

هندسة سوق رأس مال مخاطر إسلامي: دور الحكومة : دروس مستفادة من التجربة الهندية

أ.د محمد براق
أ. محمد الشريف بن زواي

المُلخَص:

تعرض هذه الورقة البحثية إسهامات سوق رأس المال المخاطر في النمو الاقتصادي للدول مع التركيز على الجانب الإسلامي، من خلال طرح إمكانية إسقاط مختلف العقود الموافقة للشريعة الإسلامية على هذه السوق. كما تهدف هذه الورقة إلى إبراز دور الحكومة في هندسة هذه السوق من خلال عرض تجربة الحكومة الهندية. وأخيراً، تم تقديم جملة من التوصيات لإقامة سوق رأس مال مخاطر إسلامي في الجزائر، والتي فرضتها مجموعة من الدوافع أنتجها الواقع الاقتصادي الجزائري.

Abstract:

This paper presents the different contributions of the venture capital market in the economic growth of countries, with a focus on the Islamic side by proposing the possibility to apply the different Islamic contracts in the venture capital market. This paper also tries to identify the role of the government in the engineering of the venture capital market by examining the experience of the Indian government. Finally, we proposed some recommendations to engineer an Islamic venture capital market in Algeria, which were an exigency of the Algerian economic situation.

مقدمة:

تعد القروض التي تقدمها البنوك التجارية أحد أهم مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية. لكن إمكانية الحصول على هذه القروض ليست متاحة أمام جميع المؤسسات. فبغض النظر عن تكلفتها المرتفعة مقارنة بالتمويل الداخلي، فإمكانية الحصول على هذه القروض مرتبطة أيضاً بمدى امتلاك المؤسسة الاقتصادية للضمانات المطلوبة ونوع القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة. ويظهر أنه بإمكان عدد قليل من المؤسسات ضمان حاجاتها التمويلية من خلال هذا المصدر، إذ أن البنوك تفضل تقديم التمويل للمؤسسات الكبرى التي تمتلك أصولاً كثيرة، في حين تجد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إضافة إلى المقاولين صعوبات في الحصول على التمويل اللازم، لارتفاع المخاطرة في القطاع الذي تنشط فيه هذه المؤسسات فضلاً عن عدم امتلاكها للضمانات اللازمة، ولا يبقى أمام أصحابها سوى التخلي عن جزء من ملكيتهم للمؤسسة لصاحب رأس المال المخاطر، مقابل حصولهم على التمويل اللازم.

تؤدي مؤسسة رأس المال المخاطر دوراً مهماً في الرفع من قيمة استثمارات المقاولين من خلال تقديمها للدعم المادي، الإداري، التسويقي، وتقديمها لتوجيهات استراتيجية للمؤسسة المقولة. فهي تضع تحت تصرف المؤسسة المقولة أفضل المحاسبين، المختصين في المجال القانوني والمختصين في القطاع الذي تعمل فيه المؤسسة.

هناك اختلافات في حجم ودرجة نجاح أسواق رأس المال المخاطر عبر العالم، وهذا الاختلاف راجع إلى اختلافات فيما بين الدول من حيث حماية حقوق المساهمين، سياسات الحكومات الضريبية وسياسات الإفلاس...

إدراك الحكومات لإسهامات أسواق رأس المال المخاطر في النمو الاقتصادي دفعها إلى بذل مجهودات خاصة لإقامة هذه الأسواق وتطويرها، عن طريق مراقبتها والتأثير عليها من خلال سياسات حكومية.

يرتبط رأس المال المخاطر بمخاطرة عالية، وتتضمن المخاطرة رغبة في الالتزام بعمل قد يؤدي إلى ربح أو خسارة، وهذا ما يظهر أصول تقنية رأس المال المخاطر في التمويل الإسلامي، والذي من شأنه أن يجلب اهتمام المقاولين المسلمين. ومنه يمكن عرض إشكالية هذه الورقة البحثية من خلال السؤال الموالي:

ما هو الدور المنتظر تأديته من طرف الحكومة عند هندسة سوق رأس مال مخاطر إسلامي؟ وما هي الدروس التي يمكن استقاداتها من التجربة الهندية؟

يتم الإجابة عن الإشكالية تحت فرضية أنه للحكومة دورا خاصا في هندسة سوق رأس مال مخاطر إسلامي، من خلال التحليل الجيد للتفاعل بين الرقابة وسلطة اتخاذ القرار وأيضا عبر أدائها دور أحد المستثمرين في السوق بغية تنشيطها.

ومن خلال هذه الورقة البحثية، سيتم عرض المحاور الآتية:

- سوق رأس المال المخاطر الإسلامي؛
- رأس المال المخاطر في الهند؛
- إنشاء سوق رأس مال مخاطر إسلامي بالجزائر.

المحور الأول: سوق رأس المال المخاطر الإسلامي

يعرض المحور الأول مختلف الجوانب النظرية لسوق رأس المال المخاطر كما يلقي الضوء على النموذج الإسلامي لهذه السوق، وكيفية إسقاط مختلف العقود الموافقة للشريعة الإسلامية على سوق رأس المال المخاطر.

1- رأس المال المخاطر: لمحة تاريخية، مفهومه ومؤسساته

يوصف رأس المال المخاطر بأنه أحد أهم إنجازات الهندسة المالية،¹ وفيما يلي لمحة تاريخية عن رأس المال المخاطر، مفهومه ومؤسساته.

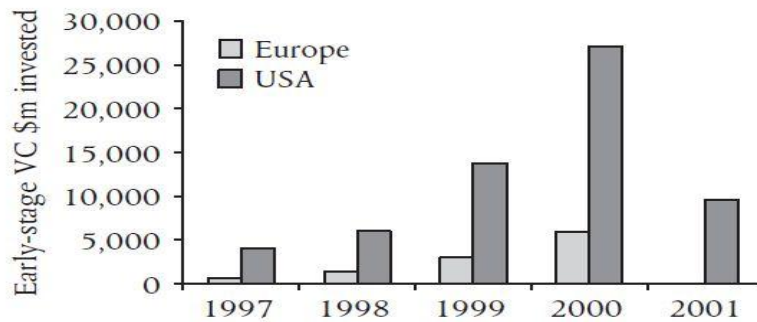
1-1- لمحة تاريخية عن رأس المال المخاطر

تعود حرفة رأس المال المخاطر إلى عدة قرون، فقد ظهرت في نشاطات التجار المخاطرين في الشرق الأوسط خلال القرن الخامس عشر، إذ تميز هؤلاء التجار بالنشاط مما سمح لهم بعد مدة ببدء مشاريع تجارية، كما ظهر رأس المال المخاطر في شبه الجزيرة العربية قبل الإسلام.²

عرف المفهوم الحديث لرأس المال المخاطر بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية، من خلال أول مؤسسة رأس مال مخاطر، تم تأسيسها سنة 1946 في بوسطن (Boston) من طرف كارل كمبتن (Karl Compton) و جورج دوريو (George Doriot)، والتي تحمل اسم "الشركة الأمريكية للبحث والتطوير" (ARD: American Research & Development Corporation)³، بهدف المساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة المبتكرة، ثم تطور رأس المال المخاطر بعد 1950 نتيجة لظهور الصناعات الالكترونية بمنتجاتها الجديدة، حتى فترة السبعينيات، كانت أغلب مؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن مؤسسات مدرجة في سوق الأوراق المالية، لكن في بداية الثمانينيات، أصبحت مؤسسات رأس المال المخاطر تحت الشكل القانوني لمؤسسة ذات مسؤولية محدودة (Limited Partnership) هي الغالبة بسبب الامتيازات الجبائية التي قدمت لها.⁴

