

**تدخل شركة رأس المال
المخاطر في حياة المشروع الممول**

**A Venture Capital Firm
Enters the Life of the Funded Project**

(دراسة مقارنة)

(A Comparative Study)

اسراء محمد رزاق الخفاجي

Isra' Mohammed Razaq

جامعة بغداد / كلية القانون

University of baghdad

أ.م.د. هيفاء مزهر فلحي الساعدي

Asst. Prof. Dr. Heyfa'a Mezher F.

جامعة بغداد / كلية القانون

University of baghdad

الملخص

يعد نشاط رأس المال المخاطر احد الاساليب التي تتبعها الشركات ولجأت اليها مؤخرا لسد الحاجة في تمويل الابتكار والابداع وتوسيع نشاط المشاريع القائمة او انقاذ المشاريع المتعثرة، ولحاجة هذه المشاريع الى اموال كبيرة، ولعدم امتلاكها ضمانات طلب التمويل المصرفي، وكذلك الفوائد المرتفعة للتمويل الاخير، اضافة الى ما دعت اليه حاجة السوق لمواكبة التطور التكنولوجي الهائل في ظل ثورة الانترنت وظهور مشاريع تكنولوجيا فائقة التطور سريعة النمو، جميعها اجتمعت لظهور نشاط رأس المال المخاطر.

تتلخص فكرة نشاط رأس المال المخاطر في دعم المشاريع الابداعية ذات فرصة النمو المرتفعة من خلال المشاركة في المشروع الممول لفترة محددة مسبقا بموجب عقد يبرم بين الطرفين، الا ان المشرع العراقي لم يضع تنظيميا خاصا لشركة رأس المال المخاطر بالرغم من التغييرات الاقتصادية في العراق والحاجة الى هذه التقنية لجذب رؤوس الاموال الاجنبية والنهوض بالمشاريع الابداعية والقضاء على البطالة.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر، تمويل، المشروع الممول

Abstract

Venture capital activity is one of the methods that companies follow and have resorted to recently to fill the need for financing innovation and creativity and to expand the activity of existing projects or to rescue stalled projects, and because these projects need large funds, and because they do not have guarantees to request bank financing, as well as the high interest for the last financing, in addition to What the market needed to keep pace with the tremendous technological development in light of the Internet revolution and the emergence of highly developed and rapidly growing technology projects, all of which combined with the emergence of venture capital activity.

The idea of venture capital activity is to support creative projects with a high growth opportunity by participating in the funded project for a predetermined period according to a contract concluded between the two parties, but the Iraqi legislator did not set a special regulation for the venture capital company despite the economic changes in Iraq and the need Technology to attract foreign capital, promote creative projects and eliminate unemployment.

Keywords: venture capital, financing, funded project

مقدمة

اولا: التعريف بالموضوع

يعد التمويل النابض الحركي للمشاريع فقد لعب نشاط رأس المال المخاطر دورا رئيسيا في تمويل ونهضة العديد من المشاريع الناشئة والمتعثرة، ولما يحمله هذا النشاط من تقنية يختلف فيها عن التمويل المصرفي، فقد توجهت له عناية مختلف التشريعات القانونية فنظمته بقوانين وانظمة خاصة ادى الى تطوير الاقتصاد الوطني وتحقيق الفائدة للفرد والمجتمع.

بداية، تتقي شركة رأس المال المخاطر المشاريع محل التمويل بعناية من خلال دراسة المشروع دراسة معمقة وبيان نسبة نجاحه على المدى الطويل حيث ان اهم ما يمتاز به هذا التمويل انه متوسط الى طويل الاجل فيشاركه ويدعمه للدخول في السوق المالي ومن خلال المتابعة المستمرة له ثم يتم بعدها مرحلة الخروج، والذي يكون اما عن طريق عرض الشركة لسهامها في السوق المالي او اعادة شراء المشروع لسهامه او البيع الثانوي الى شركة رأس مال مخاطر اخرى بسبب نجاح المشروع وانتقاله الى مرحلة جديدة من حياته كما قد يكون الخروج بطريق الاستحواذ عندما تستحوذ شركة رأس المال المخاطر على المشروع الممول فتتحول من شريك مؤقت الى شريك دائم وعند فشل المشروع الممول فان الشركة تتحمل الخسارة بمقدار مساهمتها في المشروع.

ونتيجة الضرورة العملية لهذا النشاط فقد اولته التشريعات عناية خاصة من خلال تنظيم قوانين خاصة به لاجل تنظيم تأسيس الشركة وتدخلها في المشروع الممول وخروجها منه، كما اوجبت القوانين حصول الشركة على الترخيص من الجهة المختصة للمباشرة بنشاطها في التمويل.

ثانياً: منهجية البحث:

اعتمدنا في بحثنا على الدراسة التحليلية المقارنة بين كل من القوانين الجزائري والاردني والسعودي حيث ان المشرع الجزائري نظم نشاط رأس المال المخاطر بقانون شركة رأس المال الاستثماري رقم ٠٦-١١ لسنة ٢٠٠٦ اما المشرع الاردني فقد نظمها في نظام شركات رأس المال المغامر رقم ١٤٣ لسنة ٢٠١٨ بتعديل المادة ٧فقرة و من قانون الشركات رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ اما المشرع السعودي فقد عاجلها ضمن التغيير الشامل للقوانين واللوائح فاصدر قانون الشركات الجديد بالامر الملكي رقم ١٣٢ لسنة ٢٠٢٢ وشجع بذلك تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة اضافة الى قوانين السوق المالية في هذه الدول، اما القانون العراقي فلم نجد في طياته اشارة لهذا النشاط بالرغم من انتشاره في جميع انحاء العالم.

اهمية البحث

تكمن اهمية البحث لبيان استراتيجية عمل هذا النشاط من خلال بيان كيفية تدخله في حياة المشروع محل التمويل مع وجود بيئة الاعمال الابداعية ووجود الاسواق النشطة بمختلف القطاعات، حيث لم تعط الابحاث هذا الموضوع حقه في بيان قواعده القانونية، ولاجل لفت عناية المشرع العراقي له لما فيه من مردود اقتصادي على المدى الطويل وبلاضافة الى تخليص المجتمع من البطالة من خلال احتضان الابداع وتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة بمختلف القطاعات التكنولوجية والصناعية والزراعية والطبية والدوائية وغيرها.

.....تدخل شركة رأس المال

ثالثا: اشكالية البحث

تظهر اشكالية البحث في التساؤل عن مفهوم نشاط رأس المال المخاطر وآلية تدخل شركة رأس المال المخاطر في حياة المشروع الذي تموله؟ لتتفرع عن هذا التساؤل التساؤلات الآتية: كيف يمكن لشركة رأس المال المخاطر ان تخاطر باموالها واموال مساهميتها في التدخل في مشاريع حديثة ناشئة؟ ماهي الية التدخل؟ كيف يمكن للشركة ان تقلل من المخاطر المحيطة؟ ماهي المشاريع التي تفضل شركة رأس المال المخاطر تمويلها؟ وللإجابة عن هذه الاشكالية سنقسم البحث الى مبحثين ليختص المبحث الاول في بيان مفهوم شركة رأس المال المخاطر اما المبحث الثاني نخصصه لبيان ماهية المشروع الذي تموله ومراحل تمويله ونختم بحثنا بخاتمة تتضمن اهم ما توصلنا اليه من نتائج والتوصيات التي يمكن ان نوصي بها.

رابعا: خطة البحث

- ❖ المبحث الاول : مفهوم شركة رأس المال المخاطر.
- المطلب الاول : التطور التاريخي لشركة رأس المال المخاطر.
 - الفرع الاول : تطورها على نطاق الدول الأجنبية.
 - الفرع الثاني : تطورها على نطاق الدول العربية.
- المطلب الثاني : تعريف شركة رأس المال المخاطر.
 - الفرع الاول : التعريف التشريعي.
 - الفرع الثاني : التعريف الفقهي.
- ❖ المبحث الثاني : ماهية المشروع الممول برأس المال المخاطر ومراحل تمويله.
 - المطلب الاول : ماهية المشروع الممول برأس المال المخاطر.
 - المطلب الثاني : مراحل التمويل برأس المال المخاطر.

