

فعالية التمويل بصيغة رأس المال المخاطر بين الاتجاه الوضعي والإسلامي

L'efficacité de financement au capital du risque entre la tendance traditionnelle et islamique

hassine.ath1964@gmail.com

جامعة العربي بن مهدي - أم البواقي -

د/ أحسين عثمانى

saidi.sief_hanane@hotmail.com

جامعة العربي بن مهدي - أم البواقي -

أ/ سعيدي سيف حنان

yazidtagraret400504@gmail.com

جامعة العربي بن مهدي - أم البواقي -

د/ يزيد تفرات

Received: July 2017

Accepted: August 2017

Published: September 2017

الملخص:

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى توضيح أسلوب التمويل بصيغة رأس المال المخاطر من ناحية الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي، تم ظهر هذا الأسلوب في التمويل حديثا وعملت به العديد من الدول نظر لأهميته في التمويل المجاني مع التركيز على المشاركة عمليات التمويل، كما تطور الاهتمام بالمبادئ التي يقوم عليها النظام المالي الإسلامي بمنظومة مؤسساته التي تحكمها ضوابط شرعية الجانب الأخلاقي والاجتماعي وترتبط منتجاتها المالية بالاقتصاد الحقيقي، وركزنا في دراستنا هذه على التطور التاريخي بالعمل بهذا وعرض تجارب دولية في التمويل برأس المال المخاطر الذي لا يزال العمل به، ومن أهم التوصيات التي خرجنا بها في هذه الدراسة هو من الآثار السلبية للتمويل البنكي التقليدي الذي يعمل على فرض أسعار فائدة على قيمة القروض الممنوحة للمستثمرين من جهة ترهق المستثمر ماليا ومن جهة أخرى يواجه صعوبة في تسديد مستحققاته في أجلها، لذا أصبحت صيغة والمرابحة أفضل صيغة إسلامية يعتاد بها.

الكلمات المفتاحية: قرار التمويل، النظام المالي الإسلامي، رأس المال المخاطر، المشاركة والمضاربة.

رموز G32:Jel

Summary:The aim of this study is to clarify the method of financing in the form of venture capital in terms of the positive economy and the Islamic economy. This method has recently appeared in finance and many countries have considered its importance in free financing with a focus on participation and speculation in financing operations. The principles of the Islamic financial system of the system of its institutions governed by the controls of legitimacy taking into account the moral and social and financial products linked to the real economy In this study, we focused on the historical development of this method and the presentation of international experiences in the financing of risk capital, which is still in operation. One of the most important recommendations we have made in this study is to reduce the negative effects of traditional bank financing, which works to impose interest rates on the value of loans Granted to investors on the one hand burdens the investor financially and on the other has difficulty in paying dues in their time, so became the formula of participation and Profit or loss the best Islamic formulas used.

key words:Décision de financement, le système financier islamique, capital-risque, la participation et la spéculation.

مقدمة:

تلجأ المؤسسات الاقتصادية في وقتنا الحالي عادة إلى مصادر التمويل الذاتية أكثر من نظيرتها الخارجية نظراً لارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، حيث أن اعتماد المؤسسات على أموالها الخاصة والذاتية كمصدر تمويلي داخلي غالباً ما يكون غير كافٍ مختلف احتياجاتها عبر مراحل نشاطها، خاصة المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية التجديدية والتوسعية، وعيه فلا يكون أمامها إلا اللجوء إلى التمويل الخارجي المتضمن تمويلاً مالياً عن طريق السوق المالية. وحتى تتجاوز المؤسسات، خاصة منها الصغيرة والمتوسطة صعوبات تميزتها لاسيما تلك المتعلقة بالحصول على التمويل من تمويلية عدة، لا بد لها من تنويع الخدمات التمويلية المتاحة بالسوق التمويلية، ابتكار واستخدام تقنيات حديثة على مستوى بما يمكنها من التحكم في المخاطر والتكاليف، ومن ثم التوجه نحو خدمة هذا المجال أو القطاع. تبرز تقنية تمويلية بين التمويل بالاستدانة والتمويل عن طريق اقتصاد السوق، تعتمد مبدأ المشاركة، وهي بذلك تختلف عن التمويل التقليدي المعروف القائم على الإقراض، والتي يمكن أن نصلح على تسميته تمويل بديل، أو التمويل عن طريق رأس المخاطر.

ازداد الاهتمام بالمبادئ التي يقوم عليها النظام المالي الإسلامي بمنظومة مؤسساته التي تحكمها ضوابط شرعية تراعي الأخلاقي والاجتماعي وترتبط منتجاتها المالية بالاقتصاد الحقيقي، ومن أمثلة هذه التقنيات نجد رأس المال المخاطر، الذي يقوم الواقع على أسلوب المشاركة والمضاربة، ويجمع بذلك بين الفعالية الاقتصادية والعدالة الاجتماعية، ويساهم في نمو حركية الاقتصادي، وعليه يكمن الهدف من هذه الدراسة في تحليل واقع رأس المال المخاطر كبديل تمويلي بين النموذجين الوضعي والإسلامي، ويكون ذلك من خلال الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي:

■ الإشكالية الرئيسية للبحث:

✓ ما أهمية التمويل بصيغة رأس المال المخاطر كأسلوب تمويلي حديث من منظور الاقتصاد الوضعي والاقتصاد

■ الأسئلة الفرعية:

للإجابة على إشكالية البحث سنقوم بصياغة مجموعة من الإشكاليات الفرعية والمتمثلة فيما يلي:

01. ما المقصود برأس المال المخاطر من وجهة النظر الاقتصادية؟

02. كيف يرى الاتجاه الإسلامي مفهوم رأس المال المخاطر؟

03. كيف طور النموذج الإسلامي صيغة التمويل برأس المال المخاطر؟

■ فرضيات الدراسة:

أ - الفرضية الرئيسية:

تعد صيغة التمويل برأس المال المخاطر ذات أهمية للمؤسسات الاقتصادية التي تعاني صعوبة في التمويل لاسيما المؤسسات الناشئة وتطور مفهومها من حيث صيغة المشاركة التي تعد من أساسيات الاقتصاد الإسلامي.

ب. الفرضيات الفرعية:

01. نعمل مؤسسات متخصصة في التمويل بالمشاركة في تقديم الدعم المالي للمؤسسات العاجزة مالياً دون ضمان العائد

وهذا ما يعد المفهوم الحديث لصيغة التمويل برأس المال المخاطر.

02. رأس المال المخاطر يركز في ثنياه على التمويل المجاني دون فوائد مع المشاركة في الربح أو الخسارة وهي مبادئ يركز الاقتصاد الإسلامي.

03. طور النموذج الإسلامي صيغة التمويل برأس المال المخاطر من خلال لجوء البنوك الإسلامية في عصرنا الحالي بدعم المؤسسات الحديثة النشأة بضمان تمويل مجاني مع المخاطرة بمصادر الأموال.

■ أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في العناصر التالية:

- يعد صيغة التمويل برأس مال المخاطر من مبادئ الاقتصاد الإسلامي، وطريقة تمويل حديثة تسعى إلى دعم المشاريع في المدى الطويل بغض النظر عن الوضع المالي لها؛

- تعرض الدراسة أهمية الاعتماد على الشركات المتخصصة في التمويل بصيغة المخاطرة في النهوض بالوضع المالي للشركات الاقتصادية التي تعاني من صعوبات مالية والعسر المالي؛

- معالجة الدراسة لموضوع جد بالغ الأهمية يأخذ بعين الاعتبار مبدأ التمويل بالمشاركة، هذا الأخير الذي يعد من الصيغ الإسلامية بعيدا عن التمويل بالفوائد والمعمول بها في التمويل التقليدي؛

■ أهداف البحث:

تتمثل أهداف البحث في النقاط التالية:

- تبيان الأدبيات النظرية لصيغة التمويل برأس المال المخاطر من المنظور التقليدي (الاقتصاد الوضعي)؛

- تبيان مفهوم وأهمية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي ومقارنته بالتمويل عن طريق المشاركة؛

- مقارنة صيغة التمويل عن طريق رأس المال المخاطر من وجهة نظر الاقتصاد الوضعي والإسلامي.

