

بررسی مدل‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی

A Survey of Risk-taking Islamic Investment Models

Ali Hasanzadeh*, Mahdi Roayaei**,
Pouya Baghdadi***

علی حسن زاده*، مهدی رعایانی**، پویا بغدادی***

Received: 14/May/2013 Accepted: 25/July/2013

دریافت: ۱۳۹۲/۲/۲۴ پذیرش: ۱۳۹۲/۵/۳

چکیده:

Abstract:

Risk-taking Islamic Investment is one of the modern methods of Islamic financing, which has not been taken into consideration by Islamic financial experts despite that a lot of experts admit its efficiency and special advantages. Hence most studies in this field, have only dealt with Mudarabah and Musharakah as financing methods in the process of risk-taking Islamic investment, while there are some other structures to use in this process. In fact, this study deals with the structures and patterns based on the religious law which are efficient in the risk-taking investment industry and with their performance in risk-taking Islamic investment companies. The method in this study is descriptive-analytical using library resources and document analysis. The results show that we can use agreements such as diminishing Musharakah, Ijarah Mawsufah Fi Zimmah (Forward Lease), Ijarah Muntahiah Bi Tamlik and the model of Wakalah-Ijarah Mawsufah Fi Zimmah in addition to the agreements of Mudarabah and Musharakah in the process of the risk taking Islamic investment.

Keywords: Risk-taking Islamic Investment, Diminishing Musharakah, Wakalah Model, Ijarah Mawsufah Fi Zimmah.

Jel Categories: G21, K40

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی، یکی از روش‌های نوین تأمین مالی اسلامی است که علیرغم ادعان بسیاری از متخصصان بر کارایی این مدل و مزیت‌های خاص و ویژه آن، آنچنان که باید مورد توجه متخصصان مالی اسلامی قرار نگرفته‌است. بدین جهت بیشتر مطالعاتی که تاکنون در این زمینه صورت گرفته‌اند، تنها دو ساختار مضاربه و مشارکت را جهت تأمین مالی در فرایند سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی معرفی نموده‌اند. این در حالی است که امکان استفاده از برخی ساختارهای دیگر نیز در فرایند یاد شده وجود دارد. در واقع، این پژوهش به بیان ساختارها و الگوهای منطبق با شریعت که در صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر کارایی دارند و همچنین نحوه عملکرد آن‌ها در شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی پرداخته‌است. نتایج این پژوهش که با روش تحقیق توصیفی - تحلیلی و با استفاده از منابع کتابخانه‌ای، تحلیل اسنادی و نیز تحقیق و توسعه به دست آمده‌اند، بیانگر این مطلب می‌باشند که علاوه بر عقود مضاربه و مشارکت از عقود مانند مشارکت کاهنده، اجاره موصوف فی‌الذمه، اجاره به شرط تملیک و مدل وکالت - اجاره موصوف فی‌الذمه نیز می‌توان در فرایند سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی استفاده نمود.

واژگان کلیدی: سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی، مشارکت کاهنده، مدل وکالت، اجاره موصوف فی‌الذمه.

JEL: G21, K40 طبقه‌بندی

*Associate Professor, Monetary and Banking Research Institute (MBRI). Researcher at Kavosh Research Co.

E-mail: Ali_Hasanzadeh1968@yahoo.com

** MS.C., Imam Sadeq University,

E-mail: roayaei@isu.ac.ir

*** MS.C., Researcher at Kavosh Research Co. (Corresponding Author).

E-mail: Baghdadi.pouya@pgs.usb.ac.ir

* دانشیار پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی ج.ا.ا. و پژوهشگر شرکت تحقیقاتی کاوش/گروه مالی ملت.

** دانشجوی کارشناسی ارشد رشته معارف اسلامی و اقتصاد، دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق(ع).

*** کارشناس ارشد اقتصاد (گرایش بانکداری)، پژوهشگر شرکت تحقیقاتی کاوش/گروه مالی ملت. (نویسنده مسئول).



۱. مقدمه

۲. ادبیات موضوع

۲-۱. سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

تعاریف متعددی از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ارائه شده است که هر یک دیدگاهی به این صنعت داشته و تعریف خود را ارائه نموده‌اند که جهت اختصار در این قسمت تعریفی جامع از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ارائه شده است. طبق این تعریف، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر نوعی سرمایه‌گذاری در بخش‌هایی می‌باشد که به یک طرح نو یا فرآیند جدید که دارای ریسک سرمایه‌گذاری بالا و استعداد بالقوه برای تأمین بازده بالاتر از میانگین سود حاصله می‌باشد، می‌پردازد. این نوع سرمایه‌گذاری بیشتر در شرکت‌هایی که دارای پتانسیل نوآوری یا تحقیقات ویژه‌ای در تکنولوژی‌های برتر هستند و قابلیت سود و زیان بالقوه در ذات آن نهفته است، قابل استفاده می‌باشد و به همین دلیل اغلب به چنین سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری ریسکی و پرخطر اطلاق می‌گردد.

۲-۲. مزایای سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

این مسأله، امری بدیهی است که در کسب‌وکارهای بکر و جدید، نیاز به کارآفرینانی است که بتوانند فرصت‌ها و تهدیدهای بالقوه را شناسایی نموده و با کمک سرمایه و منابعی که از طریق سرمایه‌گذاران در اختیار آنان قرار می‌گیرد، فرصت‌ها را تبدیل به کسب و کار نوآور نمایند. همانگونه که ذکر شد، راه‌های بسیاری برای تأمین مالی طرح‌های کارآفرینانه وجود دارد که با توجه مطالب مذکور، بهترین مورد برای این امر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر است. به صورت کلی کارآفرینان در صورت تأمین سرمایه مورد نیاز، فعالیت خود را توسعه داده، در جهت سرمایه‌گذاری‌های موفق و سودآور گام برمی‌دارند و با ایجاد شرکت‌های جدید و نوآور در جهت کسب بهره‌وری بالاتر، افزایش اشتغال، بهبود روندها اقدام می‌نمایند. سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، مزایای بسیاری برای اقتصاد یک کشور می‌تواند در برداشته باشد که از جمله این موارد می‌توان به مزایای ذیل اشاره نمود:

ترکیب نظام مالی رابطه مدار و قانون‌مدار، تغییر رویکرد بانک‌ها، استفاده بهتر از منابع دولتی، مأموریت‌های توسعه‌ای برای بانک‌ها، تغییر در بخشی از نظام حکمرانی بانک‌ها، گسترش

روش‌های متعددی جهت تأمین مالی طرح‌های کارآفرینانه وجود دارد؛ اما بهترین مورد در این امر، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر است. به صورت کلی این نوع کارآفرینان، در صورت تأمین سرمایه مورد نیاز، فعالیت خود را توسعه داده، در جهت سرمایه‌گذاری‌های موفق و سودآور گام برمی‌دارند و با ایجاد شرکت‌های جدید و نوآور در جهت کسب بازدهی بیشتر، افزایش اشتغال، بهبود فرآیندها و سایر اقدام می‌نمایند. در واقع، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر دارای ویژگی‌های خاصی است که آن را از سایر انواع سرمایه‌گذاری‌های دیگر متمایز می‌سازد.

با توجه به اهمیت و کارایی صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کشور و لزوم گسترش و ترویج فرهنگ استفاده مناسب از این صنعت، جهت تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط و همچنین شرکت‌هایی که از فناوری‌های نوین جهت بهبود بازده و بهره‌وری تولید استفاده می‌نمایند، بررسی مؤلفه‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی، در جهت تعارف با موازین و قوانین شریعت بسیار حائز اهمیت می‌باشد.

علاوه بر موارد فوق، قابل ذکر است که بررسی سازوکار مورد استفاده در مراحل تأمین مالی و گردآوری وجوه و همچنین سرمایه‌گذاری و تخصیص منابع، از جمله مسائلی است که قبل از گسترش روزافزون این صنعت می‌بایست به آن پرداخت.

این مطالعه از چند بخش تشکیل شده است. در بخش اول، به بررسی ادبیات موضوع سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر و در بخش دوم، به بیان تحقیقات و پژوهش‌های صورت‌گرفته در این زمینه پرداخته خواهد شد. بخش سوم به تبیین سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی اختصاص خواهد یافت.

در بخش چهارم، به بیان نقاط اشتراک و افتراق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی و متعارف پرداخته می‌شود. بر این اساس در بخش نهایی، مدل‌های مختلف سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی مبتنی بر عقود اسلامی تبیین و مورد ارزیابی قرار می‌گیرند.



تحقیقات در زمینه تشریح فرآیند سرمایه گذاری ریسک پذیر و تبیین شاخص و معیارهای ارزیابی و تصمیم گیری در مراحل مختلف فرآیند سرمایه گذاری ریسک پذیر توسط افراد مختلف نظیر مک میلان و همکاران^۲ در سال ۱۹۸۵، سالمن^۳ در سال ۱۹۹۰، فرید و هسیرچ^۴ در سال ۱۹۹۴ و بلیس^۵ در سال ۱۹۹۹ شد. از سال ۲۰۰۰ میلادی تمایل محققان برای این امر در کشورهای در حال توسعه اروپای شرقی و آسیای جنوب شرقی افزایش یافت. برای نمونه می توان به مطالعات کارسای و رایت^۶ در سال ۱۹۹۸ چو و هسیرچ^۷ در سال ۲۰۰۱، پیرس و بارنز^۸ در سال ۲۰۰۶ و کلونوسکی^۹ در سالهای ۲۰۰۶ و ۲۰۰۷ اشاره نمود. رانکا و یانگ^{۱۰} در سال ۱۹۹۱ بر این باور بودند که سرمایه گذاران ریسک پذیر با سطح مهارت و تخصص ویژه خود قادر به بهبود نسبت بازده به ریسک برای سرمایه گذاری های خود در حوزه های پرمخاطره می باشند. بدین جهت، این امر می تواند به مدیریت ریسک از طریق تملک دانش ویژه درباره صنعتی خاص پردازند که موجب تشکیل مزیتی رقابتی نسبت به دیگر سرمایه گذاران می شود. تخصص و شبکه سرمایه گذاری ریسک پذیر، به صورت بخشی می باشد که موجودیت صندوق های سرمایه گذاری ریسک پذیری را که در صنایع مربوطه خبره شده اند، نشان می دهند. آمیت و همکاران^{۱۱} (۱۹۸۸)، در تحقیقات خود نشان دادند که در شرکت های کانادایی با پشتوانه سرمایه گذاری ریسک پذیر، فروش تجاری دو برابر معمول تر از عرضه عمومی اولیه سهام بوده است. علت این امر عدم تقارن اطلاعاتی و برخوردار بودن از وضعیت بهتر نسبت به میانگین سرمایه گذاران خارجی (مدیریت شرکت در حالت خرید شرکت) برای فهم ارزش یک حوزه ریسک پذیر با فناوری بالا می باشد. لرنر^{۱۲} در سال (۱۹۹۹)، دلایل سرمایه گذاری صندوق های سرمایه گذاری

فعالیت سرمایه گذاری در قالب پرتفوی غیر بورسی، ایجاد تنوع در حوزه فعالیت های سرمایه گذاری، امکان استفاده از منابع مالی صندوق ذخیره ارزی، کمک به توسعه تکنولوژی و جلوگیری از خروج طرح ها از کشور و ایجاد زمینه و بستر مناسب جهت بروز خلاقیت ها و نوآوری ها در قالب طرح های مختلف و ... را شامل می شود.