«المبحث الأول»

مفهوم شركة رأس المال المخاطر

لأجل وضع مفهوم مناسب لشركة رأس المال المخاطر سنقسم المبحث الى مطلبين نتكلم في المطلب الاول على بيان التطور التاريخي لشركات رأس المال المخاطر وفي المطلب الثاني تعريف شركة رأس المال المخاطر.

المطلب الأول: التطور التاريخي لشركة رأس المال المخاطر

تعددت الدول التي ظهرت فيها شركة رأس المال المخاطر لكنها اختلفت في ممارستها لنشاطها من دولة الى اخرى^(١)، ويمكن ان يعزى سبب الاختلاف الى السياسة الاقتصادية التي تتبعها الدول في بلدانها لذلك سنبين واقع شركات رأس المال المخاطر في دول العالم والتنظيم القانوني له فيها من خلال عرض تجارب الدول في ممارسة نشاط رأس المال المخاطر وتطوره فيها وعلى نطاق الدول الاجنبية كالتجربة الامريكية والتجربة الاوربية، ثم بيان تطوره على نطاق الدول العربية وكالاتي:

الفرع الأول: تطورها على نطاق الدول الاجنبية

بعد انتشار ثورة المعلومات في الدول المتقدمة واتساع التكنولوجيا ظهرت المشاريع الناشئة وظهرت حاجتها للتمويل، وبسبب الفجوة التمويلية المصاحبة للتضخم في الحقبة الزمنية التي أعقبت الحرب العالمية الثانية بدأ التفكير ينشط في إيجاد سبل للخروج من الأزمة التمويلية حيث ان هذه المشاريع بحاجة إلى التمويل؟

(١) ظهر نشاط رأس المال المخاطر على مرحلتين (المرحلة العشوائية والمرحلة المنظمة) الاولى ظهرت قبل الاسلام وهم عبارة عن افراد مخاطرون بدلالة القران الكريم في سورة قريش، اما الثانية كان اول ظهورها في الولايات المتحدة الامريكية.

لذلك ظهرت اشكال مختلفة من التمويل الا ان التمويل برأس المال المخاطر كان ابرزها فقد انتهجت بعض الشركات منهج التركيز الاقتصادي عن طريق التركيز التجميعي الذي ظهر بين المشاريع التي لا تتنافس فيما بينها ليكون وسيلة للتنوع في المنتجات والخدمات^(١)، بينما فضلت الكثير من المشاريع التمويل برأس المال المخاطر كونه تمويلا نشطا في الدعم والمتابعة، فكان اول ظهور لشركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، بداية في عام ١٩٤٦ ظهرت أول مؤسسة عامة متخصصة للاستثمار بالأوراق المالية عرفت بمؤسسة التنمية والتطوير الأمريكية أسسها الجنرال (جورج دريو) وآخرون مخاطرون، جمعت المؤسسة أموالها من العوائل الثرية وهم مستثمرون ليس لهم صلة بالاستثمار لذلك فهم بحاجة إلى خبراء لإدارة هذه الأموال بموجب عقد بين المديرين والمستثمرين^(٢).

ومع الدعم المتواصل للحكومات نلاحظ الحكومة الفدرالية أصدرت قانون استثمار الاعمال الصغيرة عام ١٩٥٨ ثم ساهمت التسهيلات الضريبية وتخفيض القيود المفروضة على الشركات في نشر الثقافة والوعي باستثمار الاموال من خلال تشجيع نشاط رأس المال المخاطر، وفي عام ١٩٧٨ تم تخفيض الضرائب على الارباح الرأسمالية الى النصف كما سمحت الحكومة عام ١٩٧٩ لصناديق التقاعد للاستثمار ودخولها كشريك محدود المسؤولية في السوق الامريكية لممارسة هذا النشاط^(٣).

وقد نجحت العديد من الشركات التي ظهرت كمشاريع ناشئة غير مدرجة في سوق الاوراق المالية الدخول في السوق وتسجيل تحول مالي كبير كان هذا النجاح

(١) حسين اكرم محمد. 2006 . (أحكام التركزات الاقتصادية بين التعهدات دراسة مقارنة). مجلة العلوم القانونية. 32(2): 1-34. <https://doi.org/10.35246/jols.v32i2.24> ص ١٣.

(٢) د. عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠١، ص ١٣.

(٣) د. محمد الشريف بن زوار واخرون، رأس المال المخاطر الاليات المالية والاستثمارية تجارب ونماذج عالمية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ٢٠٢١، ص ١٢٠.

.....تدخل شركة رأس المال

بفضل التمويل لشركات رأس المال المخاطر لهذه المشاريع ويعزى سبب النجاح على تركيز شركة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية^(١) على:

(١) تركز على صاحب المشروع باعتباره موهوبا وعدم تركيزها على رأس المال فقط.

(٢) تركز على النمو وليس على الربح فقط.

(٣) متابعة المشاريع وتقديم المشورة والنصح دون تقييدها.

(٤) العلاقات الواسعة التي تمتلكها شركة رأس المال المخاطر.

(٥) نجاح الخروج من المشروع عن طريق العرض على الجمهور بسبب وجود اسواق مستقرة لنشاط رأس المال المخاطر تستوعب التغيرات والتطورات المستمرة.

اما عوامل نجاح شركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية يعود الى:

(١) انتشار ثقافة المخاطرة وتمكن شركات رأس المال المخاطر من جمع مبالغ كبيرة جدا لغرض استثمارها.

(٢) وجود خبراء مختصين في استثمار الاموال.

(٣) وجود مشاريع وافكار واعدة تسمح لشركات رأس المال المخاطر بالمشاركة وتقديم الدعم المادي والفني والتسويقي لتحقيق العوائد العالية.

(٤) السياسات الحكومية المشجعة لاستمرار النشاط وتطويره وتحفيزه بتخفيض الضرائب وتقديم الدعم المادي عند الحاجة.

بينما نلاحظ ان سلوك الشركات في فرنسا اختلف عما هو في الولايات المتحدة الأمريكية حيث ظهرت شركات لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة وتقديم

(1) Jay Fraser Samson, Venture Capital Investment Standards, Master Thesis, Al- Madinah University, P100.

القروض لها حتى عام ١٩٧٢ بعد ان انتقل نشاط مؤسسة التنمية والتطوير الامريكية الى اوربا حيث تم وضع الاطار القانوني بمقتضى قانون ١٩٧٢ فظهرت شركات مارست نشاط راس المال المخاطر مما دعا المشرع الفرنسي لوضع تشريع قانوني عام ١٩٧٧، وفي الثمانينات تم انشاء سوق ثانوية لدعم ولوج المشاريع الصغيرة والمتوسطة الى سوق البورصة لذلك كانت بداية راس المال المخاطر الحقيقية عام ١٩٨٣ عندما اصدر المشرع الفرنسي قانون تطوير الاستثمار وحماية الادخار، وفي ١٩٨٥ بدأ المشرع الفرنسي بوضع تحفيزات ضريبية بإصداره نظاما ضريبيا محفزا ساهم في تطوير المشاريع الصغيرة والمتوسطة غير المدرجة في سوق البورصة.