■ منهج البحث:

للإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة الإحاطة بجوانب الموضوع اعتمد الباحث ين على المنهج الوصفي التحليلي في النظري من أجل الإجابة بقدر الإمكان على الإشكالات الرئيسية والتساؤلات الفرعية حيث اعتمد الباحث على تغطية الخلفية النظرية التي يركز عليها البحث، ويتم ذلك من خلال التطرق إلى مختلف الأدبيات والجهود العلمية السابقة في مجال البحث

■ الدراسات السابقة:

لقد تم الإطلاع على مجموعة من الدراسات السابقة المتمثلة في موضوع رأس المال المخاطر لكن الدراسات السابقة التي تتعلق بموضوع بحثنا غير موجودة في حدود اطلعنا ومن بين الدراسات السابقة التي هي بحوزتنا نذكر ما يلي:

● الدراسة الأولى للباحثان: بلعدي عبد الله، مقالتي عاشور بعنوان/المقارنة بين رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع إمكانية التكامل التنموي بينهما في مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد السادس، العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، ديسمبر 2016. توصلت الدراسة إلى أهم النتائج وهي عرض التجارب الدولية من حيث النوعين من التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من منظور تقليدي ومواكبة التطورات الحديثة مجال التكنولوجيا وتقنيات المعلومات والاتصال في الدول المتقدمة والنامية، أطلعهم التوصيات التي تتمثل في التدريب المستمر للموارد البشرية فيما يخص التمويلين.

● الدراسة الثانية: للباحث: دراجي كريم بعنوان/ شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات دراسة حالة في مجلة الاقتصاد الجديد، العدد التاسع، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة خميس مليانة عين الدفلة،

2013. كانت نتائج الدراسة تتمثل في مساهمة التمويل برأس المال المخاطر يساهم في استمرارية المؤسسات الصغيرة وتوظيف اليد العاملة وزيادة الإنتاجية، ومن بين التوصيات أهم التي خرجت بها الدراسة تتمثل في تقديم تحفيزات مالية لإنجاح هذا النوع من المؤسسات التي أثبتت في مختلف البلدان أنها ركن وعنصر أساسي في نموذج التنمية المستدامة
- الدراسة الثالثة: للباحث بريش السعيد بعنوان/ رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE، في مجلة الباحث، العدد الخامس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية التسيير، جامعة ورقلة، 2007. توصل الباحث إلى أهم النتائج المتمثلة في أهمية ودور شركات رأس المال المخاطر كبديل في التخفيف من حدة المشكل التمويلي المطروح، أما فيما يخص أهم التوصيات تتمثل في دعم الدولة لشركات رأس المال من خلال الأدوات التي تملكها وذلك مثل القيام بتخفيضات ضريبية على هذه الشركات.
 - الدراسة الرابعة: للباحث سحنون سمير بعنوان / فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس مال المخاطر - تونس والجزائر والمغرب-، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2013/2012. من أهم النتائج أن هذه الدول تأتي في المراتب الأخيرة من حيث الاعتماد على التمويل بصيغة رأس مال المخاطر ويعود ذلك إلى غياب ثقافة دعم المؤسسات الناشطة في مجال رأس مال المخاطر وأهم تتمثل في تطوير سوق رأس المال المخاطر في الدول المذكورة وإصلاح البيئة القانونية.
 - الدراسة الخامسة: للباحثة أحلام بوقفة بعنوان/ واقع نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمارات والتوظيف Sofinance، في مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد السابع، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم جامعة أم البواقي، جوان 2017. توصلت الباحثة إلى أهم النتائج المتمثلة في أن التمويل برأس المال المخاطر يعد تمويلا تسديد فوائد مالية لصاحب الدين وهذا ما يساهم في تجسيد وتطوير المشاريع الاستثمارية دون عناء مالي، أما أهم التوصيات في العمل على توفير جو ملائم لهذه الشركات من خلال حاضنات الأعمال وتشجيع الأفكار الجديدة لتطوير هذه الشركات.
 - الدراسة السادسة: للباحثان بوعبد الله هبية، رحيم حسين بعنوان/ تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق المال المخاطر "تجربة الولايات المتحدة الأمريكية والشرق الأوسط وشمال إفريقيا" في مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية العدد الصادر عن مخبر التنمية الاقتصادية والبشرية، جامعة البليدة2، ديسمبر 2015. من أهم النتائج التي توصل إليها الباحثان

تقسيمات الدراسة:

لتحليل الموضوع والإجابة على التساؤلات المطروحة، نتناول الدراسة في محورين أساسيين:

أولاً/ النموذج التقليدي لرأس المال المخاطر؛

ثانياً/ النموذج الإسلامي لسوق رأس المال المخاطر،

ثالثاً/ تجارب بعض الدول في التمويل بصيغة رأس مال المخاطر.

فيما يلي نقوم بالتطرق إلى النموذج التقليدي لصيغة التمويل المتمثلة رأس المال المخاطر.

أولاً/ النموذج التقليدي لرأس المال المخاطر:

يعتبر التمويل بجميع أنواعه إحدى أهم ركائز الاستثمار لأي اقتصاد في أي زمان وفي أي مكان ولذلك فإن تطوير أدوات التمويل أخذ وما زال يأخذ حيزاً كبيراً من اهتمام المصرفيين، الماليين، والمستثمرين على حد سواء، وقد برزت في الدول الكبرى تقنية تمويلية تختلف عن التمويل التقليدي المعروف القائم على الإقراض، تعتمد مبدأ المشاركة، اصطلاحاً على تسميتها المال المخاطر (رأس المال الجريء، رأس المال المغامر)، وسنحاول من خلال هذا العنصر تناول رأس المال المخاطر التقليدي أهم أساسياته المتمثلة في نشأته، تعريفه، مؤسساته و علاقته بالنظريات المالية وكذا الأزمة.

1. أساسيات رأس المال المخاطر:

تسمح معرفة التطور التاريخي لرأس المال المخاطر بفهم مختلف الجوانب الأخرى المرتبطة بسوقه، من متدخلين فيها مراحل الاستثمار فيها و كيفية الرقابة على الاستثمار وغيرها من العمليات المرتبطة بها كتنقية تمويلية.

1.1. نشأة رأس المال المخاطر:

تعود بدايات ظهور رأس المال المخاطر إلى القرون الأولى، أين ظهر في نشاط التجار المخاطرين في الشرق الأوسط خلال 15، كما وظهر أيضا في شبه الجزيرة العربية قبل الإسلام.

عرف المفهوم الحديث لرأس المال المخاطر بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1946 لأول مرة من خلال أول مؤسسة رأس المال المخاطر، التي تحمل اسم "الشركة الأمريكية للبحث والتطوير" (American Research & Development corporation)، والتي كان هدفها المساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة.ⁱ

في سنة 1950، بدأ نشاط رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية يتطور استجابة لاحتياجات تمويل المؤسسات والمتوسطة، وللثورة الجديدة في مجال التقدم التكنولوجي وخاصة في صناعات الكمبيوتر والإلكترونيات وتكنولوجيا وقد تميزت هذه الفترة حتى السبعينات من القرن الماضي بكون أغلب مؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر هي عن مؤسسات مدرجة في سوق الأوراق المالية.

أصبحت مؤسسات رأس المال المخاطر مع بداية 1980، تأخذ الشكل القانوني لشركة ذات مسؤولية محدودة، هي الغالبة الامتيازات الجبائية والشبه الجبائية الممنوحة لها، وانتشرت هذه المؤسسات بعد ذلك في الدول الأخرى بهدف مواجهة الخاصة بالتمويل الاستثماري.ⁱⁱ

2.1. تعريف رأس المال المخاطر:

هناك العديد من التعاريف لرأس المال المخاطر، منها ما يعتبر رأس المال المخاطر، أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع بواسطة شركات تدعى بشركات رأس المال المخاطر، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو بأمواله، ولهذا نرى بأنها تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال، أن النظام المصرفي يرفض منحها القروض نظرا لعدم توفر الضمانات.

