

سرمایه‌گذاری خصوصی در انرژی ایران: درس‌آموخته‌ها و پیشنهادها

مرداد ۱۴۰۱
رامین فروزنده



مقدمه

- سرمایه‌گذاری خصوصی (Private Equity) عموماً به تامین مالی شرکت‌های خارج از بورس توسط سرمایه‌گذاران اطلاق می‌شود و از حضور در مراحل ابتدایی (سرمایه‌گذاری خطرپذیر در عمده تعاریف نوعی از سرمایه‌گذاری خصوصی است) تا مراحل رشد و بلوغ و بعد از آن (مثلاً Vulture Financing) را دربرمی‌گیرد.
- سرمایه‌گذاری خصوصی را با دو رویکرد عمومی می‌توان تحلیل کرد که هرچند واجد اشتراکاتی بوده و تحت قواعد رگولاتوری قرار دارند، از دو محیط کسب‌وکار با قواعد حقوقی و مالی متفاوت برخاسته‌اند:
- **رویکرد اروپایی**، که بیشتر در قالب صنعت خدمات مالی و بانکداری است، در اتحادیه اروپا تحت قوانین مشخص نظام مالی طبقه‌بندی و در کشورهایی همچون برزیل و روسیه استفاده می‌شود؛
- **رویکرد انگلوساکسون**، که سرمایه‌گذاری خصوصی در آن بیشتر یک فعالیت «کارآفرینانه» ارزیابی، در بستر Common law معرفی و در کشورهایی همچون استرالیا و هند استفاده می‌شود.
- در این گزارش ضمن استفاده از طبقه‌بندی فوق‌الذکر، آن را در قالب محیط کسب‌وکار ایران بازخوانی کرده و سرمایه‌گذاری خصوصی در صنعت انرژی را در دو چارچوب **صنعت خدمات مالی و صنعت انرژی** بررسی می‌کنیم.

منبع: دوره سرمایه‌گذاری خصوصی دانشگاه Bocconi/ایتالیا، یافته‌های نگارنده

چارچوب صنعت انرژی

- منظور از صنعت انرژی در گزارش حاضر بخش‌های بالادستی تا پایین‌دستی کلیه حوزه‌هایی است که در آن نفت، گاز، زغال‌سنگ و الکتریسیته به عنوان ماده اولیه یا محصول اصلی در نظر گرفته می‌شوند.
- اصلی‌ترین کسب‌وکارهای این حوزه در نمودار ذیل آمده‌اند. این تقسیم‌بندی جامع نیست، به کلیدی‌ترین بازیگران می‌پردازد و ترکیبی از شرکت‌های حوزه سرمایه‌گذاری (کارفرمایی) و زنجیره تامین (پیمانکاری) را دربرمی‌گیرد.

اکتشاف و تولید نفت و گاز	خدمات میادین نفتی	مهندسی، تامین و ساخت	پالایشگاه نفت و واحد فرایندی گاز	پتروشیمی و صنایع شیمیایی	بازاریابی و فروش فرآورده‌های نفت و گاز
ذخیره‌سازی و انتقال فرآورده‌های نفت و گاز	نیروگاه فسیلی و تجدیدپذیر	شبکه انتقال و توزیع برق	بهره‌وری انرژی	مشاوره و تحقیقات انرژی	خدمات نگهداری و تعمیرات

منبع: آژانس بین‌المللی انرژی، یافته‌های نگارنده

بازیگران کلیدی

- ارزیابی عمومی عملکرد حوزه سرمایه‌گذاری خصوصی صنعت انرژی ایران در نمودار ذیل آمده که واجد نکات ذیل است:
- در خدمات مالی به گروه‌های مالی (شرکت مادر) و در انرژی به شرکتی که با هدف سرمایه‌گذاری خصوصی (یا خطرپذیر) شکل گرفته اشاره شده است.
- نمونه‌های موفق از M&A (مثل گروه باختر در حوزه پتروشیمی و Schlumberger در حوزه خدمات میدین نفتی) وجود دارند که اینجا بررسی نشده‌اند.
- مثال‌ها از باب آشنایی بوده و ارزیابی صورت گرفته قابل تعمیم به همه آنها نیست.