لذلك فان نجاح شركات رأس المال المخاطر في فرنسا يمكن ان يكون بسبب الدعم الحكومي للشركات، واصدار القانون تلو الاخر لوضع تنظيم قانوني مناسب ايمانا باهميته، وبسبب وضع التحفيزات الضريبية المشجعة لممارسة النشاط، وانتقال الثقافة من الولايات المتحدة الامريكية الى اوربا ونجاح فرنسا في الدعم والتحفيز ونشر ثقافة المشاركة بالأموال، ووجود مشاريع تستحق الدعم بسبب امكانية النجاح العالية، وتحديث الاسواق المالية المتخصصة حيث انشأت عام ١٩٨٣ سوق ثانوية سمحت من خلالها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بتقديم عروض الاكتتاب تلتها عام ١٩٩٦ انشاء السوق خاص بالمشاريع الناشئة ذات الطابع الابتكاري ليكون عام ٢٠٠٠ انطلاق لسوق الاوراق المالية للمشاريع غير المدرجة في السوق المالي ويوازي الاسواق الامريكية كسوق (NASDAQ)^(١).

(١) وهي مختصر National Association of Securities Dealers Automated (Quotations) وتعني (نظام تحديد الاسعار المؤتمت التابع للمؤسسة القومية لوسطاء الاوراق المالية). انظر: <https://ar.m.wikipedia.org/wiki/> تاريخ الزيارة ١٥/٤/٢٠٢٣.

.....تدخل شركة رأس المال

كذلك ساهمت الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال في توفير المحيط الملاءم لتوضيح القواعد الخاصة بنشاط رأس المال المخاطر وتقديم الدراسات والاحصائيات واقامة الدورات لتطويره باستمرار^(١).

اما فيما يخص التجربة الكندية فان عمل شركات رأس المال المخاطر كان بواسطة صناديق الاستثمار المدعمة من قبل العمال التي تأسست بواسطة النقابات العمالية وبدعم من الحكومة بحصولها على امتيازات ضريبية، فيحدد عمل صناديق الاستثمار انظمة معينة منها ان العمال فقط من يمكنهم الاستثمار ولفترة مغلقة تحدد بسنوات معينة وتطور عمل صناديق رأس المال المخاطر حتى اصبحت في عام ٢٠٠٥ مسؤولة عن ٥٠٪ من الاستثمارات في كندا براس المال المخاطر^(٢).

اما في الهند، في بداية الامر، نجد غياب لسوق راس المال المخاطر المنظم فبدأ الاعتماد على الافراد المستثمرين لدعم المشاريع الناشئة حتى ظهرت الحاجة الى راس المال المخاطر وفي عام ١٩٨٨ تأسست شركة الهند لتطوير التكنولوجيا والمعلومات وبدأ معها التفكير في ضرورة وضع اطار قانوني لها حتى اصدر البرلمان الهندي في ١٩٩٠ قانون يتضمن انشاء بنك تنمية الصناعات الصغيرة تلتها مجموعة من الضوابط عام ١٩٩٦ ثم في عام ٢٠٠٠ اصدرت ضوابط اخرى خاصة براس المال المخاطر الاجنبي، كما وضعت الحكومة الهندية في عام ٢٠٠٣ تسهيلات قانونية ومالية للإعفاءات الضريبية لتحفيز العمل وتأسيس شركات راس المال المخاطر، حيث يتمثل الشكل القانوني في الهند لهذه الشركات بشكل واحد هي الشركة المحدودة المسؤولة مما يدل على المرونة في التأسيس تلتها مصادقة الحكومة الهندية على قانون

(١) د. وفاء خليفة، معوقات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وسبل تجاؤها-دراسة مقارنة مع شركات رأس المال المخاطر التونسية والمغربية، اطروحة دكتوراه مقدمة الى جامعة الجزائر، ٢٠١٩، ص٩٦.

(٢) د. محمد الشريف بن زوار واخرون، مصدر سابق، ص ١٤٥.

خاص بالشركات محدودة المسؤولية عام ٢٠٠٩ وتضمن ايضا اعفاء المساهمين من الضريبة على الارباح والضريبة على الدخل الفردي، كما تنوعت القطاعات التي تم تمويلها من خلال شركات راس المال المخاطر وتضمنت قطاعات تكنولوجيا المعلومات والعناية الصحية (الصيدلة والخدمات الصحية) والتصنيع (كالأطعمة والمشروبات والمنتجات التجارية والاستهلاكية) والهندسة والبناء وقطاع الاعلام والاتصال وقطاعات مهمة اخرى مما يعني ان شركات راس المال المخاطر في الهند بتزايد مستمر^(١).

الفرع الثاني: تطورها على نطاق الدول العربية

كما ظهرت شركات راس المال المخاطر في الدول العربية حديثا وقد اختلفت في وضع الصيغة القانونية التنظيمية لها وكان سبب الاختلاف هو قوة سوق تلك الدول ومدى جذب المستثمرين للعمل فيها، حيث ظهرت العديد من الاسواق الثانوية المتخصصة بالمشاريع الصغيرة والمتوسطة اولها بورصة النيل في مصر والسوق البديلة في تونس، وسوق الشركات الناشئة بقطر^(٢).

ابتداءا نشير الى ان المشرع العراقي لم ينظم قانونا خاصا بشركات راس المال المخاطر الا ان طبيعة النشاط الذي تمارسه الشركة يقوم على اساس المشاركة، وهو ما تضمنته المادة ٣/١٥ من قانون الشركات العامة رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧^(٣)، بالاضافة الى نظام شركات الاستثمار المالي الوارد ذكرها في قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ يسري هذا القانون على الشركات المختلطة والشركات الخاصة وجميع المستثمرين.....يطبق

(١) د. محمد الشريف بن زوار واخرون، مصدر سابق، ص ١٥٣.

(٢) د. سماح طلحي واخرون، دور السوق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة تونس، بحث منشور في مجلة العلوم الانسانية، الجزائر، ص ٢٠٢٠، ص ٨٦٨.

(٣) نصت المادة ٣/١٥ من قانون الشركات العامة العراقي رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ على ما يلي (ثالثا- للشركة حق المشاركة مع الشركات العراقية والعربية والاجنبية الرصينة لتنفيذ اعمال ذات علاقة باهداف الشركة داخل العراق).

.....تدخل شركة رأس المال

هذا القانون على صفقات الاسهم وشركات الاستثمار المالي....^(١)، ونظم احكامها بموجب النظام رقم ٦ لسنة ٢٠١١ (نظام شركات الاستثمار المالي) والذي سبقه نظام شركات الاستثمار المالي الملغي رقم ٥ لسنة ١٩٩٨، وعالج المشرع جزءا من هذه الشركات في قانون المصارف رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٤.

وفي الدول موضوع المقارنة، فقد كان ظهور اول شركة لراس المال المخاطر في عام ١٩٩١ في الجزائر بعد صدور قانون النقد والقرض الذي سمح بإنشاء مؤسسات مالية خاصة وكان لشركة (FINALEP) وبعدها شركة (SOFINANCE) عام ٢٠٠٠، تطور نشاط شركات راس المال المخاطر حتى انشاء الصندوق المغربي للملكية الخاصة (بشراكة بين الشركة المالية الدولية والبنك الاوربي للاستثمار والشركة المالية الايرلندية للتنمية وصندوق الاستثمار السويسري وبعض المؤسسات المالية الاجنبية) ووضعت الحكومة من اجل تحفيز انشاء شركات راس المال المخاطر تحفيزات ضريبية وتنظيمية^(٢)، الا ان نشاط راس المال المخاطر في الجزائر بقى ضعيفا ولا يرقى الى ما تم العمل به في الدول المتقدمة ويمكن ان يكون السبب في هذا الضعف هو:

- (١) عدم وجود مناخ ملائم سياسي واقتصادي وتشريعي.
- (٢) ضعف الايرادات المتحققة من التمويل.
- (٣) عدم وجود الاهداف التي من اجلها وجد راس المال المخاطر المتمثلة بالأفكار الواعدة والابداع والاختراع التكنولوجي.
- (٤) غياب سوق مالي خاص فعال.

(١) المادة الثالثة من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧.

