌طور که گفته شد، هدف از تشکیل صندوق جسورانه، جمع‌آوری سرمایه از سرمایه‌گذاران و سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های در شرف تأسیس و یا نوپای دارای پتانسیل رشد زیاد و سریع، با هدف کسب بیشترین بازده اقتصادی ممکن در برابر پذیرش ریسک بالا است. علاوه بر کسب بازدهی از سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت در این زمینه، کمک به رشد اقتصادی، کارآفرینی، ایجاد اشتغال و توسعه فناوری از دیگر اهداف صندوق جسور به حساب می‌آیند (بنگسون و ریوید^۱، ۲۰۱۵). در راستای اهداف یاد شده، صندوق منابع مالی را جمع‌آوری نموده و در اوراق مالکیت اشخاص حقوقی با موضوع فعالیت پروژه‌های فکری و نوآورانه در زمینه‌های مختلف به منظور به بهره‌برداری رساندن و تجاری‌سازی محصولات شرکت‌های یادشده سرمایه‌گذاری می‌نماید. بر اساس مقررات سرمایه‌گذاری، معمولاً ترکیب دارایی صندوق جسورانه بین ۵۰ تا ۶۰ درصد در پروژه‌های نوپا و مابقی سرمایه خود را به سپرده‌های بانکی یا اوراق با درآمد ثابت اختصاص می‌دهند.

قیمت اسمی هر واحد سرمایه‌گذاری برابر یک میلیون ریال است که باید روی گواهی‌های سرمایه‌گذاری قید شود. سرمایه صندوق ثابت است و معادل حداقل ۱۰۰ میلیارد ریال و منقسم به واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز و عادی است که در این تقسیم‌بندی باید دست‌کم ۲۰٪ کل واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق را واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز تشکیل دهد. لازم به ذکر است که دوره فعالیت صندوق از تاریخ ثبت نزد مرجع ثبت شرکت‌ها آغاز و به مدت حداکثر ۷ (هفت) سال ادامه می‌یابد.

۴-۳-۲. ساختار سرمایه‌گذاری جسورانه

چارچوب کلی که در این صندوق‌ها برقرار است شامل مراحل زیر است:

• انتخاب طرح

اولین قدم برای شروع هر کسب‌وکاری که به دنبال سرمایه‌گذاری جسورانه است، ارائه یک طرح کسب‌وکار به صندوق سرمایه‌گذاری جسور است. صندوق سرمایه‌گذاری جسور، طرح‌های پیشنهادی را از ابعاد مختلف نظیر بررسی کامل مدل کسب‌وکار، محصولات، مدیریت و سابقه عملیاتی شرکت بررسی کرده و در نهایت طرح و ایده‌ای که پتانسیل سرمایه‌گذاری را دارد انتخاب می‌کند. پس از انتخاب طرح، باید یک برنامه سرمایه‌گذاری شامل میزان بودجه مورد نیاز و زمان‌های تزریق آن آماده شود.

¹ Bengtsson & Ravid

• تأمین مالی

این صندوق‌ها اغلب توانایی پرداخت تمام منابع سرمایه‌گذاری را به تنهایی ندارند و در این راه سعی می‌کنند علاقه‌مندان به این نوع سرمایه‌گذاری‌ها نظیر افراد ثروتمند، صندوق‌های بازنشتگی، صندوق‌های وقف، سازمان‌های خیریه، بانک‌ها و ... را با خود همراه کنند.

• مدیریت استارت‌آپ‌ها

این قسمت از اهمیت بالایی برخوردار است چرا که تیم اجرایی و مدیریتی شرکت‌های نوپا (استارت‌آپ‌ها) در این قسمت هستند. این تیم باید از افرادی تشکیل شود که علاقه، دانش و تجربه مدیریت در شرکت‌های کوچک را داشته باشند. بعد از توافقات لازم با کارآفرین، این تیم در مدیریت شرکت نوپا مشارکت خواهد کرد.

