



صيغ العقود المستحدثة في تعاقدات رأس المال الجريء وموقف الفقه الإسلامي منها

د. مشعل بن صالح عبد العزيز السمحان

الأستاذ المساعد بقسم القانون

كلية إدارة الأعمال بجامعة المجمعة

ms.alsamhan@mu.edu.sa

مقدمة

رأس المال الجريء هو نوعٌ من أنواع التمويل يتضمن توفير رأس المال للشركات الناشئة والمبتدئة، وذات المخاطر العالية، وله طرائق تمويل ذائعة الصيت في المملكة العربية السعودية، وهناك مراكز وهيئات ومؤسسات ووزارة حكومية تدعم المنشآت الصغيرة والمتوسطة، وتسهّل إجراءات تمويلها، ولعلّ من أهم أساليب التمويل هي عقود رأس المال الجريء، وهناك اهتمام متزايد بتمويلات رأس المال بشكل عام، وبرأس المال الجريء على وجه الخصوص، ولعلّ ذلك يعود بصورة رئيسة إلى أنّ الشركات التي حصلت على رأس المال الجريء في مراحل نموها الأولى، مثل Microsoft و Netscape، أوجدت نموًا هائلًا وفرص عمل كبيرة. وهذا لا شك مؤشّر قويٌّ على أنّ عقود رأس المال الجريء بآلياتها الرقابية المختلفة قد تكون وسيلة أكثر كفاءة لتمويل الاستثمارات عالية المخاطر من استراتيجيات التمويل التقليدية، مثل القروض والتمويلات المصرفية والأسهم وغيرها. ويُعدّ فهم طرق التعاقد بين أصحاب رؤوس الأموال ورواد الأعمال أمرًا مهمًّا لتشجيع استثمارات رأس المال الجريء في المراحل الأولى من تطوير المؤسسات، وعليه يجد الباحث فرصة حقيقية لتسليط الضوء على أهم صيغ العقود المتعامل بها في دول العالم.

ولذا فسيكون محلّ البحث الكشف عن هذه العقود المستحدثة المستجدة في تعاملات رأس المال الجريء، مما يساعد على نمو وتعزيز قطاع الرأس المال الجريء في المملكة.

أهمية البحث:

يستمدُّ البحث أهميته من عدّة جوانب، أبرزها:

١. أهميّة التمويل في عالمنا المعاصر، والاهتمام العالمي المتزايد بتمويل رأس المال عمومًا، وبرأس المال بوجه خاصّ، لما لمس من نموّ ونجاح في المؤسسات التي مؤّلت بهذا النوع من التمويل. وهذا أدّى إلى الأهمية التالية:
٢. الحاجة الملحة إلى معرفة حقيقة وماهية رأس المال الجريء من خلال التعريف به، وبطبيعته ومراحله، ونشأته، وصيغته، وموقف الفقه الإسلامي من صيغته المتنوّعة.
٣. أهميّة المشاريع الناشئة في عصرنا الحاضر، ودورها في التطوير كمًّا ونوعًا، والتي يملك أصحابها فكرة المشروع، ودراسة جدواه، ويفتقرون في الأغلب إلى تمويل، وتمويلها يفتقر إلى جرأة؛ لعدم ضمان نجاح هذه المشاريع، أو ضمان استمراريتها، وكان هذا كافيًا لتسليط على الضوء على هذه العقود، وبيان صيغها التقليدية والمستحدثة وأحكامها الشرعيّة.
٤. سُحِّ الدراسات العربيّة المتعلّقة برأس المال الجريء، وبيان صيغته التقليدية والحديثة؛ إذ أغلب هذه الصيغ موجودة في المراجع الأجنبيّة؛ مما يجعل موضوع تقريبها إلى الاقتصاديّ أو القانونيّ العربي ضرورة ملحة.

أسباب اختيار البحث:

دفعني للكتابة في هذا البحث بالإضافة إلى ما سبق ذكره في بيان أهميته

ما يلي:

١. التقارير الدوليّة التي تبين أهميّة رأس المال الجريء، ومساهمته في دفع عجلة الاقتصاد في الدول التي اعتمدت هذا النوع من التمويل، ونظّمته، فبحسب تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD فإن رأس المال الجريء يساهم بما يزيد على ١٠٠ مليار دولار سنوياً لتمويل المشروعات على مستوى العالم^(١).

٢. التمويل برأس المال الجريء أصبح واقعاً يجب التعامل معه، فلم يعد التمويل يعتمد فقط على المصادر التقليدية، بل أصبح التمويل برأس المال الجريء بالصيغ التي سوف نقف عليها أحد أهم مصادر التمويل؛ بل إن المملكة العربية السعودية أصبحت رائدة في مجال تمويل المنشآت الصغيرة والمتوسطة والنمو فيها أصبح ٢٧٠٪ في الاستثمار الجريء بالمملكة خلال عام ٢٠٢١ بإجمالي ٢ مليار و ٥٥ مليون ريال^(٢).

٣. تبصير المستثمر العربي بالصيغ القانونية السائدة في تعاقدات التمويل برأس المال الجريء، لتصوّر هذه العقود، وحفظ الحقوق، ومعرفة الواجبات والإجراءات النظامية.

٤. الحاجة إلى معرفة موقف الفقه الإسلامي من هذه الصيغ؛ لتلايق المستثمر في المحظور شرعاً وهو لا يدري.

(١) ينظر: المنتدى العالمي لريادة الأعمال ٢٠١٠م.

(2) Dr. Carl-Ludwig Holtfrerich: (2006) Amd Plagge Public Policy for Venture Capital, Deutscher UniversitatsVerlag/GWV Fachverlage GmbH, I.Auflage Januar:p3.

تساؤلات البحث:

يشير بحثنا هذا الموسوم بـ«صيغ العقود المستحدثة في تعاقدات رأس المال الجريء» العديد من التساؤلات التي يمكن إجمالها في الآتي:

١. ما المقصود برأس المال الجريء، وما هي الخلفية التاريخية لنشوئه، وماهي مزاياه، وعيوبه؟

٢. رأس المال الجريء يعد أحد مصادر التمويل للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، فما هي أهم الصيغ القانونية التي يمكن أن يحقق فيها هذا المصدر من مصادر التمويل غاياته؟

٣. ما موقف الفقه الإسلامي من هذه الصيغ؟

أهداف البحث:

يهدف البحث بصورة عامة إلى تقديم معلومات دقيقة عن رأس المال الجريء تضاف إلى المعلومات التي قدّمتها الدراسات السابقة، وبصورة خاصة في تحقيق أكبر قدر ممكن من جمع الصيغ القانونية التي وقف عليها التمويل برأس المال الجريء، والتي تم التعامل بها في مختلف دول العالم، كما يهدف إلى بيان موقف الفقه الإسلامي من هذه الصيغ.

منهجية البحث:

تعتمد دراسة هذا البحث على المنهج التاريخي من خلال إلقاء نظرة سريعة على نشأة رأس المال الجريء، ثم المنهج التحليلي من خلال تحليل كل ما يتعلق بظاهرة التمويل برأس المال الجريء، كذلك تأصيل الأفكار التي يدور حولها هذا البحث، من خلال عرض الصيغ القانونية التي يكون عليها تمويل رأس المال الجريء، وبيان موقف الشرع منها.

الدراسات السابقة:

لم أقف على دراسة أو بحث اهتمت بتسليط الضوء على صيغ العقود المستجدة في تعاقدات رأس المال الجريء، غير أن هناك دراسات وأبحاثاً لها علاقة بموضوع رأس المال الجريء، استفاد منها الباحث في الجانب النظري من تعاريف ونشأة التمويل برأس المال الجريء، وهي كالاتي:

١. الأحكام الفقهية المتعلقة برأس المال الجريء، للدكتور يزيد بن عبد الرحمن الفيّاض، كتابٌ كبير الحجم، من مطبوعات دار الميمان، ضمن سلسلة مطبوعات المجموعة الشرعية لبنك الجزيرة، بالمملكة العربية السعودية.

والكتاب جمع فيه باحثه ما يتعلّق بالأحكام الفقهية التي لها صلة بموضوع رأس المال الجريء، من توصيف، وتنزيل، وبيان أحكام.

ويختلف مع موضوع بحثي في أنه لم يتعرّض لموضوع صيغ التمويل بهذا العقد، وإن كان قد أشار إلى بعضها في الباب الثاني، وهو ما يتعلّق بتوصيف هذا العقد، وتنزيله على العقود المذكورة في كتب الفقه، بينما صلب موضوع بحثي منصبُّ على هذه الصيغ؛ خاصّة المستحدثة منها.

٢. رأس المال الجريء (المخاطر) Capital Venture الدور المنشود من سوق المال لتمويل الإبداع في مشروعات التحديث الصناعي، لمحمد بن عبد الله أبا الخيل، شارك به الباحث في المؤتمر العلمي السنوي التاسع- تحديث الصناعة العربية في ضوء المتغيرات الدولية، (كلية التجارة، جامعة المنصورة، مصر).

ويختلف عن بحثي في أنه يهدف إلى بيان الدور المأمول من هذا النوع من العقود في تمويل مشروعات التحديث الصناعي. وليس هذا موضوع بحثي.

٣. دور رأس المال المخاطر في تحقيق التنمية المستدامة: إطار مفاهيمي، للباحث عبد الله علي القرشي، شارك به الباحث في المؤتمر العلمي الثاني للعلوم الإدارية: التنمية المستدامة ركيزة الأمن والاستقرار والسلام (جامعة الأندلس للعلوم والتقنية، صنعاء).

وهذا البحث يهدف إلى إبراز علاقة رأس المال الجريء بالتنمية المستدامة، وبيان دور رأس المال الجريء في تحقيقها، ولا صلة لبحثي بهذين الهدفين.

وهناك أبحاث ودراسات أخرى ذات صلة بموضوع رأس المال الجريء؛ لكن من ناحية تطبيقية على حالة شركات، أو حال دول معينة، ولم تتطرق لموضوع صيغ عقود رأس المال الجريء، منها:

٤. رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة شركة FINALEP، رسالة ماجستير، للباحث ابن راس، إسماعيل (٢٠١٤م)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، الجزائر.

٥. طور رأس المال المخاطر في دعم المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مصر، بحث منشور في مجلة الدراسات والبحوث التجارية، السنة ٣٥، العدد (٢)، (كلية التجارة، جامعة بنها، مصر)، للباحث نفاذي، محمد صديق (٢٠١٥م).

٦. متطلبات تطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر كدعامة للتنمية الاقتصادية، دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية، للباحث تقيّة لياس، مجلة الإصلاحات والاندماج في الاقتصاد الوطني العالمي، المجلد (١٢)، العدد (٢٤) (المدرسة العليا للتجارة، مخبر الإصلاحات الاقتصادية، التنمية واستراتيجيات الاندماج في الاقتصاد العالمي، الجزائر).

٧. رأس المال المخاطر كآلية للحد من الفجوة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاتحاد الأوروبي نموذجًا، للباحث محمد يدو، منشور في مجلة العلوم التجارية، المجلد (١٦)، العدد الأول، (القطب الجامعي بالقليلة، مدرسة الدراسات العليا التجارية، الجزائر).

خطة البحث:

سوف يعرض الباحث بحثه من خلال عرض يقوم بالدرجة الأولى على التركيز - ما أمكن - على العقود المستجدة في تعاقدات رأس المال الجريء، الأمر الذي سوف يضطر فيه الباحث إلى التوسع في المبحث الثاني على حساب المبحث الأول لتحقيق هذه الغاية، وقد تكوّن البحث من مقدمة، وتمهيد، ومبحثين، وخاتمة.

أما المقدمة فقد تناولتُ فيها:

أهمية الموضوع، وأسباب اختياره، وتساؤلاته، وأهدافه، ومنهجيته، وخطته، والدراسات السابقة فيه.

وأما التمهيد: فخصّصته للتعاريف والمفاهيم.

والمبحث الأول: في الخلفية التاريخية لرأس المال الجريء، وإيجابياته وسلبياته:

وتحتة مطلبان:

المطلب الأول: الخلفية التاريخية لرأس المال الجريء.

المطلب الثاني: إيجابيات وسلبيات التمويل برأس المال الجريء.

والمبحث الثاني: دراسة صيغ عقود رأس المال الجريء:

وتحتة ثلاثة مطالب:

المطلب الأول: الصيغ التقليدية لعقود رأس المال الجريء.

المطلب الثاني: الصيغ المستحدثة لعقود رأس المال الجريء.

المطلب الثالث: موقف الفقه الإسلامي من هذه الصيغ.

والخاتمة: لتلخيص أهم نتائج البحث، وتوصياته المقترحة.

وذيّلت البحث بقائمة المصادر والمراجع.

سائلاً الله العليّ القدير أن أكون قد وفّقت فيما رمت، وقصدت، وما

توفيقى إلا بالله.

التمهيد في التعاريف والمفاهيم

لأنَّ التَّصوُّرات تسبق التصديقات، ولما لها من أثر في فهم التصديقات، وسلامة الطريق الموصل لها، ناسب أن أبدأ بشرح مفردات العنوان، وبيان معناه وحدوده، وتوضيح المراد بها في المطلقين الآتين:

المطلب الأول: مفهوم رأس المال الجريء:

مصطلح رأس المال الجريء مكوّن من جزأين، موصوف وصفة: الجزء الأول: «رأس المال»، وهو الموصوف، والجزء الثاني: «الجريء»، وهو الصفة، فيحسن هنا تعريف معنى كل جزء، ثم تعريف المركّب منهما في ثلاثة فروع:

الفرع الأول: تعريف رأس المال:

يتكون هذا المصطلح من مفردتين مضافة إحداهما إلى الأخرى، وهما: «رأس»، و«المال».