۲-۳. ویژگی های اصلی سرمایه گذاری ریسک پذیر

سرمایه گذاری ریسک پذیر، دارای ویژگی های خاصی می باشد که آن را از سایر انواع سرمایه گذاری های دیگر متمایز می سازد. سرمایه گذاران ریسک پذیر به دنبال کسب درآمد از شرکتی که در آن سرمایه گذاری می کنند، نمی باشند و آن ها سود اصلی خود را هنگامی که سهام خود را در معرض فروش بگذارند و از ادامه فعالیت خود در شرکت انصراف دهند، کسب می نمایند. این سرمایه گذاران عموماً شرکت هایی را که در مرحله گذار هستند، انتخاب می نمایند و آن ها را به مرحله ای از رشد و بلوغ می رسانند و از طریق ارزشی که در شرکت تولید کرده اند، با واگذاری سهم خود، سود متعلقه را بدست می آورند و همچنین با توجه به سیاست های شرکت به موارد پیش رو جهت سرمایه گذاری تمرکز می نمایند. به طور خلاصه، می توان ویژگی های سرمایه گذاری ریسک پذیر را به صورت ذیل بیان نمود:

مشارکت در مدیریت، ارزیابی مدیریتی، ریسک پذیری، مشارکت در مالکیت، افزایش انگیزه سودآوری، توجه به شرکت های نوپا و تکنولوژی پیشرفته، دیدگاه بلندمدت و مدیریت حرفه ای .

۳. پیشینه تحقیق

مبحث سرمایه گذاری ریسک پذیر، دارای سابقه ای چشمگیر در کشورهای پیشرفته می باشد. اما ورود به مبحث فرآیند سرمایه گذاری ریسک پذیر در ادبیات تحقیق به سال ۱۹۸۴ میلادی باز خواهد گشت. تایجی و برونو^۱، در سال ۱۹۸۴ در مقاله خود برای نخستین بار به تشریح فرآیند سرمایه گذاری ریسک پذیر در ایالات متحده آمریکا پرداخته اند. این مطالعه، مبنای سایر

2. MacMillan et. al.
3. Sahlman
4. Fried & Hisrich
5. Bliss
6. Karsai & Wright
7. Chu & Hisrich
8. Pearce & Barnes
9. Klonowski
10. Ruhnka & Young
11. Amit et. al.
12. Lerner

1. Tyebjee & Bruno (1984).



تان و همکاران^۴، در بررسی شاخص‌های مورد توافق در فرآیند عقد قرارداد کارآفرینان سرمایه‌پذیر و سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر در سال (۲۰۰۸)، پنج شاخص اصلی را شناسایی نموده که از این میان سه شاخص مربوط به نظارت و کنترل سرمایه‌گذار می‌باشند که عبارت‌اند از حق نظارت بر عملکرد سرمایه‌پذیر، سرمایه‌گذاری مرحله به مرحله و تعلق حق ارزیابی، کنترل و خروج پیش از موعد یا فروش به دیگران. دو شاخص دیگر انگیزشی بوده که عبارت‌اند از ایجاد حق اولویت برای خرید سهام سرمایه‌گذار توسط کارآفرین. نتایج مطالعه پینتادو و دیگران^۵ (۲۰۰۸)، بر روی ۵۱ سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر اسپانیایی، بیانگر این مهم بود که فرآیند سرمایه‌گذاری در واقع، انتخاب مدلی است که در بالاترین سطح نیاز بازار باشد و همچنین در حوزه تخصص صندوق سرمایه‌گذاری باشد. در این تحقیق به اهمیت اطلاعات و بهره‌گیری از نبود تقارن اطلاعاتی تأکید فراوانی شد. آن‌ها فرآیندی ۵ سطحی را در تحقیق خود معرفی نمودند. مرحله اول درخواست کارآفرینان برای سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر و توجه به مزیت‌های رقابتی صندوق می‌باشد. مرحله دوم انتخاب حوزه‌ای می‌باشد که بهترین بازده را برای صندوق به دنبال دارد. مرحله سوم انتخاب منابع اطلاعاتی و ارزیابی طرح‌های ارائه‌شده در حوزه یا حوزه‌های منتخب صندوق است. مرحله بعدی، تحلیل طرح‌های جایگزین و مشابه و در نهایت اتخاذ تصمیم سرمایه‌گذاری می‌باشد. طرحی را هورنزیبای و کوارتکوی^۶ در سال (۲۰۰۹) ارائه نمودند که در آن، ارزیابی مداوم عملکرد و وضعیت شرکت سرمایه‌پذیر توسط سرمایه‌گذار از عوامل کلیدی خواهد بود و حتی اشاره نمودند که سرمایه‌گذاران برای پیشگیری از شرایط اضطراری با محاسبه احتمال شاخص وقوع ورشکستگی شرکت در آینده نزدیک، برای ضرورت یا عدم ضرورت خروج پیش از موعد تصمیم می‌گیرند.

داگلاس^۷ در مطالعه خود در سال (۲۰۱۰)، بیان نمود که سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر از طریق ارائه مشاوره در زمینه‌های

با پشتوانه دولت (مداخله دولت) در سرمایه‌گذاری‌های ریسک‌پذیر را مورد بررسی قرارداد: دلیل اول بازده‌های اجتماعی ناشی از هزینه‌های تحقیق و توسعه این حوزه‌های ریسک‌پذیر، ممکن است از بازده‌های خصوصی آن‌ها فراتر رود. دلیل دوم، اعطای جوایز عمومی: ممکن است توسط افراد تحصیل کرده شرکت به عنوان شکلی از گواهی تلقی شود که بعدها به عنوان یک عدم تقارن اطلاعاتی تلقی خواهد شد و بالعکس موجب سد راه سرمایه‌گذاری‌های بخش خصوصی خواهد گردید. هاوکی^۱ در مطالعه‌ای که در سال (۲۰۰۲) انجام داد، تأثیر ۸ شاخص در فرآیند خروج سرمایه‌گذاری را بررسی نمود. نتایج مطالعه، چند شاخص را به عنوان مهم‌ترین شاخص‌ها مشخص نمود. این شاخص‌ها عبارت‌اند از انتظارات و برنامه‌های مالی، ارزش حاصل، ریسک، علت خروج، کنترل، پرداخت مالی مطمئن، انعطاف در توافقنامه و رضایت مندی. در این مطالعه، مهم‌ترین عامل «علت خروج» در سرمایه‌گذاری مشخص گردید، زیرا که این عامل مهم روش و زمان خروج را تحت تأثیر قرار می‌دهد. گلاستون^۲ در سال (۲۰۰۴)، میزان استفاده سرمایه‌گذار از حقی به نام «اختیار فروش» را در تصمیم سرمایه‌گذار به فروش سهام، خود شاخص مؤثری معرفی نمود. مطابق این شاخص، این امتیاز در اختیار سرمایه‌گذار قرار داده می‌شود تا چنانچه در دوره‌های زمانی مشخص، به فروش سهام خود تصمیم اتخاذ نماید، سایر سهام‌داران شرکت موظف می‌باشند سهام وی را با قیمت یا فرمولی از پیش تعیین شده خریداری نمایند. لندستروم^۳ (۲۰۰۷) ، در مطالعه خود، مرحله خروج را آخرین مرحله از مراحل پنج‌گانه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر معرفی نمود. وی در تحقیق خود، فرآیندی را ارائه نمود که از تأمین منابع سرمایه‌گذار شروع و با انتخاب کارآفرینان و طرح‌های سرمایه‌پذیر مناسب و مذاکره و توافق با آن‌ها ادامه می‌یابد. شروع سرمایه‌گذاری با مشاوره مداوم برای کارآمدی شرکت ادامه خواهد داشت و در نهایت سرمایه‌گذار از شرکت خارج می‌شود.

4. Tan

5. Pintado

6. Kuratko & Hornsby

7. Douglas

1. Hawkey

2. Gladstone

3. Landstrom



نموده است. عرفانیان و شیرزادی (۱۳۸۶)، طی پژوهشی به بررسی تاریخچه، نقش، اهمیت و کارکرد اقتصادی سرمایه گذاری های ریسک پذیر پرداختند. آن ها طی این پژوهش، ساختاری مناسب برای انجام سرمایه گذاری های ریسک پذیر در ایران ارائه نمودند. در ساختار پیشنهادی فوق، دو نوع شراکت وجود دارد: یکی شراکت شرکت سرمایه گذاری ریسک پذیر و کارآفرین که در آن کارآفرین، شریک عمومی و شرکت سرمایه گذاری ریسک پذیر، شریک با مسئولیت محدود است و دیگری شراکت شرکت سرمایه گذاری ریسک پذیر و شرکت سرمایه گذاری و سرمایه گذاران دیگر که در آن شرکت سرمایه گذاری ریسک پذیر، شریک عمومی و دیگر سرمایه گذاران، شرکای با مسئولیت محدود هستند.

در حوزه سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی، خان و الریفای (۲۰۰۰)، در مطالعه خود با عنوان «نقش سرمایه گذاری ریسک پذیر در تأمین مالی اسلامی در حال حاضر» با اشاره به نقش نوآوری و تکنولوژی در گسترش ثروت و رشد بسیاری از کشورهای توسعه یافته و لزوم حمایت از صنایع فناورانه به خصوص لزوم تأمین مالی این شرکت ها، سرمایه گذاری ریسک پذیر را به عنوان بهترین طریق حمایت از این صنایع و به عنوان پشتوانه آنها ذکر می کنند. ایشان سپس به طور کامل به تشریح چارچوب سرمایه گذاری ریسک پذیر پرداخته اند و در نهایت کاربردهای صنعت سرمایه گذاری ریسک پذیر را تحت چارچوب شریعت بررسی می کنند. چادهاری (۲۰۰۱)، در مقاله ای با عنوان «سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی، یک آزمون انتقادی» به معرفی عقود مضاربه و مشارکت به عنوان دو حالت معروف و عام در سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی پرداخته است. وی همچنین به لزوم تبعیت ابزارهای مورد استفاده در تأمین مالی به عنوان لازمه روند توسعه در اقتصاد اسلامی اشاره می نماید و بیان می کند که رشد و توسعه تنها در سایه شریعت است که ارزشمند می باشد و هدف اصلی اقتصاد اسلامی نیز ایجاد همگرایی بین این دو است. چادهاری، همچنین ضمن بررسی ادبیات موضوع در این رابطه، به بررسی

مالی، اداری، بازاریابی و مسائل راهبردی نقش عمده ای در ایجاد ارزش افزوده در شرکت های کارآفرین سرمایه پذیر ایفا می نمایند. همچنین دسترسی به شبکه ای از مشاوران حسابداری، حقوقدانان، بانک ها و تأمین کنندگان مالی و سایر شرکت های حرفه ای در موضوع فعالیت شرکت سرمایه پذیر را فراهم می کنند.

