

## بررسی تطبیقی ابزار سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی (IVC)<sup>۱</sup> با دیگر ابزارهای مشابه در بازارهای اسلامی و غیراسلامی

دکتر محمد مهدی عسکری\* و امید میرچولی\*\*

تاریخ دریافت: ۱۸ اردیبهشت ۱۳۹۰ تاریخ پذیرش: ۲۶ بهمن ۱۳۹۰

هنگامی که بازارهای مالی در اقتصاد کنونی برای تأمین مالی با تکنوهای روبرو هستند، رویکرد استفاده از ابزارهای جدید تأمین مالی می‌تواند کمک شایانی به اقتصاد طرح‌ها و پروژه‌ها نماید. در این میان، سرمایه‌گذاری در طرح‌های پرمخاطره با موانع بیشتری روبرو است؛ به طوری که ساختارهای حمایتی از این گونه طرح‌ها نیز ضعیف است. در این شرایط ایجاد سازوکار حمایتی منطبق با اصول و مبانی اسلامی در کشورهای اسلامی نیز یکی دیگر از اقداماتی است که بایستی در عقد قراردادهای سرمایه‌گذاری روی طرح‌ها و پروژه‌های پرمخاطره لحاظ گردد. همین امر بر رعایت استانداردهای بیشتر در این گونه قراردادهای می‌افزاید. در این میان شرکت‌ها و سازمان‌های گوناگونی در دنیا روی سرمایه‌گذاری پرمخاطره با رویکرد اسلامی متمرکز شده‌اند که توانسته‌اند ساختارهای جدیدی را نیز عرضه نمایند. این مقاله به بررسی تطبیقی این موضوع از دو دیدگاه روند جاری در دنیا و کشورهای اسلامی می‌پردازد.

واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی، صندوق سرمایه‌گذاری.

طبقه‌بندی JEL: D92, G3.

### ۱. مقدمه

صنعت خدمات مالی اسلامی (IFSI)<sup>۱</sup> به‌طور گسترده‌ای در سطح منطقه و بین‌المللی در حال رشد است. کشورهای بحرین و مالزی در این زمینه پیش‌قدم بودند و کشورهای زیادی در حال تجدید

1. Islamic Venture Capital

m.askari@isu.ac.ir

mirchooli@isu.ac.ir

\* دانشیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد دانشگاه امام صادق (ع)

\*\* کارشناس ارشد رشته معارف اسلامی و اقتصاد دانشگاه امام صادق (ع)

ساختارهای قانونی برای توسعه فعالیت‌های مالی خود در این بخش هستند. همچنین کشورهای مالزی و اندونزی طرح‌های بلندمدتی برای حضور پر قدرت در این صنعت، طراحی و برنامه‌ریزی کرده‌اند.

به دلیل تلاش‌های پیگیرانه و همه‌جانبه که توسط کشورهای اسلامی عضو بانک توسعه اسلامی به صورت استراتژیک انجام شد، می‌توان چشم‌انداز مناسبی از این صنعت را تصور کرد و این امر به افزایش بهره‌وری و کارایی ابزارهای مالی ایجاد شده در بازارهای جهانی و توسعه فعالیت‌های اقتصادی و ایجاد فرصت‌های بیشتری برای نسل‌های آینده منجر خواهد شد.<sup>۲</sup>

توسعه خدمات مالی اسلامی، یکی از سه استراتژی مهم گروه بانک توسعه اسلامی<sup>۳</sup> است. ساختار استراتژیک طراحی شده برای مرکز تحقیقات اسلامی این بانک (IRTI)<sup>۴</sup> به گونه‌ای است که در راستای برنامه‌هایی مناسب برای توسعه خدمات مالی اسلامی پیگیری می‌شود و به بررسی درستی خدمات مالی اسلامی نیز می‌پردازد. از این رو، فعالیت‌های مشترکی بین بانک توسعه اسلامی و اعضای کشورهای اسلامی برای ایجاد خدمات مالی اسلامی انجام شده است که این فعالیت‌ها بیشتر در راستای توسعه این گونه خدمات و طراحی اولیه برای افزایش کارایی و رقابت‌پذیری و درستی خدمات مالی اسلامی در محیط‌های جهانی است.<sup>۵</sup>

با توجه به حجم سرمایه‌گذاری‌های انجام شده در دنیا و به ویژه نگرش اسلامی به سرمایه‌گذاری پرمخاطره می‌توان آینده رو به رشدی را برای این صنعت تصور کرد. به گونه‌ای که کشورهای اسلامی در حال توسعه از جمله ایران نیاز بسیاری به سرمایه‌گذاری در طرح‌ها و پروژه‌های داخلی دارند و در این میان ساختار اسلامی آنها باید رعایت شود. از سوی دیگر متوسط بازدهی مناسب این گونه سرمایه‌گذاری‌ها نسبت به انواع سرمایه‌گذاری‌های دیگر در دنیا، برخی مؤسسات مالی کشورهای غیراسلامی مانند انگلیس را به بازار سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره اسلامی کشانده است. این موضوع نیز بر وجود آینده درخشان در این صنعت دلالت دارد.

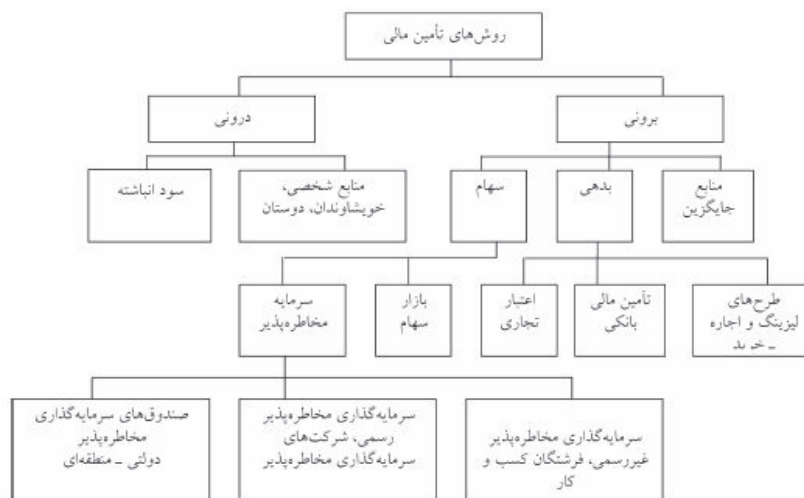
این مقاله تلاش می‌کند به مقایسه بخشی از سرمایه‌گذاری پرمخاطره در کشورهای دنیا و میزان شباهت و انطباق آن با انواع سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره اسلامی بپردازد. از این رو در ابتدا تعریف و تاریخچه و مطالب مرتبط با سرمایه‌گذاری پرمخاطره آورده شده و در ادامه آن با ارائه

1. Islamic Financial Services Industry
2. Obaidullah, Mohammed (2007)
3. Islamic Development Bank Group
4. Islamic Research and Training Institute
5. Obaidullah, Mohammed (2007)

## بررسی تطبیقی ابزار سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی ... ۱۳۷

جدول‌هایی میزان انطباق با انواع سرمایه‌گذاری پرمخاطره را در دنیا مورد بررسی و کنکاش قرار می‌دهد.

برای شفاف شدن روش‌های تأمین مالی و جایگاه سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره می‌توان به نمودار ۱ اشاره نمود:



نمودار ۱. روش‌های تأمین مالی

مأخذ: استیری، روح‌اله و بنیامین، مشیری (۱۳۸۸)، ص. ۲۰

## ۲. سرمایه‌گذاری پرمخاطره

سرمایه‌گذاری پرمخاطره (VC)<sup>۱</sup> اشاره به مقدار سرمایه خالص<sup>۲</sup> از عده‌ای شرکاء دارد که زیر نظر مدیریت حرفه‌ای قرار می‌گیرد. هرگاه برای این نوع صندوق بودجه اختصاصی<sup>۳</sup> فراهم شود، باید فرصت‌های مطلوب سرمایه‌گذاری شناسایی و معاملات مورد نظر سازماندهی شده و در نهایت با مدیریت حرفه‌ای شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بازده چشمگیری برای سهام‌داران منظور شود.

این سرمایه‌ها در حقیقت دارایی خالص و خصوصی شرکاء هستند که از راه قرض و یا وام اضطراری<sup>۴</sup> حاصل نشده و به منظور سرمایه‌گذاری مشترک به صورت یک صندوق با ویژگی

1. Venture Capital
2. Equity
3. VC Fund
4. Distressed Loans

مشارکت بلندمدت و برای زمان محدود (برای نمونه ۱۰ سال) ایجاد می‌گردد. در این نوع از مشارکت‌ها معمولاً سرمایه‌گذاری پرمخاطره برای تضمین موفقیت سرمایه‌گذاری‌ها، نقش فعالانه‌ای را در بخش‌های مختلف مدیریت و سرپرستی شرکت‌های مورد معامله صندوق مانند تصمیم‌گیری‌های مالی و عضویت در هیئت مدیره آنها ایفا می‌کنند. پس از به‌دست آوردن اهداف سرمایه‌گذاری مانند خلق ارزش بیشتر، چنان‌که از قبل میان سرمایه‌گذاران و مدیریت سرمایه‌گذاری پرمخاطره توافق شده باشد، شرکت‌ها با بودجه اختصاصی و یک راهبرد مشخص خروج<sup>۱</sup> مانند IPO<sup>۲</sup>، یک به یک تسویه حساب شده و در نهایت سرمایه اولیه و سود حاصل از آن را به شرکاء باز می‌گردانند. سرمایه پرمخاطره و جوهی است که همراه با سرمایه‌گذاری مدیران در شرکت‌های جوانی سرمایه‌گذاری می‌شود که رشد سریع دارند و به‌طور بالقوه می‌توانند به واحدهای اقتصادی مهم تبدیل شوند. «سرمایه پرمخاطره» منبع سرمایه‌ای برای شرکت‌هایی<sup>۳</sup> است که تازه کار خود را شروع می‌کنند.