أولاً: الرأس في اللغة: هو العضو المعروف، ثم أُطلق على العالي من كل شيء، والمقدّم منه^(١).

(١) ينظر: الفيومي، أحمد بن محمد بن علي، المتوفي نحو ٧٧٠هـ، المصباح المنير في غريب الشرح الكبير، المكتبة العلمية - بيروت (١ / ٢٤٥)، ابن منظور: محمد بن مكرم بن علي بن جمال الدين، لسان العرب، طبعة: دار صادر - بيروت، الطبعة الثالثة، ١٤١٤هـ (٦ / ٩١)، نكري، عبد النبي بن عبد الرسول الأحمد (ت ق ١٢هـ)، دستور العلماء = جامع العلوم في اصطلاحات الفنون، عرّب عباراته الفارسية: حسن هاني فحصر، الناشر: دار الكتب العلمية - لبنان، بيروت، الطبعة الأولى، ١٤٢١هـ - ٢٠٠٠م (٢ / ٩٢).

ثانياً: المال هو: ما يملكه الإنسان من جميع الأشياء^(١).

ثالثاً: رأس المال هو: أصله^(٢).

ورأس المال عند الفقهاء: هو الثمن في السلم. وأيضاً يطلق على أصل المال في عقد المضاربة وفي عقد الشركة^(٣).

وأما رأس المال في علم الاقتصاد فهو: «جملة المال المُستثمر في عملٍ ما»^(٤).
وعرّف بتعريفات أخرى، تؤول إلى هذا التعريف.

(١) ينظر: ابن منظور، لسان العرب (١ / ٣٠١)، الفيروزآبادي، محمد بن يعقوب، القاموس المحيط، ضبط وتوثيق، يوسف الشيخ محمد البقاعي، دار الفكر، ١٤٢٨هـ - ٢٠٠٨م (ص ١٠٥٩).

(٢) ينظر: الفيومي، المصباح المنير في غريب الشرح الكبير، مرجع سابق (١ / ٢٤٥)، الفيروزآبادي، القاموس المحيط، مرجع سابق (ص ٥٤٧)، الصاغانى، رضي الدين الحسن بن محمد بن الحسن بن حيدر العدوي العمري القرشي الحنفي (ت ٦٥٠هـ)، العباب الزاخر واللباب الفاخر (١ / ١١٢).

(٣) ينظر: التهانوي، محمد بن علي ابن القاضي محمد حامد بن محمد صابر الفاروقي (ت بعد ١١٥٨هـ)، كشاف اصطلاحات الفنون والعلوم، تقديم وإشراف ومراجعة: د. رفيق العجم، تحقيق: د. علي دحروج، نقل النص الفارسي إلى العربية: د. عبد الله الخالدي، الناشر: مكتبة لبنان ناشرون - بيروت، الطبعة الأولى، ١٩٩٦م (١ / ٨٣٩)، نكري: دستور العلماء = جامع العلوم في اصطلاحات الفنون (٢ / ٩٢).

(٤) ينظر: د. عمر، د. أحمد مختار عبد الحميد عمر (ت ١٤٢٤هـ)، معجم اللغة العربية المعاصرة، بمساعدة فريق عمل، الناشر: عالم الكتب، الطبعة الأولى، ١٤٢٩هـ - ٢٠٠٨م (٢ / ٨٣٦)، مجموعة من المؤلفين التابعين لمجمع اللغة العربية بالقاهرة، المعجم الوسيط، الناشر: دار الدعوة (١ / ٣١٩).

الفرع الثاني: تعريف الجريء:

الجريء: من الجرأة والجراء، وهو يدور الإقدام على الشيء، وعدم الهيبة والتخوف، وعلى الإسراع بالهجوم على الشيء من غير توقُّف^(١).

الفرع الثالث: تعريف رأس المال الجريء باعتباره مرَّكَّبًا:

نشير بداية إلى اتخاذ رأس المال الجريء مسميات عدة، وإن كان جميعها يعبر عن طبيعة وجوهر هذا النوع من رؤوس الأموال، فيطلق عليه تارة رأس المال الجريء، وهو المسمى الذي سوف نتخذه في بحثنا هذا، وتارة أخرى يطلق عليه مسمى «رأس المال المخاطر»، وتارة أخرى يطلق عليه «رأس مال المغامر»، ويعرف باللغة الإنجليزية بـ (Venture Capital (VC)^(٢).

وأيًا كان التسمية التي يطلق عليها؛ إلا أن جوهره محل اتفاق لدى فقهاء القانون وإن كان يعرفه البعض بعبارات مختلفة، فالبعض عرفه بأنه: «شكل من أشكال الأسهم الخاصّة، والتمويل المقدّم إلى الشركات الجديدة والشركات الناشئة التي تتمتع بإمكانيات نمو طويلة الأجل؛ حيث يتم توفير رأس المال الجريء هذا من قبل البنوك، أو المستثمرين الأفراد، أو

(١) ينظر: ابن الأثير، أبو السعادات المبارك بن محمد بن محمد بن محمد بن عبد الكريم الشيباني الجزري (ت ٦٠٦هـ)، النهاية في غريب الأثر، تحقيق: خليل مأمون شيحا، دار المعرفة-بيوت، الطبعة الثالثة ١٤٣٠هـ (١ / ٧١٩)، المصباح المنير، مرجع سابق (ص: ٥٥)، لسان العرب، مرجع سابق (١ / ٤٤)، المعجم الوسيط، مرجع سابق (١ / ١١٤).

(٢) نفادي، محمد صديق (٢٠١٥م)، طور رأس المال المخاطر في دعم المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مصر: مجلة الدراسات والبحوث التجارية، السنة ٣٥، العدد (٢)، كلية التجارة، جامعة بنها، مصر)، (ص ٤٣٦).

الشركات المخصصة لاستثمارات رأس المال الجريء. غالبًا ما تتجاوز القيمة التي يقدمها أصحاب رؤوس الأموال المغامرة الشكل النقدي، بما في ذلك الخبرة الفنية أو الإدارية»^(١).

ويعرفه آخر بأنه: «بديل تمويل حديث لنظام التمويل الكلاسيكي، وهو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات رأس المال المخاطر، والتي تقوم على أساس المشاركة في الربح والخسارة؛ حيث يتولى المشارك تمويل المشروع من دون ضمان عائد أو مبلغه، وهو بذلك يخاطر بأمواله»^(٢).

وعرفته الجمعية الأوروبية لرأس المال الجريء بأنه: «كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص، في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي؛ لكنها لا تضمن الحصول على ربح، أو التأكد من إعادة رأس المال في تاريخ محدد، وذلك هو مصدر المخاطر؛ أملاً في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات»^(٣).

(1) Dr. Carl-Ludwig Holtfrerich: (2006) Amd Plagge Public Policy for Venture Capital , Deutscher UniversitatsVerlag/GWV Fachverlage GmbH, I.Auflage Januar:p3.

(٢) لياس، تقيية (٢٠١٧م)، متطلبات تطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر كدعامة للتنمية الاقتصادية: دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الإصلاحات والاندماج في الاقتصاد الوطني العالمي، المجلد (١٢)، العدد (٢٤) (المدرسة العليا للتجارة، مخبر الإصلاحات الاقتصادية، التنمية واستراتيجيات الاندماج في الاقتصادي العالمي، الجزائر) (ص ١).

(3) Sahut, Jean-Michel, and Jean-Sebastien Lantz. (2011)"Corporate Venture Capital and Financing Innovation." Available at SSRN P 17.

- ولعلّه من خلال الاطلاع والقراءة لهذه التعاريف المذكورة وغيرها يمكن استنتاج سمات وخصائص لتمويل برأس المال الجريء بأنه:
١. تمويل يختصّ بالمشروعات والمنشآت حديثة النشأة؛ لأن قيمة حصصها حال نجاحها تتضاعف أكثر من المشروعات القديمة، وهذا سبب -بالإضافة إلى فداحة الخسارة حال الخسران- وصفه بالجريء.
 ٢. تمويل قائم غالباً على العمل من طرف، ورأس المال من طرف آخر.
 ٣. تمويل طويل الأمد.
 ٤. غير مضمون الربح أو الخسارة.

المطلب الثاني: مفهوم صيغ العقود المستحدثة:

أولاً: مفهوم الصيغ:

الصيغ: جمع صيغة، والصيغة مشتقة من صاغ يصوغ، صوغاً، وصياغة، وصيغة، وهي: تدلّ على تهيئة الشيء على مثال مستقيم، وعلى شكل حسن، ومنه صوغ الحليّ، ومنه تزوير الكلام وتحسينه، وهو استعارة، منه حسن العمل، يقال: هذا شيء حسن الصيغة، أي حسن العمل^(١).

والصيغة عند الفقهاء هي: ما صدر عن المتعاقدين ممّا يدلّ على إنشاء العقد وإرادته، وتتكون من الإيجاب والقبول^(٢).

(١) ينظر: ابن فارس، أحمد بن فارس بن زكريا، مقاييس اللغة، تحقيق: عبد السلام محمد هارون، دار الجيل - بيروت، ١٤٢٠هـ-١٩٩٩م، منشورات وزارة الشؤون الإسلامية، (٣/ ٣٢١)، لسان العرب، مرجع سابق (٨/ ٤٤٢).

(٢) ينظر: الكاساني، علاء الدين، أبو بكر بن مسعود بن أحمد (ت: ٥٨٧هـ)، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار الكتب العلمية، الطبعة الثانية، ١٤٠٦هـ-١٩٨٦م (٥/ ١٣٣)، =

والمراد بالصيغة في اللغة الاقتصادية: هي القالب والشكل الذي تأخذه المعاملة الحديثة، من أشكال المعاملات القديمة. فيقال: هذا تمويل بصيغة السلم، أو بصيغة الاستصناع، أو بصيغة المشاركة... وهكذا^(١).

ثانياً: مفهوم الاستحداث في الصيغ:

الاستحداث: مشتق من حَدَثَ، وهو حدوث الأمر بعد أن لم يكن^(٢).
 «والحدث: نقيض القديم. والحدوث: نقيض القدمة. حدث الشيء يحدث حدوثاً وحادثة، وأحدثه هو، فهو محدث وحديث، وكذلك استحدثه»^(٣).
 فمفهوم استحداث الصيغ إذن: هو الإتيان بصيغ وأشكال جديدة لم تكن في السابق.

= الباجي، أبو الوليد سليمان بن خلف القرطبي (ت: ٤٧٤هـ)، المنتقى شرح الموطأ، مطبعة السعادة، الطبعة الأولى، ١٣٣٢هـ (٤ / ١٥٧)، الشيرازي، أبو إسحاق إبراهيم بن علي بن يوسف (ت: ٤٧٦هـ)، المهذب، المطبوع مع المجموع للنووي، دار الكتب العلمية (٩ / ١٩٠)، ابن قدامة، الموفق عبد الله بن أحمد بن محمد، (ت ٦٢٠هـ) المغني، تحقيق: د. عبد الله التركي، ود. عبد الفتاح الحلوي، الطبعة الخامسة، دار عالم الكتب، ١٤٢٦هـ-٢٠٠٥م (٤ / ٣ - ٤)، حماد، نزيه، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، دار القلم، الطبعة الأولى، ١٤٢٩هـ (ص ٢٨٦).

- (١) هذا تعريف إجرائي من الباحث بعد الاطلاع على جملة كبيرة من الأبحاث الاقتصادية والفقهية المعاصرة التي تستخدم هذا اللفظ.
- (٢) ينظر: مقاييس اللغة، مرجع سابق (٢ / ٣٦).
- (٣) لسان العرب، مرجع سابق (٢ / ١٣١).

المبحث الأول في الخلفية التاريخية لرأس المال الجريء، وإيجابياته وسلبياته

وتحت مطلبان:

المطلب الأول: الخلفية التاريخية لرأس المال الجريء:

سأسلط الضوء في هذا المطلب على نشأة رأس المال الجريء، وخلفيته التاريخية؛ لأن المعرفة التاريخية تشكّل إحدى اللبنات الأساسية لتصوّر موضوع الدراسة.

وتذكر المصادر أن أول شركة رأس مال جريء حقيقية هي شركة American Research and Development (ARD)، التي أسسها في عام ١٩٤٦م رئيس معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا «كارل كومبتون»، والجنرال «جورج إف دوريو»، الذي كان أستاذاً في كلية «هارفارد للأعمال»، وقادة الأعمال المحليين.

قامت هذه المجموعة الصغيرة الصغيرة باستثمارات عالية المخاطر في الشركات الناشئة التي كانت قائمة على التكنولوجيا التي تمّ تطويرها للحرب العالمية الثانية، ما يقرب من نصف أرباح ARD خلال ٢٦ عاماً من وجودها ككيان مستقل جاء من استثمارها البالغ ٧٠ ألف دولار في شركة المعدات الرقمية في عام ١٩٥٧م، والتي نمت قيمتها إلى ٣٥٥ مليون دولار، تم تنظيم ARD

كصندوق مغلق للتداول^(١) العام^(٢).

وبدافع المخاوف من تأخر القدرة التنافسية التكنولوجية الأمريكية بعد الإطلاق السوفيتي للقمر الصناعي سبوتنيك في عام ١٩٥٧م، أطلقت الحكومة الفيدرالية برنامج SBIC لتشجيع تطوير صناعة رأس المال الجريء. تلقى مقدمو الطلبات -الذين تمكنوا من تأمين مبلغ صغير من رأس المال الخاص- أموالاً سخية (أو ضمانات قروض) من الحكومة، تم تصميم برنامج SBIC بشكل سيء. سرعان ما ثببت اللوائح الواسعة النطاق معظم أصحاب رؤوس الأموال من المشاركة في البرنامج.