• خروج از سرمایه‌گذاری

صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه پس از یک دوره زمانی، معمولاً چهار تا شش سال پس از سرمایه‌گذاری اولیه، از شرکت سرمایه‌پذیر خارج می‌شود. روش‌های مختلفی برای خروج از یک پروژه وجود دارد مانند ۱. ادغام و تملک ۲. عرضه اولیه عمومی ۳. بازخرید سهام توسط مؤسس اولیه شرکت‌های نوپا.

۶-۳-۲. عوامل ریسک در صندوق جسورانه

سرمایه‌گذاری در این صندوق ماهیتی بسیار پرریسک دارد و تنها باید از سوی افرادی صورت گیرد که منابع مالی کافی برای پذیرش چنین ریسکی را دارند و در هیچ مقطعی نیاز فوری به نقدکردن سرمایه‌گذاری صورت گرفته در این صندوق را ندارند. همچنین از آنجایی که سرمایه‌گذاری در فناوری‌های نوین و شرکت‌های نوپا ذاتاً ریسک بالایی دارد، منابع نقدینگی صندوق تا حد زیادی وابسته به موفقیت شرکت‌های سرمایه‌پذیر آن است. ادامه فعالیت و رشد شرکت‌های نوپا نیز مستلزم جذب سرمایه است که ممکن است صندوق قادر به تأمین آن نبوده و نهاد دیگری نیز علاقه‌مند به این کار نباشد که این امر ممکن است در ادامه کار منجر به شکست سرمایه‌گذاری شود. صندوق در فرصت‌های سرمایه‌گذاری در رقابت با سایر رقبا قرار دارد و تضمینی نیست که به طور حتم فرصت مناسبی جهت سرمایه‌گذاری شناسایی شود. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری‌های صندوق اغلب نقدشوندگی بسیار پایینی دارند و نیازمند تعهد بلندمدت‌تری نسبت به حالت معمول هستند. زیان‌ها به طور معمول پیش از سود محقق می‌شوند و ممکن است صندوق ناگزیر شود از برخی از سرمایه‌گذاری‌ها بدون کسب بازدهی خروج کند.

۳-۲. صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی (PE)^۱

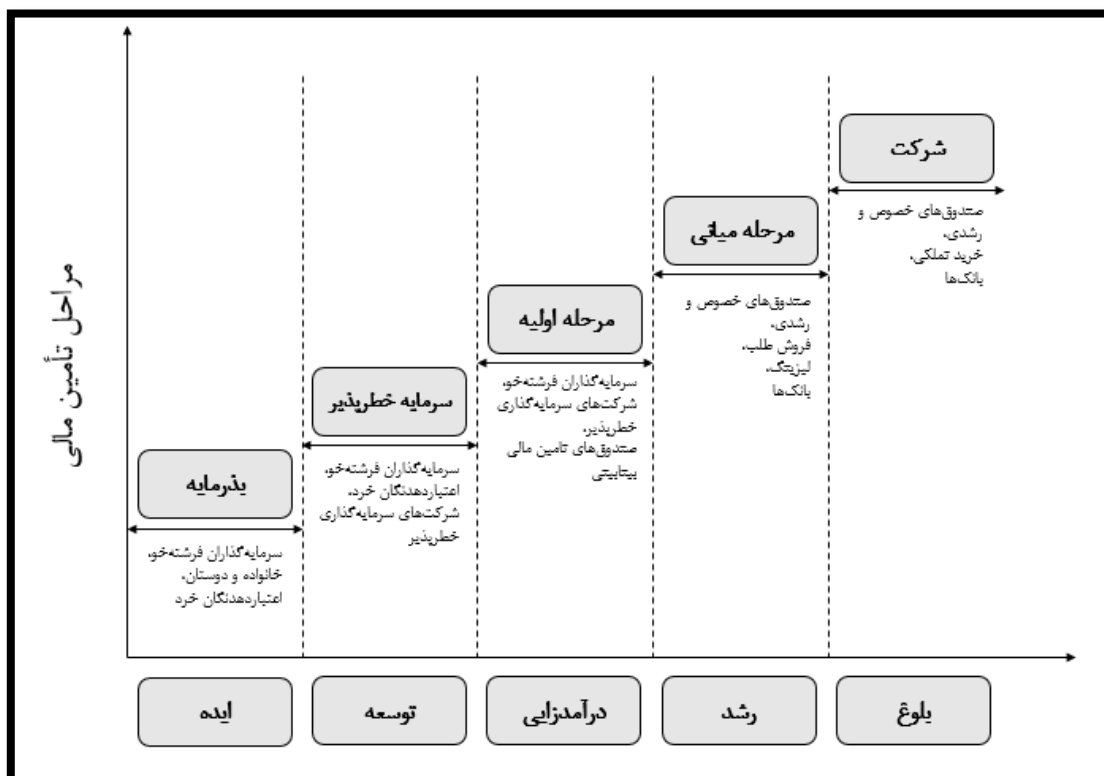
صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی (به اختصار PE) یکی از محصولات مالی جدید و نوظهور در بازار سرمایه کشور است. این صندوق‌ها از شهریور ۱۳۹۷ به عنوان یکی از نهادهای مالی موضوع قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی معرفی گردید و دستورالعمل تأسیس آن از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار صادر گردید.