مؤسسات حرفه‌ای سرمایه‌گذاری پرمخاطره، بیشتر شرکت‌های تضامنی خصوصی یا شرکت‌های سهامی خاص محدود به تعداد کمی افراد است که نیازهای مالی خود را از منابع خصوصی یا عمومی (سهامی خاص) زیر تأمین می‌کنند:

- صندوق‌های بازنشستگی
- صندوق‌های وقفی<sup>۴</sup>
- بنیادها
- شرکت‌های سهامی مختلف
- افراد ثروتمند
- سرمایه‌گذاران طرح‌های پرمخاطره<sup>۵</sup>

گفته می‌شود که اولین مورد سرمایه‌گذاری پرمخاطره توسط مارکوس کراسوس<sup>۶</sup> یکی از ثروتمندترین مردان زمان ژولیوس سزار<sup>۷</sup> در رم در یک سال قبل از میلاد مسیح و برای تأمین مالی

---

1. Exit Strategy  
 2. Initial Public Offering  
 3. Start-up Companies  
 4. Endowment Funds  
 5. Venture Capitalist  
 6. Marcus Crassus  
 7. Julius Caesar

## بررسی تطبیقی ابزار سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی ... ۱۳۹

یک آتش‌نشانی خصوصی صورت گرفت. در اوایل قرن پانزدهم میلادی فردیناند و ایزابلا<sup>۱</sup>، پادشاه و ملکه اسپانیا، سفر کریستف کلمب<sup>۲</sup> را به دنیای جدید (قاره آمریکا) پشتیبانی مالی کردند که این نیز از قدیمی‌ترین موارد سرمایه‌گذاری پرمخاطره شناخته می‌شود. نقشه کریستف کلمب برای عزیمت به طرف غرب به جای مسیر سنتی شرق از نظر پادشاه پرتغال بسیار پرخطر آمده و حاضر به سرمایه‌گذاری روی این اکتشاف نشد. تصمیم ملکه ایزابلا برای تأمین مالی یک پروژه پرمخاطره و یک ایده جدید به عنوان اولین قرارداد سرمایه‌گذاری پرمخاطره ثبت شده است. اما در اواخر قرن نوزدهم و اوایل قرن بیستم بود که خانواده‌های ثروتمند آمریکایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرمخاطره را به‌طور رسمی تأسیس کردند که برای نمونه می‌توان از JHWhitney Company توسط خانواده وایتنی<sup>۳</sup> و صندوق مؤسسه ونروک<sup>۴</sup> توسط خانواده راکفلر<sup>۵</sup> و صندوق Bessemen Venture Partners توسط خانواده فیپس<sup>۶</sup> نام برد. در سال ۱۹۴۶ میلادی، سال بعد از جنگ جهانی دوم دوران جدید سرمایه‌گذاری پرمخاطره‌ها با تأسیس American Research and Development Corp آغاز شد. این صندوق اولین صندوق سهامی متمرکز در سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره در سهام غیرقابل فروش کمپانی‌های نوپا بود.<sup>۷</sup> این شرکت توسط پروفیسور جورج دوریت<sup>۸</sup> از دانشگاه هاروارد و کارل کامتن<sup>۹</sup> رئیس دانشگاه MIT، به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های فناوری که توسط این دو مؤسسه برای امور جنگ جهانی دوم به کار گرفته شده بودند، پرداخت. یکی از تاریخی‌ترین سرمایه‌گذاری‌های دنیای سرمایه‌گذاری توسط این شرکت در کمپانی Digital Equipment انجام گرفت که در نهایت سرمایه اولیه ۷۰ هزار دلاری را به ۳۵۵ میلیون دلار (به عبارتی ۱۰۱٪ سود متوسط سالانه در طول مدت سرمایه‌گذاری) تبدیل کرد.

در میانه دهه ۱۹۵۰ دولت آمریکا نیاز به سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره و حمایت از شرکت‌های سرمایه‌گذاری کوچک که مایل به وارد شدن در این حیطه بودند را احساس نمود و برنامه‌هایی برای تشویق این نوع شرکت‌ها تدوین کرد.

1. Ferdinan and Isabella
2. Christopher Columbus
3. Whitney
4. VenRock Associates
5. Rockefeller
6. Phipp
7. <http://khanifinance.persianblog.ir/post/17>
8. Georges Doriot
9. Karl Compton

در سال ۱۹۵۸ شرکت سرمایه‌گذاری پرمخاطره با مسئولیت محدود، ساختار شرکت‌های با مسئولیت محدود را داشت. در این گونه شرکت‌ها، مسئولیت شرکاء فقط به میزان سرمایه‌گذاری آنها است و سرمایه‌گذاران و شرکاء، بیشتر و یا تمامی سرمایه لازم آن را تهیه می‌نمایند.<sup>۱</sup> در نهایت نهایت در سال ۱۹۷۹ وزارت کار ایالات متحده آمریکا قانونی را تصویب کرد که اجازه سرمایه‌گذاری تمامی ارگان‌ها از جمله صندوق‌های بازنشستگی<sup>۲</sup> در سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره را قانونی دانست و امروزه صندوق‌های بازنشستگی از سرمایه‌گذاران بزرگ سرمایه‌گذاری پرمخاطره‌ها محسوب می‌شوند.

دهه ۱۹۸۰ را می‌توان یکی از پربارترین دوره‌های شکوفایی صنعت سرمایه‌گذاری پرمخاطره دانست که در طی آن منابع اصلی سرمایه‌گذاری‌ها که در گذشته افراد و خانواده‌های ثروتمند آنها را تشکیل می‌دادند، به صندوق‌های عمومی از جمله صندوق‌های بیمه و بازنشستگی تبدیل شد؛ به طوری که امروزه این صندوق‌ها از سرمایه‌گذاران بزرگ سرمایه‌گذاری پرمخاطره‌ها محسوب می‌شوند. سهولت امکان سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌ها، گروه‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرمخاطره، باعث افزایش رقابت در سرمایه‌گذاری‌ها و در نتیجه پایین آمدن سود سرمایه گردید. در سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۴ صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرمخاطره رشد بسیار چشمگیری داشته‌اند و دامنه سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها شامل تمامی صنایع نوین به ویژه صنایع کلیدی نظیر ICT و زیست فناوری شده است و تمامی شرکت‌هایی که بر پایه فناوری و دانش‌مداری<sup>۳</sup> پایه‌گذاری شده‌اند را دربر می‌گیرد. آمار موجود در آمریکا نشان می‌دهد که وجوه متوسط گردآوری شده برای سرمایه‌گذاری در نیمه سال ۲۰۰۰ روزانه معادل ۲۰۴ میلیون دلار و برای کاربرد ۱۶ شرکت هر یک به میزان ۱۲/۷۵ میلیون دلار در روز بوده است.

با اینکه نقش سرمایه‌گذاری پرمخاطره‌ها به ویژه در بازار آمریکا کوچک جلوه کرده است و بیشتر شرکت‌ها سرمایه اولیه خود را از افراد ثروتمند<sup>۴</sup> تأمین می‌کنند، اما باید خاطر نشان کرد که شرکت‌هایی مانند Hotmail، Intel، Computer، Apple، Compaq و Microsoft همه در آغاز از کمک‌های سرمایه‌گذاری پرمخاطره برخوردار بوده‌اند.

1. <http://khanifinance.persianblog.ir/post/17>

2. Pension Fund

3. Knowledge Base Company

4. Angel Investors

از لحاظ تاریخی، مفهوم سرمایه‌گذاری پرمخاطره در اسلام با ساختار مضاربه شروع شد که شکلی از مشارکت است و توسط تاجران عرب استفاده می‌شد. سپس این ساختار توسط حاکمان شرع در قوانین اسلامی گنجانده شده است. همزمان با نفوذ اسلام در سراسر دنیا، این گونه ابزارها نیز توسط تاجران مسلمان تا اواخر قرن ۱۹ در دنیا معرفی شد و مورد استفاده قرار گرفت. تا اینکه در قرن دهم هجری موضوع مضاربه توسط ایتالیایی‌ها به اروپا معرفی شد و به سرعت در تمام اروپا گسترش یافت. اگرچه موضوع مشارکت با استفاده از ابزار مضاربه در جوامع اسلامی چندان توسعه نیافته است، ولی این ابزار به صورت گسترده‌ای برای کارآفرینان دیگر کشورها برای تأمین مالی طرح‌هایشان مورد استفاده قرار گرفت. در سه دهه اخیر، انقلاب شگرفی در نگرش و کاربردهای این ابزار در بانک‌های مدرن اسلامی رخ داده است که منجر به توسعه آن شده است. با توجه به قانون عملیات بانکی بدون ربا و نمونه‌های بسیار در اسلام، پول به عنوان کالا مورد استفاده و مبادله قرار نمی‌گیرد و بلکه به عنوان یک واسطه مبادله و یا ذخیره‌کننده ارزش مورد استفاده قرار می‌گیرد. بنابراین پول در پروژه‌ها و یا طرح‌هایی سرمایه‌گذاری می‌شود که از اول دارای سود بوده و سود آنها ناشی از عملیاتی است که در آن طرح انجام شده است. روشن است که این همان چیزی است که مالیه اسلامی بر آن تأکید کرده است و برای تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی واقعی به کار برده می‌شود. بازدهی بایستی از فعالیت‌های انجام شده در آن و مشارکت شریک‌ها در طرح کسب و کار و ریسک‌های آن به دست آید و نه از محل قرض دادن میزان سرمایه‌گذاری در این گونه طرح‌ها.