في سنة 2000، عرف رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية دفعا قويا بسبب التطور التكنولوجي، التحكم في التضخم والتوسع الاقتصادي، ليبلغ أقصى مستوياته (الشكل رقم 01)، إلا أن أزمة سنة 2007 حالت دون بلوغ مستويات سنة 2000 مرة أخرى.⁵

الشكل رقم (01): استثمارات رأس المال المخاطر بالمليون دولار في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية



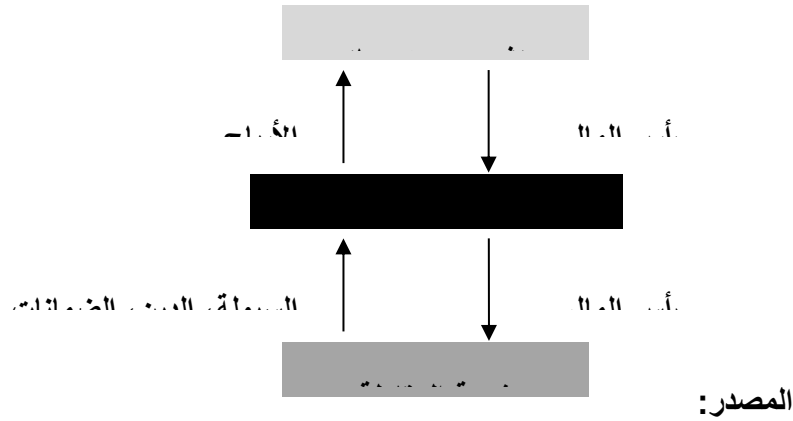
المصدر:

Josepha Mc Cahery & Luc Renneboog, Venture Capital Contracting and the Valuation of High-technology Firms, Oxford University Press Inc, United States, 2003, p: 141.

2-1- مفهوم رأس المال المخاطر

رأس المال المخاطر هو استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة، يعتمد على مراحل الاستثمار في المؤسسة،⁶ يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق، لأجل تحقيق أرباح على المدى البعيد.⁷ وتعد مؤسسات رأس المال المخاطر وسيطاً بين مصادر التمويل (في الغالب مستثمرون مؤسساتيون) وشركات المقولة التي تتميز بالنمو السريع والتكنولوجيا العالية⁸ (انظر للشكل رقم 02).

الشكل رقم (02): الوساطة المالية لرأس المال المخاطر



Douglas J.Cumming & Sofia A. Johan, Venture Capital and Private Equity Contracting An International Perspective, Elsevier Inc, United States, 2009, p: 4.

-3- مؤسسات رأس المال المخاطر

يمكن تقسيم مؤسسات رأس المال المخاطر إلى صنفين⁹: مرتبطة أو مقيدة (captive) وغير مرتبطة (independent)، وقد سمحت قابلية تبني المسؤولية المحدودة كشكل قانوني، بنمو الصنف غير المرتبط لرأس المال المخاطر.

يؤدي صاحب رأس المال المخاطر دور شريك عام، يتخذ كافة القرارات المتعلقة بالاستثمار ويجري كافة الاتفاقيات مع المؤسسات المستثمر فيها. في حين يعتبر المستثمرون المؤسسيون شركاء ذوي مسؤولية محدودة، يقومون بإيداع الأموال في مؤسسة رأس المال المخاطر، وعند بيع الاستثمارات، توزع الإيرادات عليهم، ويسمح لهم الشكل القانوني للشركة ذات المسؤولية المحدودة بالاستفادة من مزايا جبائية. في المقابل، يحصل الشريك العام على عمولات مقابل قيامه بالتسيير، فضلاً عن الحق في المساهمة في الأرباح التي تحققها المؤسسات الممولة.

يطبق رأس المال المخاطر المرتبط من طرف فروع لمؤسسات مالية، غالباً ما تكون بنوكاً أو شركات تأمين. تعد العديد من المؤسسات المالية مؤسسات رأس مال مخاطر مرتبطة، وهذا النوع عادة ما يكون غير محدود التمويل، لأنه يلجأ إلى المؤسسة الأم عند الحاجة إلى الأموال.

توجد العديد من الأصناف الهجينة لمؤسسات رأس المال المخاطر بين رأس المال المخاطر المرتبط وغير المرتبط، والتي تحصل على الأموال من المؤسسة الأم ومن مصادر أخرى.

تستثمر بعض رؤوس الأموال المخاطرة في مؤسسات من كافة الأحجام والقطاعات، لكن أغلب مؤسسات رأس المال المخاطر تستثمر فقط في مؤسسات ضمن مراحل وقطاعات خاصة، وعليه، يمكن تصنيف مؤسسات رأس المال المخاطر حسب مراحل حياة المؤسسة التي تستهدفها، فيأتي أولاً ، رأس مال ما قبل الإنشاء (seed capital) لتغطية نفقات البحث وتطوير المنتج وإجراء التجارب عليه ، فهو يهتم بالمؤسسات الجديدة التي تنشط في مجال البحث والتطوير، يليه رأس المال الإنشاء (start-up) ثم

رأس المال بعد الإنشاء (early stage financing)، وهو الأكثر انتشاراً، ويشمل تشكيلة واسعة من رأس المال المخاطر المرتبط، الغير المرتبط والهجين، ويشير عادة إلى رؤوس الأموال المخاطرة التي تنشط بالقطاع الخاص لوحده، وأخيراً رأس مال التنمية (middle stage financing)، الذي يهتم بتمويل المؤسسات التي تملك منتجات في السوق، وتعرف مرحلة نمو سريع، هنا الخطر يصبح تجارياً وحجم المبالغ المستثمرة يصبح أكبر.

2- علاقة رأس المال المخاطر بالنظريات المالية

يمكن ربط رأس المال المخاطر بنظرية الوكالة، الخطر المعنوي، الاختيار المعاكس والحوكمة.

1-2- نظرية الوكالة كإطار عام لرأس المال المخاطر

يقود عدم تماثل المعلومات بين صاحب رأس المال المخاطر والمقاولين أو مسيري المؤسسات الممولة للحديث عن نظرية الوكالة، التي تقر بوجود فصل بين ملكية المؤسسة والرقابة على التسيير في المؤسسات الحديثة، بحيث الرئيس (المالك) يتحمل الخطر العام، لكن الوكيل (المسير) يوجه ويسير المؤسسة، وحتى يصرف الرئيس (المالك) الوكيل (المسير) عن الاهتمام بمصالحه الخاصة، تقوم مؤسسة رأس المال المخاطر (الرئيس) بتحفيز الوكيل (مسير المؤسسة الممولة عن طريق رأس المال المخاطر) من خلال تملكه جزء من المؤسسة أو منحه دخلاً متغيراً مرتبطاً بنسب أداء عالية.

هناك ثلاثة أنواع لعلاقة الوكالة في رأس المال المخاطر،¹⁰ أولاً مؤسسة رأس المال المخاطر لها حافز لتفضيل مصالحها الخاصة على مصالح المستثمرين فيها، فهي تعد كوكيل بالنسبة للمستثمرين فيها. ثانياً، المقاول له حافز لتفضيل مصالحه الخاصة على مصالح مؤسسة رأس المال المخاطر، ومنه، يمكن اعتبار المقاول كوكيل لمؤسسة رأس المال المخاطر، ثالثاً، يمكن أن يكون لمؤسسة رأس المال المخاطر أحياناً حافزاً لتفضيل مصالحها الخاصة على مصالح المقاول ومنه يمكن أن تكون كوكيل لهذا الأخير.