في هذه التقنية يتحمل المخاطر (المستثمر) كليا أو جزئيا الخسارة في حالة فشل المشروع الممول، ومن أجل التخفيف من حدة المخاطر فإن المخاطر لا يكتفي بتقديم النقد فحسب بل يساهم في إدارة المؤسسة بما يحقق تطورها ونجاحها.

يضاف إلى ذلك كله أن دور شركات رأس المال المخاطر لا يقتصر على تمويل مرحلة الإنشاء فحسب بل يمتد أيضا إلى التجديد، وكذا تمويل التوسع والنمو وهو ما يقتضي تقديم مخطط تنمية من طرف المؤسسة.ⁱⁱⁱ

كما عرفته الجمعية الأوروبية " EVCA (European Venture Capital Association) كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد- و ذلك هو مصدر المخاطر - أملا في الحصول فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات".^{iv}

وفي تعريف آخر لرأس المال المخاطر هو! كل رأس مال مستثمر من طرف وسيط مالي في شركات أو في مشاريع متميزة طاقة نمو كامنة عالية".^v

يظهر من التعريف السابق أنه:

- خاص بتمويل الاستثمارات، بغض النظر عن المرحلة من دورة حياة المشروع التي تتم فيها هذه الاستثمارات؛
- أن الاستثمار الممول يتسم بدرجة عالية من المخاطرة، وغالبا ما يربط بالاستثمارات الإبتكارية أو ذات التكنولوجيا العالية؛

- أن التمويل يتم عن طريق المشاركة، وبالتالي فإن الممول المخاطر يتحمل مع المستثمر الربح والخسارة.
3.1. أهداف رأس المال المخاطر:

يهدف رأس المال المخاطر إلى التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية وإلى توفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع. وبذلك فإن رأس المال المخاطر هو طريقة لتمويل المؤسسات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها ، وهذه الاستثمارات هي لآجال طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية لكن بعوائد عالية نسبيا تتحقق عندما يتم بيع المؤسسة المستثمر فيها.

يلبي رأس المال المخاطر احتياجات المؤسسات في مراحل التمويل المختلفة والتي تتمثل في:^{vi}
أ - تمويل المرحلة المبكرة :

يهدف رأس المال المخاطر إلى تمويل بحوث التنمية والتطوير للمشروعات الجديدة أو تقنيات جديدة قبل بدء النشاط على نطاق تجارى وإلى تمويل إنشاء مشروعات جديدة (رأس مال ثابت - رأس مال عامل) وحيث لا يتوافر للمستثمر الموارد المالية الكافية.

ب - مرحلة التمويل اللاحقة

يهدف رأس المال المخاطر في هذه المرحلة لتمويل تنمية وتطوير مؤسسات قائمة والتي تحتاج إلى متطلبات تمويلية خاصة آفاق نمو جذابة ، ويتضمن ذلك توفير التمويل لأغراض التوسع للمؤسسات غير المسجلة في البورصات بهدف مساعدتها على ودخول أسواق جديدة أو الإحلال محل بعض الشركاء في رأس مال المؤسسات الرابعة .

ج- تمويل الحالات الخاصة:

يوجه رأس المال المخاطر لتمويل احتياجات خاصة لمؤسسات ناشئة والتي تكون غالبا أجزاء من مؤسسات ضخمة ذلك تمويل شراء حصة الملكية والسيطرة على مؤسسات قائمة، إضافة إلى تمويل المؤسسات ذات الأداء الضعيف ولكن يتوافر فرص واضحة للتحسن.

4.1. مؤسسات رأس المال المخاطر:

تعد مؤسسات رأس المال المخاطر أحد وسائل الدعم المالي والفني والإداري للمشروعات الناشئة التي يرتفع معدل مخاطرها وذات إمكانيات النمو والربحية المرتفعة ويمكن تقسيم هذه المؤسسات إلى نوعين رئيسيين:

- مؤسسات مستقلة تقوم بجمع رؤوس الأموال من المستثمرين المحتملين معتمدة على شهرتها وتخصصها وخبرتها .
 - مؤسسات تابعة وهي فرع لمؤسسات مالية أو صناعية أخرى تؤسسها وتوفر لها رأس المال اللازم.
- تستثمر بعض رؤوس الأموال المخاطرة في مؤسسات من كافة الأحجام والقطاعات، لكن أغلبها تستثمر فقط في مؤسسات ضمن مراحل وقطاعات خاصة، وعليه يمكن تصنيف مؤسسات رأس المال المخاطر حسب مراحل حياة المؤسسة التي

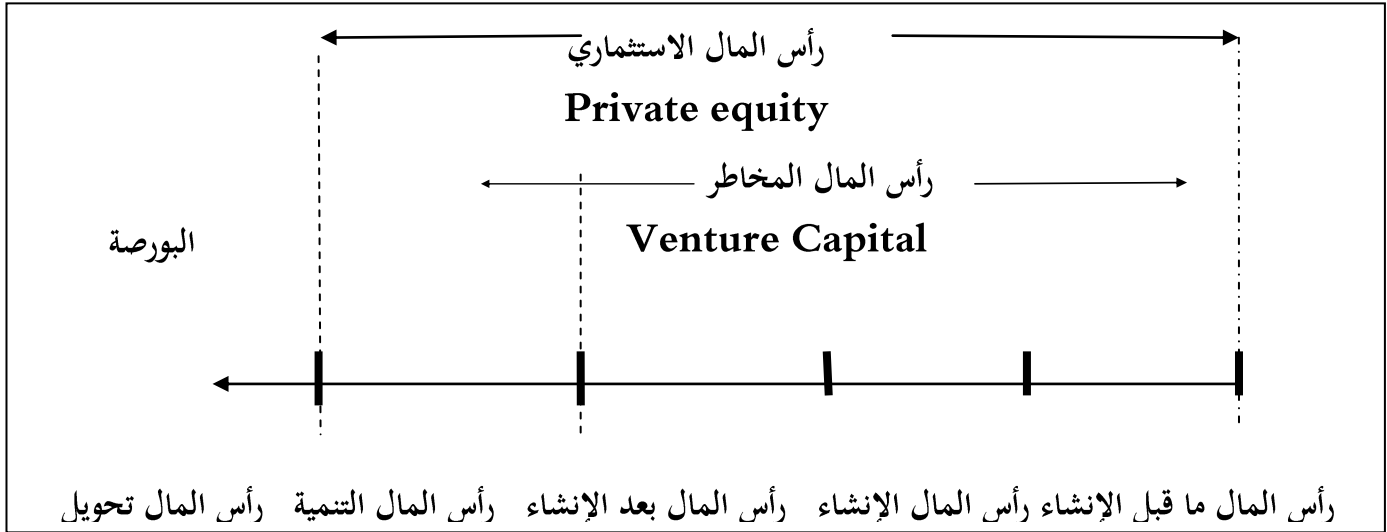
كما يلي:^{vii}

- رأس المال ما قبل الإنشاء (Seed Capital) لتغطية نفقات البحث وتطوير المنتج، وإجراء التجارب عليه،
يهتم بالمؤسسات الجديدة التي تنشط في مجال البحث والتطوير.

- رأس المال الإنشاء (Start-up)

- رأس المال بعد الإنشاء (Early Stage Financing) وهو الأكثر انتشاراً، ويشمل تشكيلة واسعة من
رأس المال المخاطر المرتبط، غير المرتبط والهجين، ويشير عادة إلى رؤوس الأموال المخاطرة التي بالقطاع الخاص
- رأس المال التنموية (Middle stage Financing) الذي يهتم بتمويل المؤسسات التي تملك منتجات
السوق، وتعرف مرحلة نمو سريع، هنا الخطر يصبح تجارياً وحجم المبالغ المستثمرة أكبر. والشكل التالي يوضح
التمويل وأنماطها عن طريق رأس المال المخاطر.

الشكل رقم(01): مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر



رأس المال ما قبل الإنشاء رأس المال الإنشاء رأس المال بعد الإنشاء رأس المال التنموية رأس المال تحويل
المصدر: براق محمد، بن زواي محمد الشريف، رأس المال المخاطر-تجارب و نماذج عالمية ، المكتب الجامعي
ص19.