انرژی	خدمات مالی	صنعت
 سرمایه‌گذاری دانا  شرکت کنترن و فناوری صنایع نفت پارس (سامی‌پارس)  پیشگامان توسعه  کارمایه آپادانا	 کاریزما  کیاک  مرنج	 فیروزه
- تعداد قابل توجه سرمایه‌گذاری در حوزه انرژی - عدم تحقق خروج در اغلب فرصت‌ها - عدم جذب منابع گسترده مالی (خارج از سهامداران)	- تعداد اندک (یا صفر) سرمایه‌گذاری در حوزه انرژی - تأسیس و دسترسی به نهادهای متعدد مالی - جذب منابع مالی (از جمله خارج از سهامداران)	مثال ارزیابی عمومی عملکرد در حوزه انرژی

منبع: وبسایت شرکت‌ها، یافته‌های نگارنده

عدم توفیق: عوامل خارجی

- منظور از عوامل خارجی شرایط و متغیرهای محیط عمومی کسب‌وکار یا یک صنعت بوده که بر عملکرد سرمایه‌گذاری خصوصی در حوزه انرژی تاثیر گذاشته است. باتوجه به اشتراکات موجود، این عوامل برای هر دو صنعت خدمات مالی و انرژی به صورت یکسان اشاره شده‌اند.
- شرایط ذیل مختص بخش انرژی نیست و در بخش‌های دیگر اقتصاد کشور نیز به چشم می‌خورد. آنچه بخش انرژی را از دیگر بخش‌ها متمایز می‌سازد، سهم بالای مالکیت دولتی و شبه‌دولتی و نظام یارانه‌ها (در کنار سرمایه‌گذاری محدود) است.

حوزه	خدمات مالی	انرژی
حقوقی	- محدودیت‌های قوانین و مقررات کشور (مثلاً در ادغام و تملیک، یا طبقه‌بندی Seniority دیون)، که مدیریت فرصت را با چالش مواجه می‌کند - محدودیت دسترسی به بهترین تجارب بین‌المللی حقوق کسب‌وکار، که ابزارها و روش‌های محدودی را در اختیار تصمیم‌گیران قرار می‌دهد - مسائل عمومی حوزه محیط کسب‌وکار در ارتباط با بیمه، تامین اجتماعی، مالیات و ...، که ریسک‌های سرمایه‌گذاری خصوصی را افزایش می‌دهد - ساختار مالکیت و مدیریت دولتی و شبه‌دولتی، که پیچیدگی‌های حقوقی و قراردادی را در حوزه‌های نوآوری مضاعف می‌سازد	- محدودیت‌های قوانین و مقررات کشور (مثلاً در ادغام و تملیک، یا طبقه‌بندی Seniority دیون)، که مدیریت فرصت را با چالش مواجه می‌کند - محدودیت دسترسی به بهترین تجارب بین‌المللی حقوق کسب‌وکار، که ابزارها و روش‌های محدودی را در اختیار تصمیم‌گیران قرار می‌دهد - مسائل عمومی حوزه محیط کسب‌وکار در ارتباط با بیمه، تامین اجتماعی، مالیات و ...، که ریسک‌های سرمایه‌گذاری خصوصی را افزایش می‌دهد - ساختار مالکیت و مدیریت دولتی و شبه‌دولتی، که پیچیدگی‌های حقوقی و قراردادی را در حوزه‌های نوآوری مضاعف می‌سازد
محیط کسب‌وکار	- عدم قطعیت‌های ناشی از تحریم و نوسانات نرخ ارز، که بر سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و غیرنقدشونده ریسک مضاعفی تحمیل می‌کند - توسعه‌نیافتگی در حوزه ابزارهای مالی، ادغام و تملیک و عرضه اولیه، که امکان اهرم‌سازی، خروج و تامین مالی را کاهش می‌دهد - محدودیت در ارتباطات بین‌المللی، که توسعه بازار، جذب منابع مالی و جذب و رسوب فناوری و دانش را محدود می‌سازد - ترکیب نظام ناکارآمد یارانه و محدودیت سرمایه‌گذاری، که حضور در بسیاری از حوزه‌های صنعت را غیراقتصادی می‌کند	- عدم قطعیت‌های ناشی از تحریم و نوسانات نرخ ارز، که بر سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و غیرنقدشونده ریسک مضاعفی تحمیل می‌کند - توسعه‌نیافتگی در حوزه ابزارهای مالی، ادغام و تملیک و عرضه اولیه، که امکان اهرم‌سازی، خروج و تامین مالی را کاهش می‌دهد - محدودیت در ارتباطات بین‌المللی، که توسعه بازار، جذب منابع مالی و جذب و رسوب فناوری و دانش را محدود می‌سازد - ترکیب نظام ناکارآمد یارانه و محدودیت سرمایه‌گذاری، که حضور در بسیاری از حوزه‌های صنعت را غیراقتصادی می‌کند
اقتصادی		

منبع: نظر خبرگان، یافته‌های نگارنده

عدم توفیق: عوامل داخلی

- منظور از عوامل داخلی تصمیم‌هایی است که در سطح بنگاه در حوزه استراتژی و مدل عملیاتی (شامل فرایند، ساختار و منابع انسانی) اتخاذ می‌شود و در نتیجه امکان تاثیرگذاری بر آنها وجود دارد.
- عمده عوامل فوق‌الذکر بین بازیگران خدمات مالی و انرژی متفاوت بوده و به نظر می‌رسد ریشه تفاوت در عملکرد (باوجود ناکامی نسبی هر دو صنعت در حوزه سرمایه‌گذاری خصوصی) را باید در این عوامل یافت.