### ۳. سهم سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی در جهان و گسترش جغرافیایی در بازارهای مالی

آمار و اطلاعات قابل اتکایی از حجم و اندازه بازار مالی اسلامی در دسترس نیست، اما آنچه تردید ندارد این است که توسعه آن در دنیا با رشد زیادی شروع شده است و توجه و نظرات زیادی به این سمت کشیده شده است. پیش‌بینی می‌شود که رشد سالیانه بازار مالی اسلامی حدود ۱۰ تا ۱۵ درصد در چند سال اخیر بوده و ارزش آن بین ۲۰۰ تا ۵۰۰ میلیارد دلار است.<sup>۱</sup> شاید کشورهای بحرین و مالزی جزء اولین کشورهایی باشند که در زمینه جهانی شدن مالیه اسلامی نقش بسزایی ایفا نمودند و در حقیقت مؤسسه پولی بحرین و بانک مرکزی مالزی به عنوان رهبران این موضوع

1. Sir Howard Davies (2002), pp. 101-108

پیش‌قدم بودند. در کشورهای دیگر به ویژه کشور انگلیس، موضوع‌های مالیه اسلامی به‌طور جدی در حال توسعه و پیشرفت است. بانک HSBC و مرکز مبادلات فلزات لندن<sup>۱</sup> در این زمینه فعالیت‌هایی با بانک‌های اسلامی انجام داده و یا نوعی از قراردادها بر پایه موازین اسلامی برای متقاضیان ایجاد نموده‌اند. اهمیت این موضوع زمانی روشن می‌شود که حدود ۲ میلیون مسلمان در کشور انگلیس زندگی می‌کنند و حجم مبادلات آنان بالغ بر ۱ میلیارد دلار در سال است که این میزان بدون در نظر گرفتن مسلمانانی است که از این کشور بازدید می‌کنند. البته ساختارهای مالی متناسب با موازین اسلامی نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد.

مالیه اسلامی دارای پتانسیل بالایی است که پیش‌بینی می‌شود حجم بازار آن از ۱ تریلیون دلار در اواخر سال ۲۰۰۹ به ۱/۶ تریلیون دلار در سال ۲۰۱۲ برسد. بانکداری اسلامی که ۷۵ درصد از حجم خدمات مالی اسلامی را به خود اختصاص داده است، در میان بحران‌های اخیر مالی توجه بسیاری را به خود جلب نموده است.<sup>۲</sup> با وجود اینکه بحران مالی، بسیاری از مؤسسات و بانک‌های مالی غربی را زمین‌گیر کرد اما بانک‌های اسلامی به رشد خود به‌طور پیوسته ادامه دادند (۳۳ درصد در سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۰۸ بر پایه دارایی). هر چند که بانک‌های کشورهای عضو گروه همکاری خلیج فارس به دلیل اینکه دارایی آنها بیشتر در زمینه املاک و مستغلات بوده، بیشتر تحت تأثیر نوسانات آن در خاورمیانه بوده تا بانک‌های اسلامی در آسیا اما در مجموع نسبت به بانک‌های کشورهای غربی از وضعیت بهتری برخوردار هستند و رشد مورد انتظار برای بانک‌های اسلامی دارای جذابیت، به ویژه در حوزه بانکداری خرده‌فروشی است. با توجه به گسترش جغرافیایی این گونه خدمات، می‌توان فهمید که الزاماً توسط کشورهای اسلامی توسعه نیافته و در بیشتر موارد در کشورهایمانند فرانسه، چین و ... گسترش یافته است. در بعد بازارهای مالی نیز، ابزار صکوک توسعه فراوانی یافته به‌طوری که میزان به‌کارگیری صکوک و حجم آن در بازارهای مالی اسلامی در هفت ماهه نخست سال ۲۰۱۰ معادل میزان آن در کل سال ۲۰۰۹ بوده است. یکی از دلایل آن به دلیل سخت‌تر شدن شرایط اعطای وام در شرایطی است که بازارهای جهانی با بحران‌های مالی روبرو هستند و به همین دلیل حرکت به سمت بازار صکوک رونق گرفته است. هر چند که در تعیین مکانیزم‌ها و ساختار ابزارهای صکوک نیز به دلیل پیچیدگی‌های موجود در استنباط و استخراج مبانی آن از شریعت با مشکلات زیادی روبرو است و از طرفی اوضاع حاکم بر

1. London Metal Exchange

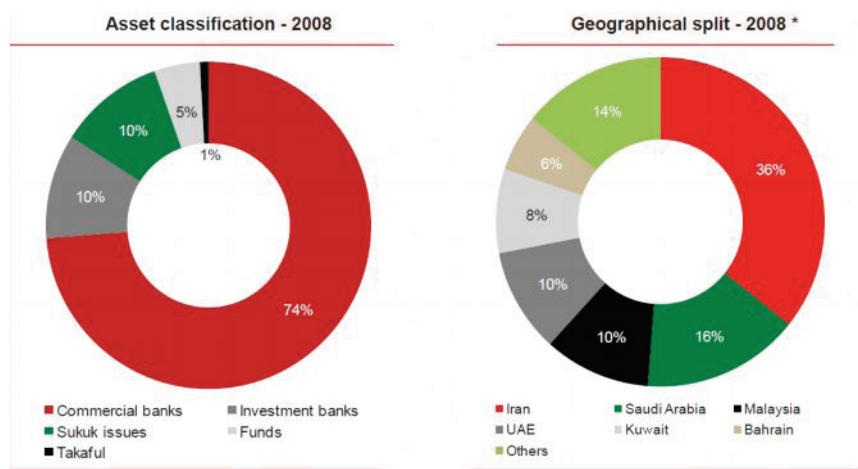
2. Red Money Research-Gaining Global Traction (2010)



### بررسی تطبیقی ابزار سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی ... ۱۴۳

رکود بازارهای املاک و مستغلات در کشورهای عضو همکاری خلیج فارس به ویژه امارات متحده عربی این امر را تشدید کرده است ولی باز هم نسبت به مناطق دیگر دنیا از وضعیت بهتری برخوردار است.

برآورد مؤسسه S&P نشان می‌دهد که دارایی‌های بازار جهانی مالی اسلامی در سال ۲۰۰۸ حدود ۹۵۱ میلیارد دلار تخمین زده شده که با رشدی معادل ۳۱/۶ درصد (CAGR) برای سال‌های بعد، حجم بازار به بیش از ۱ تریلیون در سال ۲۰۱۰ رسید.



نمودار ۲. دسته‌بندی جغرافیایی - ۲۰۰۸  
نمودار ۳. طبقه‌بندی از لحاظ انواع دارایی - ۲۰۰۸

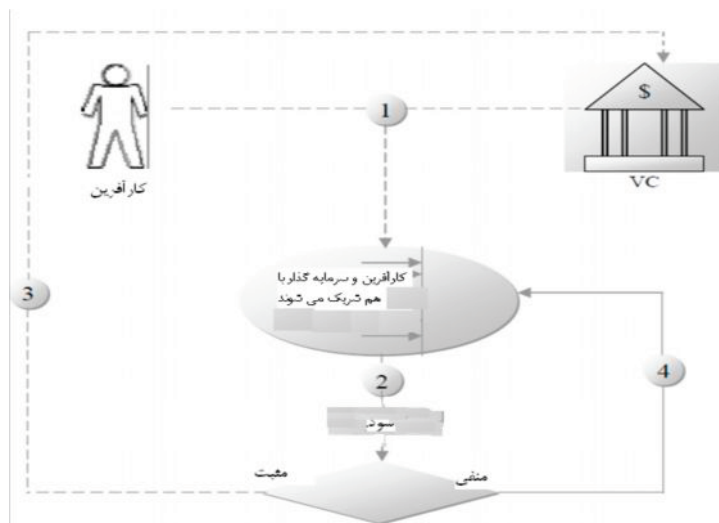
\* محدوده‌های جغرافیایی شامل ابزار صکوک و بانک‌های سرمایه‌گذاری نمی‌شود.