(٢) د. عيسى حجاب واخرون، واقع نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر من خلال الشركة المالية للاستثمارات والمساهمة والتوظيف sofiance، بحث منشور في مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، المجلد ٦ العدد ١، الجزائر، ٢٠٢١، ص ١٥.

٥) عدم تحلي البنوك والمؤسسات المالية بالمخاطرة^(١).

وقد وضع المشرع الجزائري الاطار القانوني لشركات راس المال المخاطر بموجب القانون ٠٦-١١ لسنة ٢٠٠٦ الذي نظم تدخل هذه الشركات في المشاريع الممولة واخضع هذه الشركات الى احكام القانون التجاري ومراعاة القانون الخاص بها بعدها اصدر المشرع نصوص تنظيمية في المرسوم التنفيذي ٠٨-٥٦ المتعلق بشروط ممارسة نشاط راس المال المخاطر، فبين القانون ان اساس هذه الشركات تقوم على اساس المشاركة على ان لا تتجاوز تلك المشاركة نسبة ٤٩٪ وتحصل على العوائد وتحمل الخسائر بالنسب المتفق عليها^(٢).

اما المشرع الاردني فقد اصدر تعديلا لقانون الشركات لينسجم مع التطور الحاصل في السوق الخاص بشركات راس المال المخاطر حيث انه نص على شركات راس المال المخاطر من خلال تعديل المادة ٧ فقرة و/٢ من قانون الشركات الاردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ واصدر بموجب التعديل نظام شركات راس المال المغامر لعام ٢٠١٧^(٣) تلاه اصدار نظام شركات راس المال المغامر ١٤٣ لعام ٢٠١٨ وبالرغم من ان المشرع الاردني انتهج منهجه القانوني في اصدار نظام لراس المال المخاطر، الا ان الواقع العملي يبين ان شركات راس المال المخاطر في المملكة الاردنية الهاشمية لازالت غضة وغير ناضجة بالقدر الكافي ويمكن ان يكون سبب ذلك هو عدم وجود الاموال الكافية لإيجاد بناء متكامل لهذه الشركات وعدم وجود الدعم الحكومي سواء كان دعما ماديا او تحفيزيا من خلال تقديم التسهيلات والاعفاءات الضريبية^(٤).

(١) فدوى بوحناش، شركة الراسمال الاستثماري، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة الجزائر-كلية الحقوق، ٢٠١٢، ص٦٤.

(٢) المادة الرابعة من المرسوم التنفيذي الجزائري رقم ٠٨-٥٦ لسنة ٢٠٠٨.

(٣) نظام شركات رأس المال المغامر الاردني الملغي رقم ٣٤ لسنة ٢٠١٧.

(٤) د. سامي محمد الخرابشة، شركات راس المال المغامر كأداة قانونية لتحفيز الاستثمار، دراسة قانونية في ضوء قانون الشركات الاردني المعدل لسنة ٢٠١٧، بحث مقدم الى جامعة اليرموك، الاردن، ٢٠١٨، ص٨.

.....تدخل شركة رأس المال

كذلك نجحت المملكة العربية السعودية في الاستثمار عن طريق شركات رأس المال المخاطر حيث بدأ هذا النشاط ينهض في عام ٢٠١٠ وبدأ الواقع العملي يفرز مخاطر من مسرعات الاعمال وحاضنات الاعمال والمستثمرين الملائكيين^(١).

وفي عام ٢٠١٨ انطلقت (جمعية رأس المال الجريء والملكية الخاصة) للمساهمة في تعزيز نشاط رأس المال المخاطر وفي ذات السنة أطلقت (الشركة السعودية للاستثمار الجريء) التي دعمت صناديق عديدة لتمويل المشاريع الناشئة، وفي ٢٠١٩ انشئ (صندوق الاستثمارات العامة السعودي) وتعرف بشركة صندوق الصناديق، بينما شهد عام ٢٠٢٠ نجاحا لصفقات في الاستثمار المخاطر، وفي عام ٢٠٢١ اصدرت نموذج (مذكرة الشروط الأساسية)^(٢) بالتعاون بين (الشركة السعودية لمشاريع التكنولوجيا) للاستثمار المخاطر وشركة المحاماة الدولية والتي تضمنت اهم البنود الشائعة في مختلف البيئات التشريعية في منطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا^(٣).

بينما شهد عام ٢٠٢٢ اصدار نظام الشركات الجديد بموجب المرسوم الملكي رقم (م/١٣٢) حرصا من المشرع السعودي لوضع الاطار القانوني لشركات رأس المال المخاطر حيث ان من اهداف القانون (تسهيل جذب رؤوس الاموال وتوافر مصادر تمويل طويل الاجل باقل التكاليف خصوصا للشركات الصغيرة والمتوسطة وتيسير

(١) تعرف مسرعات الاعمال بانها برامج محدودة المدة تستثمر وتدعم عددا من المؤسسات الناشئة بهدف تسريع نموها، اما حاضنات الاعمال فقد جاءت فكرتها من فكرة الرعاية وذلك بتوفير مساعدة مؤقتة مبكرة وتتطلب شروط رقابية ومساعدة تقنية، يتبع المستثمر الملائكي نفس النهج الذي تتبعه شركة رأس المال المخاطر عدا عملية تجميع الاموال حيث ان طبيعته انه مستثمر ثري يرغب في استثمار امواله. انظر: د. محمد الشريف بن زوار واخرون، مرجع سابق، ص ٧٤.

(٢) وهي وثيقة اساسية تبنى عليها مفاوضات التمويل، انظر: تقرير جمعية رأس المال الجريء والملكية الخاصة السعودي، ٢٠٢٠، ص ٨.

(٣) هيئة السوق المالية السعودية، قصة السوق، توثيق مصور لتاريخ السوق المالية السعودية ١٩٢٦-٢٠٢٠، الطبعة الاولى، الرياض، ٢٠٢١، ص ٩٥ ومابعدها.

اسراء محمد رزاق الخفاجي / أ.م.د. هيفاء مزهر فلحي الساعدي.....

الاجراءات والمتطلبات النظامية لتحفيز بيئة الاعمال ودعم الاستثمار خصوصا الشركات الصغيرة والمتوسطة وراس المال الجريء^(١).

لذلك نرى واقع الاستثمار في المملكة العربية السعودية ومنذ ظهور راس المال المخاطر في اسواقه في تطور مستمر ونجاح مستمر ويمكن ان يكون سبب النجاح:

(١) التسهيلات الحكومية في تأسيس الشركات، والتحفيزات الضريبية، وتسهيل دخول الاموال وخروجها، تعتبر عوامل شجعت المستثمرين على الاستثمار عن طريق راس المال المخاطر في المملكة.

(٢) الاستقرار السياسي والاقتصادي والتشريعي شجع على جذب الاموال وتجميعها في شركات راس المال المخاطر.

(٣) وجود سوق لشركات راس المال المخاطر قوية وغير متذبذبة وقوة سوق الاوراق المالية الذي يُمكن شركات راس المال المخاطر من الخروج من المشاريع الممولة بعوائد عالية.

(٤) وجود الهدف الذي وجد من اجله نشاط راس المال المخاطر وهو الافكار الواعدة والمشاريع الناشئة ذات المخاطر الكبيرة واحتمالية تحقيق عوائد مستقبلية عالية.

ان رؤية المملكة العربية السعودية لعام ٢٠٣٠ من خلال تشجيع الاستثمار والعمل على الانتقال من الاعتماد على الاقتصاد من موارد النفط والمصادر الاخرى الى الاستثمار المخاطر وتحقيق ارباح راس مالية.

(١) مشروع نظام الشركات الجديد، وثيقة تعريفية.