نویابودن موضوع سرمایه گذاری ریسک پذیر، موجب شده است که تحقیقات داخلی معدودی در این زمینه صورت گیرد. اسلامی بیدگلی و کاظمیان (۱۳۸۴)، طی تحقیقی با اشاره به ضرورت توجه به کارآفرینی به عنوان عملی ترین راه حل جهت توسعه فناوری و اشاره به مشکلات مربوط به تأمین مالی این گونه شرکت های فناورانه، الگوی صندوق سرمایه گذاری ریسک پذیر را بر پایه سه رکن گردآوری وجوه، سرمایه گذاری و استراتژی خروج طراحی نموده اند. آن ها با توجه به ریسک های فناوری، کارآفرینی و نقدینگی شرکت های کارآفرین فناورانه، استفاده از عقد جعاله را در شرایط ریسکی بین تأمین کنندگان صندوق و صندوق سرمایه گذاری ریسک پذیر مطرح کرده اند. همچنین با توجه رابطه صندوق سرمایه گذاری ریسک پذیر و کارآفرین، عقد مشارکت را برای سرمایه گذاری صندوق در شرکت های کارآفرین پیشنهاد داده اند. ابو جعفری (۱۳۸۵)، در پایان نامه خود با عنوان «مدل سازی نقش بانک ها در تأمین مالی صنایع کوچک و متوسط و ارائه الگوی مبتنی بر سرمایه گذاری ریسک پذیر» با اشاره به این که دوران مدل های سنتی کسب و کار به سر آمده است، تأثیر عامل فناوری در اقتصادهای ملی روز به روز بیشتر می شود، نقش بنگاه هایی را که در قالب شرکت های کوچک و متوسط در محیط اقتصادی وجود دارند، بسیار مهم دانسته و در ادامه به بیان مشکلات تأمین مالی اینگونه شرکت ها پرداخته است و بیان می کند که بررسی تجربه کشورهای توسعه یافته نشان می دهد، سرمایه گذاری ریسک پذیر در پاسخ به مشکل فوق به وجود آمده است. وی همچنین با ادعای این مسأله که در کشور، بانک ها نقش مناسبی در تأمین مالی بنگاه های جدید ایفا نمی کنند، ساز و کار سرمایه گذاری ریسک پذیر را با توجه به قانون عملیات بانکداری بدون ربا برای تأمین مالی صنایع کوچک و متوسط از طریق بانک ها ارائه

لحاظ گردد. از اینرو ایشان در این مقاله به بررسی تطبیقی موضوع سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر از دو دیدگاه روند جاری در دنیا و کشورهای اسلامی پرداخته‌اند. راسنی و همکاران^۲ (۲۰۱۱)، معتقدند استفاده از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در جهان اسلام برای مدت طولانی رها شده‌است، در حالی که جوامع غربی به توسعه پایداری از آن دست یافته‌اند. ایشان ادامه می‌دهند علی‌رغم این که بیش از دو دهه از پیدایش بانک‌های اسلامی می‌گذرد، همچنان از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر چشم‌پوشی شده‌است؛ این در حالی است که سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر شبیه به قاعده مشارکت در سود و زیان بانک اسلامی است. در واقع، این مطالعه با هدف بررسی توسعه تاریخی مضاربه و مشارکت که ریشه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر مدرن را تشکیل می‌دهند، صورت گرفته‌است و هر دو نوع سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی کلاسیک و مدرن را پوشش می‌دهد. حمزه و لاهسانو^۳ (۲۰۱۱)، در کتاب خود تحت عنوان «سهام خصوصی و سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی، اصول و کاربردها» ضمن بیان مفصل مفاهیم در بخش اول کتاب، در بخش دوم که از چهار فصل تشکیل شده‌است، به بیان اساس و اصولی از جمله ماهیت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی، قواعد شریعت و ساختار سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی پرداخته‌است. همیلا^۴ (۲۰۱۳)، به بررسی جامع سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی از طریق مصاحبه در کشورهای مالزی و امارات متحده عربی پرداخته‌است. وی برای این مهم از روش تحقیق کیفی تئوری داده بنیاد^۵ استفاده نموده‌است.

همانگونه که مشاهده گردید تا به حال مطالعات اندکی در زمینه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی صورت گرفته‌است که با توجه به بیان کارکردها و تأثیرات مفید این صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر و همچنین لزوم پرداختن به مدلی مطابق با فقه امامیه، ضرورت این پژوهش مشخص می‌گردد.

دقیق و موشکافانه این دو عقد اسلامی پرداخته‌است و با رویکردی نقادانه به بیان مسائل مرتبط با این دو عقد در بستر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی، اقدام نمود. بندجیلالی و خان^۱ (۲۰۰۱)، معتقدند که بدون استراتژی خروج مناسب، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر نمی‌تواند به صورت کارا عمل کند. از اینرو ایشان در این تحقیق به تبیین و توضیح یک استراتژی خروج مناسب با سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی پرداخته‌اند. صالح‌آبادی و کاظمیان^{۱۳۸۳}، در تحقیق خود با عنوان «روش‌های تأمین مالی و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر با رویکرد اسلامی (با ارائه شواهدی از آلمان، انگلیس و ژاپن)»، به بیان تفاوت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در میان کشورهای مختلف با توجه به مرحله سرمایه‌گذاری، حوزه سرمایه‌گذاری منابع وجوه سرمایه‌گذاری و منطقه جغرافیایی پرداخته‌اند و در ادامه مقایسه فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در سه کشور آلمان، ژاپن و انگلیس ارزیابی نمودند و در نهایت رویکرد اسلامی آنرا مورد بررسی قرار داده و اجرای آن را در ایران در چارچوب مشارکت، پیشنهاد نموده‌اند. اسلامی بیدگلی و کاظمیان^{۱۳۸۴}، چارچوبی برای خروج این سرمایه‌گذاران بر پایه فقه اسلامی بنا نهاده‌اند. مطابق این تحقیق، کارآفرینان فناور، سرمایه‌گذاران و تأمین‌کنندگان منابع مالی، درک کاملاً متفاوتی از نقش، وزن و اهمیت پول در فرایند تجاری سازی دارند و همین امر، بستری برای تشدید اختلاف در تسهیم و تقسیم سود میان کارآفرین و سرمایه‌گذار خواهد بود. از همین رو پیش‌بینی فرآیند خروج، از ابتدای سرمایه‌گذاری ضروری به نظر می‌رسد و لازم است در چارچوب قراردادها و توافقات قانونی و فقهی به امضای طرفین برسد. عسکری و میرچولی^{۱۳۹۰}، با اشاره به مشکلات پیش روی تأمین مالی بر لزوم استفاده از ابزارهای جدید تأمین مالی تأکید کرده‌اند. ایشان معتقدند طرح‌های پرمخاطره با محدودیت‌های بیشتری همراه هستند و ایجاد ساز و کار حمایتی منطبق با اصول و مبانی اسلامی یکی از اقداماتی است که باید در عقد قراردادها سرمایه‌گذاری در طرح‌ها و پروژه‌های پرمخاطره

2. Rusni
3. Hamzah & Lahsasno
4. Hamila
5. Grounded Theory

1. Khan & Ben-Djilali



جدول ۱. نقاط افتراق سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی و متعارف

بازدهی بر اساس ساختار سرمایه گذاری انجام شده	با بازدهی بلندمدت و ارزش افزوده به سرمایه گذاری (مبتنی بر قرض)	بازدهی
فقط برای صنایع مجاز در شریعت و اسلام	قابل استفاده برای تمامی صنایع و کسب و کارها	حوزه تخصیص سرمایه گذاری
هزینه های معاملاتی متعارف بعلاوه هزینه های مربوط به قراردادهای اسلامی	هزینه های معاملاتی متعارف	هزینه های معاملاتی
نظارت فنی به همراه نظارت شرعی	صرف نظارت فنی بر اجرای صحیح فعالیتهای اقتصادی	نظارت بر سرمایه گذاری
ابزارهای مالی مورد تایید شریعت اسلام (ابزارهای مالی اسلامی)	تمامی ابزارهای مالی متعارف (انواع شرکت ها) مبتنی بر قرض	ساختار تامین مالی و ابزارهای مورد استفاده در آن

۴. تبیین سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی

الگوی سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی زمانی شروع به رشد کرد که تقاضای آن، به عنوان منبعی از تأمین مالی، با تقاضای زیادی روبرو شد. در سالهای اخیر استفاده از تأمین مالی مبتنی بر سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی در کشورهای خاورمیانه و مالزی، توسط کارشناسان پیشنهاد شده است. کاربرد سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی با توجه به معرفی ابزارهای متنوع مورد استفاده در آن توسعه یافته است. بسیاری از ابزارهای تأمین مالی سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی در تأمین مالی طرحها، خصوصاً طرحهای مبنایی بلندمدت، به کار گرفته شده اند. با توجه به نتایج به دست آمده در آخرین تحقیقات، از میان ابزارهای مالی پیشرفته موجود، سرمایه گذاری ریسک پذیر، بسیار با مبحث مالیه اسلامی وجه اشتراک خواهد داشت و قابلیت انطباق با مبانی اسلامی درباره مشارکت و همکاری متقابل و پیوستگی اجتماعی دارد. سرمایه گذاری ریسک پذیر به طور بالقوه، توانایی کنترل صندوقهای متوسط را دارا می باشد، تا منجر به ایجاد کسب و کار جدید و ایجاد انگیزه برای توسعه در جوامع مسلمان شود.

بسیاری از ابزارهای سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی، توسط مؤسسات مالی اسلامی پیشنهاد شده است؛ مانند مضاربه، مشارکت، مشارکت کاهنده، اجاره موصوف فی الذمه و اجاره به شرط تملیک که برخی از این ابزارها در حال حاضر در بازار وجود دارند و به شدت توسط سرمایه گذاران و توسعه دهندگان طرحها، به عنوان یک منبع تأمین مالی، مورد تقاضا قرار می گیرند. در مالزی، ابزارهای پرکاربرد جهت سرمایه گذاری

ریسک پذیر اسلامی، ابزارهای مبتنی بر مشارکت هستند. در کشورهای خاورمیانه مانند بحرین، عربستان سعودی و امارات متحده عربی، تأمین مالی مبتنی بر اجاره و استصناع برای تأمین مالی پروژه های بلندمدت استفاده می شود. هرچند این تفاوتها بر حسب اسلوب و روش کاربرد سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی وجود دارد؛ اما عملکرد آنها، به عنوان منبع تأمین مالی، یکسان است. در واقع، سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی برای ساماندهی و رفع نیاز سرمایه گذاران مسلمان که به دنبال تأمین مالی مطابق با اصول شریعت هستند، ایجاد شده است. مشکل اصلی سرمایه گذاری ریسک پذیر متعارف، این است که ساختار حقوقی و مدیریت آن طبق اصول شریعت نیست، بلکه بر پایه روابط مبتنی بر بهره است. این پژوهش به دنبال ارائه چارچوبهای سرمایه گذاری ریسک پذیر مبتنی بر عقود اسلامی است تا مشکل پیش گفته را حل نماید. قبل از ورود به این بحث، در قسمت چهارم مقاله، به بیان نقاط اشتراک و افتراق سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی و متعارف پرداخته شده است تا لزوم تبیین مدل های مبتنی بر عقود اسلامی بیشتر مشخص شود.