مأخذ: IFSL

همان‌گونه که نمودارهای ۲ و ۳ نشان می‌دهند، بیشتر فعالیت بانک‌ها و مؤسسات مالی در کشورهای اسلامی حدود ۲۰ درصد را به‌طور مستقیم به بازارهای مالی اسلامی اختصاص داده‌اند که کشورهای عضو همکاری خلیج فارس به همراه ایران بیشترین سهم را دارا هستند. هر چند فعالیت‌های دیگر مؤسسات مالی اسلامی و بانک‌ها در فعالیت‌های تجاری و ارائه خدمات مالی نیز براساس موازین و مقررات اسلامی انجام می‌شود، می‌تواند تمام آن را شامل شود. همچنین برای سال‌های آتی پیش‌بینی می‌شود که رشد دارایی بانک‌های سرمایه‌گذاری در حوزه خدمات مالی اسلامی، سالیانه در حدود ۱۶ درصد باشد. این در حالی است که در سال ۲۰۰۹ بیش از ۴۳۰ بانک اسلامی و مؤسسه خدمات مالی اسلامی به ثبت رسیده است.

#### ۴. ساختار کلی سرمایه‌گذاری پرمخاطره

ساختاری که در نمودار ۴ نشان داده شده است، می‌تواند برای طیف گسترده‌ای از مکانیسم‌های اوراق قرضه از قبیل ابزارهای سرمایه‌گذاری پرمخاطره کلاسیک مورد استفاده قرار بگیرد. ابزار سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی نیز همانند ساختار سهام معمولی و یا اولیه خریداری می‌گردد که می‌تواند جایگزینی برای انواع اوراق قرضه باشد. علت اینکه به این گونه ابزارهای مالی، وجهه اسلامی داده‌اند این است که سودهای مختلفی قابل پیش‌بینی و تشخیص بوده و هیچ‌کدام از سرمایه‌گذاران در زمان فروش و یا تأمین نقدینگی مورد نیاز بر دیگری برتری ندارد.



نمودار ۴. شکل کلی ترسیم فرآیند سرمایه‌گذاری پرمخاطره

مأخذ: Obaidullah, Mohammed, 2007, Islamic Financial Services Industry Development, IERC, p70

مراحل پیچیده‌ای در سرمایه‌گذاری پرمخاطره وجود دارد، اما برای قابل فهم شدن می‌توان مراحل آن را به صورت زیر بیان کرد:

۱. پیدا کردن شرکت و نهادهای علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ریسک بالا
۲. ارائه گزارشی جامع شامل امکان‌سنجی، طرح ارزیابی کسب و کار مورد نظر، خلاصه مدیریتی، محاسبات تأمین مالی طرح و جزئیات دیگر به سرمایه‌گذار

۳. بررسی اطلاعات به‌دست آمده برای ارزیابی شرکت مورد نظر توسط سرمایه‌گذار از ابعاد فنی طرح، بازار، توسعه کسب و کار و قوانین و مقررات مرتبط
۴. سرمایه‌گذار تأیید صلاحیت نموده و دیگران نیز پیروی می‌نمایند.
۵. مواردی همچون ارزش‌گذاری شرکت، اندازه صنعت، میزان سرمایه‌گذاری، سهم سرمایه‌گذار بررسی می‌شود.

این فرآیند چندین بار تکرار می‌شود تا اینکه میزان سود مشخص شده در طرح به‌دست آید و یا اینکه ارزش سرمایه باقی‌مانده کمتر از هزینه‌های طرح برای ادامه آن باشد. سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر با توجه به میزان ریسک‌پذیری و جوه گردآوری شده به صورت زیر تشکیل می‌گردد:

- تنوع شرکت‌ها: در حدود ۱۵ تا ۲۰ شرکت کارآفرین تکنولوژیکی
- مراحل مختلف حیات شرکت کارآفرین تکنولوژیکی
- نوع فناوری: فناوری اطلاعات، زیست فناوری، نانو فناوری و ...
- سطح نوآوری: تدریجی، ماجولار، ساختاری و رادیکال (انقلابی)
- تنوع جغرافیایی: شهری، استانی، کشوری، منطقه‌ای، قاره‌ای و جهانی

این روابط در نمودار ۵ نشان داده شده است.<sup>۱</sup>

از دیدگاه کلی، ساختار معاملات سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را در دسته‌بندی‌های زیر

می‌گنجانیم:<sup>۲</sup>

- طرفین معامله و قرارداد در سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر شامل نوع سرمایه‌گذاری
- اندازه و شرایط انجام سرمایه‌گذاری از دید سرمایه‌گذاران و ملاحظات مالی، اقتصادی در فرصت‌های سرمایه‌گذاری
- ارکان قراردادها و موافقت‌نامه‌های مورد استفاده در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر
- آشنایی با روش‌های مدیریت حرفه‌ای و چرخه تأمین مالی و گردش نقدینگی و خروج از فرصت‌های سرمایه‌گذاری

۱. طالبی، محمد (۱۳۸۶)، ص. ۱۹.

۲. رستمی، محمد و مسعود صفاری (۱۳۸۸)، ص. ۳.



نمودار ۵. رابطه گردآوردندگان وجوه و سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری

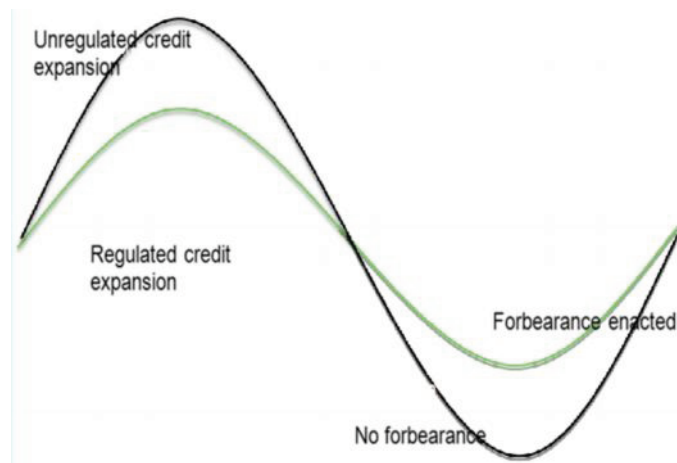
مأخذ: طالبی، محمد، رحیمی، امیرمحمد و محسن، محمدی (اردیبهشت ۱۳۸۸)، ص. ۱۹

### ۵. ویژگی‌های مالی اسلامی

همان‌گونه که از اصول و مبانی استخراج شده اسلام درباره مسائل مالی و تجاری برمی‌آید، به ویژگی‌های مالی اسلامی توجه شده که در این باره مقالات بسیاری نیز منتشر شده است.

- در مالیه اسلامی ریسک صفر وجود ندارد.
- میزان بدهی‌ها با میزان دارایی‌ها همخوان است.
- تأمین مالی با مبادلات واقعی ارتباط دارد.
- اقتصاد واقعی دارای ریسک کمتری نسبت به بازارهای مالی است و تأمین مالی اسلامی نیز از تأمین مالی طرح‌ها به‌طور متداول کم‌ریسک‌تر است.<sup>۱</sup>

1. Sami Al-Suwailem (2009), pp. 26-34



نمودار ۶.

مأخذ: Al-Suwailem, Sami, February 2009, Global Financial Crisis: Causes and Remedies, IRTI, IDB, P29.

همان‌گونه که در نمودار ۶ مشاهده می‌شود افزایش نامنظم بدهی‌ها و اعتبارات در تأمین مالی اسلامی (نمودار کم‌رننگ) به مراتب کمتر از حالت متداول (نمودار پررننگ) آن است و به همین میزان از میزان ریسک آن کاسته شده است.

مالیه اسلامی که براساس اصول و مبانی فقهی شریعت بنا گذاشته شده دارای قدمت طولانی به اندازه حیات اسلام از زمان پیامبر اسلام است که در هر مقطع متناسب با نیازهای روز آن زمان مورد کنکاش و واکاوی مسائل مرتبط با تجارت و اقتصاد قرار گرفته است. یکی از مهم‌ترین مسائلی که در حوزه مسائل مالی اسلامی مورد تأکید است، موضوع چگونگی ورود سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصادی است که تاکنون اندیشمندان این حوزه توانسته‌اند ابزارهایی تعریف نموده و در بیشتر کشورهای اسلامی نیز به کار گرفته شود.

بانک‌های اسلامی در قالب قراردادی اقدام به ارزش‌گذاری طرح‌ها برای سرمایه‌گذاری در آنها نموده و توانایی کارآفرینان و سود بالقوه طرح مدنظر قرار می‌گیرد. به نظر می‌رسد که دلیل اینکه مباحه (هزینه‌ها به علاوه تأمین مالی) به عنوان نوعی از مبادله مالی با ریسک کمتری در مقایسه با مضاربه و مشارکت برخوردار است، موضوع بالا باشد. ساختاری درست‌تر و بهتر است که شرکاء و سرمایه‌گذاران در تمامی درآمدهای حاصل از پروژه و یا زیان‌های ناشی از آن سهیم باشند.<sup>۱</sup>

1. Ahmad Lutfi Abdull Mutalip (2008), p. 8

• مضاربه

یکی از ساختارهایی که در سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی به کار می‌رود استفاده از مکانیسم مضاربه است. این نوع قرارداد بین دو شریک برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری با ریسک منعقد می‌شود که آورنده سرمایه به عنوان سرمایه‌گذار و انجام‌دهنده فعالیت به عنوان کارآفرین در این پروژه وجود دارند که کلیه حقوق ناشی از این قرارداد به‌طور یکسان بین طرفین جاری می‌گردد. اگر سرمایه‌گذاری سودآور باشد، سود ناشی از آن به نسبتی که پیش از آن توافق کرده‌اند بین آنها تقسیم می‌شود. هنگامی که با زیان کسب و کار مواجه شویم به ندرت آن به سرمایه‌گذار منتقل می‌شود و متناسب با نسبت توزیع سرمایه‌گذاری بین شرکاء تقسیم می‌شود. نکته کلیدی درباره مضاربه این است که مدیران نقشی در ریسک تحمل زیان طرح ندارند مگر اینکه ناشی از کوتاهی و مسامحه آنان باشد.