وفي الوقت نفسه، أدى الفحص المحدود لمقدمي الطلبات إلى دخول مشغّلين استثمروا إما في شركات ذات فرص ضعيفة، أو في شركات احتيالية صريحة، وعادة ما يسيطر عليها الأصدقاء أو الأقارب. في سيناريو أندر بأزمة المدخرات والقروض في الثمانينيات، وانهارت معظم الشركات الصغيرة والمتوسطة في أواخر الستينيات والسبعينيات^(٣).

(١) الصندوق المغلق المتداول: هو صندوق مشترك يتم تداول أسهمه من مستثمر إلى مستثمر في بورصة مثل الأسهم الفردية. ينظر:

Dr. Carl-Ludwig Holtfrerich: Amd Plagge Public Policy for Venture Capital , op.cit, p27.

(٢) ينظر: المصدر نفسه.

(٣) يدو، محمد (٢٠١٧م)، رأس المال المخاطر كآلية للحد من الفجوة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاتحاد الأوروبي نموذجًا، مجلة العلوم التجارية، المجلد (١٦)، العدد الأول، (القطب الجامعي بالقلية، مدرسة الدراسات العليا التجارية، الجزائر)، (ص ٢).

زاد النشاط في صناعة رأس المال الجريء بشكل كبير في أواخر السبعينيات وأوائل القرن الماضي الثمانينيات. حيث جمعت أمواله من خلال شركات المشاريع منذ أواخر الستينيات. كما تغيرت مصادر التمويل بمرور الوقت.

في عام ١٩٧٨م عندما تم استثمار ٤٢٤ مليون دولار في صناديق رأس المال الجريء الجديدة، كان الأفراد يمثلون الحصة الأكبر، ٣٢ في المائة، بينما قدمت صناديق التقاعد ١٥ في المائة فقط.

في عام ١٩٧٩م أوضحت وزارة العمل الأمريكية قاعدة «الرجل الحكيم» بطريقة تسمح صراحة لمديري صناديق التقاعد بالاستثمار في الأصول عالية المخاطر، بما في ذلك رأس المال الجريء. حيث تم تقسيم مدفوعات رأس المال الجريء حسب الصناعة إلى صناعات تكنولوجيا المعلومات، وخاصة الاتصالات والشبكات والبرمجيات، وخدمات المعلومات. (٦٠ بالمائة)، وذهب حوالي ١٠ في المائة إلى علوم الحياة والشركات الطبية، والباقي موزعة على جميع أنواع الشركات الأخرى. فعندما يُنظر إلى مدفوعات رأس المال الجريء جغرافياً نجد أنه ذهب أكثر من ثلث رأس المال الجريء إلى كاليفورنيا، بينما ذهب أقل بقليل من الثلث إلى ماساتشوستس وتكساس ونيويورك ونيوجيرسي وكولورادو وبنسلفانيا وإلينوي مجتمعة، وانتشر الثلث المتبقي بين ٤٢ ولاية أخرى^(١).

(١) المصدر نفسه.

ويبدو أن ذلك كان بسبب التركيز على الصناعات عالية التقنية وفي ولاية كاليفورنيا وكانت ولاية ماساتشوستس سمة ثابتة لاستثمارات رأس المال الجريء منذ منتصف الستينيات على الأقل.

أمّا العقدان الماضيان فقد شهدا أوقاتاً جيدة جداً وشديدة الصعوبة لأصحاب رؤوس الأموال المغامرة. فقد دعم أصحاب رؤوس الأموال المغامرة العديد من شركات التكنولوجيا المتقدمة خلال الثمانينيات والتسعينيات، بما في ذلك Apple Computer و Cisco Systems و Genentech و Microsoft و Netscape و Sun Microsystems. كما تلقى عدد كبير من شركات الخدمات (بما في ذلك Staples و Starbucks و TCBY) تمويلاً للمشاريع.

في الوقت نفسه، كانت الالتزامات تجاه صناعة رأس المال الجريء متفاوتة للغاية؛ حيث زاد التدفق السنوي للأموال إلى الصناديق الجريئة بمقدار عشرة أضعاف خلال أوائل الثمانينيات، وبلغ ذروته عند أقل بقليل من ٦ مليارات دولار (بدولارات ١٩٩٩م). من عام ١٩٨٧ حتى عام ١٩٩١م، مع ذلك، انخفض جمع الأموال بشكل مطرد. يعكس هذا التراجع خيبة الأمل التي واجهها العديد من المستثمرين في استثماراتهم؛ حيث انخفضت عائدات صناديق رأس المال الجريء في منتصف الثمانينيات، ويعلل البعض ذلك بسبب الإفراط في الاستثمار في مختلف الصناعات ودخول أصحاب رأس المال الجريء عديمي الخبرة^(١).

(1) Dr. Carl-Ludwig Holtfrerich: Amd Plagge Public Policy for Venture Capital , op.cit, p28

فقد أقامت شركة رأس المال الجريء Softbank مشروعاً مشتركاً مع K-Mart بغرض تزويد العملاء المنتظمين لتجار التجزئة بإمكانية الوصول المجاني إلى الإنترنت والتسوق بأسعار مخفضة وخدمات من Yahoo! (شركة كانت سوفتبانك من أوائل المستثمرين فيها).

أنشأت شركة رأس المال الجريء Kleiner Perkins صندوق Java كآلية لمجموعة متنوعة من الشركات المهمة بتحفيز الطلب على البرامج المكتوبة بلغة Java للاستثمار في الشركات ذات التطبيقات الجديدة المحتملة. على الرغم من أن نموذج الشراكة المحدودة لا يزال يهيمن على صناعة رأس المال الجريء، إلا أن التسعينيات شهدت أيضاً إحياءً لصندوق رأس المال الجريء المطروح للتداول العام. وقد حدث هذا الانتعاش على الرغم من السجل التاريخي المضطرب والخطورة المتزايدة التي سعت بها هيئة الأوراق المالية والبورصات إلى إنفاذ الأحكام التنظيمية المتعلقة بهذه الصناديق^(١).

أما في العالم الإسلامي فكان قصب السبق فيه للمليزيا؛ حيث بدأت صناعة رأس المال الجريء فيها مع إنشاء أول شركة لتمويل برأس المال الجريء عام ١٩٨٤هـ، وهي شركة بيرهاد للمشروعات الماليزية، بعد ذلك

(١) أبا الخليل، محمد بن عبد الله (٢٠٠٣م)، رأس المال الجريء (المخاطر) Capital Venture الدور المنشود من سوق المال لتمويل الإبداع في مشروعات التحديث الصناعي، المؤتمر العلمي السنوي التاسع، تحديث الصناعة العربية في ضوء المتغيرات الدولية، (كلية التجارة، جامعة المنصورة، مصر) (ص ١ وما بعدها).

بثمانية أعوام أنشأت الحكومة مؤسسة تطوير التقنية المالية، فكانت أول شركة تمويل برأس المال الجريء^(١).

أما المملكة العربية السعودية فقد بدأت أولى خطوات صناعة التمويل برأس المال الجريء عام ١٤٢٧هـ، بتوقيع الهيئة العامة للاستثمار اتفاق تعاوني مع مصرفي (Venture Capital)، و (Global Emerging Markets) لتأسيس شركة مستقلة للتمويل برأس المال الجريء، برأس مال يبلغ ثلاثمائة وخمسة وسبعين مليون ريال.

وأسست بعدها شركة وادي الرياض للتقنية، والتي بدأت باسم: مشروع وادي الرياض للتقنية عام ١٤٢٩هـ-٢٠٠٨م، ثم تحولت بعد عامين إلى شركة تابعة لجامعة الملك سعود، تستثمر في التقنيات والابتكارات والملكيات الفكرية.

وفي مطلع عام ١٤٣٩هـ صدر قرار مجلس الوزراء بإنشاء الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة، للمساهمة في تطوير صناعة التمويل برأس المال الجريء، وكان من أعمالها تأسيس صندوق لذلك بالشراكة مع مدينة الملك عبد الله الاقتصادية، ليكون ميعادًا لتأسيس شركات كبرى تعمل بالتمويل برأس المال الجريء^(٢).

(١) ينظر: Islamic Venture Capital (ص: ٩-١١)، الفياض، د. يزيد بن عبد الرحمن الفياض، الأحكام الفقهية المتعلقة برأس المال الجريء، دار الميمان (ص ٧٩).

(٢) ينظر: رأس المال المخاطر مصدر بديل للتمويل في المملكة، (ص: ٥٢-٥٦)، الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة smea.gov.sa، الفياض، الأحكام الفقهية المتعلقة برأس المال الجريء، مرجع سابق (ص ٧٩-٨٠).

المطلب الثاني: إيجابيات وسلبيات التمويل برأس المال الجريء:

من المهم جداً قبل الولوج في صيغ التمويل برأس المال، معرفة إيجابيات وسلبيات هذا النوع من التمويل، والذي نشأت بعض الصيغ بناءً عليه، لتحقيق أكبر قدر من الإيجابيات، وتلافي القدر الممكن من السلبيات، كما أنّ معرفة إيجابيات وسلبيات أيّ عقد تزيد في تقريب صورته في الأذهان، وفي هذا المطلب إمّاحة سريعة لأهم الإيجابيات والمميزات لهذا النوع من الاستثمار، وكذلك أهم العيوب والسلبيات فيه في النقطتين الآتيتين:

أولاً: إيجابيات التمويل برأس المال الجريء:

لهذا النوع من التمويل إيجابيات ومميزات عديدة تدفع بالمستثمر للمجازفة بضع رأس ماله، ولعل من أهمها ما يلي:

١. المشاركة: انطلاقاً من أن الممول صاحب رأس المال الجريء - سواءً كان فرداً، أو شركة - له الدور الكبير في قيام الشركة ونجاحها، لذلك يعتبر شريكاً لأصحاب المؤسسة الأصليين، ويأخذ نسبة من الأرباح تصل في بعض الشركات إلى ٣٠٪، بالإضافة إلى ٢, ٥ ٪ مقابل المصاريف الإدارية سنوياً، كما أنّه يتحمّل جزءاً من الخسارة في حالة حصولها، وهذا يجذب المستثمرين والممولين، مما يبرز إيجابية هذه المشاركة أيضاً أنه غالباً لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي الشركة، وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو، وهذا لا يتوفر في الديون قصيرة الأجل، وكذلك المراقبة من الشريك تُجنّب المشروع الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب.

٢. الانتقاء: نظرًا لجانب المخاطرة والمجازفة العالي في هذا النوع من التمويل؛ فالشركة إذا ربحت فيتوقع منها حصول أرباح عالية، كما أنها في حال الخسارة يُتوقع خسارة الممول كل ماله، لهذا فإن أمام الممول فرصة لاختيار المشروع الواعد، وانتقاء ما يُتوقع نجاحه.

٣. المرحلية: من أشهر خصائص التمويل برأس المال الجريء أنه يتم غالبًا على مراحل، وليس على دفعة واحدة، وبانتهاء كل مرحلة يلجأ المستفيد إلى الممول، وهذا يضمن جدية هذا الاستثمار؛ من خلال عرض نتائج الأعمال المنجزة لكل مرحلة ممولّة، كما يعطي فرصة جديدة للمؤسسة لتدارك فشلها، قبل تراكم الخسائر عليها.

٤. التنمية والتطوير: نظرًا لنسبة المخاطرة والمجازفة العالية في هذا النوع من التمويل، فإنه لا يخوضه إلا القلة من أصحاب الخبرة والرؤاد في مجال الاستثمار، مما يجعلهم حريصين دائمًا على تنمية وتطوير المشاريع، وابتكار تقنيات جديدة، وأساليب حديثة، وقد شوهد هذا في أمثلة حيّة في تمويل شركات مبتدئة؛ كشركة آبل، وميكروسوفت، ومليدرال إكسبريس وغيرها، وكانت التقنيات القائمة عليها مجهولة، ولم تتحس لها مصادر التمويل التقليدية، ثم سرعان ما أثبتت نجاحها الباهر^(١).

(١) ينظر: د. عبد الباسط وفاء، رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم الشركات الناشئة. دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠١م (ص ٧٦-٧٧)، ود. بريش السعيد: رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE، جامعة باجي مختار - عنابة (ص ١٠)، عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، رسالة مقدمة =

ثانياً: سلبيات وعيوب التمويل برأس المال الجريء:

هناك سلبيات وعيوب تحيط بهذا النوع من التمويل؛ مما يشكل سبباً رئيساً في عدم انتشاره، ومن أبرزها:

١. الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة (كالمشاركة في القرارات والتدخل في توجيه مسار المشروع)؛ باعتبارها مالكة لجزء من رأس مال الشركة؛ مما يُقلق أصحاب الشركات الممولة، وقد يضغط صاحب رأس المال الجريء أيضاً على الشركة للخروج من استثماراتها بدلاً من السعي لتحقيق نمو طويل الأجل.

٢. استرداد حصص المخاطرين في هذا النوع من التمويل يتطلب مبالغ مرتفعة في حال نجاح المشروع، وهذا يُعتبر حقاً طبيعياً واتفقاً عادلاً بالنظر لحجم المخاطرة والمجازفة التي قبلوها وقت الإنشاء؛ حيث تعتبر إمكانية فقدانهم لكافة الأموال التي شاركوا بها في التمويل عالية جداً^(١).