5.1. علاقة رأس المال المخاطر بالنظريات المالية:

يمكن ربط رأس المال المخاطر بنظرية الوكالة والحكومة كما يلي:

أ- نظرية الوكالة كإطار عام لرأس المال المخاطر:

هناك ثلاثة أنواع لعلاقة الوكالة في رأس المال المخاطر ونوردها في الآتي:

- مؤسسة رأس المال المخاطر لها حافز لتفضيل مصالحها الخاصة على مصالح المستثمرين فيها، فهي بذلك تعد كوكيل
للمستثمرين فيها.

- المقاول له حافز لتفضيل مصالحه الخاصة على مصالح شركة رأس المال المخاطر، ومنه يمكن اعتبار المقاول كوكيل
رأس المال المخاطر.

- يمكن أن يكون لشركة رأس المال المخاطر أحياناً حافزاً لتفضيل مصالحها الخاصة على مصالح المقاول، ومنه يمكن أن
كوكيل لهذا الأخير.

ت حوكمة رأس المال المخاطر: كتكملة لنظرية الوكالة، تعبر حوكمة المؤسسات عن مصطلح يشمل كل الآليات التي من خلالها يطبق ملاك المؤسسة رقابة التسيير لحماية مصالحهم الخاصة، ويظهر أن هيكل حوكمة المؤسسات أصبحت أكثر نظراً للزيادة الملحوظة في خطر الوكالة إضافة إلى الخطر المرتبط بالسوق.

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

6.1. الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر:

أنجزت الكثير من البحوث حول رأس المال المخاطر، والتي تناولت في مجملها موضوع الاستثمار عن طريق رأس المال مراحل عملية الاستثمار وخصوصاً معايير اتخاذ القرار الاستثماري، إذ تضع مؤسسة رأس المال المخاطر إستراتيجية واضحة كما تعتمد على فريق عمل يتميز بالخبرة والكفاءة العالية، ويمكن تلخيص هذه المراحل في الآتي^{viii}:

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

- فحص الاستثمار: هناك أربع مجموعات من معايير اتخاذ القرار تتمثل في قدرات المقاول، جاذبية المنتج أو الخدمة، المنافسة أو السوق، والعائد المحتمل في حالة نجاح الاستثمار.

- تقييم الاستثمار: بعد مرور المشاريع المقترحة عبر مرحلة الفحص، تبدأ مؤسسة رأس المال المخاطر بجمع معلومات حول المشروع المقترح، وفي هذه المرحلة تزداد المدة الزمنية المستغرقة في دراسة المشروع المقترح للتقييم بشكل كبير، وفي المرحلة يتم التركيز على قدرة الفريق على إنجاز الاستثمار، بالإضافة إلى قابلية المنتج للتحقيق، وأيضاً قابليته للتبني من قبل المستهلكين، وبالتالي فمن شأن عملية تقييم الاستثمار التقليل من المخاطرة.

- التفاوض: عند قبول المشروع المقترح في مرحلة التقييم، تدخل مؤسسة رأس المال المخاطر في مفاوضات حول شروط بالاستثمار مع المقاول صاحب المشروع.

- الرقابة في عملية الاستثمار تعد الرقابة إحدى المهام الأساسية لمؤسسة رأس المال المخاطر، من خلال المراجعة المتكررة المؤسسات الممولة عن طريق التدقيق في حساباتها.

2. رأس المال المخاطر والأزمة:

لرأس المال المخاطر أثر كبير على الاقتصاد الكلي، كما أن للتغيرات التي تطرأ على النظام الاقتصادي هي الأخرى أثر على عملية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

- يؤدي رأس المال المخاطر دوراً هاماً في تكوين الصناعات الجديدة، كما أن إمكانية إخفاق المؤسسات الممولة عن طريق المال المخاطر صغيرة، إذا ما تمت مقارنتها بالمؤسسات الممولة تقليدياً فضلاً عن أثر المضاعف الذي يؤدي إلى رفع عدد الجديدة المكونة وحتى صناعات بأكملها، مما يؤدي إلى تكوين اقتصاد مرن، يتيح فرص استثمار واعدة للمقاولين من أجل مؤسسات جديدة، والتي بدورها تؤدي إلى زيادة الطلب على رأس المال المخاطر.

- يساهم رأس المال المخاطر في النمو الاقتصادي من خلال قناتين رئيسيتين، تتمثل الأولى في إدخال منتجات وعمليات على السوق، أما القناة الثانية فتتمثل في تطوير القدرة على تحصيل المعرفة وتحسينها من خلال مؤسسات بحث عمومية كانت خاصة.

ix: هناك عدة أسباب تشير إلى تأثير أزمة الرهن العقاري على نشاط سوق رأس المال المخاطر، يمكن تقسيمها إلى ما يلي:

- انخفاض عرض الأموال على صناديق رأس المال المخاطر .
 - انخفاض قيمة المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر .
- بسبب أزمة الرهن العقاري، أصبح لدى مؤسسات رأس المال المخاطر صعوبات في إيجاد المستثمرين، باعتبار أن هؤلاء هم عادة صناديق التقاعد، شركات التأمين والبنوك الكبرى، إذ تأثر العديد من هؤلاء المستثمرين بالأزمة. هناك سبب آخر مرتبط بقنوات الخروج من استثمارات رأس المال المخاطر، والتي تتمثل في العرض العام على الجمهور، البيع، الثانوي، إعادة الشراء والتصفية، فقد أثرت الأزمة على عملية العرض العام على الجمهور، وبالتالي واجهت مؤسسات رأس المال المخاطر مشاكل في الخروج من الاستثمارات مما أدى أيضا إلى انخفاض الأموال المعاد استثمارها.
- أدت أزمة الرهن العقاري أيضا إلى ركود كبير خلال السنوات الأخيرة، وفي أوقات الركود، واجهت المؤسسات الممولة عن رأس المال المخاطر مشاكل على مستوى المبيعات، دفعت بها إلى تخفيض أسعارها، وبالتالي انخفاض قيمة هذه المؤسسات ارتفاع مخاطر الإفلاس.

ثانيا /النموذج الإسلامي لسوق رأس المال المخاطر

تزايد الاهتمام في العقود الأخيرة بالمخاطر المالية نتيجة للانفتاح الاقتصادي المتسارع لأسواق المال، بهدف التحوط من الخارجية للاستثمارات المتحركة عبر الدول، إضافة إلى تداعيات الأزمة المالية، مما دفع بالكثير من المؤسسات المالية لتطوير مالية قصد حماية أوضاعها الاقتصادية من الانهيار والإفلاس.

لهذا فقد ازداد الاهتمام بالمبادئ التي يقوم عليها النظام المالي الإسلامي بمنظومة مؤسساته التي تحكمها ضوابط شرعية تراعي الأخلاقي والاجتماعي، وترتبط منتجاتها المالية بالاقتصاد الحقيقي، فلجأت عدة دول إلى إنشاء البنوك والمؤسسات المالية والعمل على سن قوانين خاصة بها^x.

1. دوافع التوجه نحو رأس المال المخاطر الإسلامي

رغم قدم الهندسة المالية الإسلامية، إلا أنها لم ترتبط بالتطور الاقتصادي مثل ما هو الحال مع رأس المال المخاطر، إذ أن 65% من التمويل الإسلامي الحالي عبارة عن مرابحة، ففي سنة 1995، كان هناك عدد قليل من الأدوات المالية الإسلامية في السوق مقارنة بما يوجد حاليا، وكان هذا نتيجة لإدراك البنوك الإسلامية بضرورة إتاحة بدائل مختلفة أمام المستثمرين بغرض الوقوف لمواجهة المنافسة الشديدة في المجال البنكي.

1.1. البحث عن إطار عام لرأس المال المخاطر الإسلامي:

هناك سببان يدفعان للبحث عن الإطار العام لرأس المال المخاطر الإسلامي، الأول يتمثل في الحالة الاقتصادية للعالم فضلا عن إسهامات رأس المال المخاطر انطلاقا من كونه يعتبر من بين أحدث منتجات الهندسة المالية، حيث يمثل أداة لتحقيق التنمية الاقتصادية والتكنولوجية^{xi}. كما أنه يشكل أحد أهم الحلول الممكنة لمجابهة مشكلة التمويل التي تواجه المؤسسات، منها الصغيرة والمتوسطة^{xii}.