موضوع فعالیت صندوق جمع‌آوری منابع مالی و تخصیص عمده آن به سرمایه‌گذاری در سهام/سهام‌الشرکه شرکت‌ها با موضوع فعالیت در صنایع مختلف از جمله صنایع کشاورزی و غذایی، دارویی و سلامت، شیمیایی و پتروشیمی، صنایع فناوری اطلاعات و ارتباطات و غیره است. صندوق مانده وجوه خود را می‌تواند به اوراق بهادار با درآمد ثابت، سپرده‌ها و گواهی سپرده بانکی تخصیص دهد.

^۱ Private Equity Fund

این نوع صندوق، شباهت‌های زیادی به صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه دارد. قبل از تعریف صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی به عنوان نهاد مالی جدید، صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه به عنوان یکی از نهادهای فعال در حوزه سرمایه‌گذاری خصوصی در کشور فعال بوده‌اند. به تعبیری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران اولین بار در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه فعالیت کرده‌اند.

سرمایه‌گذاری‌های خصوصی در ادبیات مالی بسته به شرایط و وضعیت بنگاه‌های مالی، شرکت‌های هدف مختلفی را انتخاب می‌کند. سطح تأمین مالی و عمر شرکت نقش بسزایی در انتخاب‌شدن توسط سرمایه‌گذاران خصوصی دارد. نمودار ۲. می‌تواند تصویر بهتری از ورود سرمایه‌گذاران به شرکت‌های سرمایه‌پذیر ارائه نماید.



نمودار (۱). مراحل تأمین مالی در چرخه‌های مختلف واحد تجاری

نمودار ۱. مقطع زمانی شکل‌گیری یک شرکت و روش‌های متعارف تأمین مالی را بیان می‌کند. همان‌طور که از نمودار قابل استنتاج است، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در سطح رشد و بلوغ بیشتر ورود دارند که این موضوع دقیقاً نقطه مقابل فعالیت صندوق‌های جسورانه است.