٣. لا يحظى هذا النوع من الاستثمار بالدعم والثقة؛ لما فيها من نسبة مخاطرة عالية جداً، وينظر إليها على أنها غير جديرة بالثقة الائتمانية^(٢)، وهذا يتسبب في الآتي:

= لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر، بياتنة، (٢٠٠٧-٢٠٠٨م) (ص ١١١).

(١) ينظر: المصادر السابقة.

(٢) ينظر: دور رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، بحث منشور في مجلة الابتكار والتسويق، المجلد (٨)، العدد (١)، العام ٢٠٢١م (ص ١٤٨-١٧٠).

٤. عدم توفر ضمانات كافية لأصحاب رؤوس الأموال؛ إذ إن صاحب رأس المال دائماً ما يطلب مساحة آمنة؛ لضخ أمواله، وهذا ما لا يوجد في هذا النوع من التمويل، وهذا يؤدي إلى:

٥. الإحجام في تقديم قروض لهذه الشركات، لأنّ البنوك ونحوها من الممولين غالباً يعملون دراسة جدوى تقليدية لمعرفة مدى قدرة هذه الشركات على النهوض، ولا يُقدم على تمويل هذه الشركات إلا أصحاب الخبرة العالية في هذه المجال، ومن تتوفر لديهم النظرة الاستشرافية للمستقبل.

٦. احتمالية فشل المشروع في الشركات الناشئة عالية، ولذلك يسمى رأس مالها برأس المال الجريء.

المبحث الثاني دراسة صيغ عقود رأس المال الجريء

بعد أن بينّا فيما سبق مفهوم رأس المال الجريء، والخلفية التاريخية لبداية هذا النوع من رؤوس الأموال، وإيجابيات وسلبيات هذا النوع من الاستثمار، وكيف أنه تميّز بخواص ومميزات تميّزه عن غيره، لاسيما ما يخص آلية توظيفه في المشاريع ذات الطبيعة المعقدة والخطورة العالية، إذ إنه يعد بمثابة مغامرة ذات مخاطر عالية، إما أن تصيب غايتها في نجاح مشروعات محدّدة من تحقيق طموحاتها وأهدافها، وإما أن تنهار من لحظة نشوئها، ومع توجّه الحكومات وانتشار هذا النوع من التمويلات للمشاريع ذات المخاطر العالية والتي لا يمتلك أصحابها ضمانات مقابل هذا التمويل، أو لا يستطيعون الحصول على تمويل من الجهات التمويلية التقليدية مثل المصارف وغيرها، إلا أنه غالباً ما يتوقع لهذه المشاريع من عوائد مالية كبيرة، وغالباً ما تكون هذه المشاريع فكرة إبداعية أو تكنولوجية أو تطوير مشروع تقني، أو تطبيق إلكتروني، أو متجر إلكتروني أو ما إلى ذلك، ويصعب طرح هذه المشاريع للاكتتاب لغرض الحصول على مال؛ لعدة أسباب تنظيمية ومالية وغيرها؛ الأمر الذي شجع -وبقوة- تطبيق فكرة رأس المال الجريء، وإن كان تطبيقها بصيغ مختلفة، ربما البعض منها، وجد -كنظام- قبل تطبيق فكرة رأس مال الجريء وإن كان بصورة أو بأسلوب مختلف، وعلى أي حال. كما أنّه لا يتخذ دائماً شكلاً نقدياً؛ بل يمكن أيضاً توفيره في شكل خبرة فنية أو إدارية أو عملي، عادةً ما يتم تخصيص رأس المال الجريء للشركات الصغيرة



التي تتمتع بإمكانيات نمو استثنائية، أو للشركات التي نمت بسرعة ويبدو أنها مستعدة لمواصلة التوسع^(١).

وسوف يشجع الباحث في تسليط الضوء على أهم وأكثر الصيغ القانونية التي تم التعامل بها في عقود رأس المال الجريء وذلك في المطلبين الآتين:

المطلب الأول: الصيغ التقليدية لعقود رأس المال الجريء:

أثناء تصفُّح الباحث وقراءاته حول موضوع الدراسة توصل إلى أنَّ هناك صيغاً تقليدية يتمُّ بها تمويل هذه المشاريع، ويُعنى بها الصيغ المباشرة لهذه العقود، والتي تندرج تحت صيغ تمويلية أخرى، من أهمها:

١. التمويل عن طريق المشاركة (Partnership):

تُعدُّ صيغة المشاركة أبرز وأشهر صيغ التمويل منذ بداية البشرية، وهي كذلك إحدى صيغ التمويل برأس المال الجريء، وهي حالياً من الصيغ التي تعتمد عليها المصارف الإسلامية باعتبارها الصيغة الاستثمارية الأساسية التي تجسّد مبادئ وقيم الاقتصاد الإسلامي، وتحقق العدالة بين طرفي التعامل، فضلاً عن تحقيق التوازن الاقتصادي والمجتمعي بين أفراد البلد الواحد.

(١) ابن راس، إسماعيل (٢٠١٤م)، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة شركة FINALEP، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر (ص ٢).

ويراد بها دخول المموّل في شراكة مع صاحب الفكرة، وهي إما أن تكون مشاركة من بداية التمويل بدخول المموّل شريكاً في الشركة، أو أن تكون مالياً يدفعه المموّل ويتحول مستقبلاً إلى حصص في الشركة.

وتكمن أهمية هذه الصيغة في أنها شكل جديد من أشكال التمويل للمشروعات الصغيرة والصغيرة التي يتيح لها هذا النوع من الصيغ إنهاء مشكلات القروض وما يتبعها من مشاكل سعر الفائدة والضمانات وتأخير السداد، كما أنها تؤدي إلى توزيع المسؤوليات والمخاطر التوزيع العادل بين الممول والمشروع^(١).

وتعدُّ هذه الصيغة محبذة لدى كثير من أصحاب الأموال، وكثير من أصحاب المشاريع الجريئة؛ لما فيه من تحقيق العدالة والفائدة لكلا طرفي العقد.

٢. التمويل بصيغة المضاربة (Speculative):

يُراد بالمضاربة: اتفاق بين طرفين؛ يُقدّم أحدهما رأس المال، ويطلق عليه مسمّى «صاحب المال»، بينما يُقدّم الآخر جهده المتمثّل في الإدارة والخبرة أو التقنية، ويسمى: «صاحب الجهد».

وجوهر عملية المضاربة هي إبرام عقد بين الطرفين «صاحب المال، وصاحب العمل أو صاحب الخبرة، ويسمى المضارب»، على أن يدفع صاحب المال سيولة نقدية إلى المضارب على سبيل الاتّجار، على أن يكن الربح

(١) مصطفى، سراج الدين عثمان (٢٠٠٩م)، التمويل بالمشاركة، مجلة المال والاقتصاد، العدد (٦١) (بنك فيصل الإسلامي، السودان) ص ١٢.

بينهما؛ تبعاً لما اتفقا عليه، بشرط أن يكون نصيب كل منهما قدرًا معلومًا من الربح، وفي حالة الخسارة يخسر صاحب المال ماله، وصاحب الجهد جهده ووقته^(١).

ويمكن القول: إن التمويل بهذه الصيغة يتيح إيجاد تدفقات نقدية للمشروعات المصغرة، إذا ما وضع لها شروط استخدام مثلى، خاصة إذا فيما يخص مسألة الربح أو الخسارة التي يمكن أن تتعرض لها المشروعات التي تكون بحاجة إلى مثل هذه الصيغة من عقود رأس المال الجريء.

وعادة ما تتخذ المضاربة أنواعًا مختلفة منها باعتبارات مختلفة:

أ. من حيث النطاق:

وهي نوعان:

المضاربة المطلقة: ويراد بها: أن يدفع صاحب المال الأموال إلى صاحب الجهد «المضارب»؛ بغرض المضاربة دونما تحديد لنوع العمل أو المكان أو الزمان أو صفة العمل ومن يتعامل معه صاحب الجهد.

المضاربة المقيّدة: وهي بعكس النوع الأول، فالمضاربة هنا تكون مقيّدة، بتحديد نوع العمل، أو مكانه، أو زمانه، أو أطرافه.

(١) داودي، عماد الدين (٢٠١٦م)، دور القروض المصرفية في تمويل المنشأة الاقتصادية، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، (ص ٣٠).

ب. من حيث الزمن:

وهي كذلك نوعان:

مضاربة مؤقتة بحركة رأس المال: أي دورة رأس المال، وهي دورة واحدة، أي: أتمها محدّدة بصفقة معيّنة، وتنتهي بعدها، ويمكن أن يُصار إلى تكرار الصفقة مرّات عدّة.

مضاربة مستمرة: وهي مضاربة غير محدّدة بصفقة معيّنة، ويكون فيها لرأس المال دورات متعددة.

ج. من حيث الأطراف:

وهي أما تكون ثنائية الأطراف، أي بين طرفين فقط، وأما أن تكون متعددة الأطراف، وهذا ما يحدث حينما يأخذ صاحب الجهد المال من صاحب رأس المال ويقدمه إلى صاحب جهد آخر.

٣. التمويل بصيغة القرض (Comfortable Loan):

وهذه الصيغة تكون عن طريق إقراض الممول من مصرف وغيره لصاحب الفكرة والمشروع، وهذا لا يخلو:

إما أن يقرضه قرصاً بلا فوائد، وإما أن يقرضه بفوائد، وإما أن يدفع له المال قرصاً، ولكنه يتحوّل مستقبلاً إلى حصص في الشركة، وإما أن يقرضه على شرط؛ فإذا نجح المشروع يكون المقرض شريكاً له بالمشروع، وإذا فشل المشروع يجب على صاحب الدين أن يرجعه بلا فوائد.

فأما الأول - وهو القرض بلا فائدة-: فجائزُ شرعاً، وأما الثاني - وهو القرض بفائدة-: فهو محرّم شرعاً، وأما الثالث: فهل يأخذ حكم المشاركة مسألة تحتاج إلى مزيد من النظر والتأمل والبحث، وأما القرض على شرط: فلا يجوز؛ لأنّه عقدان في عقد، ولأنه قرض جر نفعاً.

ووجه كونه من صيغ تمويل رأس المال الجريء: أن المقرض يعدُّ مخاطراً في إقراضه وتمويله لصاحب مشروع نسبة المخاطرة فيه كبيرة، وهذا مما يسبّب له تأخير السداد، وضعف ضماناته.

المطلب الثاني: الصيغ المستحدثة لعقود رأس المال الجريء:

كما أنّ هناك صيغاً تقليديّة في العالم اليوم، فكذلك ولكثرة ما يمرُّ من أحداث وتطورات في كافة مناحي الحياة، ولتسارع الحوادث والاكتشافات والمخترعات، فهناك صيغ تمويل مستحدثة لهذه العقود يجري العمل بها في البلاد التي سبقت في هذا المضمار، من أبرزها:

١. التمويل بصيغة (Preference Shares):

وهي صيغة يكون المقرض فيها شريكاً بصيغة الأسهم الممتازة، والأسهم الممتازة هي: عبارة عن فئة من الأسهم تعطي لحاملها مجموعة من الحقوق لا يتمتع بها حملة الأسهم العادية، ومنها أسبقية حملة الأسهم الممتازة في الحصول على نسبة محدّدة سلفاً من أرباح الشركة، والأولوية على الأسهم العادية في الحصول على حقوقهم عند تصفية الشركة^(١).

(١) دليل المصطلحات الاستثمارية، الصادر عن هيئة السوق المالية (ص ١٠).

وتندرج الأسهم الممتازة تحت أربع فئات: الأسهم الممتازة التراكمية، والأسهم الممتازة غير التراكمية، والأسهم المفضلة المشاركة، والأسهم الممتازة القابلة للتحويل.

يحق لحاملي الأسهم الممتازة التراكمية: الحصول على توزيعات أرباح بأثر رجعي لأي توزيعات أرباح لم يتم دفعها في فترات سابقة، أي أنه يستحق أرباحاً دورية كل عام، ولو لم توزع أرباح؛ بحيث تُصرف له في أول وقت توزع فيه الأرباح.

في حين أن الأسهم الممتازة غير المتراكمة لا تحمل هذا المخصص، لهذا السبب ستكون الأسهم الممتازة التراكمية بشكل عام أكثر تكلفة من الأسهم المفضلة غير التراكمية.

وبالمثل، تقدم الأسهم الممتازة المشاركة ميزة توزيعات أرباح إضافية إذا تم الوصول إلى أهداف أداء معينة، مثل أرباح الشركة التي تتجاوز المستوى المحدد.

بالمقابل تسمح الأسهم الممتازة القابلة للتحويل، مثل السندات القابلة للتحويل، لحاملها بتحويل أسهمه المفضلة إلى أسهم عادية بسعر ممارسة محدد. وتعتبر الأسهم الممتازة مثالية، واختيار مناسب للمستثمرين الذين يكرهون المخاطرة وهي قابلة للاستدعاء (يمكن للمصدر استردادها في أي وقت)⁽¹⁾.

(1) De Jong, Abe, Miguel Rosellón, and Patrick Verwijmeren. "The economic consequences of IFRS: the impact of IAS 32 on preference shares in the Netherlands." Accounting in Europe 3.1 (2006) P 169.

٢. التمويل بصيغة الأسهم الممتازة بشرط تصفيتها (Liquidation of Preferred Shares)

والمراد بهذه الصيغة: أن المقرض فيها يكون شريكًا بصيغة الأسهم الممتازة، ولكنه نوع معيّن من الأسهم الممتازة، وهو أنّ الممولّ في الحالة العادية للشركة مثل أصحاب الأسهم العادية، ولكنه في حال بيع الشركة، أو فشلها، أو تعرّضها للتصفية لأي سبب من الأسباب: فله حقّ تفضيل التصفية، والذي يعني: تخصيص مقدار من المال يحصل عليه المساهم المفضّل في حال بيع الشركة أو تصفيتها، إضافة إلى أنه يُعطى الأولوية في استرداد رأس ماله.