۵. وجوه اشتراک و افتراق سرمایه گذاری ریسک پذیر

اسلامی و متعارف

۵-۱. وجوه اشتراک

طبق شکل (۱)، اشتراکها عبارت هستند از: مدل مشارکت مبتنی بر سهام، الزامات پرداخت سرمایه به کارآفرین، ارتباط با کارآفرین^۱ بر مبنای اعتماد، میزان پرداختهای اقتصادی و سود

سهام، چرخه اقتصادی و روند عملیاتی یکسان و ویژگی‌های شرکت^۱ سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر.

در مورد اینکه ویژگی‌های شرکت چگونه می‌تواند طراحی شده‌است که طبق آن تفاوت‌های اقتصادی^۳ در بین موارد بررسی شده در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر متعارف و اسلامی به تجربه شرکت‌ها مرتبط است، نه به اسلامی بودن و یا نبودن آن‌ها. سایر موارد نیز بر قرارداد سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی و فرایند و عملکرد شرکت‌ها به نحوی که مختص شرکت‌های ریسک‌پذیر اسلامی باشد، تأثیر نمی‌گذارد.

فرایند ارزش‌گذاری در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی و متعارف نیز یکسان است؛ به طوری که در ارزش‌گذاری شرکت از روش نرخ بازدهی پروژه با توجه به ریسک‌های آن و یا روش میانگین بازدهی سبد دارایی متنوع استفاده می‌شود. علاوه بر موارد ذکر شده در فوق، موارد دیگری را نیز می‌توان نام برد. از جمله این‌که اصولاً برخی موانع که برای سرمایه‌گذاری‌های مبتنی بر مبانی فقهی اسلام وجود دارد، به شکل دیگری در

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی از نظر عملیاتی و اقتصادی^۴ معادل^۵ سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر متعارف است.

۵-۲. وجوه افتراق

در قسمت قبلی به بیان برخی از شباهت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی و متعارف پرداخته شد. در این قسمت عوامل اصلی که موجب افتراق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر متعارف گردیده‌است، بیان می‌گردد. این مؤلفه‌ها از ویژگی‌های اصلی و منحصر به فرد سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی به‌شمار می‌روند: حوزه تخصیص سرمایه‌گذاری، بازدهی، هزینه‌های معاملاتی، نظارت بر سرمایه‌گذاری و ساختار تأمین مالی و ابزارهای مربوطه. در جدول (۱)، برخی از ویژگی‌های اصلی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی که کاملاً متفاوت از سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر متعارف است، نشان داده شده‌است.

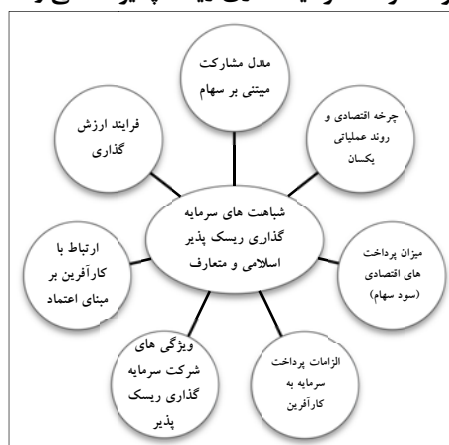
۶. الگوهای سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی

۶-۱. مضاربه

مضاربه نمونه‌ای از شراکت در استفاده از منابع مالی است که یک طرف مسئول تأمین سرمایه و طرف دیگر، وظیفه انجام کار، تخصص و مدیریت را بر عهده می‌گیرد. هرگونه منفعت به دست آمده، بر اساس یک توافق قبلی بین طرفین تقسیم می‌شود، در صورتی که هرگونه زیان تنها متوجه تأمین‌کننده سرمایه‌است. در این حالت بابت زیان شرکت و عامل اجرای پروژه خسارتی پرداخت نمی‌شود.

شرط اساسی درستی مضاربه، قبول خطر از جانب صاحب سرمایه و عدم ضمانت نسبت به سرمایه‌است. در غیراین صورت، سرمایه به عنوان قرض است و پس از انعقاد مضاربه، عامل نمی‌تواند سرمایه را با سودی کمتر به شخص دیگری واگذارند. مهم‌ترین ویژگی مضاربه، امکان توافق بر سر تقسیم سود به هر نسبت بین طرفین است. مضاربه می‌تواند به صورت انفرادی و یا گروهی اجرا شود (علی‌نژاد، ۱۳۸۸: ۴۳). در این قسمت در ابتدا عقد مضاربه تبیین شده و سپس به تشریح نحوه عملیاتی شدن

شکل ۱. وجوه اشتراک سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی و متعارف



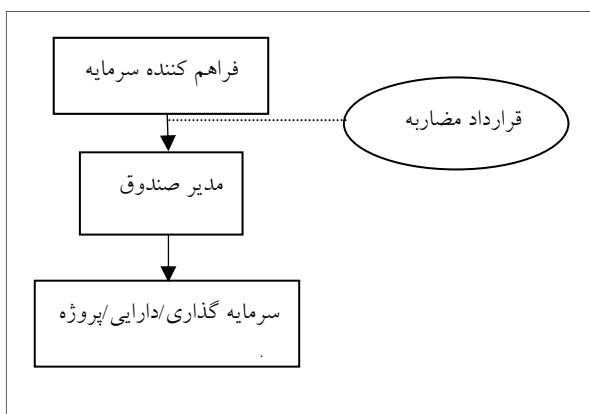
سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر متعارف نیز حاکم است. همچنین امکان بروز برخی ناکارآمدی‌های اقتصادی جزئی، در هر دو مورد مشترک است. به این ترتیب برخی معتقدند که

صرفاً یک سرمایه گذار هستند. مدیریت روزانه و کلی کسب و کار باید به کارآفرین واگذار گردد.

۶-۱-۲. محدودیت مضاربه

محدودیت به کارگیری عقد مضاربه از آنجا ناشی می شود که این عقد تنها در امور بازرگانی و تجاری کاربرد دارد و در سایر بخش های اقتصاد اعم از بخش های صنعتی، کشاورزی و همچنین، زیربخش های خدمات غیر از بازرگانی، قابل استفاده نیست. در واقع، بر اساس نظر فقها «عقد مضاربه فقط مختص بکارگیری سرمایه در تجارت از طریق خرید و فروش است و استفاده از آن به عنوان مضاربه در زمینه های تولید و توزیع خدمات و مانند آن، صحیح نیست».

شکل ۲. مدل مضاربه در سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی



منبع: Asmy, 2012

۶-۱-۳. پایه و اصول مبنایی قرارداد مضاربه در سرمایه گذاری

ریسک پذیر اسلامی

۱. دو مشارکت کننده در قرارداد وجود دارد، یکی فراهم کننده سرمایه؛ یعنی مالک یا در اصطلاح فقهی رب المال و طرف دیگر کارآفرین یا مضارب. سود بین رب المال و مضارب بر حسب نسبت اشتراک از پیش تعیین شده تقسیم می شود.
۲. طرفین باید نسبت به سود اشتراکی به صورت متقابل توافق داشته باشند و سود بایستی در زمان عقد قرارداد به صورت روشن بیان شود؛ همچنین تقسیم سود باید به صورت نسبت یا درصد سود باشد. نکته دیگر اینکه در اصل، هرگونه ضرر در قرارداد مضاربه باید توسط صاحب سرمایه تقبل شود. هرچند اگر ضرر با کوتاهی و اهمال یا سوء مدیریت ایجاد شده باشد، در این صورت مضارب، مسؤول ضرر خواهد بود.

این عقد در قالب سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی پرداخته شده است.

۶-۱-۱. تبیین مدل مضاربه

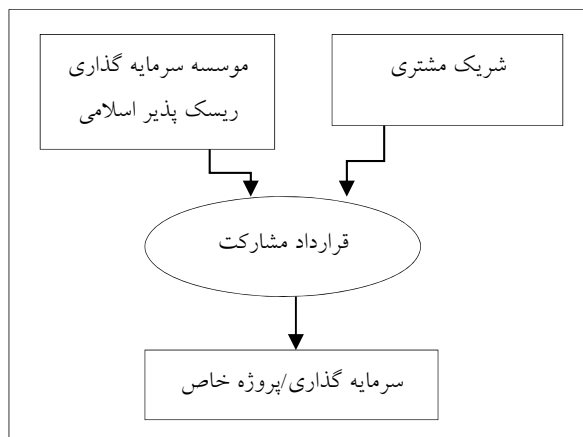
یکی از ساختارهایی که در سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی به کار می رود، استفاده از مکانیسم مضاربه است. این نوع قرارداد بین دو شریک برای تأمین مالی سرمایه گذاری با ریسک منعقد می شود که آورنده سرمایه به عنوان سرمایه گذار و انجام دهنده فعالیت به عنوان کارآفرین در این پروژه وجود دارد و کلیه حقوق ناشی از این قرارداد به طور یکسان بین طرفین جاری می گردد. اگر سرمایه گذاری سودآور باشد، سود ناشی از آن به نسبتی که پیش از آن توافق کرده اند، بین آنها تقسیم می شود (عسکری و میرچولی، ۱۳۹۰: ۱۴۸).

این مدل، قراردادی است که بین دو طرف برای تأمین مالی یک تجارت پرخطر صورت گرفته است. یک طرف قرارداد رب المال یا مالک که همان شرکت سرمایه گذاری ریسک پذیر است و صرفاً سرمایه را تأمین می کند و طرف دیگر مضارب یا کارآفرین است که صرفاً پروژه را مدیریت می کند. فرآیند به کارگیری مدل مضاربه در سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی در شکل (۲)، به نمایش درآمده است. اگر داد و ستد مخاطره آمیز سودآور باشد، سود بر اساس یک نسبت از پیش توافق شده توزیع می شود. در صورت ضرر، تنها ارائه دهنده سرمایه به میزان سهم سرمایه اعطایی متحمل این ضرر می شود. به عبارت دیگر نکته اساسی در مضاربه این است که کارآفرین در معرض خطر از دست دادن هیچ گونه سرمایه گذاری پولی یا ارزش قرارداده نمی شود.