.....تدخل شركة رأس المال

ويمكن ان نضيف تجارب لدول اخرى في هذا المجال، ففي تونس نجد ان التجربة التونسية مع شركات راس المال المخاطر في تطور حيث انها من اوائل التجارب في المنطقة العربية، فقد بادرت الحكومة التونسية بإنشاء صندوق عمومي لغرض تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة وكان اول صندوق (صندوق الترقية واللامركزية الصناعية) الذي طور عددا من المشاريع، تلى ذلك انشاء شركة المساهمة وترقية الاستثمار ثم اصدار اول قانون خاص بشركات راس المال المخاطر عام ١٩٩٥^(١)، حيث تضمن الى جانب شركات راس المال المتغير وراس المال الثابت انشاء شركة راس المال المخاطر، ثم شهد عام ١٩٩٩ انشاء صندوقين آخرين (صندوق الحث على الابتكار والتكنولوجيا وصندوق دعم التطوير الفلاحي)^(٢).

وفي المغرب انطلق نشاط شركات راس المال المخاطر عام ١٩٩٣ الا ان التقنين الفعلي كان عام ٢٠٠٦ وكان للجمعية المغربية للمستثمرين في راس المال اثرها الكبير في نشر ثقافة المخاطرة، ثم انشأ صندوق خاص بتمويل المشاريع في مرحلة النمو، ثم بدأ الدعم الحكومي من خلال انشاء صندوق الودائع والتمويل^(٣)، بالرغم من ان نشاط شركات راس المال المخاطر في المغرب في بدايته الا انه شهد نجاحا وتطورا كبيرا.

وفي جمهورية مصر العربية كان ظهور شركات راس المال المخاطر من خلال قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية بهذا تكون مصر سبقت دول اخرى في وضع الاطار القانوني لشركات راس المال المخاطر، كما نظم المشرع المصري نشاط

(١) نبيلة قدور وحزمة العرابي، التمويل برأس المال المخاطر واهم تجاربه في بعض دول العالم (الولايات المتحدة الامريكية، فرنسا، المملكة المتحدة، تونس، الجزائر)، بحث منشور في مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والادارية، العدد السابع، الجزائر، ص ٨٩٥.

(٢) سامية عبديش، شركات راس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة-كلية الحقوق، الجزائر، ٢٠١٤، ص ١٩.

(٣) انشأ بالشراكة مع البنك الاوربي للاستثمار ويرمي الى خلق صناديق جديدة للاستثمار في قطاعات السياحة والعقار انظر: سامية عبديش، مصدر سابق، ص ٢٢.

اسراء محمد رزاق الخفاجي / أ.م.د. هيفاء مزهر فلحي الساعدي.....

راس المال المخاطر عن طريق صناديق استثمار وهذه الصناديق قد تكون مغلقة وقد تكون مفتوحة^(١)، حيث نصت المادة ٢٧ من قانون سوق راس المال على نشاط راس المال المخاطر الباب الثالث الخاص بالشركات العاملة في مجال الاوراق المالية (تسري احكام هذا الباب على جميع الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية ويقصد بها الشركات التي تبشر نشاطا او اكثر من الانشطة التالية :.... ج) راس المال المخاطر^(٢).

وفي عام ٢٠٠٥ تم تأسيس الاتحاد العربي لراس المال المخاطر شارك فيه اكثر من ٣٥ شركة تعمل في نشاط راس المال المخاطر تمثل ٦ دول (مصر وتونس والسعودية والامارات والاردن والكويت)، وتم اختيار تونس لتكون المقر الاول لهذا الاتحاد كونها اول دولة عربية وضعت تنظيمًا قانونيًا لشركات راس المال المخاطر وكونها تضم ٢٥ شركة من نوع راس المال المخاطر وتتصدر الدول العربية في هذا النشاط^(٣).

كما انشأت الجمعية الخليجية لراس المال الجريء ومقرها في البحرين لمساعدة دول الخليج في ممارسة هذا النشاط وتقديم المساعدة اللازمة والتي تطلبها شركات رأس المال المخاطر.

(١) اشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الاموال في البورصة-صناديق الاستثمار-اسواق راس المال- الخطوات العملية-والثغرات القانونية، دار ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٨، ص ١٦٢.

(٢) المادة ٢٧ قانون سوق راس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥.

(٣) سندس حمادة القضاة، النظام القانوني لشركة راس المال المغامر وفق التشريع الاردني، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة مؤتة-كلية الدراسات العليا، الاردن، ٢٠٢٠، ص ١٤.

.....تدخل شركة رأس المال

المطلب الثاني: تعريف شركة رأس المال المخاطر

ان وضع تعريف لشركات راس المال المخاطر يتطلب بيان التعريف التشريعي ثم بيان الموقف الفقهي منه، لذلك سنقسمه كالآتي:

الفرع الأول: التعريف التشريعي

لم يتطرق المشرع العراقي الى تعريف لشركة رأس المال المخاطر كما لم ينظم تشريع خاص بهذه الشركة، بينما عرف في المادة ٩ / اولا من قانون الشركات النافذ شركات الاستثمار المالي بانها (شركة منظمة في العراق نشاطها الرئيسي فيه هو توجيه المدخرات نحو الاستثمار في الاوراق المالية العراقية بما في ذلك الاسهم والسندات وحوالات الخزينة والودائع الثابتة)^(١)، ان النشاط الذي عاجله المشرع في شركات الاستثمار المالي مشابه نوعا ما لنشاط شركة رأس المال المخاطر مع بعض الاختلافات في الموارد التالية:

(١) يعتمد تمويل شركة رأس المال المخاطر على المشاريع الصغيرة والمتوسطة والمشاريع المتعثرة ذات قابلية النمو العالية كالمشاريع التكنولوجية التي تمتاز بالمخاطر المرتفعة.

(٢) يرتبط التمويل برأس المال المخاطر بالمدة فهو تمويل متوسط الى طويل الاجل وبحسب حاجة المشروع له.

(٣) تعتبر شركة رأس المال المخاطر شريك مؤقت للمشروع الذي تموله فلا بد ان يتم الخروج عند نهاية مدة التمويل وبإحدى طرق الخروج المعروفة لذلك يعتبر شكلا من اشكال المشروع المشترك^(٢).

(٤) قد يكون تدخل شركة رأس المال المخاطر في حياة المشروع الممول عن طريق شراء اسهم المشروع (عن طريق اقتناءها حصص تأسيس او عن طريق تنازل

(١) انظر المادة ٩ / اولا من نظام شركات الاستثمار المالي رقم ٦ لسنة ٢٠١١.

(٢) الموسوي علي فوزي، وحسين ايمن حمزة. 2019. (أنواع المشروع المشترك. "مجلة العلوم القانونية

.168. /jols.v33is.168. doi.org/10.35246/ https:// 217-186 (4):33 ص ١٩٨.

اسهم شركة رأس مال مخاطر الى شركة رأس مال مخاطر اخرى عند انتقال المشروع الى مرحلة اخرى من حياته).

٥) غالبا ما تفضل شركة رأس المال المخاطر التمويل للمشاريع الناشئة وغير المدرجة في السوق المالي حيث تقوم الشركة بتقديم الدعم المادي والفني والتسويقي لها و عند دخولها في السوق المالي تتمكن شركة رأس المال المخاطر من بيع سهامها في المشروع عن طريق السوق المالي فيؤدي الى تحقيق عوائد مرتفعة تتحقق من القيمة المضافة للمشروع خلال فترة التمويل.

ومن ملاحظة نص المادة ٢٧ المتضمنة للانشطة المصرفية وفي الفقرة الثانية منها التي نصت على (يجوز للبنك المركزي العراقي ان يطلب من المصارف وحسب تقديره ورهنا بالشروط التي ينص عليها ان تمارس انشطة مصرفية معينة من خلال شركات تابعة ذات رأس مال مستقل تملكها هذه المصارف ملكية كاملة او تملك غالبية اسهمها) لذلك نعتقد ان العمل بنشاط رأس المال المخاطر ممكن ضمن احكام هذه الفقرة وذلك يتأسس (شركة رأس مال مخاطر تابعة لمصرف وبرأس مال مستقل) باعتباره من الانشطة المستقبلية^(١).