2-2- الخطر المعنوي

يصف الخطر المعنوي الظروف التي يقوم فيها الوكيل باستغلال معلومات لا يلحظها الرئيس (معلومات مخفية)، أو يقوم بأفعال لا يلحظها الرئيس (أفعال مخفية)، لكي يرفع من منفعته التي تنافي مصالح الرئيس، فإذا كان المستثمر هو الرئيس فهو يلاحظ نجاح المؤسسة في الأخير فقط لكنه لا يستطيع ملاحظة سلوك الوكيل بالكامل.

11

يستطيع الرئيس ملاحظة الجهد الذي يقوم به الوكيل لكنه لا يستطيع التحقق منه، ومن غير الممكن إرغام الوكيل على القيام بجهد أكبر لكنه من الممكن تحفيزه على بذل جهد أكبر، في إطار التمويل عن طريق رأس المال المخاطر التحفيز جد مهم، لأن جهد صاحب رأس المال المخاطر والمقاول عبارة عن دالة متزايدة لمساهمتها في الأرباح، وعدم القيام بالجهد اللازم يعرض مصالح كل منهما للخطر.¹²

3-2- الاختيار المعاكس

يشير الخطر المعنوي إلى مشكل الوكالة الذي يمكن أن يقع بعد إمضاء العقد بين الرئيس والوكيل (ex-post)، لكن مشكل الوكالة يمكن أن يوجد أيضا قبل إمضاء العقد (ex-ante)، ويعرف هذا النوع من مشكل الوكالة بالاختيار المعاكس.

تعتبر عائدات المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر معرضة للخطر المعنوي، لأن نجاح هذه المؤسسات يعتمد على الجهد المبذول من طرف المقاول ورؤوس الأموال المخاطرة. لكن هذه العائدات معرضة أيضا للخطر عند التنازل عن الاستثمارات من طرف رؤوس الأموال المخاطرة، لأنه قد تملك مؤسسة رأس المال المخاطر معلومات لا تعكس القيمة الحقيقية لهذه الاستثمارات، وهذا ما يجعله أصحاب هذه الاستثمارات أو المساهمون، لهذا من الضروري على مؤسسات رأس المال المخاطر تأسيس سمعة تصف سلوكها عند التنازل عن الاستثمارات.¹³

4-2- حوكمة رأس المال المخاطر

كتكملة لنظرية الوكالة، تعبر حوكمة المؤسسات عن مصطلح يشمل كل الآليات التي من خلالها يطبق ملاك المؤسسة رقابة على التسيير لحماية مصالحهم الخاصة،¹⁴

ويظهر أن هيكلة حوكمة المؤسسات أصبحت أكثر إتقانا نظرًا للزيادة الملحوظة في خطر الوكالة إضافة إلى الخطر المرتبط بالسوق.

يجب أن يعكس نظام الحوكمة بصفة مثلى الظروف التي تؤثر على مؤسسة معينة، إضافة إلى ضمان عمل المسيرين لمصلحة المساهمين ككل. في إطار رأس المال المخاطر، للمؤسسة رأس المال المخاطر الحق في رئاسة المجلس التنفيذي كما يمكنها استبدال المدير التنفيذي للمؤسسة في بعض الظروف.¹⁵

3- مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

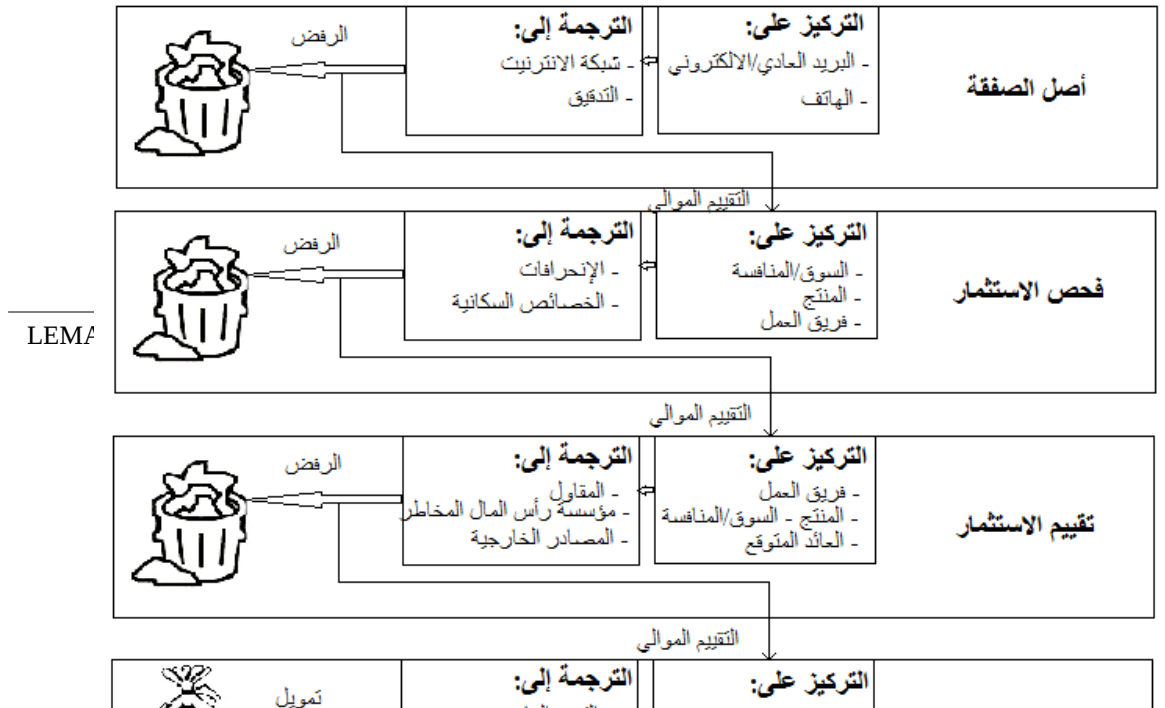
أنجزت الكثير من البحوث حول رأس المال المخاطر، ومطالعة هذه البحوث تؤكد أن العديد منها ركزت على مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وخصوصا على معايير اتخاذ قرار الاستثمار.

3-1 أهمية مراحل عملية الاستثمار

تضع مؤسسة رأس المال المخاطر استراتيجية واضحة ودقيقة، كما تعتمد على فريق عمل يتميز بالخبرة والكفاءة العالية. إضافة إلى هذا، فهي تحتاج إلى الالتزام بمراحل عملية الاستثمار التي تختلف فيما بينها إلا أنه لا توجد مراحل استثمار متفق عليها، فهي لا تزال محل نقاش إلى اليوم.

سيتم عرض أهم هذه المراحل من خلال: أصل الصفقة، مرحلة فحص الاستثمار، تقييم الاستثمار ومرحلة التفاوض كما هو مبين في الشكل الموالي.

الشكل رقم (03): مراحل عملية تمويل رأس المال المخاطر



المصدر: Douglas Cumming, VENTURE CAPITAL: Investment Strategies, Structures, and Policies, Wiley & Sons, Canada, 2010, p: 11.