اگر سرمایه گذاری در کسب و کار، به شکست بیانجامد، در این صورت حداکثر چیزی که کارآفرین از دست می دهد، عبارت است از سرمایه ای که خود آن ها در کسب و کار سازمانی خود (به عنوان مثال، پول خود) به کار گرفته اند، به علاوه زمان و تلاشی که صرف داد و ستد مخاطره آمیز نموده اند. علاوه بر این، تحت یک ساختار تأمین مالی مضاربه، سرمایه گذار مجاز به مشارکت در امور مدیریت سرمایه گذاری کسب و کار پرخطر که در آن سرمایه گذاری نموده، نمی باشد. آن ها

از آن در سرمایه‌گذاری و تأمین مالی طرح‌های بزرگ به صورت وسیع استفاده کرد، مشارکت کاهنده است که به عنوان‌های «مشارکت تناقصی»، «مشارکت متناقصه»، «مشارکت منتهی به تملیک» و «مشارکت تقسیطی» نیز نامیده می‌شود. مشارکت کاهنده نوعی شرکت عنان است که شرط‌های ویژه‌ای در آن رعایت می‌شود. تفاوت بین مشارکت دائم و مشارکت کاهنده در عنصر دوام و استمرار نهفته است (معصومی‌نیا و شهیدی‌نسب، ۱۳۸۸: ۱۰۰). در این نوع مشارکت، سهم آورده شرکت‌کنندگان در پروژه و سهم سود آن‌ها بر پایه یک نسبت از پیش توافق شده، تعیین می‌شود؛ اما در عین حال روشی را مهیا می‌نماید که بر اساس آن، سهم آورده مؤسسه مالی در پروژه کاهش می‌یابد. در نهایت، این سهم به مالکیت دیگر شرکا در می‌آید.

شکل ۳. مدل مشارکت در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی



منبع: Bank Negara Malaysia, 2007

این قرارداد اجازه می‌دهد که به مرور، پرداخت بیشتر و بالاتری نسبت به حق واقعی مؤسسه تأمین مالی صورت‌گیرد و مؤسسه مالی به تدریج سود آورده خود را دریافت می‌کند و به‌علاوه، سرمایه اصلی و حقوق مشارکتی مؤسسه به ندرت کاهش می‌یابد و پس از مدت معینی به صفر می‌رسد و شراکت به اتمام می‌رسد.

۶-۳-۱. تبیین مدل مشارکت کاهنده

بیشترین کاربرد مشارکت کاهنده، جهت احداث پروژه‌است. پروژه‌های صنعتی و خدماتی را می‌توان بر اساس قرارداد پیش‌گفته طراحی نمود. مدل عملیاتی طرح‌های گوناگون ممکن است تفاوت‌هایی با هم داشته باشد؛ اما وجه مشترک آن‌ها را می‌توان این‌گونه توضیح داد:

۶-۲. مشارکت

یکی دیگر از قراردادهای مناسب برای بانکداری اسلامی که می‌تواند به صورت گسترده در تمام بخش‌های اقتصادی کاربرد وسیع داشته باشد، قرارداد مشارکت است. مشارکت همکاری بین دو طرف یا طرف‌های بیشتر برای تأمین مالی پرمخاطره یک کسب و کار است که از طریق آن همه قسمت‌ها در فرایند سرمایه‌گذاری کمک می‌کنند.

در واقع، مشارکت ارتباطی است که بر مبنای یک قرارداد همکاری تجاری دوطرفه، سود و زیان حاصل از انجام کار بین طرفین تقسیم می‌شود. در این قرارداد، همه طرفین حق دارند که در مدیریت فعالیت تجاری یا صنعتی مداخله کنند؛ اما نیازی به انجام آن نیست. در این عقد تجاری سود به دست آمده بر اساس توافق قبلی تقسیم می‌شود؛ اما زیان احتمالی حاصل از کار بر اساس نسبت آورده سرمایه تقسیم خواهد شد (علی‌نژاد، ۱۳۸۸: ۴۳).

۶-۲-۱. تبیین مدل مشارکت

این شیوه، مشارکت بین دو طرف در تأمین مالی یک پروژه است. مشارکت، نوعی همکاری بین دو یا چند نفر در یک کسب و کار با ریسک بالا است که همگی در سرمایه‌گذاری انجام‌شده به طور یکسان مشارکت می‌نمایند. مدیریت پروژه، بر عهده هر دو طرف می‌باشد. بر مبنای این عقد، کلیه شرکاء در تأمین مالی طرح پرمخاطره سهیم می‌باشند. سهم سود و زیان شرکاء بر مبنای نسبت آورده سرمایه تقسیم می‌شود. با توجه به مشارکت مستقیم سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در سود و زیان این صندوق، نظر اسلام مبنی بر اجتناب از ربا تأمین می‌شود (طالبی و دیگران، ۱۳۸۸: ۱۵۹). روند تسهیلات تأمین مالی که به وسیله نهاد سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی، برای مشتریان از طریق اجرای قرارداد تأمین مالی مشارکت فراهم شده است، در شکل (۳)، به نمایش درآمده است. در قرارداد مشارکت، طرفین معامله به صورت متقابل بر اشتراک‌گذاری سرمایه در یک طرح خاص توافق می‌نمایند و در یک پروژه سرمایه‌گذاری می‌کنند.

۶-۳. مشارکت کاهنده

این ابزار که بر اساس عقد شرکت طراحی گردیده و می‌توان



است به وسیله مشتری یا شرکت یا هر دو صورت گیرد. این امر به توافق دو طرف بستگی دارد؛

۴. با استفاده از شاخص نسبه یا بر اساس پیش بینی قیمت های آینده و طول زمان، قیمت طرح تعیین و قسط بندی می شود؛

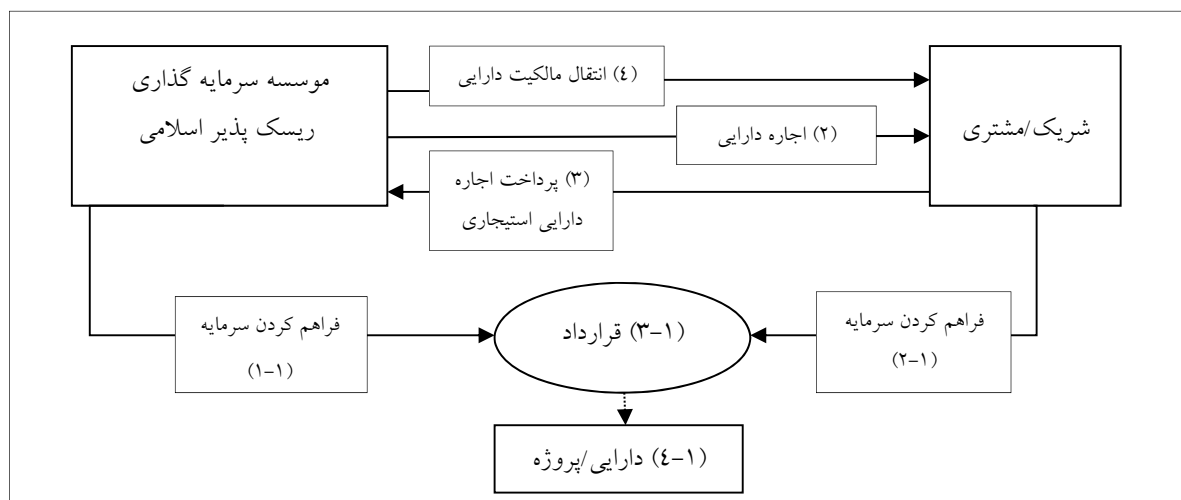
۵. در پایان اقساط، مالکیت مشتری بر طرح کامل می شود و بنابراین، شرکت اسناد مربوطه را به نام وی ثبت می کند؛

۱. مشتری درخواست خود برای احداث طرح مورد نظر را به شرکت تأمین مالی ارائه می دهد؛

۲. شرکت کارشناس های خود را مأمور بررسی بدهای طرح و ارزیابی هزینه - فایده می کند؛

۳. پس از تعیین سهم هر یک از دو طرف، پروژه اجرا شده به مرحله بهره برداری می رسد. اجرا و بهره برداری طرح ممکن

شکل ۴. مدل مشارکت کاهنده در سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی



منبع: Bank Negara Malaysia, 2007

میزان اجاره را به مؤسسه سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی تحت قرارداد اجاره پرداخت می نماید و در واقع، به صورت تدریجی به سمت افزایش سهم و تملک خود در پروژه یا دارایی حرکت می کند (۳). سهم پرداخت اجاره یا قسط ماهانه که از مشتری دریافت می شود، باید در جهت تملک تدریجی مشتری، در سهم مؤسسه سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی در دارایی مشترک استفاده شود.

در پایان مدت اجاره و پس از پرداخت تمام اقساط، مشتری مالک تمام سهم های سرمایه گذار خواهد شد و مشارکت به این صورت که مشتری تنها مالک دارایی یا پروژه شده است، تمام خواهد شد (۴).

۶-۴. اجاره موصوفه فی الذمه

بر اساس قرارداد اجاره یا لیزینگ یک مؤسسه مالی اسلامی یک دارایی را بر اساس مشخصات و خواسته های مشتری خریداری می کند و آنرا با توافق طرفین ضمن تعیین مدت

۶. درباره طرح هایی که پس از اتمام، سودآوری دارند؛ سود در هر زمان متناسب با سرمایه هر کدام از شرکا به آنان اختصاص می یابد، مگر اینکه توافق خاصی کرده باشند؛

۷. نرخ سود سهم الشرکه قابل واگذاری را می توان بر اساس نرخ سود عقدهای دیگری که نرخ متوسط سود آنها معلوم است، تعیین کرد. آنها می توانند قرار بگذارند که میزان مشخصی از سهم سود شریک به صورت اقساط در اختیار مؤسسه قرار گیرد (معصومی نیا و شهیدی نسب، ۱۳۸۸: ۱۱۳).

شکل (۴)، مدل تأمین مالی مبتنی بر مشارکت کاهنده را نشان می دهد. در مرحله اول، مشتری و مؤسسه سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی به طور مشترک مالکیت پروژه را با هم تصاحب می کنند (۱-۱، ۲-۱، ۳-۱، ۴-۱). سپس مؤسسه سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی، سهم شراکتی مالکیت را به مشتری بر اساس قرارداد، اجاره می دهد (۲). مشتری، به عنوان مستأجر، تعهد می دهد تا سهم مؤسسه سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی را به صورت دوره ای و متناوب، مالک شود. مشتری



نحوی که برای هر یک از آن‌ها، بر اساس توافق هر دو طرف در زمان مؤثر بر قرارداد اجاره^۶، سرعت خاصی را به کار بست. به همین ترتیب، طرفین قرارداد ممکن است به یک قرارداد کوتاه‌مدت اجاره وارد شوند که در آینده قابل تجدید نظر باشد. در این مدل، عقد اجاره زمانی منعقد می‌شود که عین مستأجره وجود خارجی ندارد و تنها صفات آن تشریح می‌شود؛ اما این مسأله، به لحاظ فقهی مشکلی ایجاد نمی‌کند؛ چرا که دلیلی برای منع آن وجود ندارد. در این رابطه شیخ طوسی (ره) اجاره را بر دو قسم می‌داند، یا اجاره معین و یا اجاره کلی فی‌الذمه و محقق ثانی نیز در بحث معلوم‌بودن منفعت تصریح می‌کند که اجاره یا اجاره عین است یا کلی فی‌الذمه.