وبالعودة الى تعريف شركة الاستثمار المالي يتبين ان غرضها هو جمع الاموال من المستثمرين والمدخرين واستثمارها في اشكال متنوعة من اسهم وسندات وكذلك استثمار الاموال في شركات اخرى الذي اوضحته المادة السادسة/ ثالثا من نظام الاستثمار المالي رقم ٦ لسنة ٢٠١١ التي نصت (تمارس الشركة بموافقة البنك المركزي العراقي الاعمال الاتية:-... ثالثا- استثمار جزء من اموالها في شركات اخرى وفق احكام قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ وبنسبة لا تزيد على ١٠٪ عشرة من المئة من رأسها وفقا لأحكام امر سلطة الائتلاف المؤقتة (المنحلة) رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٤ (قانون المصارف)...

(١) انظر المادة ٢٧/٢ من قانون المصارف العراقي رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٤.

.....تدخل شركة رأس المال

نلاحظ ان النشاط اعلاه يتوافق مع نشاط شركات راس المال المخاطر وان نسبة المشاركة التي حددها المشرع هي لأجل توزيع وتقليل المخاطر وتنويع الاستثمار ولاجل الابتعاد عن التركيز الاقتصادي وبالتالي المحافظة على استمرار المنافسة^(١).

كما لم يضع المشرع الجزائري تعريفا في قانون رقم ٠٦-١١ لسنة ٢٠٠٦ المتعلق بشركة رأس المال الاستثماري في حين نص في المادة الثانية منه على (تهدف شركة رأس المال الاستثماري الى المشاركة في رأس مال الشركة وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من اموال خاصة او شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس او النمو او التحويل)^(٢)، ومن ملاحظة هدف الشركة يتبين انها شركة تؤسس لأجل تمويل المشاريع في مراحل مختلفة من حياة المشروع ومشاركة هذه المشاريع بتقديم حصص من اموالها مما يعني ان المشرع الجزائري ترك تعريف هذه الشركة الى الفقه واضعا نظاما قانونيا لها بموجب القانون اعلاه.

اما المشرع الاردني فقد عرفها في قانون الشركات ٢٢ لسنة ١٩٩٧ المعدل بموجب نظام شركات رأس المال المغامر (الشركات التي تؤسس بقصد الاستثمار المباشر او انشاء صناديق للمساهمة في رؤوس اموال الشركات ذات امكانية النمو العالية وغير المدرجة اسهمها في السوق المالي لقاء الحصول على عوائد عند بيع مساهمتها او حصصها في رأس مال الشركة المستثمر بها)^(٣) كما وضع شروطا للشركة في نظام شركات رأس المال المغامر رقم ١٤٣ لسنة ٢٠١٨ في المادة الرابعة منه التي نصت على (يشترط في الشركة ما يلي:

(١) عامر وأحمد ومحمد أكرم. 2022. (ضوابط الرقابة على تركيز الشركات (مجلة العلوم القانونية: (4) 36

.390. https://doi.org/10.35246/jols.v36i4.510. 386-419

(٢) المادة الثانية من قانون راس المال الاستثماري الجزائري رقم ٠٦-١١ لسنة ٢٠٠٦.

(٣) المادة السابعة الفقرة و/ ١ من قانون الشركات الاردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧.

اسراء محمد رزاق الخفاجي / أ.م.د. هيفاء مزهر فلحي الساعدي.....

أ) ان تكون غاياتها في الاستثمار المباشر او في إنشاء صناديق للمساهمة والاستثمار في رأس مال الشركات الصغيرة والمتوسطة ذات المخاطر المرتفعة وإمكانية النمو العالي.

ب) ان لا يكون استثمارها في الشركات المدرجة أسهمها في السوق المالي.

ج) ان لا تزيد نسبة مساهمتها في راس مال اي من الشركات المستثمر بها على ٥٠٪ من راس مالها المدفوع.

د) ان لا تزيد ملكيتها في اي من الشركات المستثمر بها على ٥١٪ من راس مال تلك الشركات).

ومن خلال ملاحظة المادة اعلاه لنا ان نتبين ان المشرع الاردني قد حدد الغاية منها كما حدد نسب مشاركة شركات راس المال المخاطر بالمشاريع الممولة^(١).

اما المشرع السعودي فقد عرف الشركة في المادة الثانية من نظام الشركات الجديد (الشركة كيان قانوني يؤسس وفقا لأحكام النظام بناء على عقد تأسيس او نظام اساس يلتزم بمقتضاه شخصان او اكثر بان يساهم كل منهم في مشروع يستهدف الربح بتقديم حصة من مال او عمل او منها معا لاقتسام ما ينشأ عن هذا المشروع من ربح او خسارة واستثناء من ذلك يجوز وفقا لأحكام النظام ان تؤسس الشركة بالإرادة المنفردة لشخص واحد ويجوز تأسيس شركات غير ربحية وفقا لما ورد في الباب السابع من النظام)^(٢).

(١) نظام شركات راس المال المغامر رقم ٣٤ لسنة ٢٠١٧ الملغي ونظام شركات راس المال المغامر رقم ١٤٣ لسنة ٢٠١٨ الصادر بموجب تعديل المادة ٧ فقرة و/ ٢ من قانون الشركات الاردني بالرقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧.

(٢) انظر: المادة الثانية من قانون الشركات السعودي الجديد الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/١٣٢ لسنة ٢٠٢٢.

.....تدخل شركة رأس المال

ونص كذلك في المادة الثالثة/ الفقرة ٤ من تنظيم الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة النافذ (العمل على تنويع مصادر الدعم المالي للمنشآت والتعاون مع الجهات العامة والخاصة الداعمة لها وتحفيز مبادرات قطاع راس المال الجريء)^(١).

بينما اشارت المادة التاسعة والعشرون من نظام صندوق الاستثمارات العامة السعودي النافذ (تخضع الشركات التي يؤسسها الصندوق في المملكة او يشارك في تاسيسها لنظام الشركات وللمجلس بقرار منه تضمين عقد التأسيس او نظام الشركة الاساس للشركات التي يملك الصندوق فيها نسبة اكبر من ٥٠٪ بعض الاستثناءات من احكام نظام الشركات ويكون الترخيص بتأسيس تلك الشركات بقرار من وزارة التجارة والاستثمار وفقا لنظام الشركات)^(٢).

كما ان اصدار المشرع السعودي لقانون الشركات واستحداث شركة المساهمة المبسطة والتي يمكن ان تؤسس من شخص واحد يؤكد التحفيز التي انتهجها المشرع لتشجيع تأسيس هذا النوع من الشركات فقد نص عليها في الباب الخامس من القانون وتضمن احكام مبسطة خالية من التعقيد، كما نلاحظ المادة ١٥١ من القانون الجديد اجاز ان ينص نظام الشركة الاساس على قيود على التصرف في السهم فنصت (يجوز ان ينص في نظام الشركة الاساس على قيود على التصرف في الاسهم تتعلق بالاتي:

- أ) حضر التصرف فيها لمدة لا تتجاوز (عشر) سنوات من تاريخ اصدارها ويجوز تمديد هذه المدة باجماع المساهمين.
- ب) اشتراط موافقة الشركة او المساهمين قبل التصرف فيها.

(١) انظر: المادة الثالثة الفقرة ٤ من تنظيم الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة السعودي النافذ الصادر بموجب قرار مجلس الوزراء رقم ٣٠١ لسنة ٢٠١٦.

(٢) انظر: المادة التاسعة والعشرون من نظام صندوق الاستثمارات العامة السعودي النافذ الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم ٩٢ لسنة ٢٠١٩.

ويعد باطلا كل تصرف في الاسهم يقع بالمخالفة لتلك القيود^(١).