أي أن المستثمرين في رأس المال الجريء يطلبون أن تكون لهم الأولوية في استرداد أموالهم عند تصفية الشركة، بالإضافة إلى عائد مساوٍ لاستثماراتهم الأولية، قبل أن يحصل أي مساهم آخر على أي من العائدات^(١).

وتفضيل التصفية يعدّ أحد الميزات التي تبرّر فرق القيمة السوقية العادلة بين سعر الشراء الأعلى للأسهم الممتازة، والأسهم العادية، ويسمح ببيع الأسهم العادية للأفراد بسعر أقل مما يدفعه أصحاب رؤوس الأموال الجريئة، وهذا ما يشار إليه بـ «قاعدة العشرة إلى واحد»؛ حيث يتم تقييم الأسهم العادية للأفراد العاديين بنسبة ١٠٪ من السعر الذي يدفعه رأس المال الجريء كممارسة في السوق، ويمكن أن يكون هذا جيّدًا بالنسبة

(1) Nicholas Carlson (March 8, 2014). "Startup Employees Think They Are Going To Get Rich — Then A Horror Story Like This Happens". Business Insider

للشركة؛ لأن الأفراد العاديين ينظرون إلى الخصم على أنه ربحٌ فوريٌّ. فغالباً ما يطلب المستثمرون شرط تصفية الأسهم في حالة فشل الشركة، وهناك عقود وقعت بمثل هذا الاحتمال، أو هذا الشرط، مثل: «أوف أمريكا»، و«شركة طاقة جورجيا»، وشركة «جنرال إلكتروك»⁽¹⁾.

٣. تمويل المشاريع مع التنازل عن حصة من الملكية الفكرية للمشروع:

وهذه صيغة غالباً ما تكون للشركات التي لديها أفكار جديدة، وفكرتها: أنه يتم تمويل المشروع بقرض ذي هامش ربح قليل، بفترة محددة السداد، ولا يشترطون فيه ملكية أسهم، وذلك بعد أن يقوم المقرض بتقييم معدل نمو الشركة وخطة العمل، ودراسة سجل أصحاب رؤوس الأموال، على أن يتنازل أصحاب المشروع الملكية الفكرية للمشروع لصالح الجهة الممولة. وأغلب ما تكون هذه الصيغ في Silicon Valley Bank وصناديق ديون المشاريع المتخصصة مثل: Trinity Western Technology Investment (WTI).

٤. التمويل بصيغة القرض المشروط (Conditional Loans):

وهو تمويلٌ قائم على فكرة السداد بعد نجاح المشروع، ويشترط أن يكون السداد من نتاج المشروع نفسه، وقد يكون هذا النوع من التمويل: قرضاً بفائدة، وهذا محرّم شرعاً، وقد يكون قرضاً بدون فائدة، وهذا جائزٌ شرعاً،

(1) What Is A Liquidation Preference On Preferred Stock (And Why Should You Care):

<https://www.startupblog.com/what-is-a-liquidation-preference-on-preferred-stock-and-why-should-you-care/>

وهو معمولٌ به في المملكة كما في بنك التنمية الاجتماعي، والجهات الأخرى المرتبطة بالمنشآت الصغيرة والمتوسطة.

وسبب قيام شركات التمويل بهذه الصيغة: هو طلب الحكومات للنهوض بالتجارة ودعم الأفكار، وللخدمة المجتمعية، ففي الهند مثلاً يشترط هامش ربح قليل يتراوح من ٢ إلى ٥ ٪؛ فإن القروض المشروطة ليس لها جدول سداد محدد مسبقاً، ولا أيُّ سعر فائدة ثابت على رأس المال المقرض، ويحتاج رائد الأعمال إلى الدفع للمقرض في شكل ملكية عندما تكون الشركة قادرة على تحقيق إيرادات أو ربح، كما أنه لا توجد فائدة مستحقة الدفع للمقرض على مبلغ القرض.

يتراوح معدل الإتاوة بين ٢٪ و ١٥٪ على أساس الإيرادات، ونسبة الربح، والتدفقات النقدية للمشروع، وما إلى ذلك. كما أنه في حالة القروض المشروطة لا يحتاج صاحب المشروع إلى دفع الفائدة، أو المبلغ الأساس على الفور، على عكس تمويل الديون؛ حيث تحتاج لسداد رأس المال مع الفائدة ضمن الجدول الزمني الثابت؛ بغض النظر عن الربح أو الخسارة^(١).

٥. التمويل بصيغة السندات المتحوّلة (Convertible Debentures):

السندات: جمع سند، والسند هو صكٌّ ماليٌّ قابلٌ للتداول، يُمنح للمكاتب لقاء المبالغ التي أقرضها، ويحوّله استعادة مبلغ القرض؛ علاوة على الفوائد المستحقة، وذلك بحلول أجله.

(1) Belkin, Barry, Stephan Suchower, and Lawrence R. Forest. "The effect of systematic credit risk on loan portfolio value-at-risk and loan pricing." CreditMetrics Monitor (1998)P17

وبعبارة ثانية هو: تعهدٌ مكتوبٌ بمبلغ من الدين (القرض) لحامله في تاريخ معيّن، مقابل فائدة مقدّرة، وتصدره الشركة أو الحكومة وفروعها بالاكْتِتاب العام.

أما السندات المتحوّلة ففكرتها تقوم على أن تقوم الشركات المبتدئة بجمع الأموال، عن طريق إصدار سندات بضمان، لسداد مبلغ الأموال المستثمرة عند استحقاق السند، بمعنى آخر: كلما كان رأس المال مطلوباً، تصدر الشركات ورقة دين لفترة زمنيّة محدّدة. ثم تقوم الشركة بدفع الفائدة على الأموال المستثمرة في تاريخ الاستحقاق المحدّد لها⁽¹⁾.

والتمويل بهذه يتمّ عن طريق السندات، ويكون السداد عن طريق تحويل السندات إلى أسهم تفضيليّة، أو أسهم ملكيّة بسعر صرف ثابت بعد فترة معيّنة، ثم يصبح المقرض شريكاً في ملكية المشروع. وهذه الصيغة من التمويل لها ثلاث صور:

أ. سندات قابلة للتحويل مع الخيار:

وهو أن يكون الممول مخيراً بين الاستفادة من السندات أو تحويلها أسهماً تفضيلية وفق شروط محددة.

ب. سندات لطرف ثالث قابلة للتحويل:

وهي ديون لكن مع ضمان يسمح للمستثمر بالاشتراك في حقوق ملكية الشركات الثالثة (المشروع) بسعر تفضيلي مقابل سعر السوق. عادةً ما يكون سعر الفائدة على هذه السندات أقل من الدين الرئيسي بسبب خيار التحويل.

(1) Ross, Sean. "Debenture vs. Bond: What's the Difference?". Investopedia. Retrieved 2019-06-22.

ج. السندات القابلة للتحويل وقابلة للاسترداد بسعر فائدة:

وهذا نوع من السندات، قابلة للتحويل إلى أسهم، وتعطي الحق لصاحبها بطلب تحويلها إلى أسهم متى رغب في ذلك، كما أنها قابلة للبيع بخضم على القيمة الاسمية؛ مع استرداد القيمة الاسمية عند الاستحقاق^(١)، بمعنى أنه يكون لحامل السند أحقية تحويل السند إلى أسهم سواءً أكانت عادية أو ممتازة، ويشترط أن يكون قبل تاريخ الاستحقاق المحدد مسبقاً، كما أن هذه السندات أيضاً قابلة للاسترداد قبل تاريخ الاستحقاق، وعادة ما يكون ذلك عندما تنخفض أسعار الفائدة^(٢).

وهذه كالتالي أصدرتها شركة Tesla Motors في عام ٢٠١٤م في أمريكا؛ حيث أصدرت الشركة سندات قابلة للتحويل بقيمة مليار دولار؛ لتمويل بناء مصنع Tesla Giga في ولاية نيفادا Nevada.remium.

٦. التمويل بصيغة الاتفاقية المبسطة للأسهم المستقبلية^(٣) (SAFE):

تمنح الاتفاقية المبسطة للأسهم المستقبلية، التي طورتها Y Combinator لأول مرة في عام ٢٠١٣م، فللمستثمر الحق في تملك نسبة متفق عليها من المشروع، في تاريخ مستقبلي غير محدد، متى قامت الشركة الناشئة (المشروع)

(١) الخياط، د. عبد العزيز، الأسهم والسندات من منظور إسلامي (ص ٥٠ - ٥٣).
(2) Scatizzi, Cara (February 2009). "Convertible Bonds". The AAIL Journal. Retrieved 8 September 2015.

(٣) كلمة SAFE مصطلح مختصر من أربع كلمات باللغة الإنجليزية، تمثل الأحرف الأولى لهذه الكلمات: Simple Agreement for Future Equity، والتي تعني: الاتفاقية البسيطة للأسهم المستقبلية.

بيع أسهم، كما أنها لا تعرف قيمة الشركة الناشئة مسبقاً، ويتم استلام الأسهم بسعر التمويل اللاحق عندما يحدّد المستثمرون سعر السهم المفضل. ولا تعد هذه الصيغة قرصاً، ولذا لا يترتب عليها فائدة، وليس لها تاريخ استحقاق، وليس هناك تبعات قانونية إذا لم يسدّد صاحب المشروع.

وتختلف الاتفاقية البسيطة أو المبسطة للأسهم المستقبلية (SAFE) عن السندات القابلة للتحويل بمعنى أنها ليست أداة دين، ولا تلزم الاتفاقية البسيطة المبسطة للأسهم المستقبلية (SAFE) الشركة الناشئة بدفع أي مدفوعات فائدة شهرية. كما أنه لا يوجد تاريخ استحقاق لاتفاقية بسيطة لأدوات حقوق الملكية المستقبلية (SAFE).

هذا هو جوهر الاختلاف الرئيس الذي يجعل هذه الأداة المالية مختلفة تماماً عن الأوراق النقدية القابلة للتحويل، حيث تختلف اتفاقيات SAFE عن الأوراق النقدية القابلة للتحويل؛ فالأولى عبارة عن اتفاقية تعاقدية يمكن أن تتحوّل إلى أسهم في جولة تمويل مستقبلية، بينما الثانية عبارة عن دين قصير الأجل يتحوّل إلى حقوق ملكية.

ويحصل الممول أو المستثمر على الأسهم بسعر أقل من سعر السوق أو القيمة الاسمية. وهناك أنواع مختلفة من SAFE:

1. Cap, no discount.
2. Discount, no cap.
3. Cap and discount.
4. No cap, no discount.

نجد أن هذه الصيغ الأربع مبنية على عناصر:

Discount (الخصم)، وعلى no Discount (بدون خصم)، وعلى Cap (الحد الأعلى) no Cap (بدون الحد الأعلى).

ف Discount (الخصم): هو أن يسمح لحاملي السندات القابلة للتحويل بتحويل مبالغ أموالهم المستثمرة في الشركة إلى أسهم بسعر أقل نسبياً للسهم الواحد؛ مقارنة بالمستثمرين الجدد، مثال ذلك: أن يُسمح لحامل السندات القابلة للتحويل بخصم ٢٠٪ بتحويل استثماراتهم بمبلغ ٨ ملايين دولار أمريكي عندما تقدر قيمة الشركة بـ ١٠ ملايين دولار أمريكي، والعكس يقال في مسألة no Discount (بدون خصم).

وأما Cap (الحد الأعلى)، أو بما يعرف (معدّل الرسملة): فهو يمثل معدّل العائد المتوقع للمستثمرين على الاستثمارات، كما يتمثل بالسماح لسعر السهم لأن يصل للحد الأعلى المسموح له في جلسة التداول، والعكس يقال في مسألة no Cap (بدون الحد الأعلى)^(١).

وهذه الصيغ غالباً ما تكون مبنية على حسن النية؛ ولذا نجد الالتزامات على صاحب المشروع غير مكلفة. وقد تمّ تمويل الشركات المدعومة من YC مثل Coinbase وBrex وNova Credit وAxoni وSFOX وغيرها، باستخدام هذه الصيغة SAFE Formula.

٧. التمويل بصيغة (KISS)^(٢):

وهي صيغة عقد مشتق من الأسهم؛ حيث يلتزم المستثمر برأس مال للشركة في الوقت الحاضر؛ لتلقي حقوق الأسهم في تاريخ مستقبلي. وهناك نوعان من KISS:

(1). What is a SAFE?. fundersclub.com. Retrieved 11 October 2021.

(٢) كلمة KISS مصطلح مختصر من أربع كلمات باللغة الإنجليزية، تمثل الأحرف الأولى لهذه الكلمات: Keep It Simple Security، والتي تعني: أبقره بسيطاً وآمناً.

١. إصدار الدين، الذي له معدل فائدة وتاريخ استحقاق.
٢. ونسخة حقوق الملكية مع عدم استحقاق الفائدة وليس لها تاريخ استحقاق. وتشتمل هذه الصيغة على:
 - أ. أنه متى ما وصلت الشركة إلى سعر المليون دولار مثلاً في تمويل الأسهم، يتم التحويل إلى أسهم بعد أن يتم التفاوض على صفقة التحويل بصيغة (cap and discount).
 - ب. أن يحدّد تاريخ استحقاق التحويل وهو غالباً ١٨ شهراً. وإذا لم تصل الشركة في ١٨ شهراً إلى سعر المليون دولار، فسيتم تصويت الأغلبية لاتخاذ أفضل مسار للعمل.
 - ج. إذا كان هناك بيع للشركة أو تصفية قبل التحويل إلى أسهم، فيمكن للمستثمر أن يختار الحصول على ضعف استثماره أو التحويل عند سقف التقييم.