صاحب مفتاح‌الکرامه ابتدا اجاره عقار را به صورت فی‌الذمه صحیح نمی‌داند و سپس بحثی در خصوص موجب غرر شدن جهالت مطرح می‌نماید و از سایر فقیهان نقل قول می‌کند؛ اما در نهایت معتقد می‌شود، وصف رافع جهالت کافی است؛ زیرا ملاک رفع غرر است و با وصف رافع جهالت برطرف می‌شود. بنابراین، فقیهان امامیه اجاره موصوفه فی‌الذمه را معتبر و صحیح تلقی می‌کنند (قنوتی و لنگرودی، ۱۳۹۱: ۱۶۲). در واقع، این مدل ترکیبی از دو قرارداد اجاره و استصناع است. شکل (۵)، عملکرد قرارداد اجاره موصوفه فی‌الذمه را نشان می‌دهد. قرارداد استصناع در طول دوره ایجاد و شکل‌گیری پروژه، اتفاق می‌افتد. طبق این قرارداد، شرکت متعهد به ایجاد و توسعه دارایی‌های تأمین مالی شده مبتنی بر عقود اسلامی از طریق شرکت واسط و مشارکت‌کننده‌های اسلامی، از طریق بنگاه‌های اسلامی است (۲ و ۳).^۷ بنگاه نیاز دارد تا پروژه را با مشخصات و جزئیاتی از طریق انعقاد قراردادهای ساخت EPC توسعه دهد^۸ (به شرکت اجازه داده شده‌است تا اجرای چنین الزامات و تعهداتی را از طریق قرارداد ثانوی به مجریان دست دوم بسپارد). بنگاه همچنین باید برای تحویل چنین دارایی‌هایی در زمان تعیین‌شده یا قبل از سررسید، آماده باشد.

اجاره و میزان اجاره به مشتری اجاره می‌دهد. مشخصات و طبیعت دارایی مورد اجاره نیز به هنگام تعیین اجاره و زمان اجاره موردنظر قرار می‌گیرد. در طول مدت اجاره، مالکیت دارایی در اختیار مؤجر (مؤسسه مالی اسلامی) است. مؤسسه مالی این حق را دارد که این مالکیت را به مستأجر انتقال دهد. در پایان مدت اجاره دارایی مجدداً به بانک تحویل داده می‌شود (علی‌نژاد، ۱۳۸۸: ۴۴).

اجاره موصوفه فی‌الذمه، نوعی از قرارداد اجاره است که شامل فروش یک دارایی اساسی با مشخصات روشن^۱ شده می‌باشد، که در حال حاضر در حال تولید یا ساخته شدن، برای تحویل در آینده^۲ است. طبق قرارداد اجاره موصوفه فی‌الذمه (که همچنین اجاره سلف^۳ نامیده می‌شود)، سرمایه‌گذار متعهد به پرداخت هزینه تولید در طول دوره ساخت و ساز می‌شود، در حالی که پرداخت مشتری در یک دوره خاص پس از اتمام تولید، آغاز خواهد شد. قرارداد موصوفه فی‌الذمه، می‌تواند نیازهای افراد یا شرکت‌ها برای خرید یک ملک، که در آینده تحویل داده می‌شود (مانند یک خانه، دفتر و یا تجهیزات)، را تأمین کند. در ادامه برای تبیین این مدل، با توجه به اینکه اجاره موصوفه فی‌الذمه از دو عقد اجاره و استصناع تشکیل یافته‌است، ابتدا عقود فقهی اجاره و استصناع مورد بررسی قرار گرفت و سپس به تبیین مدل اجاره موصوفه فی‌الذمه در فرآیند سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی پرداخته شده‌است.

۶-۴-۱. تبیین مدل اجاره موصوفه فی‌الذمه

اجاره موصوفه فی‌الذمه، قرارداد اجاره اسلامی است که در آینده شروع می‌شود و اجاره باید در تاریخ قرارداد مشخص شود. نرخ اجاره نیز باید برای کل دوره اجاره، از پیش تعیین شده باشد. با این حال، ممکن و مجاز است که با در نظر گرفتن شرایط بازار بی‌ثبات^۴، نرخ شناور^۵ را که از یک دوره به دوره دیگر متغیر است، به کار بست. در چنین حالتی، می‌توان مدت اجاره را به فواصل زمانی یا مرحله کوتاه‌تر تقسیم نمود، به

6. The Time of Affecting the Ijarah Contract

۷. دارایی‌های مالی می‌تواند شامل مواردی از جمله توربین‌های گاز، ژنراتورها و تجهیزات فرستنده‌های برقی باشد.

۸. اشاره می‌کند به مهندسی، تهیه و ساخت EPC.

1. Clearly Specified Underlying Asset

2. Future Delivery

3. Forward Ijarah

4. Volatile Market

5. Floating Rate



به جای اعطای وام، به متقاضیان وام برای خرید مسکن یا خرید ماشین آلات و تجهیزات و ابزار کار، این اقلام را با سرمایه گذاری مستقیم یا خرید نقدی تهیه می کنند و به صورت اجاره به شرط تملیک در اختیار آن دسته از متقاضیان تسهیلاتی قرار می دهد که هدف آنها از دریافت تسهیلات، خرید موارد مذکور است. اجاره به شرط تملیک، از تسهیلات میان مدت و بلندمدت اعتباری است که برای گسترش بخش های مختلف اقتصاد اعم از امور خدماتی، کشاورزی، صنعتی، معدنی و ساختمان قابلیت استفاده دارد. در هر حال، مدت اجاره به شرط تملیک، نباید از طول عمر مفید اموال موضوع معامله تجاوز کند. انجام این معاملات، در مورد اموالی که طول عمر مفید آنها کمتر از دو سال باشد، برای بانکها مجاز نیست. در واقع، اجاره به شرط تملیک، قرارداد اجاره ای است که در آن شرط شود مستأجر در پایان مدت اجاره در صورت عمل به شرایط مندرج در قرارداد، عین مستأجره را مالک گردد. بنابراین، طرف های قرارداد بانک، مبالغی را که در اجاره به شرط تملیک در هر ماه پرداخت می کنند، بابت اصل و فرع وام نیست، بلکه اجاره استفاده از آنهاست. همان طور که در تعریف عقد اجاره به شرط تملیک نیز اشاره شد، در صورتی که مستأجر اجاره بهای ماهانه خود را به موقع و طبق قرارداد پرداخت کند و سایر شروط مندرج در اجاره نامه را عمل کند، در پایان دوره اجاره، مالک موضوع اجاره نامه خواهد شد. دریافتی بانک، تحت عنوان اجاره، از قیمت خرید عین مستأجره بیشتر است و بانک از محل وجوه مازاد، مبالغی را به صاحبان سپرده ها می پردازد

۶-۵-۱. تبیین مدل اجاره به شرط تملیک

روش اجاره به شرط تملیک، در میان سایر انواع قراردادهای اجاره، بیشتر معمول است.^۳ با توجه به شکل (۶)، در مرحله اولیه، مشتری دارایی مورد نیاز را مشخص می کند تا خریداری شود و با قیمت پیشنهادی فروشنده موافقت می کند.

۳. یکی از مثال های این پروژه که از روش تأمین مالی اجاره و استفاده کرده است اداره برق و آب شارجه است (SEWE). این پروژه، در سال ۲۰۰۶ در امارات متحده عربی شکل گرفته است بین SEWA و بانک اسلامی ABC برای هدف افزایش ظرفیت آب و توزیع آن. مجموع تأمین مالی برابر ۳۵۰ میلیون دلار آمریکا بود.

بعد از اینکه دارایی های تأمین مالی شده اسلامی مطابق با شرایط و درخواست ها، به شرکت تحویل داده شد، آنگاه عنوان و مالکیت چنین دارایی هایی به شرکت واسط منتقل می شود (۳). همزمان با وقتی که قرارداد استصناع منعقد می شود، شرکت همچنین به قرارداد اجاره با شرکت واسط برای مرحله عملیاتی پروژه وارد می شود (اجاره فی الذمه).^۱ تحت قرارداد اجاره، شرکت دارایی های تأمین مالی شده اسلامی از طریق شرکت واسط را در عوض پرداخت های اجاره (شامل عنصر ثابت و متغیر) اجاره می دهد (۳-۱). مانند دیگر تأمین مالی های که از طریق اجاره یا استصناع صورت می گیرد، شرکت واسط (در جایگاه مؤجر) مسئول همه هزینه های نگهداری اصلی (مانند تعمیر، جایگزینی و حفظ اصل سرمایه) می باشد. اما برخی تعهدات از جمله تعهدات بیمه ای و تعهد به پرداخت مالیات مالکیت، طبق قرارداد ثانوی، از طریق قرارداد بنگاه خدمات، به شرکت (در جایگاه آژانس خدمات) واگذار می گردد. شرکت مسئول همه تعمیرات و نگهداری ها است؛ البته بجز نگهداری اصلی و عمده که به طور روشن در قرارداد اجاره بدان تصریح شده است.

۶-۵-۲. اجاره به شرط تملیک

اجاره به شرط تملیک،^۲ یکی دیگر از عقود اسلامی است که در بانکداری بدون ربا بسیار استفاده می شود. اجاره به شرط تملیک، قرارداد اجاره ای است که در آن شرط شود مستأجر در پایان مدت اجاره در صورت عمل به شرایط مندرج در قرارداد، عین مستأجره را مالک گردد. بانک های تجاری در سیستم بانکداری اسلامی به منظور پرهیز از انجام فعالیت های ربوی،

۱. قرارداد استصناع همچنین شامل مکانیزمی است که مشارکت کنندگان اسلامی را قادر می سازد تا پرداخت های مربوط به جبران خسارت ها را در حالی که دارایی های تأمین مالی شده اسلامی، در موعد یا به صورت کلی، تحویل داده نشوند، دریافت کنند.

۲. براساس این توافق که به «اجاره و الاقتناء» (Ijara - Wa - Iktina) نیز معروف است، مورد اجاره در پایان دوره لیزینگ به تملک مستأجر در می آید و مبالغ پرداختی اقساط به جای اجاره (سود سرمایه) و همچنین اصل سرمایه محسوب می شود و در پایان، مالکیت اجاره دهنده (بانک) سلب می شود. از این روش عمدتاً برای خرید منزل و اتومبیل استفاده می شود. (علی نژاد، ۱۳۸۸: ۴۴) و (Khan, 2010: 9).



۶-۶-۲. تبیین مدل وکالت- اجاره موصوفه فی‌الذمه

تأمین مالی مبتنی بر وکالت- اجاره موصوفه فی‌الذمه^۱ یک تکنیک تأمین مالی اسلامی است که اجاره مرکب محسوب می‌شود و در آن یک نهاد تأمین مالی، مقداری دارایی را به مشتری اجاره می‌دهد؛ اما در زمینه تأمین مالی پروژه، دارایی باید قبل از اینکه بتواند اجاره داده شود، ساخته شده باشد. این جایی است که ساختار تأمین مالی باید دوباره تعریف شود، به طوری ضمن پیروی از شریعت، برای اهدافش مناسب باقی بماند.