طبق مطالب فوق، یکی از عمده تفاوت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه (^۱VC) و سرمایه‌گذاری خصوصی (PE) نوع شرکت‌های موجود در سبد سرمایه‌گذاری است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در شرکت‌های ورشکسته یا دارای زیان انباشته که علی‌رغم داشتن تولید و فروش، به دلیل عدم مدیریت صحیح تحت فشار مالی قرار دارند، می‌تواند سرمایه‌گذاری نماید. این در حالی است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه صرفاً در شرکت‌های دانش‌بنیان و نوپا بایستی سرمایه‌گذاری نمایند. همچنین صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی تمایل بیشتری به کنترل شرکت‌ها دارند، این در حالی است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه بایستی میزان خرید سهام کمتری را در برنامه خود داشته باشند. در

¹ Venture Capital

کنار این تفاوت‌ها، عمده تفاوت صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی با صندوق جسورانه بهره‌مندی از فرصت‌های تأمین مالی از طریق بدهی است. این در حالی است که مطابق ادبیات مالی متعارف، صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، صرفاً از طریق فروش واحدهای سرمایه‌گذاری امکان تأمین مالی دارند.

۱-۳-۲. اجزا (ارکان) صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی

همان‌گونه که بیان شد صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی اغلب در شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند که به عنوان شرکت‌های پرتفوی نامیده می‌شوند. این پرتفوی به وسیله سرمایه آورده شده توسط شرکای سرمایه‌گذار (LP)^۱ تأمین مالی می‌شود. شرکای سرمایه‌گذار صرفاً به عنوان سرمایه‌گذاران غیرفعال شرکت مشارکت می‌کنند و تعهدات هر کدام نیز به اندازه سرمایه‌ای است که به صندوق متعهد شده‌اند، به همین جهت این نوع سرمایه‌گذاران، شرکای محدود (LP) نامیده می‌شوند.^۲ این نوع از سرمایه‌گذاران شامل صندوق‌های بازنشتگی خصوصی و عمومی، خیریه‌ها، بیمه‌ها، بانک‌ها، شرکت‌ها، افراد ثروتمند و فرا صندوق‌ها^۳ می‌شود که موارد مذکور فقط سرمایه‌گذار هستند و نمی‌توانند در عملیات روزانه و یا مدیریت صندوق و یا شرکت‌هایی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری شده است دخالت کنند. نوع شخصیت صندوق سهامی خاص با مسئولیت محدود است. بیشتر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به صورت مشارکت محدود تشکیل می‌شوند و با شرایط مندرج در قرارداد مشارکت محدود اداره می‌شوند (کاپلان^۴، ۲۰۰۵).

صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی با یک شرکت تخصصی و حرفه‌ای ویژه که شرکت خصوصی (PE) نامیده می‌شود، مدیریت می‌شود و توسعه می‌یابد. به طور معمول یک شرکت PE، مجموعه‌ای مجزا از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی را مدیریت کرده و تلاش می‌کند هر ۳ الی ۵ سال پس از اینکه صندوق‌های قبلی به طور کامل سرمایه‌گذاری شدند، صندوق جدیدی را ایجاد کند (متریک و یاسودا^۵، ۲۰۱۱).

این شرکت که متشکل از متخصصینی در اجرای استراتژی‌های خطرپذیر، رشدی و یا خریدهای تملیکی^۶ هست، سرمایه یک یا خانواده‌ای از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی را جمع‌آوری کرده و به این صندوق‌ها از طریق دو شخصیت حقوقی مجزا اما وابسته، یعنی شریک مدیریتی (GP)^۷ و مدیر سرمایه‌گذاری، ارائه مشاوره می‌دهد. شرکت PE معمولاً تمام پست‌های کلیدی و سمت‌های تصمیم‌گیری در بخش شریک مدیریتی و مدیر سرمایه‌گذاری در تمامی صندوق‌هایی که خودش تأسیس می‌کند را در اختیار می‌گیرد. تأسیس این شخصیت‌های حقوقی مجزا، شرکت PE را از تعهدات مربوط به صندوق PE و یا ادعاهایی که علیه آن صندوق انجام می‌شود، مصون نگه می‌دارد.