والسبب الثاني يتمثل في أن تمويل المؤسسات عند إنشائها عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن الشكل الكلاسيكي للتمويل طريق المضاربة، ليس فقط بسبب العلاقة بين الطرف الذي يمنح التمويل والمستفيد، ولكن أيضا لأن المستثمرين بإمكانهم كيفية استثمار أموالهم، بينما المضاربة هي أداة أخرى يمكن استعمالها أيضا لتمويل الاستثمارات المرفقة بمخاطرة عالية^{xiii}.

يجب أن تحقق الأداة المالية الإسلامية المستعملة في سوق رأس المال المخاطر نتيجتين أساسيتين، التي تولد المشاركة الإسلامية حسب هاتين النتيجتين تعاوننا على نطاق واسع بين الأعوان في الاقتصاد، وهي كالاتي:

- يجب أن ينجر عن هذه الأداة عائدات متوقعة ناتجة عن عملية التمويل ولا تتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية، كما أن تكون هذه العائدات مرتبطة بعلاقة سببية مع إنتاجية رأس المال وتنوع المخاطرة.

- ضرورة الحصول على تطور من حيث النتائج مع الالتزام في نفس الوقت بالضوابط الأخلاقية التي تفرضها الشريعة
2.1. الممارسات الأساسية في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر:

رأس المال المخاطر في مفهومه التقليدي، قريب جدا من مفهوم اشتراك الربح والخسارة في الاقتصاد الإسلامي، خاصة ما تعلق بجانب الممارسات الأساسية في التمويل، والجدول التالي يوضح وجهة نظر الشريعة الإسلامية لهذه الممارسات التي تتم عن المال المخاطر.

الجدول رقم (01): وجهة نظر الشريعة الإسلامية لبعض ممارسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

وجهة نظر الشريعة الإسلامية	الممارسات الأساسية للتمويل عن طريق رأس المال المخاطر التقليدي
مقبول	هيكلية الشركة ذات المسؤولية المحدودة
مقبول	العقود المالية طويلة الأجل
مقبول	إمكانية إلغاء العقود
مقبول	فرض ضوابط على مسير صندوق التمويل
مقبول	منح السيولة للمقاولين
غير مقبول	الأوراق المالية القابلة للتحويل، الأسهم الممتازة أو السندات القابلة للتحويل
مقبول	حقوق الرقابة المرفقة بالعقود التقليدية
مقبول	التمويل عبر مراحل
مقبول	حقوق التصفية
مقبول	تقديم خدمات غير مالية (نصائح إستراتيجية)
مقبول	تطبيق معدل خصم في التقييم

المصدر: براق محمد، بن زواي محمد الشريف، مرجع سابق، ص 82.

3.1. العقود الإسلامية في إطار رأس المال المخاطر:

توجد عدة أساليب فى التمويل الإسلامى يمكن استعمالها لتعبئة الأموال من أجل تمويل المشاريع ذات المخاطرة العالية (عن طريق رأس المال المخاطر)، ومن بين هذه الأساليب نجد مبدأ اقتسام المخاطرة الذى يظهر أن هناك توافقاً كبيراً فيه بين المال المخاطر التقليدى و نظيره فى التمويل الإسلامى، بالإضافة إلى مبدأ أو عقد المضاربة والمشاركة.

أ - عقد المضاربة فى الاقتصاد الإسلامى:

المضاربة أو الإقراض هى عقد بين طرفين يقوم بمقتضاه صاحب المال (المالك المستفيد) بإعطاء مبلغ من المال للطرف الآخر (المضارب أو المشروع الصغير) من أجل استخدامه بطريقة متفق عليها يتم بعدها رد رأس المال إليه بالإضافة إلى حصة الأرباح متفق عليها سلفاً ويحتفظ لنفسه بباقي الأرباح.

ولا يتحمل المستثمر خسارة تتجاوز رأسماله، كما لا يتحمل المضارب خسارة سوى مجهوده ووقته ولكنه يلتزم بأي خسائر عن الإهمال أو إساءة استخدام التمويل ويمكن أن تستخدم هذه الصيغة فى تمويل تشغيل المشروعات الصغيرة من خلال الاتفاق على نسبة معينة فى الأرباح.

والمضاربة نوعان:

- المضاربة المطلقة وهى أن تدفع المال مضاربة من غير تعيين العمل والمكان والزمان وصفة العمل، فالمضاربة المطلقة يكون للمضارب فيها حرية التصرف كيفما شاء دون الرجوع لرب المال إلا عند نهاية المضاربة.

- المضاربة المقيدة وهى التى يشترط فيها صاحب المال على المضارب بعض الشروط لضمان ماله، وهذا النوع من المضاربة وقد قال الإمام أبو حنيفة وأحمد إن المضاربة كما تصح مطلقة فإنها تجوز كذلك مقيدة.

يعتبر الفصل بين رأس المال والعمل أهم خاصية فى المضاربة، وهى نفس الخاصية التى يقوم عليها التمويل عن طريق رأس المال المخاطر الحديث.^{xiv}

ب. عقد المشاركة فى الاقتصاد الإسلامى:

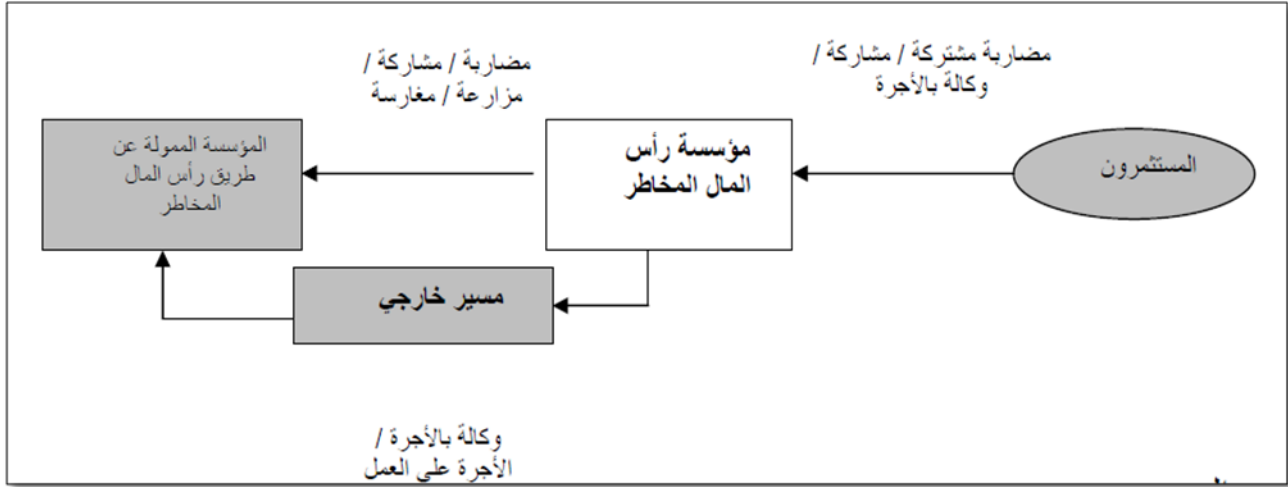
تعد المشاركة من أهم صيغ استثمار الأموال فى الفقه الإسلامى، وهى تلازم طبيعة المصارف الإسلامية، فيمكن استخدامها تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، كما وتعد صيغة المشاركة من البدائل الإسلامية للتمويل بالفوائد المطبق فى المصارف يقوم التمويل بالمشاركة على أساس تقديم المصرف الإسلامى التمويل الذى يطلبه المتعاملون دون اشتراط فائدة ثابتة كما هو فى التمويل بالمصارف التقليدية، وإنما يشارك المصرف المتعامل فى الناتج المتوقع ربحاً كان أو خسارة، وذلك فى ضوء توزيعية متفق عليها بين المصرف والمتعامل، وهذه الأسس مستمدة من قواعد شركة العنان (المشاركة).^{xv}

ج- الجمع بين عقد المضاربة وعقد المشاركة:

فى حالة عقد المشاركة يتم توزيع الأرباح وفق نسب متفق عليها مسبقاً فى عقد الاستثمار، والشئ نفسه بالنسبة لعقد عندما يتم الجمع بين الأجور والأرباح الموزعة تنشأ آلية دفع جديدة كنتيجة للجمع بين عقد المشاركة وعقد المضاربة. والاختلاف الجوهرى بين عقد الأجرة وعقدي المضاربة والمشاركة، يكمن فى أن عقد الأجرة يقوم على دفعات ثابتة تقدم من طرف أصحاب رأس المال إلى العمال، فى حين يرتكز عقد المشاركة أو المضاربة على التحديد المسبق لكيفية اقتسام الربح والخسارة.