جدول ۱. حجم معاملات انجام شده برای بازارهای مالی اسلامی در سال ۲۰۰۵ (واحد: میلیارد دلار)

۲۵۰	دارایی بانک‌های اسلامی
۲۰۰	دارایی‌های بانکداری در حال گردش Islamic banking windows
۰.۳	مضاربه شرکت‌های پاکستانی
۴	دارایی‌های دیگر غیربانکی بازارهای مالی اسلامی
۱۸	صکوک
۱۷	اوراق قرضه داخلی مالزی
۱۱	حجم بزرگی صندوق‌های اسلامی
۳۰۰	سهام رقابتی شریعه
۵	تکافل

مأخذ: General Council of Islamic Banks and Financial Institutions:  
Islamic Financial Directory (2005)

• مشارکت

مشارکت نوعی همکاری بین دو یا چند نفر در یک کسب و کار با ریسک بالا است که همگی در سرمایه‌گذاری انجام شده به‌طور یکسان مشارکت می‌نمایند. سود براساس توافق از پیش تعیین شده

## بررسی تطبیقی ابزار سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی ... ۱۴۹

بین شرکاء تقسیم می‌شود و زیان ناشی از فعالیت‌های مرتبط با کسب و کار نیز براساس سرمایه‌ای که در این طرح آورده شده است بین آنها توزیع می‌گردد.

**جدول ۲. جدول مقایسه‌ای ابزارهای تأمین مالی در مالیه اسلامی**

تکات کلیدی	ریسک برای مؤسسات ارائه‌دهنده خدمات	ریسک برای گیرنده خدمات	هزینه ایجاد آن	مناسب برای	ابزار مالی
هزینه‌های اداری وام و کنترل آن برنامه‌ریزی برای بازپرداخت آن را پیچیده و دشوار می‌سازد. با وجود اینکه ایده آل به نظر می‌رسد ولی زیاد به کار نمی‌رود.	خیلی زیاد	کم	خیلی زیاد	دارایی‌های ثابت و سرمایه در حال گردش (حالت‌های تعدیل یافته برای ساختمان‌سازی و تأمین مالی اسباب و اثاثیه مورد نیاز)	اوراق مشارکت
هزینه‌های اداری وام و کنترل آن پایین بوده و موجب می‌شود که بازپرداخت آن از انعطاف بیشتری برخوردار بوده و توسط ترجیحات مشتریان ارائه می‌شود.	متوسط	زیاد	متوسط	دارایی‌های ثابت	اجاره
هزینه‌های اداری وام و کنترل آن پایین بوده و موجب می‌شود که بازپرداخت آن از انعطاف بیشتری برخوردار بوده و پیچیدگی در مبادلات تأمین مالی سرمایه در گردش منجر به افزایش هزینه‌ها می‌شود و به دلیل اینکه جایگزین بسیار مناسبی برای وام‌های ربوی است بسیار کاربرد دارد.	متوسط	زیاد	متوسط	دارایی‌های ثابت و سرمایه در گردش	مراجعه
با هدف خیرخواهی به صورت داوطلبانه بوده و هزینه بالاسری کمی دارد و به خاطر حالت ساده آن بسیار شناخته شده است.	متوسط	خیلی کم	خیلی کم	برای هر هدفی	قرض
نبود انطباق مجدد ریسک ایجاد شده به دلیل طبیعت ذاتی آن و تاکنون امتحان نشده است.	زیاد	زیاد	زیاد	سرمایه در گردش	سالم
نبود انطباق مجدد ریسک ایجاد شده به دلیل طبیعت ذاتی آن و تاکنون امتحان نشده است.	زیاد	زیاد	زیاد	دارایی‌های ثابت	استصناع
مناسب برای معاملات تکراری و پیچیدگی آن توسط طرفین قابل فهم نیست و به همین خاطر مکاتبم شایع نیست.	متوسط	متوسط	متوسط	سرمایه در گردش	استیجار

## ۱۵۰ فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران سال شانزدهم شماره ۴۸

با در نظر گرفتن رشد سالیانه برای مجموعه معاملات انجام شده در سال ۲۰۰۵ براساس اطلاعات ارائه شده توسط انجمن مشاوره بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی به میزان ۷۰۰ میلیارد دلار این میزان در سال ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱ به ۱۱۲۷ و ۱۲۴۰ میلیارد دلار خواهد رسید. به منظور بیان کلی آن، در ادامه جدول مقایسه‌ای ابزارهای تأمین مالی در اسلام را مورد بررسی قرار می‌دهیم. همان گونه که در نمودار ۷ نشان داده شده است، از لحاظ میزان سرمایه‌گذاری پرمخاطره، کشور آمریکا در اولین رتبه قرار دارد و از میان کشورهای اسلامی اندونزی در جایگاه شانزدهم قرار گرفته است که می‌تواند نشان‌دهنده اهمیت این سرمایه‌گذاری و توجه به آن در برنامه‌ریزی‌ها و سیاست‌گذاری‌های مالی دولت اندونزی باشد.



نمودار ۷. رتبه‌بندی شاخص جذابیت سرمایه‌گذاری پرمخاطره (VC) - سال ۲۰۰۹-۲۰۱۰

مأخذ: The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, p19

با توجه به نتایج به دست آمده در آخرین تحقیقات، از میان ابزارهای مالی پیشرفته موجود، سرمایه‌گذاری پرمخاطره خیلی به مالیه اسلامی نزدیک است و قابلیت انطباق با مبانی اسلامی درباره مشارکت و همکاری متقابل و پیوستگی اجتماعی دارد. همچنین ابزار سرمایه‌گذاری پرمخاطره خیلی به ابزارهای مالی مضاربه و مشارکت شباهت دارد. اگرچه دارایی‌های سرمایه‌ای



که بیشتر از کشورهای ضعیف و یا در حال توسعه به کشورهای پیشرفته جابجا می‌شده اما سرمایه‌گذاری پرمخاطره به‌طور بالقوه توانایی کنترل صندوق‌های متوسط را داشته تا به ایجاد کسب و کار جدید منجر شود و موجب ایجاد انگیزه برای توسعه در جوامع مسلمان شود.

## ۶. وضعیت سرمایه‌گذاری پرمخاطره در کشورهای اسلامی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرمخاطره (VC) در تنوع بخشیدن به اقتصادهای کشورهای عضو همکاری خلیج فارس (GCC) و تشویق ایجاد شرکت‌های خصوصی و در حال رشد سریع، خارج از صنایع نفت و گاز و همچنین نوآوری این‌گونه شرکت‌ها نقش مهمی ایفا می‌نمایند. البته شرکت‌هایی که از حمایت اینگونه صندوق‌ها برخوردار نیستند رشد کمتری نسبت به شرکت‌هایی دارند که زیر چتر پشتیبانی این صندوق‌ها قرار دارند. کشورهای اسلامی برای رفع تناقضات موجود میان ساختار سرمایه‌گذاری‌های غربی و قوانین شریعت، به اعمال تغییراتی در اساس ساختارهای گفته شده پرداخته‌اند. در ممالک اسلامی و طبق قوانین شریعت، سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که محصولات آنها از نظر شرعی حلال محسوب نمی‌شود، مقدور نیست. به این ترتیب بیشتر سرمایه‌گذاری‌های موجود در شرکت‌هایی هستند که محصولات آنها را فناوری‌های جدید تشکیل می‌دهد. نمونه‌هایی از سرمایه‌گذاری‌هایی که مورد مطالعه قرار گرفته‌اند مانند Dubai Abraaj Capital Fund و InjazatTechnology Fund نشان‌دهنده این حقیقت است که سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که محصولات و خدمات آنها برای مؤسسات دولتی که بازار رایج این محصولات محسوب می‌شوند، بیشتر مورد استقبال سرمایه‌گذاران است. افزون بر آن بیش از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوپا، این سرمایه‌گذاری پرمخاطره‌ها سرمایه‌گذاری در شرکت‌های در حال توسعه را ترجیح می‌دهند. گفتنی است که امکان تبدیل شرکت‌های خصوصی به شرکت‌های عضو بازار بورس برای اولین بار در ممالک عربی رایج نیست، با این حال تعدادی از سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره موجود برای تسهیل خروج سرمایه‌گذاری‌های خود اقداماتی را شروع نموده‌اند که پایان دادن به صندوق‌های سرمایه‌گذاری و تسویه حساب با سرمایه‌گذاران مربوط را امکان‌پذیر نمایند، تا از این رو صندوق‌های تازه‌ای را پایه‌ریزی کرده و باعث گسترش هر چه بیشتر عملیات گردند.