شریک مدیریتی (GP): شریک مدیریتی یک صندوق به طور عمده، مسئول همه جنبه‌های مرتبط با مدیریت صندوق است و نوعی از مسئولیت امانت‌داری و متولی‌گری را برعهده دارد که در نتیجه، عملکردش در صندوق تنها باید در جهت منافع سرمایه‌گذاران باشد. این شریک، فراخوان واریز سرمایه تعهد شده توسط شرکای سرمایه‌گذار را انجام

^۱ Limited Partnership

^۲ مشارکت یا سرمایه‌گذاری در صندوق‌های جسورانه یا خصوصی به دو شکل مشارکت محدود (LP) و مشارکت فعال (GP) صورت می‌گیرد. شرکای محدود (LP)، سرمایه‌ای را برای سرمایه‌گذاری در اختیار صندوق‌ها قرار می‌دهند و در مقابل این سرمایه‌گذاری، انتظار دریافت سود و در برخی موارد دسترسی به اطلاعات و معاملات را در آن‌ها دارند

^۳ Fund of Fund

^۴ Kaplan

^۵ Metrick, A., & Yasuda, A

^۶ Buyout

^۷ General Partner

می‌دهد و همه سرمایه‌گذاری‌ها و خروج از سرمایه‌گذاری‌های صندوق را در راستای وکالتی که به موجب قرارداد مشارکت محدود در اختیار دارد انجام می‌دهد. شریک مدیریتی و همین‌طور شرکا و متخصصین کلیدی شرکت PE متعهدند که بخشی از سرمایه صندوق را تأمین کنند، از این طریق منافع ایشان با منافع شرکای سرمایه‌گذار گره می‌خورد. سهم شریک مدیریتی از کل سرمایه تضمین‌شده صندوق معمولاً بین ۱ تا ۵ درصد است و به‌ندرت از ۱۰ درصد تجاوز می‌کند.

مدیر سرمایه‌گذاری: در عمل این مدیر سرمایه‌گذاری است که عملیات روزمره صندوق خصوصی را مدیریت می‌کند. مدیر سرمایه‌گذاری فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالقوه را ارزیابی کرده و خدمات مشاوره‌ای را به شرکت‌های موجود در سبد سرمایه‌گذاری صندوق ارائه می‌دهد و فرایند حسابرسی و گزارش‌دهی صندوق را مدیریت می‌کند و در مقابل این خدمات کارمزد مدیریت از صندوق می‌گیرد. کارمزد مدیریت معمولاً حدود ۱٫۵ تا ۲ درصد سرمایه تعهد شده در طول دوره سرمایه‌گذاری صندوق است و در پایان دوره سرمایه‌گذاری بر اساس میزان سرمایه‌گذاری انجام شده دوباره محاسبه شده و ممکن است به نرخ پایین‌تری کاسته شود.

صندوق در طول عمر خودش، ممکن است در شرکت‌های محدودی سرمایه‌گذاری کند که بین ۱۰ تا ۱۵ عدد به طور متوسط خواهد بود که تشکیل‌دهنده سبد سرمایه‌گذاری صندوق است. توانایی یک شرکت PE برای فروش سهامش در این شرکت‌ها با یک میزان قابل توجه سود و بعد از سه تا هفت سال دوره نگهداشت آنها، تعیین‌کننده موفقیت و یا شکست آن صندوق خواهد بود. حداقل سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی مبلغ ۵۰۰ میلیارد ریال تعیین شده است. دوره فعالیت در نظر گرفته شده برای این صندوق‌ها حداکثر به مدت ۷ سال است که ۴ سال ابتدایی آن به‌عنوان دوره سرمایه‌گذاری صندوق تعیین می‌شود.

با توجه به مطالب گفته شده، می‌توان کارکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی را به صورت زیر خلاصه کرد: «صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی با عمر محدود (حداکثر ۷ سال) توسط شرکت‌های خصوصی تأسیس و مدیریت می‌شوند. این صندوق‌ها از طریق خرید سهام و تملک شرکت سرمایه‌پذیر و سپس واگذاری سهام آنها بعد از ۳ تا ۷ سال دوره نگهداشت آنها، اقدام به تأمین مالی می‌کنند».