لذلك فان المشرع السعودي انتهج منهج التشريعات الاخرى حيث انه لم يضع تعريفا لشركات رأس المال المخاطر وانما نص عليها ضمن قانون الشركات وحدد تنظيمها القانوني كونه اخضعها لقانون الشركات كما انه استحدث شركة تتلاءم مع التحفيزات التي تتطلبها شركات رأس المال المخاطر كما نلاحظ انه سمح ان يكون التمويل برأس المال المخاطر عن طريق تأسيس صندوق لهذا الغرض كما أوضحته المادة ٢٩ أعلاه.

ومن ملاحظة التعريف الوارد في القوانين الأخرى، نجد ان القانون الأمريكي ذهب الى وضع تعريف لشركة الاستثمار المالي في قانون شركات الاستثمار لسنة ١٩٤٠ (هي الانخراط او الدخول في مجال الاستثمار او اعادة الاستثمار او المتاجرة بالاوراق المالية كما تهدف الى الدخول في الاعمال التجارية التي تصدر وثائق صناديق الاستثمار كما تقوم بالدخول في الاستثمار او اعادة الاستثمار او التملك او الحيازة او التداول في الاوراق المالية)^(٢).

ايضا وردت هذه الشركة من قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ضمن الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية^(٣)، كما تضمنت المادة ٣٥ منه على انشاء

(١) انظر: المادة ١٥١ من قانون الشركات السعودي الجديد رقم م/ ١٣٢ لسنة ٢٠٢٢.

(٢) د.علي ماهر محمد المغازي، مصدر سابق، ص ١٢٠.

(٣) نصت المادة ٢٧ من قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ (تسري احكام هذا الباب على جميع الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية ويقصد بها الشركات التي تبشر نشاطا او اكثر من الانشطة التالية: أ-ترويج وتغطية الاكتتاب في الاوراق المالية. ب-الاشترك في تأسيس الشركات التي تصدر اوراقا مالية او في زيادة رؤوس اموالها. ج-راس المال المخاطر. د- المقاصة والتسوية في معاملات الاوراق المالي. هـ- تكوين وادارة محافظ الاوراق المالية وصناديق الاستثمار. و- السمسرة في الاوراق المالية....)، كما تضمنت المادة ٣٥ منه (يجوز انشاء صناديق استثمار تهدف الى استثمار المدخرات في الاوراق المالية في الحدود ووفقا للاوضاع التي تبينها اللائحة لمجلس ادارة الهيئة ان يرخص للصندوق

.....تدخل شركة رأس المال

صناديق استثمار المدخرات في الاوراق المالية وفقا للاوضاع التي تبينها اللائحة التنفيذية، لذلك يكون المشرع المصري قد ضمن نشاط راس المال المخاطر سواء كان بصورة شركة او بصورة صندوق الا انه لم يورد تعريف لها ضمن احكامه تاركا ذلك الى الفقه^(١).

بينما ورد تعريف لصندوق الاستثمار ضمن اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٢٠١٠/٧ بشأن هيئة اسواق المال وتنظيم نشاط الاوراق المالية الكويتي بانه (نظام استثمار جماعي يهدف الى تجميع الاموال من المستثمرين بغرض استثمارها نيابة عنهم في المجالات المختلفة وفقا لاصول الادارة والمهنية للاستثمار الجماعي ويقوم مدير صندوق الاستثمار بادارة الصندوق نظير رسوم محددة)^(٢).

نلاحظ ان التعريف الوارد في التشريع الكويتي لصندوق الاستثمار لم يقتصر الاستثمار بالاوراق المالية وانما شمل الاستثمار في كافة ادوات الاستثمار لذلك فانه اخذ بالمعنى الواسع للاستثمار.

اما موقف التشريعات من مراحل التمويل اي مراحل التدخل في المشروع الممول وهي (تمويل النشأة، تمويل النمو، تمويل التوسع، تمويل التنمية) فقد اتجهت التشريعات بشأنه اتجاهاين:

بالتعامل في القيم المالية المنقولة الاخرى او في غيرها من مجالات الاستثمار طبقا للقواعد والشروط التي تحددها اللائحة التنفيذية ويجب ان يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة المساهمة براس مال نقدي وان تكون اغلبية اعضاء مجلس ادارته من غير المساهمين فيه او المتعاملين معه او ممن تربطهم به علاقة او مصلحة وعلى الصندوق ان يعهد بادارة نشاطه الى احدى الجهات المتخصصة وفقا لما تحدده اللائحة التنفيذية).

(١) رسل جعفر جاسم، ترخيص شركات الاستثمار المالي من قبل البنك المركزي، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة بغداد - كلية القانون، ٢٠٢٠، ص ٨.

(٢) اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٢٠١٠/٧ الكويتي بشأن انشاء هيئة اسواق المال وتنظيم نشاط الاوراق المالية.

الاتجاه الاول

الاتجاه الواسع : اعتبر هذا الاتجاه ان جميع المراحل يختص بها نشاط رأس المال المخاطر كون المخاطر تواجه التمويلات جميعها وان الاستراتيجية المتبعة لهذا النشاط لا تختلف في جميع المراحل ومن التشريعات التي اخذت بالمعنى الواسع لنشاط رأس المال المخاطر التشريع الاردني^(١).

الاتجاه الثاني

الاتجاه الضيق : اتخذت بعض التشريعات موقفاً يختلف عن موقف الاتجاه الاول وهو عدم شمول جميع مراحل التمويل بهذا النشاط واعتبرت ان نشاط رأس المال المخاطر يشمل المرحلة الاولى من حياة المشروع فقط اما باقي مراحل حياة المشروع فان النشاط المختص بها هو نشاط رأس المال الاستثماري كما في التشريع الجزائري^(٢).

الفرع الثاني: التعريف الفقهي

ان ظهور شركات رأس المال المخاطر بشكله التنظيمي كان بعد الحرب العالمية الثانية وبدأ في الدول المتقدمة وبالتحديد الولايات المتحدة الامريكية ثم انتقل الى دول الشرق الاوسط فاختلقت التعاريف التي وضعت لها كلا حسب اطاره ومفهومه محاولين جميعا وضع تعريف يتناسب مع نشاطها، فقد عرفته الجمعية الامريكية لرأس المال المخاطر (NVCA) (الاموال التي يمنحها اشخاص متخصصون للمؤسسات الناشئة ذات القدرة العالية على الابتكار وقادرة على النمو بسرعة)^(٣).

(١) د.سامي محمد الخرابشة، التنظيم القانوني لاعادة هيكلة الشركات المساهمة العامة- دراسة مقارنة، الطبعة الاولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٨، ص ١٠٠.

(٢) انظر: المادة ٤ من قانون شركات رأس المال الاستثماري الجزائري رقم ٠٦-١١ لسنة ٢٠٠٦.

(٣) <https://NVCA.org/> تاريخ الزيارة ١٥/٤/٢٠٢٣.

.....تدخل شركة رأس المال

ان اهم ما يميز التعريف اعلاه انه جعل من التمويل مختص بالمشاريع الناشئة التي لها قدرة عالية على النمو، كما انه ابرز جانب اخر من نشاط رأس المال المخاطر وهو التخصص الذي تتمتع به شركة رأس المال المخاطر، الا انه في الوقت ذاته خلط بين التمويل الممنوح من الافراد (ملائكة الاعمال) وبين التمويل الممنوح من شركة رأس المال المخاطر بذكره اشخاص متخصصون اي انه اطلق الشخص سواء كان شخصا طبيعيا او معنويا اضافة الى عدم بيان المدة التي يرتبط بها التمويل والمراحل التي يختصها كما لم يتضمن الاشارة الى مرحلة الخروج من التمويل والمتابعة اثناء التمويل وبهذا يكون التعريف اعلاه عرفه من الجانب الاقتصادي بذكر الاموال واهمل الخصائص الاخرى.