2-3- أصل الصفقة

عموماً، تنتظر مؤسسات رأس المال المخاطر الصفقات لتأتي إليها، ثم تمر الصفقات التي ينظر إليها من قبل رؤوس الأموال المخاطرة على أنها أفضل فرص الاستثمار عبر الفحص العام.¹⁶

تأتي الصفقات لمؤسسة رأس المال المخاطر عبر عدة طرق، إذ يمكن للمقاول أن يرسل مباشرة خطة العمل (business plan) إلى مؤسسة رأس المال المخاطر عن طريق البريد العادي أو الإلكتروني. كما يمكن لمؤسسات رأس المال المخاطر أن تتبادل فرص الاستثمار فيما بينها، ولتحسن مؤسسة رأس المال المخاطر من فرصها الاستثمارية بإمكانها أيضاً أن تبحث هي عن فرص استثمارية من خلال استعمالها لشبكة الإنترنت.¹⁷

3-3- فحص الاستثمار

أظهرت البحوث أن أغلب المشاريع المقترحة يتم رفضها عند عملية الفحص مع استثمار أقل مدة زمنية ممكنة،¹⁸ لذا، تم البحث في كيفية اتخاذ القرارات من طرف مؤسسات رأس المال المخاطر مع التركيز الكبير على معايير اتخاذ القرار، وقد تم التوصل من طرف أغلب هذه البحوث إلى وجود أربع مجموعات من معايير اتخاذ القرار: قدرات المقاول/المقاولين، جاذبية المنتج/الخدمة، شروط المنافسة/السوق، والعائد المحتمل في حالة نجاح الاستثمار.¹⁹

3-4- تقييم الاستثمار

بعد مرور المشاريع المقترحة عبر مرحلة الفحص، تبدأ مؤسسة رأس المال المخاطر بجمع معلومات إضافية حول المشروع المقترح. وفي هذه المرحلة تزداد المدة الزمنية المستغرقة في دراسة المشروع المقترح بشكل كبير. كما تتغير أهداف مؤسسة رأس المال المخاطر، إذ في المراحل السابقة كان الهدف تحديد المشاريع التي تستجيب للمعايير المحددة، لكن في هذه المرحلة، الهدف هو معرفة المشاكل التي يمكن أن يواجهها الاستثمار وكيفية تجاوزها.²⁰

في مرحلة التقييم، يتم التركيز على قدرة الفريق على إنجاز الاستثمار، بالإضافة إلى قابلية المنتج للتحقيق، وأيضا قابلية المنتج للتبني من قبل المستهلكين. تنقسم عملية تقييم الاستثمار من حيث المخاطرة إلى مخاطرة داخلية، والتي تتمركز حول تقييم رأس المال البشري للمؤسسة المقولة ومراقبة نشاطها، أما فيما يتعلق بكيفية استعمال الاستثمار، هناك مخاطرة خارجية. والمتعلقة بتقبل السوق للمنتج ورد فعل المنافسة، وأخيرا هناك المخاطرة العملية التي تتضمن تطوير استراتيجية ومنتج ناجحين، ومن شأن عملية تقييم الاستثمار التقليل من هذه الأخطار.²¹

3-5- التفاوض²²

عند قبول المشروع المقترح في مرحلة التقييم، تدخل مؤسسة رأس المال المخاطر في مفاوضات حول شروط خاصة بالاستثمار مع المقاول صاحب المشروع. خلال هذه المرحلة، كل خطوة تقوم بها مؤسسة رأس المال المخاطر تكون بناء على

المعلومات التي تم جمعها وترجمتها من قبل، إذ تتضمن هذه المرحلة التقييم المادي للمشروع وتحديد بنود العقد التي تمثل حماية من خطر الوكالة.

يختلف التقييم المادي للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر عن بقية المؤسسات، لكونها مؤسسات جديدة تعمل في محيط يتميز بعدم التأكد، و لا تستطيع تقنيات توقع التدفقات النقدية المستقبلية القائمة على المعلومات التاريخية للمؤسسة تقييم هذه المؤسسات، لأنها لا تملك معلومات تاريخية يكن من خلالها الحكم على أدائها، كما أن حالة عدم التأكد التي يتميز بها محيط عمل هذه المؤسسات تعيق استخدام الطرق التقليدية التي تعتمد على السعر/العائد أو التدفقات النقدية. لذا يتم اقتراح سعر مرجعي من طرف مؤسسة رأس المال المخاطر باعتبارها الطرف الذي يملك معلومات أكثر، بحيث يكون قابلاً للتعديل فيما بعد، وإذا تم الاتفاق حول هذا السعر يتم تمويل المشروع.

4- النموذج الإسلامي لسوق رأس المال المخاطر

يرتبط رأس المال المخاطر بمخاطرة عالية، وتتضمن المخاطرة الرغبة في الالتزام بعمل قد يؤدي إلى ربح أو خسارة.

1-4- دوافع البحث عن إطار عام لرأس مال مخاطر إسلامي

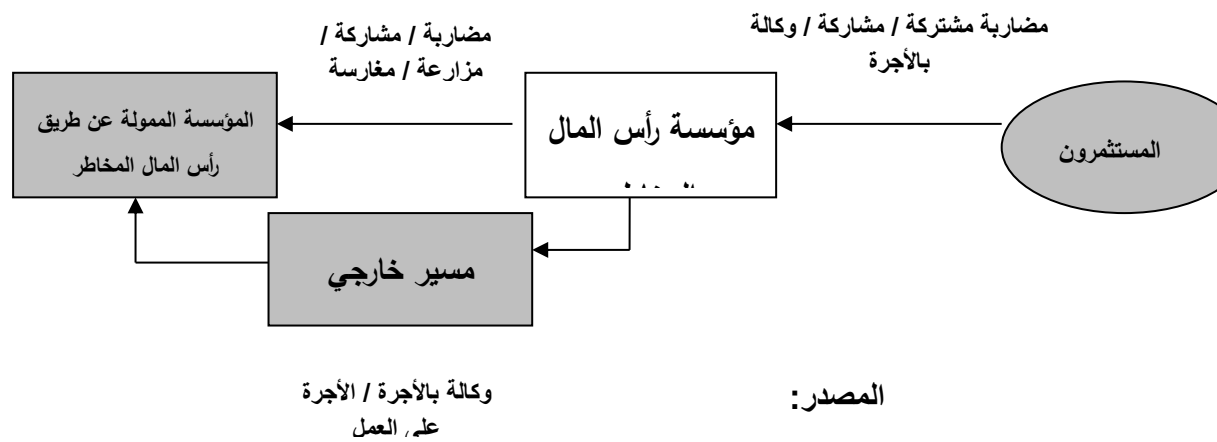
رغم قدم الهندسة المالية الإسلامية، إلا أنها لم ترتبط بالتطور الاقتصادي مثل ما هو الحال مع رأس المال المخاطر، فالإبداع في الأدوات المالية الإسلامية قليل جداً، إذ حوالي 65% من التمويل الإسلامي الحالي عبارة عن مرابحة (أداة دين إسلامية تستعمل لشراء أصول حقيقية بالبيع المقدم مع نسبة ربح ثابتة).²³

هناك سببان أساسيان يدفعان للبحث عن الإطار العام للرأس المال المخاطر الإسلامي، الأول، يتمثل في الحالة الاقتصادية للعالم الإسلامي، فضلاً عن إسهامات رأس المال المخاطر والتي سبق وأن تمت الإشارة إليها من خلال هذه الورقة البحثية، والسبب الثاني هو أصول تقنية رأس المال المخاطر في التمويل الإسلامي، خاصة من خلال مفهوم المضاربة والمشاركة.²⁴

2-4- تطبيق المشاركة والمضاربة في مفهوم رأس المال المخاطر

رأس المال المخاطر في مفهومه التقليدي، قريب جدا من مفهوم اشتراك الربح والخسارة في الاقتصاد الإسلامي.²⁵ والشكل (4) يوضح تطبيق العقود الإسلامية الأساسية في إطار رأس المال المخاطر.

الشكل رقم (4): تطبيق العقود الإسلامية في إطار رأس المال المخاطر



Abdullaah Jalil, " Islamic Venture Capital: A New Source of Islamic Equity Financing", Seminar Ekonomi dan Kewangan Islam, ESSET. Bangi, 29-30 August 2005, p: 7.