وتسمح الشريعة الإسلامية بدمج عقد الأجرة مع عقدي المشاركة والمضاربة، و تفاعل هذه العقود فيما بينها عند سحب هذه الأجور أو إعادة استثمار نسبة منها فى المؤسسة، يسمح بظهور عقود مشاركة ومضاربة جديدة.

والشكل التالي يوضح تطبيق العقود الإسلامية الأساسية في إطار رأس المال المخاطر.
الشكل رقم (02): تطبيق العقود الإسلامية في إطار رأس المال المخاطر



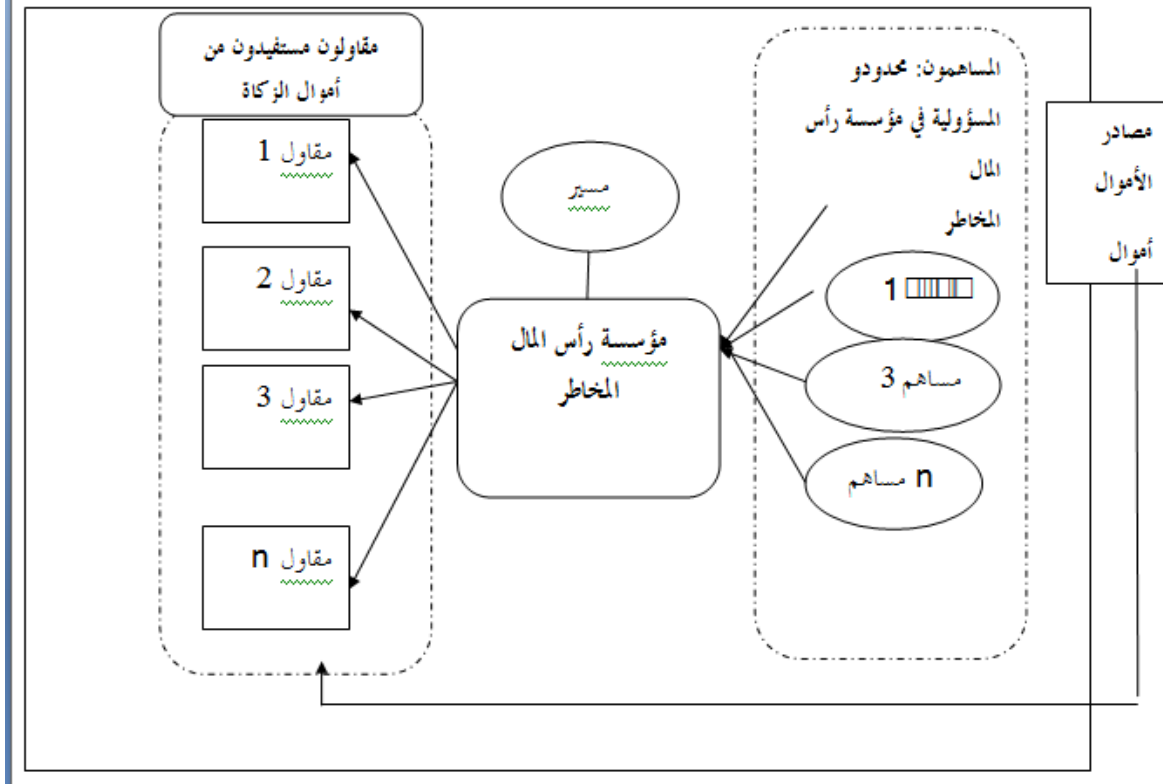
Source : Abdullaah.J, Islamic Venture Capital: A New Source of Islamic Equity Financing, Seminar Ekonomi : dan Kewangan Islam, ESSET. Bangi, 29–30 August 2005, p7.

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)، 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 التمويل. كما يمكن استعمال عقود إسلامية أخرى، عندما تكون المؤسسة الممولة عن طريق رأس المال المخاطر تنشط في الزراعي، كعقود المزارعة و المغارسة.

2. استثمار أموال الزكاة باستخدام رأس المال المخاطر:

تتطلب عملية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر ثلاث مدخلات أساسية تتمثل أساسا في رأس المال، وسيط مالي خاص متمثل في مؤسسة رأس المال المخاطر وأخيرا المقاولون. ولاستثمار أموال الزكاة عن طريق هذه التقنية وجب تحديد وذلك وفقا لضوابط الشريعة الإسلامية التي تضبط الركن الثالث من أركان الإسلام وهو الزكاة، كما يوضح ذلك الشكل أدناه

الشكل رقم (03): استثمار أموال الزكاة عن طريق رأس المال المخاطر



المصدر: براق محمد، بن زواي محمد الشريف، مرجع سابق، ص 86.

من خلال الشكل السابق يمكن أن نشرح الأطراف الفاعلة في عملية استثمار أموال الزكاة عن طريق تقنية رأس المال المخاطر كالآتي:

- مصادر الأموال:

إن استخدام تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر كآلية لاستثمار أموال الزكاة يعطي نظرة واضحة عن مصادر التي سيتم استخدامها في التمويل، لكن لا يمكن للهيئات المسؤولة عن عملية جمع أموال الزكاة تقديمها مباشرة لمؤسسة رأس المخاطر، إذ يجب تملكها مسبقاً لإحدى مصارف أموال الزكاة الثمانية

- المساهمون في مؤسسة رأس المال المخاطر:

حصول هذه الفئات على حصة في مؤسسة رأس المال المخاطر يمنحها حق رقابة يمكنها إيكاله إلى المؤسسة القائمة على أموال الزكاة، ويمكن أن يربط بين هذه الفئات عقد شراكة. كما أن حصول هذه الفئات على حصص في مؤسسة رأس المال المخاطر يمكنها أيضاً من الحصول على عائد على عن الأموال المستثمرة يكفي حاجتها.

- المستفيدون من التمويل عن طريق صناديق رأس المال المخاطر رأس مالها من أموال لزكاة:

تعمل مؤسسة رأس المال المخاطر التي يستفيد مساهموها من أموال الزكاة على تقييم المشاريع وانتقائها أخذاً بعين الاعتبار الاجتماعي المتمثل في فئتي الفقراء والمساكين، فضلاً عن المعايير الأخرى.

- التسهيلات الممكن تقديمها عند مرحلة الخروج من الاستثمارات:

هناك خمس طرق للخروج من الاستثمارات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر، وهي الآتي:

الطريقة الأولى: تتمثل في العرض العام على الجمهور، بحيث تدخل المؤسسة المقاوله البورصة للمرة الأولى.

الطريقة الثانية: تكون من خلال البيع، عن طريقها يتم شراء المؤسسة المقابلة من طرف مؤسسات كبرى، ويقوم كل من ومؤسسة رأس المال المخاطر ببيع حصته في المؤسسة.

الطريقة الثالثة: تكون عن طريق البيع الثانوي، أي أن مؤسسة رأس المال المخاطر تباع حصتها في المؤسسة المقابلة لمؤسسة المال المخاطر أخرى أو لمؤسسة أخرى، في حين يحتفظ المقاول بحصته فيها.

الطريقة الرابعة: هي إعادة الشراء، بحيث يقوم المقاول بشراء حصة مؤسسة رأس المال المخاطر في المؤسسة.

الطريقة الخامسة: التصفية، أين يخرج المستثمرون بعائدات صغيرة أو معدومة.