بنگاه‌های کوچک و متوسط برای ایجاد، رشد و توسعه خود به بسترهای فراوانی برای فعالیت نیاز دارند. بسترهای نهادی، ساختاری، قانونی و غیره از الزامات فعالیت بنگاه‌های کوچک و متوسط در کشور هستند. تأمین مالی یکی از ضروری‌ترین عوامل فعالیت این بنگاه‌ها به شمار می‌رود؛ چون بدون این عامل ادامه حیات بنگاه اقتصادی با اختلال روبرو می‌شود. بیشتر بنگاه‌هایی که به مرحله عملیاتی رسیده‌اند از نظر تأمین مالی فعالیت‌های خویش، به موفقیت‌هایی دست پیدا کرده‌اند. این عامل نشان‌دهنده مشکلات و مزیت‌های برنامه اصلی است که بنگاه براساس آن شکل گرفته است. هر چه طرح اولیه مناسب‌تر و کامل‌تر باشد، در مرحله تأمین مالی به ویژه تأمین مالی بیرونی موفق‌تر خواهد بود.<sup>۱</sup>

برای آشنائی بیشتر با فعالیت‌های دولتی که در برخی کشورهای آسیایی در رابطه با تشویق و ترویج سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره انجام شده، می‌توان موارد زیر را نام برد:

#### الف- دویی- صندوق‌های فناوری اینجاست<sup>۲</sup>

صندوق فناوری اینجاست دویی صندوق سرمایه‌گذاری پرمخاطره‌ای با اعتبار حدود ۵۰ میلیون دلار است که با مطابقت کامل با اصول شریعت و با هدف تأمین منابع مالی و با تجربه برای حمایت و در نتیجه ارتقای شرکت‌های فناوری در منطقه منا<sup>۳</sup> (خاورمیانه- شمال آفریقا) ایجاد شده است. گفتنی است که تعداد معاملات در نظر گرفته شده برای صندوق اینجاست نزدیک به ۱۰ عدد است و کمترین میزان سرمایه‌گذاری در این صندوق معادل ۳ تا ۵ میلیون دلار است که در مقایسه با صندوق‌های مشابه آمریکایی میزان در نظر گرفته شده بسیار بالا است.

دیدگاه کلی اینجاست برای ارتقای شرکت‌های کوچک به شرکت‌های معتبر بر پایه منابع مغزی قابل استفاده، همکاری تیمی، مدیریت با تجربه و برنامه‌ریزی صحیح است و نقش فعالی به عنوان سرمایه‌گذار اصلی در ارائه این مدیریت و منابع مورد لزوم ایفا می‌کند که در واقع از ضروریات حیاتی برای رشد و باروری این گونه شرکت‌ها است.

اینجاست به منظور تقلیل خطرپذیری و خطرات احتمالی سرمایه‌گذاری و برای افزایش هرچه بیشتر سوددهی، در مؤسسات متنوعی سرمایه‌گذاری کرده و از این راه به رشد شرکت‌های فناوری اطلاعات در منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا کمک می‌کند. وجود پیش‌زمینه‌های قبلی محصولات شرکت در بازار، نقش مهمی را در انتخاب معاملات این صندوق ایفا می‌کند. بنابراین اینجاست

۱. ابوجعفری، روح‌اله (۱۳۸۵)، ص. ۱۰۲.

2. Injazat Technology Fund

3. MENA

### بررسی تطبیقی ابزار سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی ... ۱۵۳

تمایلی به سرمایه‌گذاری بر روی محصولات یا خدمات جدید نظیر نانو تکنولوژی ندارد. صندوق اینجاست به وسیله مؤسسه اسلامی برای ارتقای بخش خصوصی<sup>۱</sup> که وابسته به گروه بانک توسعه اسلامی است و همچنین گروه مالی گلف<sup>۲</sup> و با شراکت بانک اسلامی دویی<sup>۳</sup>، شرکت توسعه و اقتصادی عربستان سعودی<sup>۴</sup> و شرکت سرمایه‌گذاری خارجی ایران (IFIC) تأسیس شده است.

جدول ۳. شرکت‌های مهم سرمایه‌گذاری پرمخاطره (IVC) تا پایان سپتامبر ۲۰۰۳\*

نام مؤسسه	میزان بودجه اختصاصی (میلیون دلار)
Malaysia Debt Ventures	۱/۶۰۰
Malaysia Venture Capital Management	۹۰۰
Mayban Ventures	۴۷۱
Navis Investment Partners	۴۴۲
National Entrepreneur Corp	۳۰۰

\* شرکت‌های مهم در سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی در مالزی تغییر محسوسی نداشته است.

مأخذ: <http://www.mvca.org.my>

### ب- شرکت‌های عمده سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی در مالزی

جدول ۴ نشان می‌دهد که مالزی بیشترین امتیاز را در میان کشورهای سازمان کنفرانس اسلامی در سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۹ دارد و در یک مقایسه ساده کشور ژاپن رتبه ۱۰۰، ۴۴۸ از مجموع حدود ۲ میلیون امتیاز رتبه‌بندی شده دارد که تمام کشورهای سازمان کنفرانس اسلامی ۲۰۱۳ امتیاز حدود ۰/۰۹ درصد از کل امتیازها در زمینه فعالیت‌های مالی اسلامی کسب کرده‌اند. سرمایه‌گذاری پرمخاطره، صنعتی است که به شدت به نیروی انسانی متخصص و دارای تجربه در این بخش وابسته است و سرمایه با ریسک بالا در سبد دارایی‌ها نیز بخش دیگری از آن است.

1. Islamic Corporation for the Development of the Private Sector (ICD)

2. Gulf Finance House-GFH

3. DIB

4. SEDCO

جدول ۴. رتبه‌بندی کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی توسط مؤسسه سرمایه‌گذاران آمریکا سال ۲۰۰۹-۱۹۹۶

نام کشور	امتیاز به دست آمده در سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۹
مالزی	۱۰۱۷
عربستان سعودی	۲۳۶
ترکیه	۱۶۱
کویت	۹۴
اندونزی	۷۰
مصر	۶۴
امارات متحده عربی	۵۳
لبنان	۳۲
پاکستان	۲۵
قزاقستان	۲۲
کشورهای دیگر از جمله ایران	۲۳۹
جمع	۲۰۱۳

مأخذ: www.uspto.gov

#### ۷. مقایسه ابزار سرمایه‌گذاری پر مخاطره با انواع مشابه غیر اسلامی

یکی از نکات اساسی در این مقاله، بیان جنبه‌های مختلف مقایسه دو نگرش اسلامی و غیر اسلامی در موضوعات مرتبط با سرمایه‌گذاری پر مخاطره است که در ادامه به بخشی از آن در قالب جدول‌های ارائه شده می‌پردازیم.

در بانکداری اسلامی اگرچه ساختارهای آن بسیار با بانکداری قدیمی مرسوم در جهان مشابهت‌هایی دارد اما به عنوان نمونه درباره قرض دادن دارایی، تفاوت‌های بسیاری با شیوه‌ها و مکانیزم‌های بانکداری رایج دیده می‌شود؛ به طوری که در بانکداری اسلامی ایجاد ساختاری که به فروش و یا مبادله کالا و دارایی منجر شود، به عنوان اصل مدنظر بوده و چندان به ایجاد سازوکاری برای کسب و کار توجه نمی‌کند؛ اگرچه درآمدهای حاصل از هر روش تقریباً یکسان است. یا در مثالی دیگر این گونه بیان می‌کنیم که در بانک‌های اسلامی تأمین مالی برای کالاهای صادراتی در قالب قرارداد استصناع بین سازنده کالا و خریدار کالا منعقد می‌شود؛ اگرچه این نوع

قرارداد مشابهت بسیاری به قراردادهای گرفتن وام قبل از صادرات<sup>۱</sup> دارد ولی ریسک ناشی از انجام ندادن آن بسیار بیشتر از قرارداد استصناع است.

در حالت کلی می‌توان گفت که از دیدگاه اسلامی، اساساً موضوعات مرتبط با جایگاه مالی به عنوان هدف غایی مطرح نشده و در راستای رسیدن به اهداف بالاتر دیگری برنامه‌ریزی شده‌اند. بر همین اساس، می‌توان مفاهیم تعریف شده در حوزه پول و سرمایه را در قالب جدول ۵ مورد بررسی قرار داد.