۲-۳-۲. سازوکار خروج از سرمایه‌گذاری‌ها

صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی طبق امیدنامه سازوکارهای مختلفی را برای خروج از سرمایه‌گذاری تبیین و در نظر می‌گیرند که این سازوکار را می‌توان با دو حالت کلی خروج موفقیت‌آمیز و ناموفق متصور شد:

• خروج موفقیت‌آمیز

در صورتی که برنامه‌ریزی و بازدهی‌های در نظر گرفته مطابق اهداف صورت پذیرفت، مدیریت صندوق با استفاده از چند روش نسبت به خروج از شرکت‌های سبد سرمایه‌گذاری اقدام خواهد کرد. روش‌های در نظر گرفته به‌صورت زیر است:

۱. عرضه و پذیرش در بازار سرمایه؛ ۲. فروش به شرکت دیگر؛ ۳. فروش به سهامداران شرکت.

هر سه روش با توجه به صلاح و صرفه سرمایه‌گذاران صندوق انتخاب خواهد شد. مدیریت صندوق در قراردادهای مشارکتی خود با شرکت‌ها سازوکارهای خروج را درج خواهد کرد و تعهدات حقوقی لازمه جهت همکاری شرکا در اجرایی کردن سازوکارهای مذکور را اخذ خواهد کرد.

• خروج ناموفق

در صورتی که انحراف از بازدهی مورد انتظار در صندوق نامساعد بوده باشد و با تشخیص اعضای کمیته یا مدیریت صندوق، ادامه سرمایه‌گذاری منجر به شکست در سرمایه‌گذاری شود، مدیریت صندوق در این حالت نیز با استفاده از نقد کردن سرمایه خود از مدیریت شرکت‌ها خارج خواهد شد. به این صورت که با استفاده از بازاریابی صحیح و دقیق، سعی در یافتن مشتری برای فروش شرکت خواهد کرد، یا شرکت‌های هدف منحل خواهند شد.

۳. نتیجه‌گیری

اقتصاد برخی کشورها همانند اقتصاد ایران، برای انجام طرح‌ها و پروژه‌های مختلف، همواره با مشکل نقدینگی و تأمین مالی مواجه بوده است. صندوق‌های تأمین مالی به عنوان یک ابزار مالی، با توجه به پتانسیل‌های موجود، می‌تواند این مشکل را تعدیل کنند. همچنین ظرفیت این صندوق‌ها در جذب منابع خرد و اختصاص آنها به بخش‌های مختلف اقتصاد با پتانسیل رشد بالا به ویژه در حوزه فناوری و تکنولوژی، می‌تواند کمک شایانی به رشد اقتصاد کشور نماید. همچنین، صندوق‌های تأمین مالی با ارائه فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب و متنوع، به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد که در حوزه‌های مختلف و آینده‌دار سرمایه‌گذاری کنند، در حالی که خود این افراد سرمایه‌گذار ممکن است هیچ شناخت و تخصصی در آن زمینه نداشته باشند. از اینرو، با مدیریت قوی و کارشناسان متبحر و خبره در این نوع صندوق‌ها، سرمایه‌گذاران می‌توانند در ضمن قبول ریسک، در این حوزه‌ها ورود کنند. همچنین، در عین اینکه سرمایه‌گذاری در صندوق‌های تأمین مالی، جذابیت‌ها و سودهای مورد انتظار جذابی دارد، ریسک‌های خاص خودش را هم دارد و اغلب دارای ریسک‌های بالاتری نسبت به صندوق‌های سهامی و مختلط است. بنابراین به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود به هیچ عنوان درصد زیادی از پرتفوی سرمایه‌گذاری خود را به سرمایه‌گذاری در این نوع صندوق‌ها اختصاص ندهند.