طبق این فرایند (به شکل (۷) مراجعه شود)، شرکت مجری پروژه، در ابتدا به عنوان نماینده یا «وکیل» مؤسسه تأمین مالی اسلامی، با قرارداد وکالت به کار گرفته می‌شود (۳). این امر برای فراهم نمودن زمینه ایجاد و تحویل پروژه یا دارایی‌ها، طبق قرارداد وکالت است. برای اطمینان از فراهم شدن دارایی‌ها، شرکت پروژه، وارد قرارداد EPC با پیمانکار می‌شود (۶). نکته اساسی در اصل شریعت این است که نهاد مالی باید ریسک‌های تجاری و اقتصادی را با شرکت مجری پروژه به اشتراک بگذارد. هر دو طرف قرارداد (هر دو مشارکت‌کننده) مسؤول هرگونه هزینه و همچنین مسؤول حفظ دارایی هستند. برای جبران هرگونه ریسکی که ممکن است به وجود بیاید، شرکت پروژه به قرارداد بنگاه خدمات دارایی وارد می‌شود (۴).

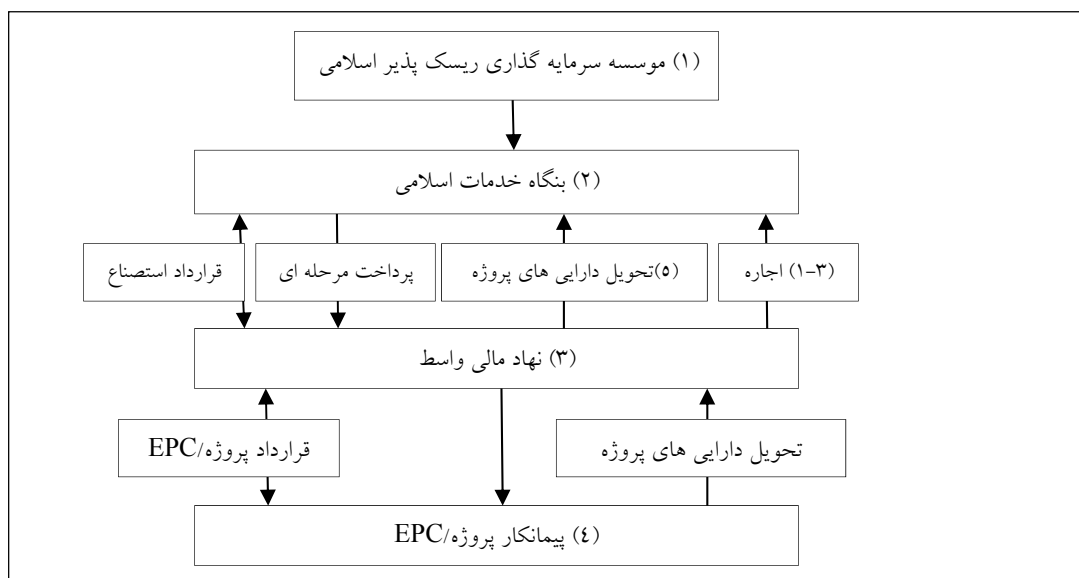
این امر برای تضمین و حفظ دارایی‌ها، از طرف بنگاه تسهیلات اسلامی است. طبق قرارداد بنگاه خدمات دارایی؛ یعنی، نهادهای تأمین مالی اسلامی، بنگاه تسهیلات اسلامی را به عنوان نماینده خود با هدف تأمین مالی انتخاب خواهند کرد. نهادهای تأمین مالی اسلامی در قرارداد مشارکت دارایی وارد می‌شوند (۲)، تا با مشارکت در تأمین مالی دارایی‌ها موافقت کرده، مالکیت دارایی‌هایی را که از طریق پیمانکار EPC با شرکت پروژه، به دست آمده است، بر عهده بگیرد. در این مرحله، مالکیت دارایی‌ها به طور مستقیم از پیمانکار EPC به بنگاه تسهیلات اسلامی انتقال پیدا می‌کند (ح). در نهایت بنگاه

شرکت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی، به عنوان فراهم‌کننده سرمایه، دارایی را خریداری می‌کند و در یک قرارداد خرید آتی، با مشتری وارد معامله می‌شود. قیمت خرید بین آن‌ها، همان قیمت خرید اصلی است. مشتری در همان زمان، به قرارداد اجاره با شرکت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی، به عنوان فراهم‌کننده سرمایه نیز وارد می‌شود که به مشتری این حق را می‌دهد تا دارایی را به تدریج در طول دوران اجاره و چرخه تأمین مالی، تصرف کند (۲، ۱-۲ و ۲-۲). مشتری اقساط را به مؤسسه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به صورت ماهانه پرداخت می‌کند. این احتمال و امکان وجود دارد که اجاره و پرداخت مجدد، دوباره ارزیابی (برآورد) شود و به احتمال زیاد نیز هر سال تغییر می‌کند (۳-۱ و ۳-۲). در کنار این مسائل، مشتریان ممکن است در هر زمانی دارایی را از فراهم‌کننده رهن یعنی مؤسسه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، با پرداخت مابقی قیمت خریداری کنند.

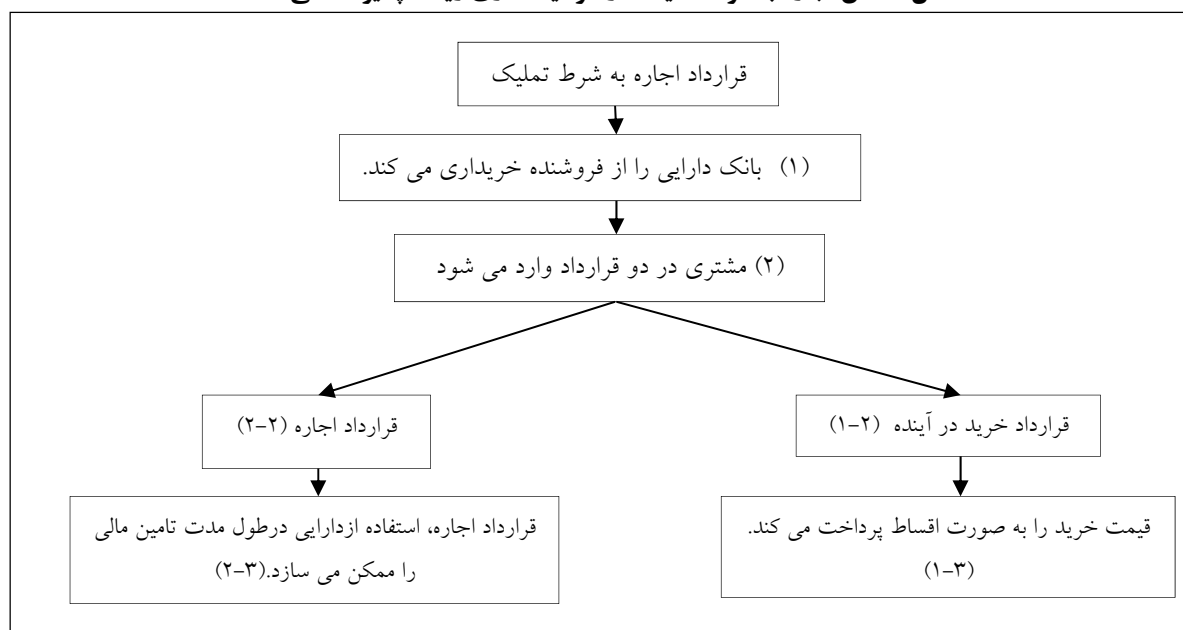
۶-۶-۱. تبیین عقود اجاره وکالت

در مورد عقود اجاره و استصناع، به عنوان دو عقد اساسی در مدل اجاره موصوفه فی‌الذمه، در بخش‌های قبلی توضیحاتی ارائه گردید. از این‌رو در این قسمت، تنها به بررسی عقد وکالت پرداخته شده است. وکالت، در لغت به معنای واگذاری کاری به کسی و اعتماد کردن به او و در اصطلاح، قراردادی است که به سبب آن، یکی از طرفین (موکل)، دیگری (وکیل) را برای انجام امری نایب خود قرار می‌دهد. مطابق احکام وکالت، هر کاری را که برای فرد مباح باشد و قابلیت نیابت داشته باشد، می‌توان از راه عقد وکالت به دیگری واگذار کرد که از جمله آن‌ها قرارداد اجاره است. مؤجر می‌تواند فرد یا مؤسسه‌ای را وکیل کند تا اموال او را به قرارداد اجاره واگذارد و در سررسیدهای مقرر اجاره‌بها را وصول کند و به مؤجر بپردازد.

۱. پروژه ای که از این معیار بهره برده است تأمین مالی پروژه شعبه و مرافق است. پروژه برقی شعبه در سال ۲۰۰۵ اتفاق افتاده و با پروژه مرافق در سال ۲۰۰۷ ادامه یافته است. این معاملات در مجموع ۵,۵ میلیارد دلار آمریکا را پوشش داده است.

شکل ۵. مدل اجاره موصوفه فی الذمه در سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی


منبع: Miller, 2008

شکل ۶. مدل اجاره به شرط تملیک در سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی


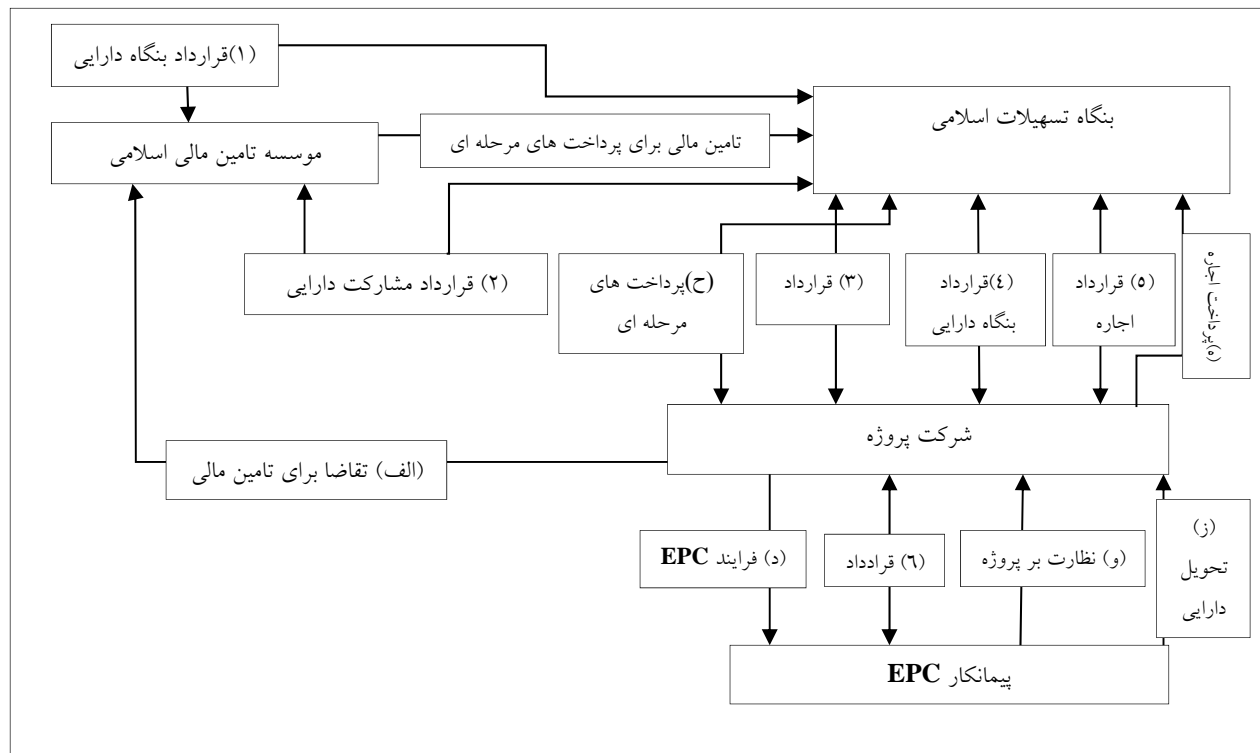
منبع: Asmy, 2012

نحوه اتمام و نظارت بر پروژه، به شرکت پروژه به عنوان مجری مربوط می شود. در سراسر این دوره، شرکت پروژه، ملزم است تا به بنگاه تسهیلات اسلامی، اقساط اجاره وام (پیش پرداخت) را در یک جدول از قبل تعیین شده پرداخت کند (ه). اقساط اجاره شامل دو عنصر است: الف- یک عنصر ثابت برای زمان هر پرداخت که بازپرداخت سرمایه را نشان می دهد. ب- یک مقدار متغیر نشان دهنده سود مؤسسات تأمین مالی اسلامی.