3. النتائج المرجوة من صناديق الاستثمار المدعومة بأموال الزكاة:

من بين أهم الآثار الإيجابية لاستثمار أموال الزكاة عن طريق رأس المال المخاطر، يظهر أن أبرزها هو الأثر على العمل، فبدل

أموال الزكاة لمستحقيها مباشرة، تسمح تقنية رأس المال المخاطر لمستحقي أموال الزكاة بالمساهمة في إنشاء صناديق رأس

المخاطر، هذه الأخيرة تتطلب مجموعة من العمال المؤهلين، كما أن عمل صناديق رأس المال المخاطر على تمويل مشاريع

يرفع بدوره الحاجة إلى عمال إضافيين للعمل ضمن هذه المشاريع، ويرتبط عدد هؤلاء بعدد المشاريع الممولة ومدى نجاحها.

ينتج عن كل مؤسسة رأس مال مخاطر مجموعة من المشاريع ذات هدف ربحي، نجاح هذه المشاريع يعني تقديمها للزكاة،

يسمح برفع أموال الزكاة المقدمة ليتم استثمارها من جديد.

يتطلب استخدام رأس المال المخاطر كآلية لاستثمار أموال الزكاة بعض المشاريع المدعومة كمراكز التعليم والتكوين، بهدف توفير

العاملة التي تحتاجها المشاريع الممولة.

المحور الثالث: تجارب دولية في استخدام أسلوب رأس مال المخاطر

هناك تجارب بعض الدول في استخدام أسلوب التمويل برأس مال المخاطر

01/ تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في التمويل برأس المال المخاطر:

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية رائدة في مجال التمويل عن طريق رأس المال المخاطر مقارنة بـ "PETER" بباقي الدول، سواء

كانت متقدمة صناعياً أو في طريق النمو، وقد أوضح بيتر فانهان أي الدول الأكثر استثماراً في رأس المال « في مقال له على

الاقتصاد العالمي بعنوان "Vanhan" أن الولايات المتحدة تصدر قائمة الدول في العالم من حيث تمويل المشاريع برأس المال

ومن العوامل التي أدت بنجاح استخدام أسلوب رأس مال المخاطر في الولايات المتحدة نجد ما يلي:

لم يكن تطور صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية صدفة وإنما كان نتاج عمل حكومي وتوافر مناخ محفز

ولعل من أهم مرتكزات نجاحه مقارنة بالدول الأخرى هو:

- تدخل الدولة: عملت الدولة على دعم هذه الصناعة من خلال مجموعة من البرامج والقوانين أهمها:

• برنامج مؤسسات الاستثمار في المنشآت الصغيرة: أطلق هذا البرنامج من طرف الكونغرس الأمريكي من أجل تشجيع الاستثمار

في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهو عبارة عن مؤسسات استثمار بالأموال الخاصة والقروض مع تقديم خبرات في المجال

التسييري؛

• برنامج أبحاث ابتكار المؤسسات الصغيرة: هدف هذا البرنامج دعم المشاريع الابتكارية وذلك عن طريق مساعدات قدمت من

وكالات البحث الفيدرالية الكبيرة خاصة في مجالات الدفاع، الصحة والطاقة حيث تخصص هذه الأخير نسبة % 2.5 من

لدعمها، ويعد هذا البرنامج من أهم 1997 فقط تم الدعم - البرامج التي دعمت ونشطت صناعة رأس المال المخاطر ففي الفترة

1993 بإجمالي 7 مليار دولار أمريكي.

- دور وادي (هضبة) السليكون هو وادي سانتا كلارا المحاذي لجامعة ستانفورد العريقة في شمال ولاية كاليفورنيا حيث لم يكن وادي السليكون حتى مطلع السبعينيات قد ظهر على الخارطة العالمية، لا بوصفه اسما ولا معنى، واسم شهرة السليكون يصف مجمعا للصناعات التكنولوجية، وارتباطه بأحدث منجزات التكنولوجيا، بمعنى تجمع هائل من الشركات والصناعات والأبحاث، وحتى المواهب، المتعلقة بالتقنية الحديثة مثل الحواسيب والترانزستورات، ما جعل اسمه يطلق على أي مشابه في أي بلد في العالم^{xvi}.

02/ التجربة الكندية:

تتيح السوق الكندية للمؤسسات التي تدخل مرحلة الإنشاء الخيار بين طريقتين للحصول على التمويل اللازم، فالخيار الأول في سوق رأس المال المخاطر التقليدية، والتي تعد ثالث أكبر سوق في العالم من حيث توفر الأموال. الطريقة الثانية هي السوق الحكومية لرأس المال المخاطر (TSXV: Toronto Stock Exchange Venture)، وتشابه كلتا السوقين من حيث طريقة الدخول إليهما، دورات التمويل والخروج من مراحل التمويل المختلفة، وتقدم السوق الحكومية لرأس المال المخاطر مجموعة من طرق التمويل مثلها مثل السوق التقليدية، بالإضافة إلى تقديم تسهيلات كبيرة للمؤسسات حديثة النشأة أجل الدخول إليها، غير أن هدف السوق الحكومية لرأس المال المخاطر هو الخروج من الاستثمارات عن طريق سوق الأوراق المالية (TSX Toronto Stock Exchange)، في حين تبقى أفضل طريقة للخروج من السوق التقليدية عن العرض العام على الجمهور^{xvii}.

03/ التجربة الفرنسية:

أجريت أيضا دراسة مقارنة بين المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر والمؤسسات الممولة ذاتيا فكانت النتائج كما يلخصها الجدول التالي:

الجدول رقم (02): مقارنة بين التمويل بصيغة رأس مال المخاطر والتمويل الذاتي في المؤسسات الفرنسية

أوجه المقارنة	المؤسسات الممولة برأس مال المخاطر	المؤسسات الممولة ذاتيا
تطور رقم الأعمال	34%	5.3%
تطور مقدار الصادرات	67.8%	12%
تطور قيمة الاستثمارات	51.3%	4%
تطور اليد العاملة المشغلة	19.9%	3.4%
تطور معدل الإيرادات المتوسطة	5.4%	3.5%

المصدر: صيود إيناس، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة حالة القرض السندي سوناطراك - مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، 2009/2008، ص 111.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن التمويل بصيغة رأس مال المخاطر عند المقارنة بصيغة التمويل الذاتي والتمويل برأس مال المخاطر التمويل برأس مال المخاطر يعد أكثر مردودية لأنه يساهم بدرجة عالية في زيادة كل من رقم الأعمال وحجم الصادرات

والاستثمارات وتوظيف اليد العاملة، لذا التمويل بصيغة رأس مال المخاطر في فرنسا يعد من التجارب الدولية الناجحة نظرا
الاقتصادية والاجتماعية.

04/ التجربة التونسية في استخدام أسلوب رأس مال المخاطر:

تعتبر تونس من الدول النامية التي اعتمدت على أسلوب التمويل برأس مال المخاطر وأولى الدول العربية التي خاضت في التجربة
وأحسنها تميزا، وفي بداية هذه التجربة سمح للبنوك التجارية والإسلامية بإنشاء شركات رأس مال المخاطر لكنها لم تنجح لأن
التمويل بهذه الصيغة يحتاج إلى مهارات وخبرات قد لا يتقنها القطاع المصرفي، ثم صدور في عام 1995 قانون ينظم رأس
المخاطر في تونس، وقد ساهم هذا القانون في تأسيس شركات رأس مال المخاطر وصل عددها في سنة 2010 حوالي 40
شركة، وتبلغ نسبة المشاريع الناجحة التي تم تمويلها من طرف هذه الشركات في تونس منذ صدور هذا القانون حوالي
72%^{xviii}.

05/ التجربة الأردنية في استخدام أسلوب رأس مال المخاطر:

لم يرقى عمل شركات رأس المال المخاطر في الأردن إلى مستوى تطلعات كل من القائمين على الاقتصاد والمؤسسات الصغيرة
ومتوسطة الحجم وشركات رأس المال المخاطر في حد ذاتها ويرجع ذلك إلى قلة رؤوس الأموال المستثمرة في هذه
فظهرت أول شركة سنة 1991 لكن دورها لم يتعدى تمويل نسبة 35% من احتياجات المشروع، ثم ظهرت شركة
SOFINANCE في 04 أبريل 2000 برأسمال 5 مليار دينار وهي شركة رأس مال مخاطر متخصصة في تمويل إنشاء
وتأهيل المؤسسات ودعمها لفتح رأسمالها والبحث عن شركاء خاصة بعد سنة 2003.