من خلال الشكل أعلاه، يظهر أن العلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمستثمرين يمكن أن تكون عن طريق المضاربة المشتركة أو المشاركة أو الوكالة بالأجرة أو مزيج من هذه العقود الثلاثة. وفي حالة العلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة المستفيدة من التمويل، يمكن استعمال عقد المشاركة (العنان)، والذي يتضمن المساهمة بالأموال و/أو العمل والمهارة و/أو السمعة (الوجه)، بالإضافة إلى بعض الشروط اللازمة لتكون هذه العقود مطابقة للشريعة الإسلامية، كطبيعة الاستثمار وطريقة الاستثمار التي يتم تبنيها من قبل مؤسسة رأس المال المخاطر، فضلا

عن الشروط والضوابط المتفق عليها بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة المستفيدة من التمويل، والتي يجب احترامها.

يدخل عقد الوكالة بالأجر في مفهوم رأس المال المخاطر، عند لجوء مؤسسة رأس المال المخاطر إلى مسيرين/مؤسسات خارجية (عادة ما يكون هؤلاء عبارة عن مختصين في القطاع المستثمر فيه)، وذلك من أجل مساعدة وإرشاد المؤسسة المستفيدة من التمويل.

كما يمكن استعمال عقود إسلامية أخرى، عندما تكون المؤسسة الممولة عن طريق رأس المال المخاطر تنشط في القطاع الفلاحي كعقود المزارعة والمغارسة.

المحور الثاني: رأس المال المخاطر في الهند

يعد مفهوم رأس المال المخاطر حديث جدا في الهند إذا ما قورن مع الدول الأخرى كالولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا وغيرها. وفي ما يلي سيتم عرض تجربة الهند في هندسة سوق رأس مال مخاطر.

1- ظهور رأس المال المخاطر في الهند

في غياب سوق رأس مال مخاطر منظمة، قام المستثمرون الخواص والمؤسسات المالية المتطورة بتأدية دور أصحاب رؤوس أموال مخاطرة في الهند.²⁶ وفي سنة 1973، قامت لجنة لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإلقاء الضوء على الحاجة إلى سوق رأس مال مخاطر في الهند كتقنية لتمويل المؤسسات حديثة النشأة والتي تعمل في القطاع التكنولوجي، لكن التمويل عن طريق هذه التقنية لم ينطلق فعليا إلا سنة 1988 من خلال تأسيس شركة الهند لتطوير التكنولوجيا والمعلومات (Technology and Information Company of India). وفي منتصف التسعينيات، تم إدخال مجموعة من القوانين والضوابط التي تحكم رأس المال المخاطر في الهند.²⁷

في سنة 1990، أصدر البرلمان الهندي قانوناً يقر بإنشاء بنك تنمية الصناعات الصغيرة بالهند (small industries development bank of India)، ويهدف القانون لتنشيط تمويل وتطوير الصناعات الصغيرة وهذا كخطوة لتنفيذ البرنامج الحكومي

لتطوير الصناعات الصغيرة والمتوسطة بالهند. لاحقاً، ومن أجل ضبط نمو سوق رأس المال المخاطر بالهند، أعلنت لجنة القيم المنقولة بالهند (The Securities and Exchange Board of India) عن مجموعة من الضوابط لمؤسسات رأس المال المخاطر سنة 1996 وضوابط أخرى متعلقة برأس المال المخاطر الأجنبي سنة 2000.²⁸

من أجل تحفيز المقاولين وتسهيل حصولهم على التمويل اللازم، وضعت الحكومة الهندية قانون لتطوير المؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة سنة 2003، فضلاً عن مجموعة أخرى من التحفيزات المالية والضريبية الصادرة من طرف المجلس المركزي للضرائب المباشرة (Central Board of Direct Taxes) من أجل نمو رأس المال المخاطر بالهند.²⁹

2- مؤسسات رأس المال المخاطر في الهند: الهيكلية والشكل القانوني³⁰

تؤدي مؤسسات رأس المال المخاطر بالهند دور مسير استثمارات لصالح المستثمرين الأفراد، المؤسسات، صناديق التقاعد... فهي تحصل على الأموال من هؤلاء المستثمرين وتستثمرها في مؤسسات تتميز بعائدات مرتفعة، عموماً، يتم تحديد مدة الاستثمار في حدود عشر سنوات يمكن تمديدتها لسنتين إضافيتين، كما يتم تحديد نوع المؤسسة المستثمر فيها ونوع القطاع الذي تنشط فيه. وبعد الخروج من الاستثمار، تقوم مؤسسة رأس المال المخاطر برد رأس المال المستثمر مع الأرباح إلى المستثمرين فيها. تعمل أغلب مؤسسات رأس المال المخاطر في الهند، تحت شكل قانوني واحد هو المؤسسة ذات المسؤولية المحدودة (limited liability partnership)، ويمنح هذا الشكل القانوني المرونة المطلوبة للعمل ضمن محيط يتميز بالمخاطرة العالية. وفي جانفي 2009، تمت المصادقة على القانون الخاص بالمؤسسات ذات المسؤولية المحدودة بالهند، وقد تضمن إلغاء قانون سنة 1932، و تم من خلال هذا القانون إعفاء المساهمين في مؤسسة رأس المال المخاطر من الضرائب المزدوجة (الضريبة على أرباح مؤسسات رأس المال المخاطر والضريبة على الدخل الفردي بالنسبة للمساهمين

في المؤسسة)، وهذا ما سمح بانتشار الشكل القانوني للمؤسسة ذات المسؤولية المحدودة، حيث تم تسجيل 2607 مؤسسة ذات مسؤولية محدودة بحلول أكتوبر 2010، أي بعد مرور سنتين فقط من المصادقة على القانون.

3- واقع سوق رأس المال المخاطر بالهند

لتحديد دور الحكومة في هندسة سوق رأس المال المخاطر في الهند وجب الاطلاع على واقع هذه السوق والوقوف على أهم القطاعات المستثمر فيها وحجم الاستثمارات.

الجدول رقم (01): تصنيف المستثمرين خلال الفترة (2004-2009)

التقسيم	نوع المستثمر	عدد المستثمرين
حسب صاحب التمويل	مؤسسات مخاطرة	48
	مؤسسات تابعة لمؤسسات مالية	38
	الحكومة	11
	البنوك	27
	مؤسسات مستقلة	214
	المجموع	338
حسب الأصل	محليين	96
	أجانب	242
	المجموع	338

المصدر: Thillai Rajan & Vishal Kamat, Op-cite, 2010, p: 12.

من الواضح أن مجموعة مؤسسات رأس المال المخاطر المستقلة تمثل أغلبية مؤسسات رأس المال المخاطر بالهند، بحيث تمثل 63% من مؤسسات رأس المال المخاطر بالهند. أما مجموعة المؤسسات المخاطرة التي تحصل على رأس المال من عدة مصادر (أغلبها مؤسسات غير مالية) فتمثل نسبة 14,2%، تليها مؤسسات رأس المال المخاطر التابعة لمؤسسات مالية بنسبة قدرها 11,2% ثم استثمارات البنوك والحكومة بنسبة 8,2% و 3,3% على الترتيب.

تم تصنيف القطاعات المستثمر فيها إلى تسعة أقسام، والجدول الموالي يوضح تقسيم الاستثمارات على نوع القطاع الصناعي.