٨. التمويل بصيغة السند الإذني أو الكمبيالة القابلة للتحويل (Convertible Promissory Note)

وهو شكل من أشكال الدين الذي يتحول إلى أسهم، ويكون محددًا بوقت أو حدث، وإذا لم ينجح المشروع فيكون سداد القرض عن طريق الكمبيالة أو السند الأذني. ويكون السند الإذني أو الكمبيالة إن كان السداد مبلغاً مالياً، فيكون السداد بفوائد.

والسند الإذني فهو: مكتوب يتضمّن التزامًا بدفع مبلغ لإذن شخص معيّن أو لحامله في تاريخ معين^(١).

وأما الكمبيالة فهي: أمر مكتوب وفقاً لأوضاع معتبرة معينة حددتها الأنظمة المختصة بإصدار تنظيمات الأوراق التجارية، يطلب بها شخص يسمى الساحب، من شخص آخر يسمى المسحوب عليه أن يدفع بمقتضاها مبلغاً معيناً من النقود للمسحوب له، أو لأمره من غير تعليق على شرط^(٢).

أو هي: سند دين يتعهد مُصدّره بأن يدفع في وقت معين في المستقبل إلى شخص محدد اسمه في السند أو لأمره أو لحامل السند مبلغاً محددًا من النقود نتيجة بيع مؤجل الثمن أو قرض أو غير ذلك. ولا يجل أجل وفاء هذه الورقة التجارية إلا في التاريخ المدون عليها^(٣).

وقد استخدمت شركة Single Touch Systems Inc، وهي شركة في ولاية ديلاوير، سند إذني قابل للتحويل للحصول على تمويل من مستثمر في عام ٢٠٠٩م^(٤).

(١) ينظر: المعجم الوسيط (١ / ٤٥٤)، المعاملات المالية أصالة ومعاصرة (١٣ / ٥٨٩)، وينظر: نظام الأوراق التجارية الصادر بتاريخ ١١ / ١٠ / ١٣٨٣هـ، المادة (٨٧)، والمادة (٨٨).

(٢) ينظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي (٦ / ٥٠٦)، وينظر: نظام الأوراق التجارية الصادر بتاريخ ١١ / ١٠ / ١٣٨٣هـ، المادة (١).

(٣) ينظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي (١١ / ٩٠).

(4) Wasser, Strom, and Gas Wechsel. "Wagniskapital venture capital. Financing source for new businesses that combine a high risk with a potential for a high return. Wandelschuldverschreibung convertible bond." (1993). P575.

٩. التمويل بصيغة الاستثمار في الأسهم الممتازة القابلة للتحويل (Convertible

:Preferred Stock Investment)

وهي صيغة يُمنح فيها المالكون خيار تحويل أسهمهم المفضلة إلى عدد ثابت من الأسهم العادية بعد تاريخ محدد. وهذا النوع يجمع بين الأوراق المالية وبين ميزات الديون؛ من مدفوعات الأرباح الثابتة المضمونة، وحقوق الملكية (من قدرته على التحويل إلى أسهم عادية).

ويطلب صاحب الأسهم الممتازة تحويلها إلى أسهم عادية لأن ارتفاع قيمة الأسهم المفضلة محدود مقارنة بالأسهم العادية، ولهذا تمنح شركات المساهمة أصحاب الأسهم الممتازة حق تحويلها إلى أسهم عادية إذا كانوا يعتقدون أن قيمة الأسهم العادية سترتفع قيمتها أكثر من الأسهم المفضلة.

يتلقى أصحاب رأس المال الاستثماري عادةً الأسهم المفضلة القابلة للتحويل عندما يستثمرون في شركة ناشئة، عندما تصدر الشركات أسهمًا مفضلة، فإنها تصبح ملزمة بدفع أرباح الأسهم طالما أن الشركة موجودة. وهي مفضلة بشكل خاص من قبل شركات المرحلة المبكرة كوسيلة تمويل. أما بشأن الشروط التي عادة ما تُفرض لإبرام مثل هذه الصيغة فنجد أن في مقدمتها:

١. القيمة الاسمية: القيمة الاسمية للسهم الممتاز، أو المبلغ بالدولار المستحق الدفع لحامل الشركة في حالة إفلاس الشركة؛ وذلك لضمان حقه عند تحويل الأسهم.

٢. نسبة التحويل: عدد الأسهم العادية التي يتلقاها المستثمر وقت تحويل الأسهم الممتازة القابلة للتحويل؛ يتم تحديد النسبة من قبل الشركة عند إصدار الأسهم الممتازة القابلة للتحويل، فقد يرغب كثير من الممولين تقسيم أسهم إلى: أسهم عادية، وأسهم ممتازة قابلة للتحويل، وأسهم ممتازة غير قابلة للتحويل.

٣. سعر التحويل: السعر الذي يمكن عنده تحويل الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، ويمكن حساب سعر التحويل بقسمة القيمة الاسمية للسهم المفضل القابل للتحويل على نسبة التحويل المنصوص عليها.

٤. علاوة التحويل: المبلغ بالدولار الذي يتجاوز به سعر السوق للأسهم الممتازة القابلة للتحويل القيمة السوقية الحالية للأسهم العادية التي يمكن تحويلها إليها؛ يمكن التعبير عنها أيضًا كنسبة مئوية من سعر سوق الأسهم الممتازة القابلة للتحويل^(١).

١٠. التمويل الجماعي (Crowdfunding):

ويكون بالإعلان عن طلب تمويل مشروع عن طريق جمع الأموال، وغالباً ما تكون الأموال صغيرة، من عدد كبير من الأشخاص، عادةً ما يكون ذلك عبر الإنترنت أو البلوكشين أو منصات التواصل الاجتماعي،

(1) Gilson, Ronald J., and David M. Schizer. "Understanding venture capital structure: a tax explanation for convertible preferred stock." Harvard Law Review 116.3 (2003)P 874

ولا يوجد وسطاء ماليون تقليديون مثل المؤسسات المالية وغيرها⁽¹⁾، وتأخذ هذه المنصات نسبة محددة غالباً لا تزيد على ٤٪ عند نجاح هذا التمويل.

ولها عدة صيغ لعل من أهمها ثلاث صيغ، وهي:

أ. عن طريق إصدار أسهم: فيحصل الممول على أسهم في المشروع مقابل المال الذي قدمه للمشروع.

ب. عن طريق الدين: فيكون صاحب المشروع مديناً للممول، فمتى نجح المشروع يرجع له المبلغ بفائدة متفق عليها، وإذا لم ينجح يرجعه بدون فائدة.

ج. عن طريق التبرع: وهذا غالباً يكون للأعمال الخيرية. في بعض الدول مثل الولايات المتحدة الأمريكية تنظم هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) التمويل الجماعي المستند إلى الأسهم، (1: 2014, Mollick).

وكذلك في المملكة العربية السعودية تنظم وتشرف هيئة السوق المالية على التمويل الجماعي⁽²⁾.

١١. التمويل عبر مراحل (Series Funding):

وحقيقته: أن يتفق صاحب المشروع مع الممول على أن يموله على مراحل، وفي كل مرحلة يطلب الممول من صاحب المشروع تقرير عن نجاح

(1) Goran Calic, "Crowdfunding", The SAGE Encyclopedia of the Internet, 2018.

(2) Mollick, Ethan. "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study." Journal of business venturing 29.1 (2014)P 1

المشروع، ثم إذا كان التقرير مناسباً، ويدلُّ على نجاح المشروع؛ فإنَّ الممول يعطيه تمويل للمرحلة الثانية، وهكذا، وغالباً ما تكون عبر أربع مراحل.

ولا يلزم أن يكون التمويل في المرحلة الأولى والثانية ديناً بفائدة؛ بل قد يكون بدون فائدة، ولكن يضمن صاحب المشروع الدين في حال خسر المشروع، أما التمويل في المرحلة الثالثة والرابعة يتحول إلى دين بفائدة، ثم إلى حقوق ملكية.

ومن استخدم هذه الصيغة: in 2018, Chaossearch, Boston، وفائدة الممول من التمويل خاصة في المرحلة الأولى والمرحلة الثانية، أن الممول لا يبحث عن أفكار لمشاريع رائعة وناجحة؛ بل بدلاً من ذلك يبحث عن شركات ذات أفكار رائعة؛ بالإضافة إلى استراتيجية قوية لتحويل هذه الفكرة إلى مشروع تجاري ناجح يكسب المال⁽¹⁾.

١٢. التمويل بصيغة الديون التقليدية مع السندات (Income Notes and Loan):

هذه الصيغة تشتمل الديون التقليدية وكذلك السندات، وتكون عبر مرحلتين:

المرحلة الأولى: دين بفائدة.

المرحلة الثانية: تمويل بسندات؛ مع اشتراط أن تكون فائدة السند للممول، كما يشترط الممول أن يرجع صاحب المشروع سنداً آخر مائثلاً لقيمة

(1) One-third of U.S. startups that raised a Series A in 2015 went through an accelerator." - Pitchbook.

السند الذي أعطاه إياه. وغالباً ما تكون هذه الصيغة في الولايات المتحدة الأمريكية، والمملكة المتحدة، واليابان، وبعض دول الاتحاد الأوروبي.

١٣. تمويل أو استثمار بصيغة نمو السند أو الورقة المالية مع التحوط (Growth

:Notes with Protection)

وطريقته أن يقوم الممول أو المستثمر بالاستثمار. ويكون هدفه أن يحصل على المال من عوائد الأرباح، وفي هذا النوع غالباً ما يكون الممول يهدف إلى أرباح الشركة المستقبلية، بدلاً من بيع حصته مستقبلاً بسعر مضاعف عن سعر السوق، ولا يطلب من صاحب المشروع أن يرجع إليه المال، كما أنه يجب أن يتحوط^(١) صاحب المشروع للتعويض عن التعرض لتقلبات الأسعار.

المطلب الثالث: الحكم الفقهي لصيغ عقود رأس المال الجريء:

تقدّم أنّ صيغ عقود رأس المال الجريء نوعان: صيغ قديمة تقليدية، وصيغ مستحدثة، وقبل الشروع في بيان أحكام هذه العقود لا بدّ من معرفة أمور:

(١) التحوط: هو اتخاذ كل إجراء من شأنه حماية المال، أو الحدّ من المخاطر فيه، وهو قد يكون اقتصادياً؛ وقد يكون تعاونياً، وقد يكون تعاقدياً، فالاقتصادي: كتنوع الأصول الاستثمارية، أو اشتراط أن تكون المشروعات الممولة بعملة الممول نفسها، والتعاقدية: كأن يشترط الممول أن يكون في مجلس الإدارة، أو يشترط أن يكون للشركة مجلس رقابة، أو اشتراط أن يكون نشاط الشركة في مكان معيّن أو نوع معيّن. ينظر لتفاصيل ذلك: كتاب: الأحكام الفقهية لرأس المال الجريء، للفياض (ص ٣٥١-٤٢٠).

الأمر الأول: أن الشريعة الإسلامية بصفتها عامّة شاملة، صالحة لكلّ زمان ومكان، بُنيت فيها أحكام ما يحتاج إليه الإنسان في كافة عصوره، في سائر أموره الماليّة، والجنائيّة، والعباديّة، والأسريّة، وغيرها.

الأمر الثاني: اهتمّت الشريعة بأمر المال، وطرق تنميته، وبيّنت الطرق الجائزة والطرق المحرّمة، وجعلت المال أحد الضروريات الخمس التي لا تقوم مصالح العباد إلاّ بها.

الأمر الثالث: رسمت الشريعة خطوطاً عريضة للمعاملات الماليّة، فجعلت الأصل فيها الحلال؛ انطلاقاً من قوله تعالى: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ [البقرة: ٢٧٥]، ومن حديث: ((أنتم أعلم بأموار دنياكم))، ولا يجرم منها شيء إلاّ بدليل، ووضعت قواعد وأصول عامّة لفساد أو تحريم المعاملات.

الأمر الرابع: من الأصول العامّة في تحريم المعاملات ما يلي: تحريم عين المبيع، والربا، والغرر، والشروط التي تؤوّل إلى الغرر أو الربا، والضرر، والتغريب والخذاع، وأن تتضمن المعاملة الماليّة ترك واجب.

وانطلاقاً من القواعد السابقة نبدأ في تكييف أحكام صيغ عقود رأس المال الجريء، وينتظم عقدها في الفروع الآتية:

الفرع الأول: التمويل عن طريق المشاركة (Partnership):

المشاركات باب كبير من أبواب الفقه الإسلامي، ويعتبرها الفقهاء من أهم صيغ التمويل والاستثمار، والمشاركات في الجملة أجمع الفقهاء على

جوازها^(١)، وهي أنواع: شركة العنان أو شركة الأموال، وشركة الوجوه، وشركة المفاوضة، وشركة الذمم، وشركة المضاربة.

وهذه الشركات منها ما هو مُجمَع عليه، كشركة العنان، وشركة المضاربة، وشركة المفاوضة - على اختلاف في ماهية الأخيرة -^(٢).

ولهذا من أبرز وأشهر صيغ التمويل الاستثمارية في المصارف الإسلامية المشاركات، وعليه فهذه الصيغة جائزة في الفقه الإسلامي.