جدول ۵. مقایسه مفاهیم اعتباری در بانکداری اسلامی و غیراسلامی<sup>۲</sup>

مفاهیم اعتباری	بانکداری اسلامی	بانکداری غیراسلامی (مرسوم)
پول	وسیله معامله	هدف معامله
کالاها و دارایی	هدف معامله	هم هدف و هم وسیله معامله
فروش	وسیله و مکانیزمی برای سود کردن	در برخی مواقع هدف است
مشارکت	وسیله‌ای برای سرمایه‌گذاری، پوشش ریسک‌های ضرر و زیان در کسب و کارهای متداول	به‌طور معمول مورد استفاده قرار نمی‌گیرد
نماینده‌گی و وکالت	وسیله‌ای برای سرمایه‌گذاری، پوشش ریسک‌های ضرر و زیان در کسب و کارهای متداول	به‌طور معمول مورد استفاده قرار نمی‌گیرد
سود و تقسیم سود	خروجی فروش، اجاره، مشارکت یا نمایندگی است	به جز بهره و یا کارمزد اجازه داده نشده است
تضمین سود یا بهره	ممنوع شده است	اساس آن سود است

تفاوت سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی با حالت متداول آن، در میزان بهره‌ای که برای طرح در نظر گرفته‌اند و همچنین ساختار مالی آن است. در فعالیت‌های دیگر بیشتر شباهت زیادی به یکدیگر دارند. برای نمونه، فرآیند ارزش‌گذاری در هر دو یکسان است و اساساً این نکته که ارزش زمانی پول در دیدگاه اسلام قابل محاسبه نیست، درست نیست؛ به‌طوری که در ارزش‌گذاری شرکت از روش نرخ بازدهی پروژه با توجه به ریسک‌های آن و یا روش میانگین بازدهی سبد دارایی متنوع بدون تعارض با مبانی اسلامی استفاده می‌شود.<sup>۳</sup> همچنین سرمایه‌گذاری پرمخاطره در مقایسه با شیوه مرسوم آن در دنیا و دیدگاه مبانی فقهی درباره آن می‌تواند موضوع

1. Pre-export lLan

2. Islamic Banking (2009)

3. Ahmad Lutfi Abdull Mutalip (2008), p. 14

دیگری باشد که اساساً از لحاظ ابزاری چندان تفاوتی ندارد و اصولاً موانعی که برای سرمایه‌گذاری‌های دیگر براساس مبانی فقهی اسلام وجود دارد بر سرمایه‌گذاری پرمخاطره نیز حاکم است.

**جدول ۶. ارائه مقایسه کلی سرمایه‌گذاری پرمخاطره مرسوم با روش‌های اسلامی ارائه شده<sup>۱</sup>**

سرمایه‌گذاری پرمخاطره (مدل جهانی)	سرمایه‌گذاری پرمخاطره (مدل اسلامی)
بر پایه سرمایه‌گذاری منصفانه و عادلانه	بر پایه سرمایه‌گذاری منصفانه و عادلانه
مشارکت در ریسک و سود به نسبت سهم	مشارکت در ریسک و سود به نسبت سهم
بازدهی براساس ساختار سرمایه‌گذاری انجام شده	بازدهی براساس ساختار سرمایه‌گذاری انجام شده
با بازدهی بلندمدت و ارزش افزوده به سرمایه‌گذاری	بازدهی براساس ساختار سرمایه‌گذاری انجام شده
قابل استفاده برای تمامی صنایع و کسب و کارها	فقط برای صنایع مجاز در شریعت و اسلام

با توجه به مطالب ارائه شده، می‌توان فهمید که سرمایه‌گذاری پرمخاطره که در حقیقت نوعی مشارکت بین طرفین را به همراه دارد، در قالب قراردادهای مشارکت از قبیل مضاربه، مشارکت و ... جایگاه پیدا می‌نماید و این گونه ساختارها بیشتر برای متقاضیانی مناسب است که طرح آنها دارای ویژگی‌های خاص و ممتازی بوده و توانایی بازپرداخت تعهدات انجام شده با بانک را دارا هستند؛ هر چند که این ساختار برای بانک‌ها دارای ریسک بیشتری نسبت به ساختارهای دیگر مورد استفاده در بانکداری اسلامی از قبیل اجاره، استصناع و ... است. همچنین به‌طور خلاصه ساختارهای تأمین مالی در بانکداری اسلامی در جدول ۷ بیان شده که ساختار اعطای وام قرض‌الحسنه به دلیل اینکه سودی به آن تعلق نمی‌گیرد چندان در بازار رواج ندارد و قراردادهای مبادله‌ای به مراتب بیشتر از انواع دیگر معرفی شده در بازار مورد استفاده قرار می‌گیرد. از آنجا که سرمایه‌گذاری پرمخاطره نوعی سرمایه‌گذاری مشارکتی در حالت کلی است، می‌توان انواع سرمایه‌گذاری مشارکتی را از دید نوع قرارداد با یکدیگر مقایسه نمود. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، تفاوت بیشتر بین آنها از لحاظ کارمزد خدمات ارائه شده در نوع است.

1. Ahmad Lutfi Abdull Mutalip (2008)

جدول ۷. ساختارهای تأمین مالی در بانکداری اسلامی<sup>۱</sup>

وام قرض الحسنه	قراردادهای مبادله‌ای	قراردادهای ترکیبی
بازپرداخت پول گرفته شده با پول	قراردادهای فروش و اجاره (مراجه، سلام، استصناء، اجاره)	قراردادهای مشارکتی (مشارکت، مضاربه)
تضمین طرف وام‌گیرنده	مبادله پول با دارایی	هیچ تضمینی روی اصل و بازده
اجازه ندادن دریافت پول	قیمت مبادله مشخصی تعیین می‌شود و نرخ	سرمایه‌گذاری وجود ندارد
بیشتر از طرف وام‌دهنده	بازدهی نیز مشخص می‌شود	بازدهی بدون اطمینان است و به
دریافت نکردن سود ناشی از کارگزاری مبادله	دیون ایجاد شده بخاطر فروش و اجاره است	ساختارهای واقعی کسب و کار بستگی دارد.

جدول ۸. مقایسه بین انواع ابزارهای سرمایه‌گذاری به روش مشارکتی<sup>۲</sup>

معیارهای مقایسه	ابزارهای سرمایه‌گذاری به روش‌های مشارکتی		
	مشارکت	مشارکت کاهشی	مضاربه
سرمایه یا بدهی	سرمایه	سرمایه‌ای که دارای خاصیت بدهی ویژه‌ای است	سرمایه بدهی با خاصیت سرمایه
تقسیم سود	بر اساس قرارداد تقسیم سود	بر اساس قرارداد تقسیم سود مگر اینکه یکی از شرکاء حق مالکیت خود را به دیگری اجاره داده باشد که در این صورت بایستی مکانیسم جدید در تقسیم سود لحاظ شود	نیازی نیست
تقسیم زیان	بر اساس میزان سرمایه‌ای که وارد طرح مشارکت شده است	بر اساس میزان سرمایه‌ای که وارد طرح مشارکت شده است	بر اساس میزان سرمایه‌ای که وارد طرح مشارکت شده است و تلاش‌هایش از دست می‌رود
کارمزد	اجازه داده نشده است	اجازه داده نشده است	اجازه داده شده است

## ۸. آثار اجرای این الگوها در کشورهای اسلامی

مزیت‌های ایجاد سرمایه‌گذاری پرمخاطره<sup>۳</sup>

- تأمین مالی شرکت‌های جدید و به سرعت در حال رشد

1. Islamic Banking (2009 )

2. *Ibid*

3. Obaidullah, Mohammed (2007)

- خرید اوراق بهادار (سهام)
  - کمک به تولید و کالاها و خدمات جدید
  - افزودن ارزش به شرکت‌ها با دخالت فعال در آنها، کار با مدیران شرکت‌ها به منظور انتقال تجربه‌های حاصل شده از مشارکت در وضعیت‌های مشابه
  - پذیرش خطر بالا به امید بازده‌های خیلی زیاد
  - دارا بودن برنامه نسبتاً طولانی برای کسب سود بالا
  - درصد سرمایه‌گذاری کم در طرح
  - تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره متشکل از شرکت‌های گوناگون نوپا
  - اداره همزمان صندوق‌های متعدد توسط سرمایه‌گذاران طرح‌های پرمخاطره
  - مشارکت در رشد جوامع تکنولوژیک و کارآفرین که حاصل آن ایجاد اشتغال، رشد اقتصادی و قابلیت رقابت اقتصادی است.
- فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرمخاطره
- بعد از واقعه ۱۱ سپتامبر، صندوق‌های سرمایه‌گذاری متعلق به سرمایه‌گذاری کشورهای خاورمیانه و کشورهای اسلامی به سوی خاور میانه دور از جمله مالزی روانه شد که نقدینگی زیادی برای پوشش ضرر و زیان ایجاد نمود.
  - این گونه سرمایه‌گذاری‌ها در خاور دور به جلب توجه سرمایه‌گذاران به این گونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری منجر شد.
  - توسعه و ایجاد بانک‌های سرمایه‌گذاری در مالزی و منطقه خاور دور باعث شد ساختارهای اسلامی تأمین مالی در طرح‌ها و پروژه‌ها نیز توسعه یافته و پیشرفت نماید.
- چالش‌های پیش روی سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی
- نداشتن انعطاف و ثبات قوانین و ساختار نظام‌مند برای تنظیم قوانین و مقررات صنعت
  - نحوه حمایت و پشتیبانی دولت در زمینه مالیات و موانع تجاری
  - نداشتن ساختار کسب و کار و یا سرمایه‌گذاری که بتواند محصولات بهتری تولید نماید و مورد قبول و پذیرش بازیگردانان بازار واقع شود.