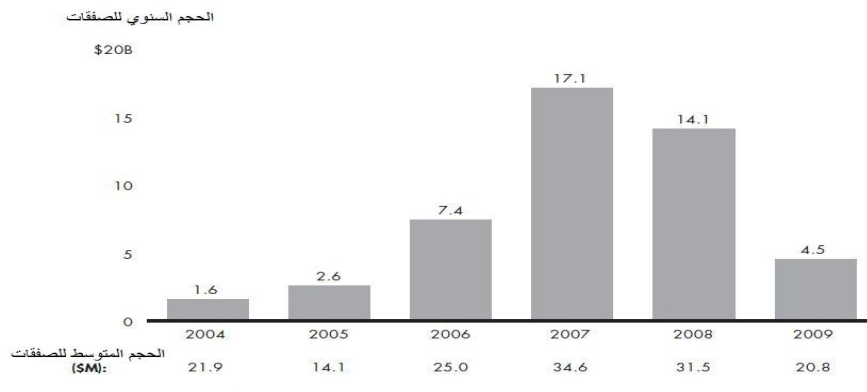
الجدول رقم (02): تقسيم الاستثمارات على نوع القطاع الصناعي

رقم القسم الصناعي	القسم الصناعي	القطاعات التابعة
1	تكنولوجيا المعلومات	تكنولوجيا المعلومات/البرامج/الإنترنت/أجهزة الإعلام الآلي/الوصلات/الالكترونيات.
2	العناية الصحية	العناية الصحية/الصيدلة/الخدمات الصحية/علوم الحياة/التقنيات الحيوية.
3	التصنيع	الصناعات الخفيفة والمتوسطة/الأطعمة والمشروبات/المنتجات التجارية والاستهلاكية.
4	الهندسة والبناء	الهندسة/السلع الإنتاجية/البناء/العقارات/الطاقة/الزيوت والغاز/البنى التحتية.
5	الإعلام والاتصال	الاتصالات/الطباعة والإعلام الالكتروني/الترفيه.
6	النقل والتموين	الشحن والتموين/التوزيع/النقل.
7	الخدمات المالية	البنوك/الخدمات المالية/التأمينات.
8	الخدمات غير المالية	الإعلان والتسويق/التعليم/الفندقة والمنتجعات/سياحة وأسفار/الراحة/الرياضة واللياقة.
9	أخرى	الفلاحة/تجارة الجملة والتجزئة/المعادن والتعدين/الألبسة والمنسوجات/الكيمويات.

المصدر: Thillai Rajan & Vishal Kamat, Op-cite, 2010,p: 11.
يسمح تصنيف الاستثمارات حسب نوع القطاع الصناعي بفهم تطور رأس المال المخاطر في الهند عند التحليل.

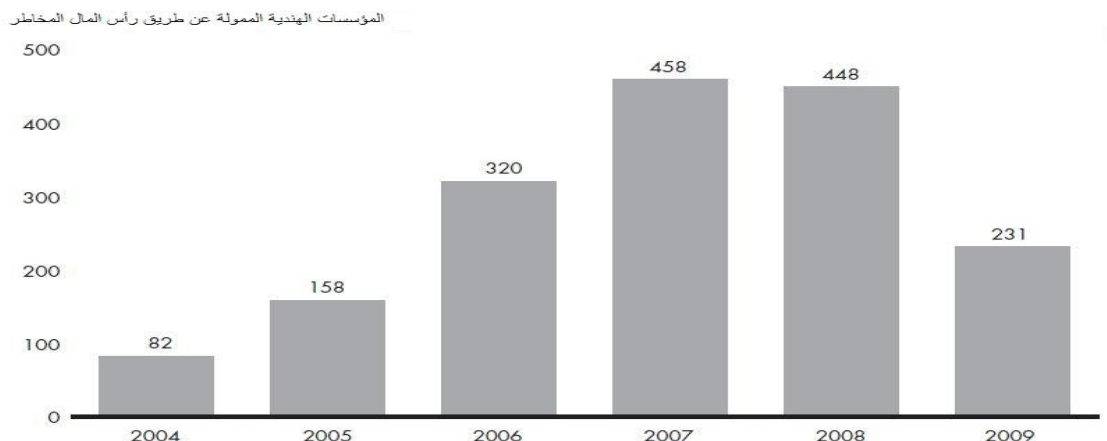
تؤكد الأرقام المسجلة التي يوضحها الشكلين (5) و(6) النمو الذي عرفته سوق رأس المال المخاطر في الهند، فبين سنتي 2004 و2008 استثمرت مؤسسات رأس المال المخاطر ما يقارب 43 بليون دولار في الهند، مما ساعد على تمويل ما يقارب 1400 مؤسسة، حوالي 900 منها في سنتي 2007 و2008 لوحدهما. وحتى في سنة 2009، رغم صعوبة المناخ الاستثماري، حصلت 231 مؤسسة على التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

الشكل رقم (05): الحجم السنوي للصفقات خلال الفترة (2004-2009)



Lou Richman & Elaine Cummings, "India Private Equity Report 2010", Bain & Company, 2010, available at <http://www.indiavca.org>, Accessed: 05/03/2011, p: 09.

الشكل رقم (06): عدد المؤسسات الهندية الممولة عن طريق رأس المال المخاطر خلال الفترة (2004-2009)

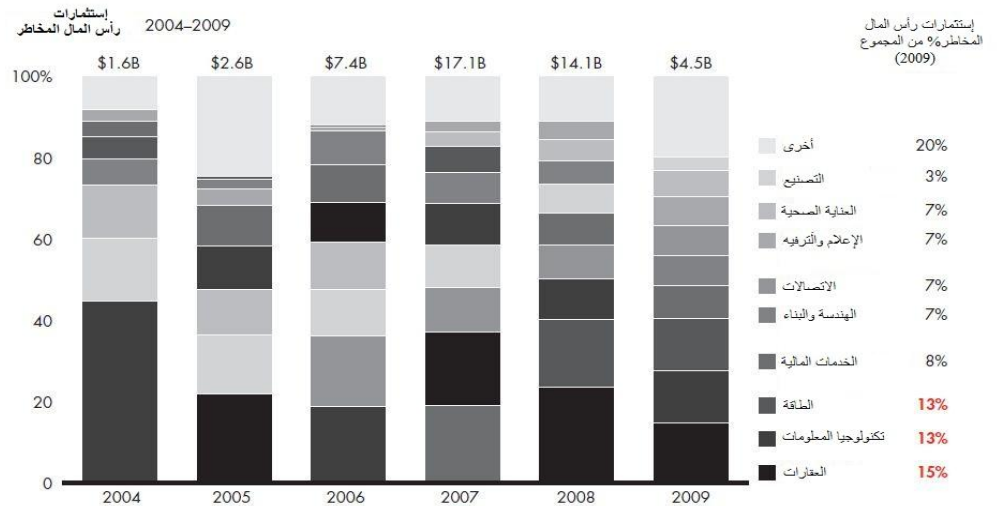


المصدر: Lou Richman & Elaine Cummings, Op-cite, 2010, p: 09.

ينتهز المستثمرون في رأس المال المخاطر بالهند العديد من الفرص المتاحة عبر مختلف الصناعات، لكن يفضل هؤلاء المستثمرون أكثر المؤسسات التكنولوجية، بالإضافة إلى الصفقات التي تتضمن الطاقة والعقارات، ويمثل هذا 41% من مجموع استثمارات رأس المال الاستثماري لسنة 2009 بالهند كما يوضحه الشكل (07).

يغير التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري تركيزه من قطاعات إلى قطاعات معينة، وهذا بسبب نمو هذه الأخيرة وبالتالي حاجتها للتمويل أكثر، فمن القطاع التكنولوجي سنة 2004 إلى العقارات سنة 2005 ثم تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في سنة 2006، وبحلول سنة 2009 انحصرت الاستثمارات في القطاع التكنولوجي، الطاقة والعقارات بشكل خاص.