انرژی	خدمات مالی	حوزه
- توفیق اندک در شکل‌دهی مشارکت به ویژه در تامین مالی و خروج - محدودیت چشم‌انداز حضور در صنایع و بازارهای هدف ذیل حوزه انرژی - طراحی ناکافی در حوزه‌های بهینه‌سازی شرکت و خروج از فرصت‌ها - دسترسی محدود به بهترین تجارب حوزه تحقیق و توسعه و مطالعات بازار	- آشنایی محدود یا کم‌عمق با روندها، بازیگران و تحولات صنعت انرژی - عدم توفیق در شکل‌دهی مشارکت با نهادهای صنعتی حوزه انرژی - طراحی محدود ابتکارات استراتژیک منجر به خلق فرصت‌های کسب‌وکار - دسترسی محدود به بهترین تجارب حوزه تحقیق و توسعه و مطالعات بازار	استراتژی
- ناکارآمدی فرایندهای کلیدی از قبیل «حکمرانی شرکتی» - عدم توفیق در شکل‌دهی ترکیبی متوازن از استعدادهای صنایع مالی و انرژی - ضعف ساختاری در حوزه‌هایی از قبیل ساختار سازمانی و شرح وظایف - تجربه محدود سرمایه‌گذاری خصوصی (در مقایسه با حوزه IT و دیجیتال)	- ناکارآمدی فرایندهای کلیدی از قبیل «مدیریت فرصت» و «مدیریت عملکرد» - عدم توفیق در شکل‌دهی ترکیبی متوازن از استعدادهای صنایع مالی و انرژی - ضعف ساختاری در حوزه‌هایی از قبیل ساختار سازمانی و شرح وظایف - تجربه محدود بنگاهداری (در مقایسه با پیشینه قابل توجه حضور در بورس)	مدل عملیاتی

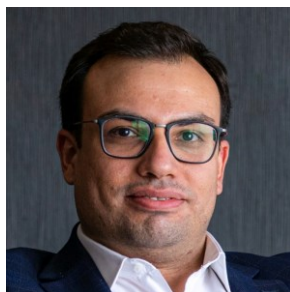
داخلی

منبع: نظر خبرگان، یافته‌های نگارنده

استراتژی‌ها: تطابق و تحول

- **خارجی:** عمده چالش‌های مطروحه فراتر از توان تاثیرگذاری قابل توجه یک شرکت فعال در حوزه سرمایه‌گذاری خصوصی به نظر می‌رسد. از آنجا که نوشتار حاضر بر شرکت‌ها (و نه سیاست‌گذاری عمومی) تمرکز دارد، راهکارهای این حوزه بیشتر از جنس **تطابق** و دارای اثر موقت و محدود هستند. به عنوان مثال می‌توان به راهکارهای ذیل اشاره کرد:
- **حقوقی:** استفاده از Jurisdiction های بین‌المللی در طراحی ساختار حقوقی، و ترکیب آن با ابزارهای داخلی موجود از قبیل سهام ممتاز و تفاهم‌نامه شرکاء
- **اقتصادی:** شکل‌دهی ترکیبی از بازیگران استراتژیک مالی و انرژی برای مدیریت مشترک فرصت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان General Partner
- **داخلی:** چالش‌های داخلی بیشتر معطوف به طراحی (Design) نامناسب استراتژی و مدل عملیاتی نهاد متولی است. باتوجه به اینکه عمده نهادهای متولی سرمایه‌گذاری خصوصی در انرژی نوپا هستند، این مقوله دور از ذهن نیست و در عین حال می‌توان با حداقل تلاش (در مقایسه با نهادهای بالغ با بیش از یک دهه سابقه) آنها را متحول ساخت. لذا راهکارهای این حوزه بیشتر از جنس **تحول** و از جمله به شرح ذیل هستند:
- **استراتژی:** بازطراحی استراتژی با استفاده از درس‌آموخته‌های گذشته، انتخاب حوزه‌های هدف سرمایه‌گذاری و شکل‌دهی مشارکت مالی و انرژی
- **مدل عملیاتی:** به‌کارگیری تجارب بین‌المللی در جذب، توسعه و نگهداشت استعدادها با لحاظ فصل مشترک این مقوله با فرایندهای حکمرانی شرکتی

منبع: یافته‌های نگارنده



- تخصص: استراتژی، سرمایه‌گذاری و M&A (عمدتاً در صنعت انرژی)
- لینکدین: <https://www.linkedin.com/in/ramin-forouzandeh/>
- ایمیل: raaminf@gmail.com