- نبود آموزش مهارت‌های تخصصی به افراد و تیم‌های مدیریتی که به‌طور تخصصی در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری فعالیت نمایند و به‌طور همزمان به اصول و موازین شرعی تسلط داشته باشند.
- نوآوری و خلاقیت در ایجاد سرمایه‌گذاری‌های جدید که با اصول و موازین شرعی مغایرت نداشته باشد.
- ایجاد فضایی هدایت‌کننده که به هدایت جریان سرمایه‌گذاری‌ها به سمت این‌گونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌انجامد.
- کمبود سرمایه‌گذاران علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری پرمخاطره
- نداشتن اولویت‌بندی فناوری‌ها و انتخاب درست برای سرمایه‌گذاری
- نبود روابط سیستماتیک و منسجم کاری میان افراد فعال در زمینه‌های مختلف سرمایه‌گذاری
- دشوار بودن مراحل اولیه سرمایه‌گذاری (در نتیجه تنها افراد ثروتمند قادر به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوپا هستند)

## ۹. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

بانکداری اسلامی روش جدیدی نیست و از ابتدای قرن هشتم میلادی رواج داشته است، اما شکل پیشرفته بانکداری اسلامی که به ایجاد ابزارهای جدید تأمین مالی در کشورهای اروپایی در اواسط قرون وسطی منجر گردید، در چند سال اخیر مورد توجه قرار گرفته است. در سال‌های اخیر رشد بانکداری اسلامی به میزان خیره‌کننده‌ای افزایش داشته است، به‌طوری که با بیش از ۵۸۰ میلیارد دلار در دارایی‌ها و حدود ۳۰۰ میلیارد دلار در صندوق‌های چندمنظوره سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> رشد سالیانه بانکداری اسلامی دست‌کم به میزان ۲۰ درصد در سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ بوده که این روند مشابه برای سال ۲۰۰۹ نیز تکرار شده است. این نکته نشان می‌دهد که بانکداری اسلامی توانسته است یک جایگزین مناسب برای سیستم بانکداری رایج باشد و تأمین مالی اسلامی به‌طور تنگاتنگی با قوانین و مقررات شریعت اسلام در فعالیت‌های تجاری ارتباط دارد. اما موضوع‌ها و دیدگاه‌های دیگر بانکداری اسلامی، می‌تواند برای گروه وسیعی از شرکت‌های کوچک و متوسط فعال در حوزه اقتصاد مورد استفاده قرار بگیرد. به همین دلیل است

---

1. Mutual Fund

که مؤسسات بانک‌های معتبر دنیا از قبیل UBS، HSBC، Paribas، CitiBank و ... در زمینه بانکداری اسلامی نیز فعال شده‌اند که بیشتر مشتریان اولیه آنها از کشورهای خاور میانه، آسیا و حوزه خلیج فارس است ولی شعبی نیز در اروپا، کانادا و ایالات متحده دایر کرده‌اند. همچنین به دلیل ساختار سرمایه‌گذاری پرمخاطره که با مبانی فقهی شیعه نیز سازگاری بیشتری دارد، می‌توان از آن به عنوان ابزاری کارآمد در تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌هایی استفاده نمود که از ریسک بالایی برخوردارند و بیشتر در کشورهای در حال توسعه از قبیل ایران نیز می‌تواند جایگاه مهمی داشته باشد.

### پیشنهادات

#### ساختاری

- وجوه سرمایه‌گذاری بایستی در صندوق‌هایی سرمایه‌گذاری شوند که با ساختار و ویژگی‌های شریعت اسلام منطبق باشد. فعالیت‌هایی که براساس دارایی‌های مشهود بوده و انگیزه‌های سفته‌بازی را به‌طور طبیعی ندارد. (غرر)
- شرایط صندوق‌ها براساس تعهدی باشد که منطبق بر فعالیت‌های ممنوع شده در شریعت اسلام باشد.
- کلیه فعالیت‌های مدیران و کارکنان صندوق سرمایه‌گذاری بایستی براساس روال جاری در صندوق‌ها بوده و منطبق با اصول و موازین شرعی باشد.

#### نحوه به‌دست آوردن دارایی‌ها

- به‌دست آوردن دارایی‌ها و سرمایه‌ها بایستی منطبق بر اصول و موازین شرعی باشد.
- سرمایه‌گذاری نبایستی در صندوق‌ها و سرمایه‌گذاری‌های غیرمنطبق با موازین شرعی وارد شود.
- دارایی‌ها بایستی از کیفیت بالایی برخوردار بوده و مانند سرمایه‌گذاری‌های دیگر از حالت طبیعی برای ریسک و سود برخوردار باشد.

#### اسناد و مدارک صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی

- اسناد و مدارک براساس نظر مشاور فقهی تهیه و تدوین گردد.
- شراکت در تهیه اسناد و مدارک صندوق سرمایه‌گذاری براساس مدارکی که این‌گونه صندوق‌ها نیاز دارند و منطبق با نظر مشاور فقهی تهیه شود.

## بررسی تطبیقی ابزار سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی ... ۱۶۱

- شرایطی که صندوق سرمایه‌گذاری می‌تواند برای مبادله وارد شود در انطباق کامل اصول و مبانی شرعی باشد.
  - ممیزی و حسابرسی مستمر دارایی‌ها که بایستی منطبق با اصول و موازین شرعی باشد. سود صندوق سرمایه‌گذاری
  - سود ناشی از بازدهی در سرمایه‌گذاری انجام شده توسط صندوق بایستی بدون تضمین ارائه میزان سود بوده و همچنین شرط سرمایه‌گذاری مجدد در صندوق نیز گرفته شده باشد.
- حق الزحمه
- حق الزحمه مشاوره فقهی نیز بایستی در اسناد و مدارک صندوق سرمایه‌گذاری دیده شود.
- قانونگذاران
- آنها بایستی هیچ منفعت و یا نقشی در معاملات انجام شده براساس موازین اسلامی نداشته باشند.

## منابع

### الف - فارسی

- ابوجعفری، روح‌اله (۱۳۸۵)، مدل‌سازی نقش بانک‌ها در تأمین مالی صنایع کوچک و متوسط و ارائه الگوی مبتنی بر سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر (VC)، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق (ع).
- استیری، روح‌اله و بنیامین مشیری (اسفند ۱۳۸۸)، «ابزارهای تأمین مالی بنگاه‌های دانش‌بنیان»، مجموعه مقالات دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران.
- خانی، ذبیح‌اله (۱۳۸۸)، سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر، دانشجوی دکتری مدیریت حسابداری واحد علوم تحقیقات دانشگاه آزاد اسلامی.
- رستمی، محمد، و مسعود صفاری (اردیبهشت ۱۳۸۸)، «آشنایی با ارکان معاملات سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر»، مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران.

طالبی، محمد، رحیمی، امیرمحمد و محسن محمدی (اردیبهشت ۱۳۸۸)، «سرمایه‌گذاری خطرپذیر فرصتی نو پیش روی نظام تأمین مالی اسلامی»، مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران.

عبده‌تبریزی، حسین (۱۳۷۹)، تأمین مالی طرح‌های پرخطر *Venture Capital*، دوره مدیریت اعتبارات بانک سپه اوشان.

#### ب- انگلیسی

- Ahmad Lutfi Abdull Mutalip (2008), *Islamic Venture Capital and Private Equity Legal Issues and Challenges*, Azmi and Associates.
- Al-Rifai, Tariq and Aamir Khan (2000), "The Role of Venture Capital in Contemporary Islamic Finance", *The International Investor*, Kuwait-ABN AMRO, Chicago IL.
- Al-Suwailem, Sami (February 2009), "Global Financial Crisis: Causes and Remedies", IRTI, IDB.
- Davies, Sir Howard (2002), "Islamic Finance and FSA", *Review of Islamic Economics*, No. 12, pp. 101-108.
- Durrani, Mansoor and Boocock Grahame (2006), *Venture Capital, Islamic Finance and SMEs Valuation*, Structuring and Monitoring Practices in India, Palgrave Macmillan.
- Groh, Alexander and Heinrich, Liechtenstein (2010), "The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index", Business School of University of Navarra, p. 19.
- Guidelines and Best Practices on Islamic Venture Capital Issued by Securities Commission.
- Islamic Banking International Trade Center (2009), A Guide for small and medium- sized enterprises, Geneva.
- Masudul Alam, Choudhury (2001), "Islamic Venture Capital: A Critical Examination", *Journal of Economic Studies*, Vol. 28, No. 1, pp. 14-33.
- Missing Link in Islamic Finance Hubs: Islamic Venture Capital By Expert Contributor.
- Obaidullah, Mohammed (2007), "Islamic Financial Services Industry Development", IERC.
- Red Money Research-gaining Global Traction (2010).
- Rushdi Siddiqui, Posted (June7,2010), "Digital Equipment Corporation, Apple, Federal Express, Compaq, Sun Micro system, Intel, Microsoft, Genetech".

۱۶۳ بررسی تطبیقی ابزار سرمایه‌گذاری پرمخاطره اسلامی ...

پ- سایت‌های اینترنتی

<http://khanifinance.persianblog.ir/post/17/>

[http://www.dinarstandard.com/finance/Islamic/20VC\\_051510.html](http://www.dinarstandard.com/finance/Islamic/20VC_051510.html)

[www.uspto.gov](http://www.uspto.gov)