الشكل رقم (07): حجم استثمارات رأس المال المخاطر في الهند خلال الفترة (2009-2004)

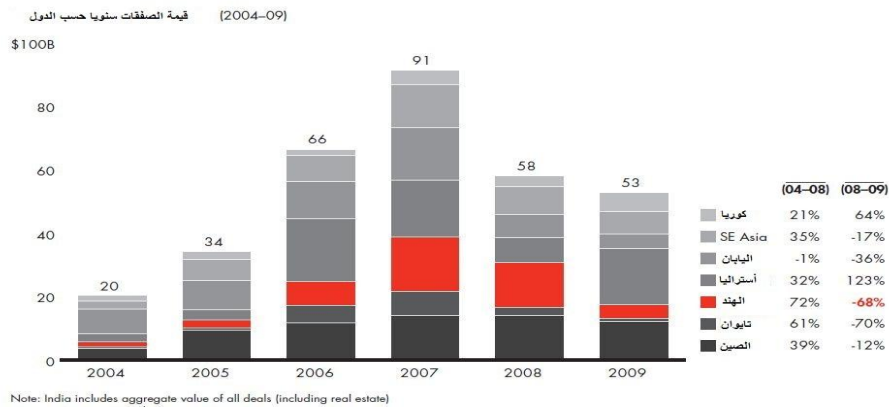


المصدر: Lou Richman & Elaine Cummings, Op-cite, 2010, p:

35.

تعد الهند والصين أكبر وأكثر أسواق آسيا حركية، وتعنى كل منهما باهتمام كبير من قبل المستثمرين في رأس المال المخاطر، مقارنة تجربة كل من الدولتين خلال السنوات الست الأخيرة تعطي انطباعا عن المنافسة القائمة حول رؤوس الأموال. غير أن اقتصاد كلا البلدين قد عرف نمواً سريعاً خلال 2008، فمن حيث قيمة صفقات رأس المال المخاطر المسجلة سنوياً، نمت رأس المال المخاطر في الصين بنسبة 39% بين سنتي 2004 و2008، أي حوالي نصف معدل سرعة نمو رأس المال المخاطر بالهند في نفس الفترة. لكن بين سنتي 2008 و2009، كان معدل انخفاض الاستثمارات في الهند 68% بينما سجلت الصين معدل انخفاض في استثمارات رأس المال الاستثماري معتدل 12% في نفس الفترة كما يوضح ذلك الشكل (08).

الشكل رقم (08): قيمة صفقات رأس المال المخاطر سنوياً حسب دول آسيا خلال الفترة (2004-2009)



المصدر: Lou Richman & Elaine Cummings, Op-cite, 2010, p: 21.

المحور الثالث: إنشاء سوق رأس مال مخاطر إسلامي بالجزائر

يقدم هذا المحور جملة من الدوافع لإنشاء سوق رأس مال مخاطر بالجزائر، كما يعرض بعض الاقتراحات لإنشاء هذه السوق.

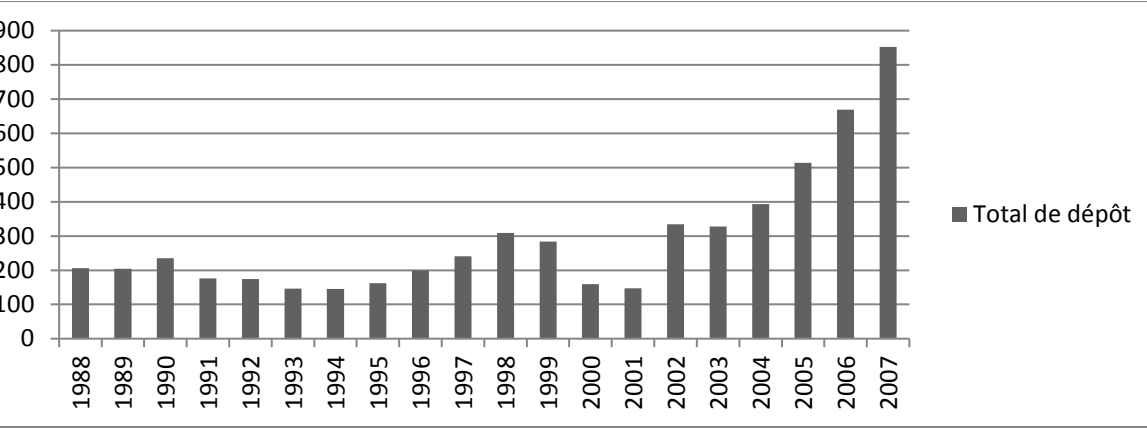
1- دوافع إنشاء سوق رأس مال مخاطر بالجزائر

بناء على الواقع الاقتصادي للجزائر يمكن تقديم جملة من الدوافع لإنشاء سوق رأس مال مخاطر بالجزائر:

- مشاكل التمويل والتسيير على مستوى المؤسسات الجزائرية، والتي يمكن حلها من خلال التمويل عن طريق رأس المال المخاطر لما يقدمه من مدخلات إدارية.
- هندسة سوق رأس مال مخاطر تعد تكملة لجهود الحكومة المبذولة في تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- من شأن سوق رأس المال المخاطر تقديم مؤسسات قادرة على الصمود أمام المنافسة القوية، كما يمكن أن تقدم مؤسسات تشكل قاعدة لسوق أوراق مالية باعتبار أن أفضل استراتيجيات الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر هي الإدراج في البورصة.
- عدد براءات الاختراع المسجلة من طرف المواطنين الجزائريين المتزايد (كما يوضحه الشكل (09)) والقابلة للتجسيد في شكل منتجات .

الشكل رقم(09): عدد براءات الاختراع المسجلة في الجزائر 1988-2007

مخبر تطوير أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة.....LEMAC



المصدر: www.inapi.org, date de consultation:

28/02/2011

2- هندسة سوق رأس مال مخاطر إسلامي بالجزائر

أخذا بعين الاعتبار واقع الاقتصاد الجزائري، وكذا عدة تجارب سابقة لبعض الدول يمكن تقديم جملة من الإقتراحات لإقامة سوق رأس مال مخاطر إسلامي بالجزائر:

- الاهتمام بالإطار القانوني والجبايي ومحاولة تطويرهما اعتمادا على الهندسة المالية.³¹
- التركيز على النموذج الإسلامي لسوق رأس المال المخاطر، كخطوة تفرضا طبيعة المعتقد الديني للمستثمرين الجزائريين، فضلا عن الإيجابيات الأخرى للنموذج الإسلامي .
- الاعتماد على وسطاء ماليين خواص عند وضع مدخلات عملية الهندسة.³²
- تتميز مرحلة خروج مؤسسة رأس المال المخاطر من الاستثمار بكون المؤسسة الممولة مازالت بحاجة إلى التمويل، وهذا ما يجعل من إمكانية تبني المقاول للمؤسسة مستحيلة. كما أن إستراتيجية الخروج من الاستثمار عن طريق الديون هي الأخرى تضع جملة من المعوقات من بينها عدم القدرة على تعظيم العائد، وتبقى إستراتيجية الخروج عن طريق سوق الأوراق المالية في هذه الحالة هي

الأفضل.³³ في نظام مالي يعتمد على سوق الأوراق المالية، لا تواجه الحكومة صعوبات عند عملية هندسة سوق رأس مال مخاطر إسلامي، لكن في حالة نظام مالي يركز على النظام البنكي، كما هو الحال بالنسبة للجزائر، تواجه الحكومة جملة من المعوقات، ويكمن المشكل الأساسي في كون سوق رأس المال المخاطر الإسلامي تحتاج إلى استراتيجية مثلى للخروج من الاستثمارات والتي تتمثل في سوق الأوراق المالية، لكن سوق الأوراق المالية تحتاج هي الأخرى إلى مقاولين وصفقات وبالتالي إلى سوق رأس مال مخاطر، هنا يتوجب على الحكومة إيجاد رابط بين سوق رأس المال المخاطر الإسلامي وسوق الأوراق المالية،³⁴ والذي يمكن أن يكون من خلال تدخل الحكومة في عملية الخروج من الاستثمار من خلال تقديمها للتمويل اللازم.³⁵

- توجد العديد من التجارب السابقة لبعض الدول والتي يتوجب الرجوع إليها لوضع نموذج قادر على تحقيق الأهداف المرجوة من هندسة سوق رأس مال مخاطر .