تسهیلات اسلامی (از طریق نهادهای مالی اسلامی) موافقت می کند تا دارایی ها را اجاره دهد (ه). این قرارداد اجاره از یک تاریخ مشخص، که در یک قرارداد اجاره مشخص تنظیم می شود، مؤثر خواهد بود. در طول دوره ایجاد (احداث) دارایی، پس از دریافت وجوه از مؤسسه تأمین مالی اسلامی (ب)، بنگاه تسهیلات اسلامی پرداخت مرحله ای به شرکت پروژه را مطابق با برنامه زمانبندی شده، برای پرداخت به پیمانکار EPC ایجاد خواهد کرد (ج) و (د). همه مسؤلیت های نحوه اجرای پروژه،



شکل ۷. مدل وکالت - اجاره موصوفه فی‌الذمه در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی



منبع: Dewar & Smith, 2007

۷. بحث و نتیجه‌گیری

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. تهران: دانشگاه امام صادق (ع). دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد. اسلامی‌بیدگلی، غلامرضا و کاظمیان، مهدی (۱۳۸۴). «طراحی الگوی صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر با توجه به فقه امامیه». فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، پاییز و زمستان ۱۳۸۴، صص ۲۶-۳.

ایمانی‌پور، نرگس و کنعانی، مهدی (تابستان و پاییز، ۱۳۸۸). «ارائه مدل انتخاب راهبرد خروج از منظر صندوق‌های سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر حامی فناوری برتر». فصلنامه اقتصاد و تجارت نوین، شماره ۱۷ و ۱۸، صص ۶۶-۴۸. جلیلی، محمد و احمدی، موسی (۱۳۸۵). «شناسایی انواع ریسک‌های موجود در صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر با مطالعه موردی صنعت انرژی در جهان». دومین کنفرانس ملی سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر. تهران: مرکز همایش‌های علمی دانشگاه تهران.

جهاندار، میلاد (۱۳۸۹). «تلفیق صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطر پذیر و صندوق‌های خیریه». پایان‌نامه کارشناسی ارشد.

در این پژوهش سعی شد تا ابزارها و ساختارهای مبتنی بر عقود اسلامی که در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی قابل استفاده هستند، ارائه گردند. در این راستا پس از بیان مقدمه، ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش‌های انجام‌شده در زمینه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر متعارف و اسلامی و همچنین بیان نقاط اشتراک و افتراق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی و متعارف، الگوهای کاربردی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر اسلامی بیان‌گردیدند. این الگوها مبتنی بر عقود مضاربه، مشارکت، اجاره موصوفه فی‌الذمه، مشارکت کاهنده و اجاره به شرط تملیک هستند. در بیان هر مدل، ابتدا مبانی فقهی آن عقد مطرح‌گردید و سپس فرآیند اجرایی آن بررسی و تشریح شده‌است. بدین سبب با استفاده از الگوهای ارائه‌شده، می‌توان موجبات رونق بیشتر این صنعت را در کشورهای اسلامی فراهم نمود.

منابع

ابوجعفری، روح‌اله (۱۳۸۵). «مدل‌سازی نقش بانک‌ها در تأمین مالی صنایع کوچک و متوسط و ارائه الگوی مبتنی بر



Abdull-Mutalip, A. L. (2011). "Islamic Private Equity and Venture Capital", www.islamicfinancenews.com, pp. 19-20.

Al-Rifai, T. & Khan, A. (2000). "The Role of Venture Capital in Contemporary Islamic Finance", Accessible At www.Nvca.org.

Amit, R., Brander, J. & Zott, C. (1998). "Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence." *Journal of Business Venturing*, 13(6), 441-467.

Asmy, M. (2012). "*Islamic Venture Capital and its Challenges*", Germany: LAMBERT Academic Publishing.

Bliss, R. (1999). "A venture capital model for transitioning economies: the case of Poland". *Venture Capital*, 1(3), 241-257.

Choudhury, M. A. (2001). "Islamic Venture Capital, A Critical Examination", *Journal of Economic Studies*, 28(1), 14-33.

Chu, P. & Hisrich, R. (2001). "Venture Capital in an economy in transition. *Venture Capital*", *An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3(2), 169-182.

Douglas, C. (2010). "Venture capital: Investment strategies, structure, and policies." New Jersey: John Wiley & Sons.

Fried, V. & Hisrich, R. (1994). "Toward a model of venture capital investment decision making". *Financial management*, 23(3), 28-37.

Gladstone, D. (1989). "*Venture Capital Investing*", Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Goldstone, J. A. (1998). "Initial conditions, general laws, path dependence, and explanation in historical sociology", *American Journal of Sociology*, 104(3), 829-845.

Hamila, M. C. (2013). "*Financial Contracting in Islamic Venture Capital, The Form-Substance Dichotomy*", A Thesis in the John Molson School of Business, Canada: Concordia University, Montreal.

Hamzah, Z. & Lahsasno, A. (2011). "*Islamic Private Equity and Venture Capital; principles and practices*", IBFIM.

Hawkey, J., (2002). "*Exit Strategy Planning*", Gower Published Limited Press, USA.

Karsai, J., Wright, M. & Filatotchev, I. (1997). "Venture Capital in Transition Economies:

-تهران: دانشگاه صنعتی مالک اشتر.

صالح آبادی، علی و کاظمیان، مهدی (۱۳۸۳). «روش های تأمین مالی و فعالیت های سرمایه گذاری صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر با رویکرد اسلامی (با ارائه شواهدی از آلمان، انگلیس و ژاپن)»، تهران: اولین همایش ملی صنعت سرمایه گذاری مخاطره پذیر.

طالبی، محمد؛ رحیمی، امیر و محمدزاده، محسن (۱۳۸۸). «سرمایه گذاری خطرپذیر فرصتی نو پیش روی نظام تأمین مالی اسلامی». تهران: مجموعه مقالات اولین کنفرانس بین المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران.

عرفانیان، امیر و شیرزادی، سعید (تابستان، ۱۳۸۶). «ساختار مطلوب برای انجام سرمایه گذاری های پر مخاطره توسط شرکت های سرمایه گذاری». فصلنامه تخصصی پارک ها و مراکز رشد، شماره ۱۱، صص. ۱۹-۱۰.

عسکری، محمد مهدی و میرچولی، امید (۱۳۹۰). «بررسی تطبیقی ابزار سرمایه گذاری ریسک پذیر با دیگر ابزارهای مشابه در بازارهای اسلامی و غیراسلامی». فصلنامه پژوهش های اقتصادی ایران، سال ۱۶، شماره ۴۸، پاییز، صص. ۱۶۳-۱۳۵. علی نژاد، بهزاد (مهر، ۱۳۸۸). «اصول بانکداری اسلامی». مجله توسعه صادرات، سال ۱۴، شماره ۸۰.

قنواتی، جلیل و داوری لنگرودی، مرضیه (تابستان، ۱۳۹۱). «تحلیل ماهیت حقوقی اوراق (صکوک) اجاره». فصلنامه مطالعات اسلامی، سال ۴۴، شماره ۸۹، صص. ۱۷۹-۱۵۱. معصومی نیا، غلامعلی و شهیدی نسب، مصطفی (پاییز، ۱۳۸۸). «بررسی فقهی و اقتصادی ابزار تأمین مالی مشارکت کاهنده». فصلنامه علمی- پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال ۹، پاییز، شماره ۳۵، صص. ۱۲۸-۹۹.

The Case of Hungary". *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 21(4).93-110.

Khan, T. & BenDjalali, B. (2001). "Modeling an Exit Strategy for Islamic Venture Capital Finance", *International Journal of Islamic Financial Services*, 4(2), 2-17.

Kuratko, D., F. & Hornsby, J. S., (2009). "New venture management: The entrepreneurs-roadmap", New Jersey: Prentice Hall Publication.



Klonowski, D. (2006). "Venture capital as a method of financing enterprise development in Central and Eastern Europe". *International Journal of Emerging Markets*, 1(2), 165-175.

----- (2007). "The venture capital investment process in emerging markets: Evidence from Central and Eastern Europe". *International Journal of Emerging Markets*, 2(4), 361-382.

Landstrom, H. (2007). "*Handbook of research on venture capital*", Edward Elgar Publishing.

Lerner, J. (1999). "The government as venture capitalist: the long-run impact of the SBIR program", *The Journal of Business*, 72(3), 285-318.

Malaysian I. C. (2009). "Ijarah Mawsufah Fi Zimmah (Forward Lease)", *Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market*", Securities Commission Malaysia, 4(4).

MacMillan, I., Siegel, R., & Subba Narasimha, P. (1985). "Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals". *Journal of Business venturing*, 1(1), 119-128.

Pearce, R., & Barnes, S. (2006). "*Raising venture capital*". Chichester, West Sussex, England: John Wiley.

Pintado, T. R., De Lema, D. G. P., & Van Auken, H. (2008). "Venture capital in Spain by stage of development". *Journal of Small Business Management*, 45(1), 68-88.

Ruhnka, J.C. & Young, J.E. (1991). "Some hypotheses about risk in venture capital investing". *Journal of Business Venturing*, Vol. 6, pp.115-133

Rusni, B. H., Said, A. & Mikail M. A. (2011). "Historical Development Of Islamic Venture Capital, An Appraisal." *Journal of Applied Sciences Research*, 7(13), 2377-2384.

Sahlman, W. (1990). "The structure and governance of venture-capital organizations". *Journal of financial economics*, 27(2), 473-521.

Tan, J., Zbang, W. & Xia, J. (2008). "Managing risk in transitional environment: An exploratory study of control and incentive mechanisms of venture capitals in China". *Journal of Small Business Management*, 46(2), 263-285.

Tyejee, T. T. & Bruno, A. V. (1984). "A model of venture capitalist investment activity". *Management Science*, 30(9), 1051-1066, 829-845.