۴. منابع و مآخذ

۱. جمالی، داود. (۱۳۹۷). سیستم تأمین مالی پروژه، تهران: فدک ایساتیس.
۲. ذاکرنیا، احسان؛ خدابخشیان خوانساری، شهاب؛ صالح‌آبادی، علی. (۱۴۰۰). مدل عملیاتی به کارگیری صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی جهت پیاده‌سازی تأمین مالی پروژه‌ای. پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی، ۲(۳)، ۱۱-۴۲.
۳. سکوتی، نیما؛ حکمت‌نیا، محمود؛ حسین‌زاده، جواد. (۱۴۰۱). ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال ۱۵، شماره ۵۹. ۲۶۹-۲۹۲.
۴. طوسی، عباس؛ محترم‌امیدی، منوره. (۱۳۹۹). واکاوی و آسیب‌شناسی صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان با تأکید بر ابعاد حقوقی، فصلنامه علمی اقتصاد و مدیریت شهری، شماره ۸(۳)، ۱۲۵-۱۴۱.
۵. الغبره، محمد عبدالحمید؛ محقق‌نیا، محمد؛ زعتری، علاءالدین؛ قربانی‌زاده، وجه‌الله. (۱۳۹۹). بررسی فقهی و اجرایی به کارگیری صندوق زمین و ساختمان در مرحله بازسازی سوریه، تحقیقات مالی اسلامی، سال نهم، شماره دوم (پیاپی ۱۸)، ص ۶۴۷-۶۷۰.
۶. قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی.
۷. کرمی اردالی، مصطفی؛ مرزبان، حسین؛ صمدی، علی حسین؛ ناظمی، امین. (۱۴۰۲). نقش صندوق‌های سرمایه‌گذاری در رشد اقتصادی ایران، نشریه علمی پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، شماره دوم، ۶۷-۹۰.

۸. مشهدی، رضا؛ سلطانی، مهران. (۱۴۰۰). ارائه الگوی تأمین مالی پروژه محور مبتنی بر صندوق سرمایه گذاری پروژه در بخش دفاعی کشور. *فصلنامه اقتصاد دفاع*. سال ششم، شماره ۲۱، ۱۴۱-۱۶۰.
۹. وبسایت پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی ج.ا.
۱۰. وبسایت رده؛ بررسی و مقایسه خدمات مالی و بانکی
۱۱. وبسایت رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار
۱۲. وبسایت شرکت بورس و فرابورس ایران
۱۳. وبسایت شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه
۱۴. وبسایت کارگزاری آگاه
۱۵. وبسایت کارگزاری مفید
۱۶. وبسایت گروه مالی کاریزما

17. Aizenman, J., Jinjarak, Y., & Zheng, H. (2019). Housing Bubbles, Economic Growth, and Institutions. *Open Economies Review*, 30(4), 655–674. <https://doi.org/10.1007/s11079-019-09535-9>
18. Bengtsson, O., Ravid, S. (2015). "Location Specific Styles and US Venture Capital Contracting". *Quarterly Journal of Finance* Vol. 5, No. 3 (2015).
19. De Galan, J. (2022). *Mutual Fund Performance in the Netherlands* (Doctoral dissertation Erasmus University Rotterdam, Rotterdam, Netherlands).
20. Decker, R., Haltiwanger, J., Jarmin, R., & Miranda, J. (2014). The Role of Entrepreneurship in US Job Creation and Economic Dynamism. *Journal of Economic Perspectives*, 28(3), 3–24. <https://doi.org/10.1257/jep.28.3.3>
21. Dukoski, S., Zlatevski, L., & Dukoska, K. (2019). STOCKS AS AN INVESTMENT OPTION FOR THE INVESTMENT FUNDS. *KNOWLEDGE INTERNATIONAL JOURNAL*, 30(1), 153–157. <https://doi.org/10.35120/kij3001153d>
22. Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145–168. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.145>
23. Greenwood, J., & Smith, B. D. (1997). Financial markets in development, and the development of financial markets. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21(1), 145–181. [https://doi.org/10.1016/0165-1889\(95\)00928-0](https://doi.org/10.1016/0165-1889(95)00928-0)
24. Harris, R., & Arku, G. (2006). Housing and economic development: The evolution of an idea since 1945. *Habitat International*, 30(4), 1007–1017. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2005.10.003>
25. Hebb, T. (2006). The Economic Inefficiency of Secrecy: Pension Fund Investors' Corporate Transparency Concerns. *Journal of Business Ethics*, 63(4), 385–405. <https://doi.org/10.1007/s10551-005-3968-9>
26. Kádárová, J., Bajus, R., & Rajnoha, R. (2015). Optimal Financing of the Industrial Enterprise. *Procedia Economics and Finance*, 23, 953–958. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00380-9](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00380-9)
27. Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The journal of finance*, 60(4), 1791–1823.
28. Koskinen, Y., Rebello, M. J., & Wang, J. (2011). Private Information and Bargaining Power in Venture Capital Financing. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.891192>
29. Merton, R. C. (1990). The financial system and economic performance. *Journal of Financial Services Research*, 4(4), 263–300. <https://doi.org/10.1007/BF00122867>

30. Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). The economics of private equity funds. *The Review of Financial Studies*, 23(6), 2303-2341
31. Morina, F., & Grima, S. (2021). The Performance of Pension Funds and Their Impact on Economic Growth in OECD Countries*. In *New Challenges for Future Sustainability and Wellbeing* (pp. 17–47). Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/978-1-80043-968-920211003>
32. Popescu, M., & Xu, Z. (2023). Liquidity management by mutual funds. *Managerial Finance*, 49(12), 1886–1898. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2022-0311>
33. Pukala, R., & Ostanin, O. A. (2020). STARTUPS AS AN ELEMENT OF SUPPORT FOR INNOVATIVE ECONOMIC DEVELOPMENT. *Economics and Innovation Management*, 4, 4–14. <https://doi.org/10.26730/2587-5574-2020-4-4-14>
34. Vunjak, N., Vitomir, J., Antonijević, T., & Stojanović, P. (2018). Investment Management Strategy in Financial Markets. *ECONOMICS*, 6(2), 49–56. <https://doi.org/10.2478/eoik-2018-0025>
35. Weston, K. (2013). Lifeblood, liquidity, and cash transfusions: beyond metaphor in the cultural study of finance. *Journal of the Royal Anthropological Institute*, 19(S1). <https://doi.org/10.1111/1467-9655.12014>

An overview of investment funds with a financing approach

Pouya Sadeghi¹

Daryush Farid^{*2}

Mohammad Arabi Nodoushan³

Abstract

Investment funds serve as a one of the cornerstones of economic development. They provide several key advantages that contribute to a thriving financial ecosystem Like Economies of scale, Professional management, Enhanced liquidity, Mitigated unsystematic risk. Case in point, the Iranian economy has long grappled with liquidity and financing constraints. The introduction of novel financial instruments, such as investment funds, holds the potential to alleviate these challenges. Within a capital market framework, various types of investment funds can be established to cater to specific needs Like Project funds, Venture capital, Construction Fund, Private equity. Investment funds play a pivotal role in mobilizing smaller investments and channeling them towards high-growth sectors, particularly technology, which can significantly propel economic expansion. Recognizing the critical role of investment funds, this research delves into the operational mechanisms of these various fund types.

Keywords

Financing, Project Fund, Venture Capital Fund, Construction Fund, Private Equity Fund

1. Master's student in financial management, Department of Accounting and Finance, Faculty of Economics, Management and Accounting, Yazd University, Yazd. Iran.

2. Professor, Department of Accounting and Finance, Faculty of Economics, Management and Accounting, Yazd University, Yazd. Iran.

3. Master's student in financial management, Department of Accounting and Finance, Faculty of Economics, Management and Accounting, Yazd University, Yazd. Iran.