الخاتمة

يعد رأس المال المخاطر في مفهومه التقليدي قريباً جداً من مفهوم اشتراك الربح والخسارة في الاقتصاد الإسلامي، لذا فهناك العديد من العقود الإسلامية التي يمكن تطبيقها في سوق رأس المال المخاطر، وهذا ما يسمح بظهور تقنية تمويل (رأس مال مخاطر) مقبولة من طرف مختلف المستثمرين، وبالتالي جذب فئة المستثمرين المسلمين.

لضمان نجاح عملية هندسة سوق رأس مال مخاطر، يجب النظر في مختلف التجارب والنماذج السابقة لاستخلاص أهم الدروس، ويعد النموذج الهندي نموذجاً جديراً بالدراسة، فقد سمحت ثقافة تبني المشاريع الصغيرة في الهند بإنشاء محيط للقيام بالصفقات، كما ساعدت الحكومة في حصول المقاولين الصغار على التمويل اللازم، بالإضافة إلى فتحها المجال أمام مؤسسات رأس المال المخاطر للخروج من الاستثمارات عن طريق العرض العام للجمهور، مما أدى إلى ازدهار سوق رأس المال المخاطر بالهند.

تشكل سوق رأس المال المخاطر تحديا كبيرا بالنسبة للحكومة الهندية، بالنظر إلى تدفقات رأس المال الأجنبي إلى هذه السوق، فضلا عن الخليط من المؤسسات المحلية والأجنبية التي تستثمر في الهند. ويكمن التحدي في وضع إطار قانوني وجبائي لأجل عمل هذه السوق. وقد ساعدت الحكومة الهندية في توفير هذه البيئة الخصبة التي سمحت بازدهار سوق رأس المال المخاطر وجود اليد العاملة الموهوبة والمقاولين المبدعين.

قلة الفرص الاستثمارية في أسواق أمريكا الشمالية وأوروبا نتيجة ارتفاع عدد رؤوس الأموال المخاطرة بها وانحصارها في الفرص ذات المخاطرة العالية جدا والعائد المنخفض، جعل رؤوس الأموال المخاطرة بهذه الأسواق تبحث عن أسواق أخرى بها فرص استثمار واعدة وكثيرة. ويظهر أن واقع الاقتصاد الجزائري يعكس الكثير من هذه الفرص، يبقى فقط التفكير في هندسة سوق رأس مال مخاطر قائمة على أساسات قوية تعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية.

الهوامش والمراجع:

المراجع:

¹ - Mansoor Durrani & Grahame Boocock, Venture Capital, Islamic Finance and SMEs, Palgrave Macmillan, Great Britain, 2006, p: 36.

² - Idem, pp: 37-38.

³ - Monder Cherif, Le capital-risque, Revu.Banque Edition, Paris, 2008, p: 43.

⁴ - Jérôme Glachant & Jean-Hervé Lorenzi, Philippe Trainar, Private equity et capitalisme français, La Documentation française, Paris, 2008, pp : 29-31.

⁵ - Bernard Guilhon & Sandra Montchaud, Le capital-risque : mécanisme de financement de l'innovation, Lavoisier, Paris, 2008, pp: 26-43.

⁶ - Richard Thompson & "Real Venture Capital : Building International Businesses", Palgrave Macmillan, China, 2008, pp: 12-17.

- ⁷ - Mansoor Durrani & Grahame Boocock, Op-cit, 2006, pp: 36-37.
- ⁸ - Douglas J. Cumming & Sofia A. Johan, Venture Capital and Private Equity Contracting An International Perspective, Elsevier Inc, United States, 2009, pp: 3-4.
- 9- لمزيد من المعلومات أنظر:
- pp: 39-41. - Mansoor Durrani & Grahame Boocock, Op-cit, 2006,
- السعيد بريش ، "رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE"، مجلة الباحث، عدد 05، 2007، ص ص: 9-10.
- ¹⁰ - Stefan Povaly, Private Equity Exits, Springer, German, 2007, pp: 128-129.
- ¹¹- Idem, p: 130.
- ¹² - Douglas J. Cumming & Sofia A. Johan, Op-cit, 2009, pp: 35-36.
- ¹³- Stefan Povaly, Op-cit, 2007, pp: 130-132.
- ¹⁴ - Mansoor Durrani & Grahame Boocock, Op-cit, 2006 ,p: 58.
- ¹⁵- Idem, p: 58.
- ¹⁶ - Vance H. Fried & Robert D. Hisrich, "Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making", Financial Management, Vol. 23, No. 3, Venture Capital Special Issue (Autumn, 1994), pp. 28-37 Published, Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/3665619>, Accessed: 14/03/2010 03:18, pp : 31-32.
- ¹⁷ - Douglas Cumming, VENTURE CAPITAL: Investment Strategies, Structures, and Policies, Wiley & Sons, Canada, 2010, pp: 11-14.
- ¹⁸ - Anders Isaksson, "Studies on the venture capital process", Umeå University, Sweden, 2006, p: 49.
- ¹⁹- Douglas Cumming, Op-cite, 2010, p: 14.
- Vance H. Fried & Robert D. Hisrich, Op-cite, 1994, p: 32.²⁰
- ²¹ - Douglas Cumming, Op-cite, 2010, pp: 19-21.
- ²² - Idem, pp:22-23.
- ²³ - Mansoor Durrani & Grahame Boocock, op-cit, 2006, pp: 159- 163.
- ²⁴- Idem, pp : 159- 163.

25 - أنظر:

- Abdullaah Jalil, Op-cit, 2005, pp: 7-9.
- Tariq Al-Rifai & Aamir Khan, "The Role of Venture Capital in Contemporary Islamic Finance", working paper, 2000, pp: 8-10.
- ²⁶ - Rasmeet Kohli, "Venture Capital & Private Equity Financing in India", working paper, available at <http://www.nseindia.com>, Accessed: 05/03/2011, p: 09.
- ²⁷ - Mrinalini Kochuipillai, "Financing Start-ups and SMEs in India - Venture Capital Funds and Bank Finance", Working Paper, available at <http://www.ssrn.com>, Accessed: 05/03/2011, pp: 5-6.
- ²⁸ - Rasmeet Kohli, "Venture Capital & Private Equity Financing in India", Op-cite, p: 10.
- ²⁹ - Mrinalini Kochuipillai, "Financing Start-ups and SMEs in India - Venture Capital Funds and Bank Finance", Op-cite, p: 06.
- ³⁰ - Thillai Rajan & Vishal Kamat, "India Venture Capital and Private Equity Report 2010", Department of Management Studies Indian Institute of Technology Madras, India, 2010, available at <http://www.indiavca.org>, Accessed: 05/03/2011, pp: 4-5.
- ³¹ - محمد براق ومحمد الشريف بن زواي، الهندسة المالية الإسلامية: سوق رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي الأول بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بالمركز الجامعي - غرداية، أيام 23 و24 فيفري 2011، ص:15.
- ³² - Christopher Gulinello, "Engineering a venture capital market and the effects of government control on private ordering: lessons from the Taiwan experience", The Geo. Wash. Int'l L. Rev, pp.845-883, 2005, pp: 880-883.
- ³³ - Josepha Mc Cahery & Luc Renneboog, Op-cite, 2003, pp: 54-56.
- ³⁴ - Mc Cahery Josepha & Luc Renneboog, Op-cite, 2003, p: 55.
- ³⁵ - Christopher Gulinello, Op-cite, 2005, pp: 880-883.