الفرع الثاني: التمويل بصيغة المضاربة (Speculative):

المضاربة أحد أنواع الشركات، وهي مُجمَع عليها في الفقه الإسلامي^(٣). فالمضاربة جائزة بكل أنواعها، سواءً محدّدة الزمان، والمكان، أو غير محدّدة، وسواءً عُيِّن فيها نوع النشاط التجاري أو لم يُعيَّن، وشرطها: الاتفاق على نسبة بين صاحب المال وصاحب العمل، ولا يجوز اشتراط ربح معيّن.

الفرع الثالث: التمويل بصيغة القرض (Comfortable Loan):

ويُعنى بها: إقراض المموّل من مصرف وغيره لصاحب الفكرة والمشروع، وهذا لا يخلو من ثلاث أحوال:

- (١) ينظر: ابن هبيرة، اختلاف الأئمة العلماء (١ / ٤٤٤)، وابن قدامة، المغني (٧ / ١٠٩)، والموصلي، الاختيار (٣ / ١٣).
- (٢) ابن المنذر، الإجماع (ص ٥٨)، ابن حزم، مراتب الإجماع (ص ٩٣).
- (٣) ابن المنذر، الإجماع (ص ٥٨)، ابن حزم، مراتب الإجماع (ص ٩٣)، ابن هبيرة، اختلاف الأئمة العلماء (١ / ٤٤٤)، والكاساني، بدائع الصنائع (٦ / ٧٩).

الحالة الأولى: أن يقرضه على أن يرده بفوائد: فهذا ربا لا يجوز، للإجماع على أن كل قرض جرّ نفعاً فهو رباً^(١).

الحال الثانية: أن يقرضه على أنه يردّ ما اقترضه بلا فائدة: فهذا هو القرض الحسن، وقد رغبت فيه الشريعة.

الحال الثالثة: أن يقرضه على أنه إذا نجح المشروع يكون المقرض شريكاً له بالمشروع، وإذا فشل المشروع يرجعه بلا فوائد، وهذا لا يجوز؛ لسببين: أحدهما: أن الحالة الأولى من القرض الذي جرّ نفعاً. الثاني: أن هذا مما يؤدّي إلى النزاع لعدم الجزم بأحد العقدين، فهو جمع بين عقد الشركة، وعقد القرض.

الفرع الرابع: التمويل بصيغة (Preference Shares):

وهذا النوع من التمويل يكون المقرض فيها شريكاً بصيغة الأسهم الممتازة.

ويمكن تقسيم الأسهم الممتازة من حيثية الحكم الشرعي فيها إلى ثلاثة أقسام:

قسم جوائز بالاتفاق: وهو إعطاء امتياز لأصحاب الأسهم القدامى، بأن يكون لهم حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة؛ لأنهم الشركاء

(١) ينظر: ابن المنذر، الإجماع (ص ٩٩)، وابن عبد البر، الاستذكار (٦ / ٥١٦)، وابن قدامة، المغني (٦ / ٤٣٦)، والقرطبي، الجامع لأحكام القرآن (٣ / ٢٤١)، وابن تيمية، مجموع الفتاوى (٣٠ / ١٠٧).

الأولون، وهم أولى من غيرهم بأن تظل الشركة منحصرة فيهم؛ بل ولا يصح أصلاً أن تصدر أسهم جديدة إلا بموافقتهم في الجمعية العمومية.

وقسم ممنوع بالاتفاق: وهو إعطاء فائدة سنوية ثابتة محسوبة كنسبة مئوية من رأس المال المدفوع، سواء ربحت الشركة أو خسرت، أو إعطاؤهم نسبة ثابتة من الأرباح يأخذها أصحاب الأسهم الممتازة أولاً، ثم توزع باقي الأرباح على الأسهم جميعاً بما فيها الأسهم الممتازة؛ وذلك لأن هذه الزيادة لا يقابلها شيء، ولأن الأصل في الشركات أنها قائمة على المخاطرة، والمشاركة في الربح والخسارة على قدر الحصص، وهذا ينافي هذا الأصل.

وقسم مختلف فيه: وهو منح صاحب الأسهم الممتازة مزايا غير مالية، كمنحهم أكثر من صوت في الجمعية العامة للشركة، وهذا اختلفوا فيه بين الجواز والمنع، والأكثر على المنع^(١).

الفرع الخامس: التمويل بصيغة الأسهم الممتازة بشرط تصفيته (Liquidation of Preferred Shares)

وهذا يختلف الحكم فيه تبعاً لما سيحصل عليه عند التصفية، هل هو رأس ماله، أو نسبة كبيرة منه، أو سيحصل على مقدار معين من المال يحصل عليه؛ دون سائر المساهمين.

(١) ينظر: الديبان، المعاملات المالية أصالة ومعاصرة (١٣ / ١٥٢)، خورشيد إقبال، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية (ص ١٢٨). الفرفور، الأسواق المالية وأحكامها الفقهية في عصرنا الحاضر، (٢ / ١٢٣٧٣)، ومحمد القري بن عيد، الأسواق المالية (٢ / ١٢٥٩٥).

والأصل في الشركات أن الربح والخسارة على قدر رأس المال، ما لم يحصل اتفاق بخلاف ذلك.

الفرع السادس: تمويل المشاريع مع التنازل عن حصة من الملكية الفكرية للمشروع:

هذه الصورة تُعدُّ بيعاً يشتري فيه الممول حصة من الملكية الفكرية للمشروع بمبلغ محدد، والأصل في البيع الحل؛ ولا يوجد مانع شرعيٌّ منها، ولأن كلا الطرفين مستفيدان من هذا التمويل، والأصل في المعاملات الحل والإباحة كما أسلفنا.

الفرع السابع: التمويل بصيغة القرض المشروط (Conditional Loans):

وهذه تقوم بها الحكومات غالباً تشجيعاً للاستثمار، ودعمًا للشركات الناشئة، والقرض المشروط بفائدة أو مقابل ممنوعٌ شرعاً، وغير جائز؛ لإجماع العلماء على أن كل قرض جرَّ نفعاً فهو حرام، ونصَّ الفقهاء على عدم جواز القرض المشروط، وأنه باطل، وصحح بعضهم العقد مع إبطال الشرط^(١).

الفرع الثامن: التمويل بصيغة السندات المتحوّلة (Convertible Debentures):

سبق تعريف السندات بأنها صكوك مالية قابلة للتداول، يُمنح للمكاتب لقاء المبالغ التي أقرضها، ويحوّله استعادة مبلغ القرض؛ علاوة على الفوائد المستحقة، وذلك بحلول أجله. وقد نصَّ الفقهاء المعاصرون على حرمة

(١) ينظر: التهانوي، إعلاء السنن (ص ١٣ - ١٤ / ٥٣٤)، ومحمد قدرى باشا، مرشد الحيران إلى معرفة أحوال الإنسان (ص ٣٢٣ - ٣٢٦)، والحصكفي، الدر المختار (٢/ ٨٨، والبهوتي، منتهى الإرادات (٢/ ١٢٢).

التعامل بالسندات؛ لما تشتمل عليه من ربا؛ وهو دفع فائدة مقابل الديون، وهذا ربا النسيئة^(١).
 أما إذا كانت بدون فائدة: فالأصل فيه الجواز؛ لأنها تُعتبر وثيقة لإثبات الدين فقط.

الفرع التاسع: التمويل بصيغة اتفاقية بسيطة للأسهم المستقبلية (SAFE):

وهذا يقوم على فكرة منح المستثمر الحق في تملك نسبة متفق عليها من المشروع، في تاريخ مستقبلي غير محدد، وهذا النوع من التمويل لا يجوز لإحاطة الجهالة به من جميع النواحي، فهناك جهالة التاريخ الذي يتملك فيه المستثمر النسبة المحددة، و جهالة قيمة الشركة عند حلول ذلك الأجل، والجهالة أحد أسباب الفساد والبطلان في البيوع.

الفرع العاشر: التمويل بصيغة (KISS):

وهي صيغة يلتزم المستثمر فيها بدفع رأس مال للشركة في الوقت الحاضر؛ لتلقي حقوق الأسهم في تاريخ مستقبلي. وهي نوعان:

١. إصدار الدين، الذي له معدل فائدة وتاريخ استحقاق. وهذا لا يجوز؛ لوجود الفائدة فيه.

٢. ونسخة حقوق الملكية مع عدم استحقاق الفائدة وليس لها تاريخ استحقاق.

وهذه الأصل فيها الجواز، ما لم يستجد ما ينقل عن هذا الأصل.

(١) ينظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي (٤ / ٥١٧).

الفرع الحادي عشر: التمويل بصيغة السند الإذني أو الكميالة القابلة للتحويل (Convertible Promissory Note):

تقدّم أن السند الإذني فهو: مكتوب يتضمّن التزامًا بدفع مبلغ لإذن شخص معيّن أو لحامله في تاريخ معيّن، فهو مجرد وثيقة لإثبات الدين؛ والأصل في ذلك الجواز.

وأما الكميالة فهي: مكتوب يطلب بها شخص يسمى (الساحب)، من شخص آخر يسمى (المسحوب عليه)، أن يدفع بمقتضاها مبلغًا معيّنًا من النقود للمسحوب له، أو لأمره من غير تعليق على شرط.

فالتحويل بصيغة السند الإذني أو الكميالة: الأصل فيه الجواز؛ ما لم يُشترط فيه فائدة ربويّة، أو اشتمل على ربا^(١).

الفرع الثاني عشر: التمويل بصيغة الاستثمار في الأسهم الممتازة القابلة للتحويل (Convertible Preferred Stock Investment):

وسبق بيان أنها صيغة يُمنح المالكون فيها خيار تحويل أسهمهم المفضلة إلى عدد ثابت من الأسهم العادية بعد تاريخ محدد. وهذا النوع من التمويل ممنوعٌ منه شرعًا؛ لما سبق من عدم جواز تخصيص أسهم ما في الشركات بامتيازات خاصة، والأصل أن يشترك الجميع في الربح والخسارة.

(١) ينظر: المعاملات المالية أصالة ومعاصرة (١٣ / ٥٩٠).

الفرع الثالث عشر: التمويل الجماعي (Crowdfunding):

وهذا النوع هو الذي يتم تمويل المشاريع فيه عبر منصات مخصصة للتمويل الجماعي، وهو على ثلاث صيغ كما سبق بيانه في المطلب السابق، كلها جائزة ما عدا صيغة التمويل عن طريق الدين، الذي يُشترط فيه أنه متى نجح المشروع يرجع له المبلغ بفائدة متفق عليها، وإذا لم ينجح يرجعه بدون فائدة؛ فهذا لا يجوز لأنَّ الممول أمن الخسارة على كل حال، ومن شروط الشركة: الاشتراك في الربح والخسارة، ومن القواعد المقررة في الفقه: أنَّ الخراج بالضمان.

الفرع الخامس عشر: التمويل بصيغة الديون التقليدية مع السندات (Income

:Notes and Loan)

وهذه الصيغة محرمة شرعاً إذا اشترط فيها الفائدة - كما هو الأصل فيه في بلاد الغرب -، إما إذا لم يشترط فيها فائدة عند سداد الدين فلا مانع منها شرعاً.

الفرع السادس عشر: تمويل أو استثمار بصيغة نمو السند أو الورقة المالية مع

التحوط (Growth Notes with Protection):

ومن خصائص هذه الصيغة أنَّه يقوم الممول أو المستثمر فيها بالاستثمار، ويكون هدفه أن يحصل على المال من عوائد الأرباح، ولا يطلب من صاحب المشروع أن يرجع إليه المال، كما أنه يجب أن يتحوط صاحب المشروع لتعويض عن التعرض لتقلبات الأسعار. ولا مانع شرعاً من هذه الصيغة؛

لأن الأصل في المعاملات الإباحة إلا ما اشتمل على ما يفسده، وهذا منتفٍ هنا. والله أعلم.

هذه أهم الصيغ التي اطَّلَع عليها الباحث بعد جهدٍ وإطالة بحث حول هذا الموضوع، وأرجو أن أكون قد وُفِّقْتُ في جمع شتات هذه الصيغ، وتقريب صورها للقارئ، وبيان موقف الشريعة منها.

هذا جهد المقلِّ؛ فإن كان صواباً فمن الله وحده، وإن كان خطأً فمني ومن الشيطان.

الخاتمة

بتوفيق الله وعونه تم الانتهاء من موضوع هذه البحث «صيغ العقود المستحدثة في تعاقدات رأس المال الجريء»، وهنا آن للباحث توضيح خاتمة هذا البحث، بالقدر الذي يكون وافياً من دون الخوض في تكرار ما سبق عرضه، من خلال عرض أهم النتائج والتوصيات على النحو الآتي:

أولاً: النتائج:

١. يعد رأس المال الجريء أحد أهم مصادر التمويل للمشروعات التي يوصف انطلاقتها بأنه مغامرة، وهذا يعود بصفة رئيسية إلى طبيعة هذه المشروعات والمواد التي تتخذها أساساً لعملها.
٢. رأس المال الجريء أحد أهم مصادر التمويل، والذي يوصف بأنه أقل مرونة وسهولة من غيره في توفير السيولة النقدية أو العينية لانطلاق المشروعات ذات الطبيعة الخطرة أو المغامرة.
٣. رأس المال الجريء يختلف عن غيره من رؤوس الأموال فيها يخص صيغ تداوله وتوظيفه في خدمة المشروعات ذات الطبيعة الخطرة أو المغامرة.
٤. أغلب صيغ عقود رأس المال الجريء تدور حول قاسم مشترك، ألا وهو طبيعة رأس المال الجريء التي تنطلق من أنه يشكل أحد مصادر التمويل التي يمكن الاعتماد عليها في تشغيل المشروعات ذات الطبيعة الخطرة.
٥. جميع العقود المستحدثة في تعاقدات رأس المال الجريء تخدم طريقة توظيفه - وإن اختلفت فيما بينها حول جوهر البنود التي تتضمنها هذه

العقود-؛ سواء من حيث طريقة السداد أو الفوائد أو غيرها من المميزات التي يحصل عليها مورّدو رأس المال الجريء.