يعد الصندوق (MPEF II) أهم صندوق استثمار في رأس المال المخاطر بالأردن والذي تم إنشائه في نوفمبر 2006
بين الشركة المالية الدولية (SFI)، البنك الأوروبي للاستثمار (BEI) الشركة المالية الأيرلندية للتنمية (FMO) صندوق
صندوق الاستثمار السويسري (SIFEM)، وبعض الشركات المالية الأجنبية، ينشط هذا الصندوق في العديد من القطاعات
القطاعات التي من المحتمل أن تكون لها نتائج واعدة كالصناعات الصيدلانية والاتصالات والتكنولوجيا والصناعات الكيماوية
الكيماوية والبلاستيكية و الخدمات المالية... علما وأن لهذا الصندوق فروعاً أخرى في كل من ليبيا، تونس والمغرب.^{xix}

xix

الختامة

يوصف رأس المال المخاطر بأنه أحد أهم إنجازات الهندسة المالية، ظهر وتطور بمفهومه الحديث في الولايات المتحدة ويعنى بتمويل الاستثمارات المرفقة بدرجة عالية من المخاطرة، يقوم من خلاله المستثمرين بدعم المقاولين بالتمويل اللازم الإدارية، وتتميز العلاقة التعاقدية بين مؤسسات رأس المال المخاطر، المستثمرين والمقاولين، بعدم تماثل المعلومات، مما يدفعنا عن نظرية الوكالة والمشاكل التي يمكن أن تقع قبل إمضاء العقد وبعده، ومنه ضرورة حوكمة رأس المال المخاطر، وعلى نظام الحوكمة أن يعكس بصفة مثلى الظروف التي تؤثر على مؤسسة رأس المال المخاطر.

يعتبر نظام المشاركة نظاما بديلا لأشكال التمويل التقليدي وقيام هيكله على أساس تحريم الربا، ويضع بديلا تمويليا قائما على أساس صيغته وأساليبه التمويلية اللاربوية، وبالتالي يلغي تماما الفوائد المضمونة مسبقا في تعاملاته، وتعتمد صيغته على مستويات مرتفعة نسبيا من المخاطرة، ويهتم نظام المشاركة بالإضافة إلى ترتيبات رد الأموال، بكيفية ومجالات استخدام الأموال بعكس التمويل التقليدي الذي لا يهتم أين تستخدم الأموال بقدر ما يهتم بترتيبات رد الأموال لذا فإن التمويل بنظام المشاركة الذي يقيم قاعدته الاقتصادية على المشاركة ويحقق على أساسها علاقات قائمة على الغنم بالغرم يتمتع بفعالية اقتصادية عالية تجعل منها قويا لنظام اقتصادي بديل يستطيع أن يستوعب الآثار السلبية للأنظمة الاقتصادية السائدة والقائمة على أساس سعر الفائدة يتضح مما سبق وجود علاقة احتواء بين نظام رأس المال المخاطر في النموذج التقليدي ونظام المشاركة في التشريع الإسلامي، يرتبط كلاهما بارتياح مجالات ربح المشروع الذي يكون مؤشرا حقيقيا لتحديد الكفاءة الحدية لرأس المال، إلى جانب على العائد المناسب الذي يتناسب مع المساهمة الفعلية التي أداها في العملية الإنتاجية في كلا النظامين، وهذا يشجع صاحب المشروع للدخول في مخاطرة الاستثمار ومن ثم القضاء على الروح السلبية التي يحدثها نظام سعر الفائدة وكذلك دعم الكفاءة الاستثمارية للموارد المالية، كما يعمل النظامان على عدم إرهاب الدول (الأفراد والمؤسسات) التي تستفيد من التمويل في دعم مشروعاتها، لانتفاء عنصر الفائدة، وبذلك يكون نظام رأس المال المخاطر ونظام المشاركة وسيلة لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية لدول أخرى.

يعد رأس المال المخاطر في مفهومه التقليدي قريبا جدا من مفهوم اشتراك الربح والخسارة في الاقتصاد الإسلامي، لذا فهناك العديد من العقود الإسلامية التي يمكن تطبيقها في سوق رأس المال المخاطر.

البحث في مختلف التجارب والنماذج، يسمح بتحديد أهم متطلبات عملية الهندسة، فوجود نظام قانوني مرن ومستقل، يعد أحد أهم هذه المتطلبات، ومقارنة النموذج الإسلامي لرأس المال المخاطر بمختلف النماذج الأخرى يبرز دوره في عملية الهندسة، خلال جلب فئة المقاولين المسلمين، وباعتبار الحكومة المسؤولة عن عملية الهندسة، فتدخلها يعد ذا أهمية كبيرة، من خلال التنشيط والرقابة.

قائمة المراجع المعتمدة:

- ⁱ **Monder Cherif, "Le capital-risque", Revu.Banque Edition, Paris, 2008, p43.**
- ⁱⁱ نشاط رأس المال المخاطر <http://www.idbe-egypt.com/doc/nshat.doc> 08:58:36 2017/06/15
- ⁱⁱⁱ رحيم حسين، التجديد التكنولوجي كمدخل استراتيجي لدعم القدرة التنافسية للمؤسسة الجزائرية: حالة الصناعات الصغيرة والمتوسطة، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول: تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحولات المحيط، جامعة بسكرة، 29-30 أكتوبر، 2002، ص 53 .
- ^{iv} عبد الله إبراهيم، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكل التمويل، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات. تأهيل PME في الدول العربية، الشلف 18 - 17 أبريل، 2006، ص 308.
- ^v عبد الكريم أحمد قندوز، رأس المال المخاطر مصدر تمويلي أو مكمل؟، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، منتدى رأس المال الرياض 22، 21 فبراير 2012، ص 5.
- ^{vi} نشاط رأس المال المخاطر <http://www.idbe-egypt.com/doc/nshat.doc> 08:58:36 2017/06/12
- ^{vii} عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر-دراسة مقارنة بين التمويل بنظام المشاركة، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2008، ص 95.
- ^{viii} براق محمد، بن زواي محمد الشريف، مرجع سابق، ص 21-23.
- ^{ix} براق محمد، بن زواي محمد الشريف، مرجع سابق، ص 32-35.
- ^x إبراهيم أحمد نور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في سوق السلع، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
- ^{xi} أمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية مذكرة ماجستير في التجارة، فرع دراسات مالية ومحاسبة معقدة، 2012، ص 85.
- ^{xii} أمال لعمش، مرجع سابق، ص 85.
- ^{xiii} **Mansoor.D & Grahame B, Venture Capital, Islamique Finance and SME, 2006, pp 159-163.**
- ^{xiv} **Elasrag.H, Activating the role of Islamic finance in the development of small and medium enterprises, october2011, p 5.**
- ^{xv} موسى عمر مبارك أبو محييميد، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل II، أطروحة دكتوراه في الفلسفة، تخصص المصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2008، ص 85.
- ^{xvi} بوعبد الله هبية، حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس مال المخاطر " تجربة الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 12، الصادرة عن مخبر التنمية الاقتصادية والبشرية في الجزائر، جامعة البليدة2، 2015، ص ص 157-161.
- ^{xvii} بن زواي محمد الشريف، فعالية السياسات الحكومية في تنشيط سوق رأس المال المخاطر -مع الإشارة إلى التجربة الكندية-، مجلة والتنمية، العدد 05، الصادرة عن مخبر التنمية المحلية المستدامة، جامعة المدية، جانفي 2016، ص 63.

^{xviii} نبيلة قدور، حمزة العرابي، التمويل برأس مال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم (الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، الجزائر، المملكة المتحدة)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد السابع، الصادرة عن مخبر المحاسبة والمالية والجباية والتأمين، جامعة أم البواقي، جوان 2017، ص 895.

^{xix} محمد حلمي محمد الجيلاني، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم في الأردن عن طريق رأس المال المخاطر، مجلة الاقتصاد البشرية، العدد 09، الصادرة عن مخبر التنمية الاقتصادية والبشرية في الجزائر، جامعة البليدة2، 2013، ص ص 13-14.