٦. الأصل في هذه الصيغ الجواز شرعاً، إلا ما اشتمل منها على ربأ، أو على شرط مخالف لمقتضى الشركة وطبيعتها.

ثانياً: التوصيات:

١. وضع نظام يحدد أطر نشاط التمويل برأس المال الجريء، ويوفر الحماية القانونية للممول الوطني أو الأجنبي؛ مع تضمينه محفزات خاصة، لاسيما وأن التمويل بهذا المصدر ضئيل جداً، وهذا يعود إلى نسبة المخاطرة العالية في المشروعات التي يتم تمويلها عبر هذا المصدر.

٢. صيغ رأس المال الجريء متعددة ومتشعبة، لذا لا بد من نظام يضع كل تلك الصيغ في حسابانه، وإلا يكون الأمر مرجعه للقواعد العامة للعقود التجارية.

٣. التوعية برأس المال الجريء والصيغ الأكفأ لفاعليته، وتحقيق نجاحاته تعتمد بشكل أساسي على التعريف بها وإظهار مزاياها وعيوبها، الأمر الذي يتطلب وجود نماذج محددة تساعد على طرح هذه المصدر في عالم الاستثمار وفق أفضل الطرق وأنجعها.

٤. صيغ رأس المال التقليدية منها والمستحدثة متعددة؛ خاصة إذا ما اعتبرنا أن بعض منها هو بمثابة تمويل عادي إلا ظروف إبرامه تأخذ طابع

رأس المال الجريء وهذا يشدنا إلى حصر صيغ رأس المال الجريء في محددات تكفل تفعيله وإظهاره.

٥. أولى سبل تعزيز رأس المال الجريء تكمن في توفير مناخ ملائم لشركات رأس مال هذا، أو الصناديق المخصصة له، وبالتالي تعزيز ذلك المناخ وتهيئته إنما يشكل أحد متطلبات المرحلة الحالية لنجاح المشروعات المتوسطة والصغيرة التي يعد رأس المال الجريء أحد أهم مصادر تمويلها.



قائمة المراجع

أولاً: قائمة المراجع العربية:

١. أبا الخيل، محمد بن عبد الله (٢٠٠٣م) رأس المال الجريء (المخاطر) Capital Venture الدور المنشود من سوق المال لتمويل الإبداع في مشروعات التحديث الصناعي، المؤتمر العلمي السنوي التاسع - تحديث الصناعة العربية في ضوء المتغيرات الدولية، (كلية التجارة، جامعة المنصورة، مصر).
٢. ابن الأثير: أبو السعادات (ت ٦٠٦هـ)، (١٤٣٠هـ)، النهاية في غريب الأثر، تحقيق: خليل مأمون شيحا، الطبعة الثالثة، بيروت، دار المعرفة.
٣. ابن راس، إسماعيل (٢٠١٤م)، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة شركة FINALEP، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، الجزائر.
٤. ابن فارس: أحمد، مقاييس اللغة، (١٤٢٠هـ-١٩٩٩م)، تحقيق: عبد السلام محمد هارون، بيروت، دار الجيل، منشورات وزارة الشؤون الإسلامية.
٥. ابن قدامة، عبد الله، (ت ٦٢٠هـ)، (١٤٢٦هـ-٢٠٠٥م)، المغني، تحقيق: د. عبد الله بن عبد المحسن التركي، د. عبد الفتاح محمد الحلو، الطبعة الخامسة، دار عالم الكتب.
٦. ابن منظور: محمد، (١٤١٤هـ)، لسان العرب، الطبعة الثالثة، بيروت، دار صادر.
٧. الباجي، سليمان، (ت: ٤٧٤هـ)، (١٣٣٢هـ)، المتقى شرح الموطأ، مطبعة السعادة.
٨. بلعدي، عبد الله، (٢٠٠٧-٢٠٠٨م)، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر، باتنة.

٩. البهوتي، (١٤١٧هـ-١٩٩٦م)، الروض المربع شرح زاد المستقنع، حققه: المكتب العلمي لمؤسسة الرسالة، دار المؤيد- الرياض، ومؤسسة الرسالة - بيروت، الطبعة الأولى.
١٠. التهانوي: محمد، (١٩٩٦م)، كشاف اصطلاحات الفنون والعلوم، تقديم وإشراف ومراجعة: د. رفيق العجم، تحقيق: د. علي دحروج، نقل النص الفارسي إلى العربية: د. عبد الله الخالدي، الطبعة الأولى، بيروت، مكتبة لبنان ناشرون.
١١. التهانوي، محمد، إعلاء السنن، المطبعة الأميرية ببولاق.
١٢. جراية، د. محمد الحبيب، الأدوات المالية التقليدية، بحث منشور في مجلة مجمع الفقه الإسلامي.
١٣. حاجي، أمال، وليبق، محمد، (٢٠٢١م)، دور رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. دراسة حالة الجزائر، مجلة الابتكار والتسويق، المجلد (٨)، العدد (١).
١٤. الحصكفي، محمد، (١٤٢٣هـ-٢٠٠٢م)، الدر المختار شرح تنوير الأبصار وجامع البحار، حققه وضبطه: عبد المنعم خليل إبراهيم، دار الكتب العلمية - بيروت، الطبعة الأولى.
١٥. حماد، نزيه، (١٤٢٩هـ)، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، دار القلم.
١٦. د. عمر، أحمد مختار، (١٤٢٩هـ-٢٠٠٨م)، معجم اللغة العربية المعاصرة، بيروت، عالم الكتب.
١٧. داودي، عماد الدين، (٢٠١٦م): دور القروض المصرفية في تمويل المنشأة الاقتصادية، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، أم البواقي. جامعة العربي بن مهدي.



١٨. السعيد، د. بربيش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE، عناية، جامعة باجي مختار.
١٩. السيسي، صلاح الدين، (٢٠٠٩م)، استراتيجيات وآليات ودعم وتنمية المشروعات المتناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، مصر، دار الفكر العربي.
٢٠. الشيرازي، إبراهيم (ت: ٤٧٦هـ)، المهذب، المطبوع مع المجموع للنووي، بيروت، دار الكتب العلمية.
٢١. الصاغانى، رضي الدين، (ت ٦٥٠هـ)، العباب الزاخر واللباب الفاخر. بدون ت.
٢٢. عيد، د. محمد القري، الأسواق المالية، بحث منشور في مجلة مجمع الفقه الإسلامي.
٢٣. الفرفور، د. محمد، الأسواق المالية وأحكامها الفقهية في عصرنا الحاضر، بحث منشور في مجلة مجمع الفقه الإسلامي.
٢٤. الفياض، د. يزيد، الأحكام الفقهية المتعلقة برأس المال الجريء، دار الميمان.
٢٥. الفيروزآبادي، محمد، (١٤٢٨هـ - ٢٠٠٨م)، القاموس المحيط، ضبط وتوثيق: يوسف الشيخ محمد البقاعي، بيروت، دار الفكر.
٢٦. الفيومي، أحمد، المصباح المنير في غريب الشرح الكبير، بيروت، المكتبة العلمية.
٢٧. قدرى باشا، محمد، مرشد الحيران إلى معرفة أحوال الإنسان، المطبعة الكبرى الأميرية ببولاق.
٢٨. القرشي: عبد، (٢٠٢٠م)، دور رأس المال المخاطر في تحقيق التنمية المستدامة: إطار مفاهيمي، المؤتمر العلمي الثاني للعلوم الإدارية: التنمية المستدامة ركيزة الأمن والاستقرار والسلام، صنعاء، جامعة الأندلس للعلوم والتقنية.

٢٩. الكاساني: علاء الدين، (١٤٠٦هـ-١٩٨٦م)، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، الطبعة الثانية، بيروت، دار الكتب العلمية.
٣٠. لياس، تقيّة، (٢٠١٧م)، متطلبات تطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر كدعامة للتنمية الاقتصادية: دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الإصلاحات والاندماج في الاقتصاد الوطني العالمي، المجلد (١٢)، العدد (٢٤)، الجزائر، المدرسة العليا للتجارة، مخبر الإصلاحات الاقتصادية، التنمية واستراتيجيات الاندماج في الاقتصادي العالمي.
٣١. مجموع من المؤلفين بمجمع اللغة العربية بالقاهرة، المعجم الوسيط، دار الدعوة.
٣٢. مجموعة من المؤلفين التابعين لمجمع اللغة العربية بالقاهرة، المعجم الوسيط، الناشر: دار الدعوة.
٣٣. مصطفى، سراج الدين، (٢٠٠٩م)، التمويل بالمشاركة، مجلة المال والاقتصاد، العدد (٦١)، السودان، بنك فيصل الإسلامي.
٣٤. الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة smea.gov.sa.
٣٥. نفادي، محمد، (٢٠١٥م): طور رأس المال المخاطر في دعم المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مصر، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، السنة ٣٥، العدد (٢)، مصر، كلية التجارة، جامعة بنها، مصر.
٣٦. نكري، عبد النبي، (١٤٢١هـ-٢٠٠٠م)، دستور العلماء = جامع العلوم في اصطلاحات الفنون، عرب عباراته الفارسية: حسن هاني فحص، بيروت، دار الكتب العلمية.
٣٧. وفاء، د. عبد الباسط، (٢٠٠١م)، رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم الشركات الناشئة، القاهرة، دار النهضة العربية.



٣٨. يدو، محمد، (٢٠١٧م): رأس المال المخاطر كآلية للحد من الفجوة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاتحاد الأوروبي نموذجًا، مجلة العلوم التجارية، المجلد (١٦)، العدد الأول، الجزائر، القطب الجامعي بالقلعة، مدرسة الدراسات العليا التجارية.

ثانيًا: قائمة المراجع الأجنبية:

39. **Dr. Carl-Ludwig Holtfrerich: (2006) Amd Plagge Public Policy for Venture Capital** , Deutscher UniversitatsVerlag/GWV Fachverlage GmbH, I.Auflage Januar.
<https://www.vision2030.gov.sa/ar/mediacenter/news/venture-capital-in-saudi-arabia-grows-by-270-to-sar-2-055-billion-in-2021/>
40. **Sahut**, Jean-Michel, and Jean-Sebastien Lantz.(2011) "Corporate Venture Capital and Financing Innovation." Available at SSRN
41. **Gulson**, F. T. (1988) "Contract-loan by bank to subsidiary of a company-letters of comfort provided by company-effect in serving to create legal relationships." Australian Law Journal 62.10.
42. **Loan Note: Definition**, How It Works, Example <https://www.investopedia.com/terms/l/loan-note.asp>
43. **Arroyo**, Javier, Rosa Espínola, and Carlos Maté. "Different approaches to forecast interval time series: a comparison in finance." Computational Economics 37.2 (2011)
44. **Series Funding: A, B, and C**<https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/102015/series-b-c-funding-what-it-all-means-and-how-it-works.asp>
45. **Mollick**, Ethan. "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study." Journal of business venturing 29.1 (2014)

46. **Stiglitz**, Joseph E. "Income-contingent loans: some general theoretical considerations, with applications." Contemporary Issues in Microeconomics. Palgrave Macmillan, London, 2016
47. **Agrawal**, Ajay, Christian Catalini, and Avi Goldfarb. "Some simple economics of crowdfunding." Innovation policy and the economy 14.1 (2014)
48. **Gilson**, Ronald J., and David M. Schizer. "Understanding venture capital structure: a tax explanation for convertible preferred stock." Harvard Law Review 116.3 (2003)
49. **Wasser**, Strom, and Gas Wechsel. "Wagniskapital venture capital. Financing source for new businesses that combine a high risk with a potential for a high return. Wandelschuldverschreibung convertible bond." (1993).
50. **Bell**, J. R., Dorsey, R. W., & Hamm, J. The Simple Agreement for Future Equity: Advantages, Disadvantages and Tax Treatment. Taxes, (2016)
51. **De Jong**, Abe, Miguel Rosellón, and Patrick Verwijmeren. "The economic consequences of IFRS: the impact of IAS 32 on preference shares in the Netherlands." Accounting in Europe 3.1 (2006)
52. **Convertible Promissory Note: Everything You Need to Know**
<https://www.upcounsel.com/convertible-promissory-note>
53. **Keep It Simple Securities (KISS)** <https://www.managementstudyguide.com/keep-it-simple-securities.htm>
54. **Coyle**, John F., and Joseph M. Green. "The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts." Minn. L. Rev. Headnotes 103 (2018)



55. **Simple Agreement for Future Equity (SAFE):** [https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/w-001-0673?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/w-001-0673?transitionType=Default&contextData=(sc.Default))
56. **Flannery**, Mark J. "No pain, no gain? Effecting market discipline via reverse convertible debentures." *Capital adequacy beyond Basel: Banking, securities, and insurance* (2005)
57. **Cumming**, Douglas J., and Sofia A. Johan. *Venture capital and private equity contracting: An international perspective*. Academic Press, (2013)
58. **Belkin**, Barry, Stephan Suchower, and Lawrence R. Forest. "The effect of systematic credit risk on loan portfolio value-at-risk and loan pricing." *CreditMetrics Monitor* (1998)
59. **Ross**, Sean. "Debenture vs. Bond: What's the Difference?". Investopedia. Retrieved 2019-06-22.
60. **What Is A Liquidation Preference On Preferred Stock (And Why Should You Care)?**
<https://www.startupblog.com/what-is-a-liquidation-preference-on-preferred-stock-and-why-should-you-care/>