كما عرفته الجمعية الاوربية لرأس المال المخاطر (EVCA) (كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعه تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل او التاكيد من استرداد رأس المال في تاريخ محدد املا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات)^(١).

يتميز التعريف اعلاه انه كان اوضح من التعريف السابق في وضع مفهوم لنشاط رأس المال المخاطر من ناحية المدة والخروج، الا انه يؤخذ على هذا التعريف انه اعتبر شركة رأس المال المخاطر كوسيط مالي في حين ان دخول الشركة في المشروع الممول يكون على أساس المشاركة فانها تحصل على العوائد عند نهاية مدة التمويل عند نجاح المشروع الممول وتحمل الخسائر بمقدار مساهمتها فيه.

كما عرفه جانب اخر بأنه (آلية مبتكرة لتمويل المشاريع الصغيرة الناشئة والعالية المخاطرة وبموجب هذا التمويل تشارك الشركات الكبيرة في جزء من ملكية المشروع الممول حيث ان رأس المال المخاطر مستعد لتقبل درجة عالية من المخاطر).

(١) <https://EVCA.org/> تاريخ الزيارة ١٥/٤/٢٠٢٣.

جاء التعريف متضمنا اسلوب التمويل في المشاركة معتمدا على المشاريع الصغيرة والناشئة عالية المخاطر كمحل للتمويل مما يعني ان التعريف اعلاه اخذ بالمعنى الضيق لتفسير نشاط رأس المال المخاطر كونه اهمل المشاريع المتعثرة والمشاريع في مرحلة التوسع، كما انه لم يوضح اقتران التمويل بالمدة والخروج من المشروع الممول، كما ان شركات رأس المال المخاطر تقوم بمتابعة المشاريع خلال فترة التمويل ولم يبين التعريف هذه الخصيصة بالاضافة الى لزوم حصول الشركة على الترخيص من الجهة المختصة لمزاولة النشاط.

ويعرف ايضا (انه شكل من اشكال الاستثمار برأس المال الاستثماري وتمثل تقنية أكثر تنظيما لتوفير^(١) رأس مال الشركات الناشئة مع نمو مرتقب مرتفع فهو عبارة عن بديل جديد لتمويل المشاريع الاستثمارية حيث لا يقوم على تقديم الاموال فحسب بل يقوم على اساس المشاركة). بالرغم من ان هذا التعريف جاء اكثر انسجاما مع نشاط رأس المال المخاطر الا انه كذلك اهمل جانب من قواعده من ناحية خروج الشركة من المشروع، وكذلك ان نشاط راس المال المخاطر لا ينطوي فقط على الجانب المادي وانما يتضمن الجانب الفني والتسويقي وتقديم الخبرة والمشورة للمشروع الممول.

وبالعودة الى الفقه العراقي، يعرفها البعض بانها (مؤسسة مالية تأخذ شكل شركة مساهمة تقوم بدور الوسيط بين المدخرين والمشاريع الصناعية والتجارية وتعمل على تكوين محفظة من الأوراق المالية وادارتها وفقا لمبدأ توزيع المخاطر)^(٢).

(١) بارك نعيمة وآخرون، ترقية دور مؤسسات راس المال المخاطر في الجزائر كضرورة حتمية للاتجاه نحو تمويل متنوع، بحث منشور في حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، مجلد ٠٨ العدد ٢، ٢٠٢١، ص٤٣.

(٢) تعرف المحفظة المالية بانها مجموعة من الاستثمارات في العقارات والمنقولات والاوراق المالية تهدف الى تحقيق اعلى عائد ممكن عند مستوى معين من المخاطر التي يقبل المستثمر تحملها، انظر: د. علي فوزي ابراهيم الموسوي، النظام القانوني لادارة محفظة الاوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨، ص١٣.

.....تدخل شركة رأس المال

وعرفها البعض الآخر (هي شركات مساهمة ذات نشاط مالي واستثماري ورأس مال محدد بحد أدنى تنشأ عن طريق عقد لتأسيسها يوجد لها شخصية معنوية وذمة مالية مستقلة تستطيع بموجبا ان تمارس نشاطها الرئيسي وليس الوحيد وهو تكوين وادارة حافظة اوراق مالية وتحملها المخاطر الناجمة عن هذا النشاط وفق الحدود والضوابط المنصوصة قانونا).

كما عرف البعض الآخر نشاط رأس المال المخاطر بانه (المخاطرة التي يقوم بها المستثمرون في رأس المال الذين يصبحون مساهمين في شركة غير مدرجة في البورصة وتكون هذه المساهمة مقدرة بنسبة معينة من رأس مال المؤسسة المستفيدة ولمدة محدودة من الزمن تتراوح من ٥ سنوات الى ١٠ سنوات حيث انهم لا يشاركون بإدارة الشركة لكن يساعدون بكفاءتهم التقنية في تسييرها ويمارسون مراقبة مهمة نوعا ما من اجل تحقيق قيمة مضافة نتيجة التنازل عن اسهمهم).

مع ملاحظة التعاريف نجدنا جمعت جوانب نشاط راس المال المخاطر وتدخله في حياة المشروع، حيث ان المستثمرين في التعريف اعلاه قد يكونون اشخاص طبيعيين (فردا)^(١) او اشخاص معنويين (شركة)، بينما نجد من يعرف نشاط رأس المال المخاطر بأنه (شكل من اشكال رأس المال الاستثماري وتمثل تقنية أكثر تنظيما لتوفير رأس المال للشركات الناشئة مع نمو مرتقب مرتفع)، ويعرف نشاط رأس المال المخاطر (عبارة عن بديل جديد لتمويل المشاريع الاستثمارية حيث لا يقوم على تقديم الأموال وحسب بل يقوم على اساس المشاركة).

تعددت التعاريف ومنهم من اعتبر تمويل المشاريع الاستثمارية هو الأساس الذي تقوم عليه شركات رأس المال المخاطر ويكون التمويل للمشاريع الصغيرة والمتوسطة بعد إنشائها ويتدخل رأس المال المخاطر عن طريق المساهمة برأس المال وتقديم الخبرة

(١) يطلق مصطلح ملائكة الاعمال على الاشخاص الاثرياء الذين يقدمون مساهمات مالية على شكل حصص للمؤسسات الناشئة، انظر: د. محمد الشريف بن زوار واخرون، مصدر سابق، ص ٧٣.

اسراء محمد رزاق الخفاجي / أ.م.د. هيفاء مزهر فلحي الساعدي.....

والمشورة والدعم التسويقي ومتابعة عمل شركات رأس المال المخاطر، حيث نجد إن أهم ما يميز عملها هو الرقابة على المشاريع الممولة وتيسير الاستثمار^(١).

لذلك يمكن ان نتبين مفهوما جامعا لكل ما تقدم بانه استثمار مقترن بدرجة عالية من الخطورة يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المشروع الممول بالتمويل اللازم والمهارات الادارية والتسويقية لتحقيق ارباح عالية على المدى البعيد للتمويل وغالبا ما يكون الاستثمار في المشاريع التكنولوجيا عالية الخطورة وغير المدرجة في البورصة، وتتميز شركات راس المال المخاطر بتنوع اشكال تدخلها في مراحل حياة المشروع.

مما تقدم نرى ان التعدد في تعاريف شركات رأس المال المخاطر بسبب ان كل فقيه ينظر اليه من زاوية تختلف عن الاخر، لذا يمكننا وضع تعريف لشركات راس المال المخاطر (هي الشركات التي تؤسس لغرض تمويل المشاريع الواعدة او المتعثرة ذات المخاطر العالية وامكانية نمو مرتفعة من خلال المساهمة وتقديم الدعم المالي والفني والتسويقي لمدة محددة طويلة الاجل غالبا، تمويلا مرحليا للمشاريع غير المدرجة في السوق المالي وفق ترخيص من الجهة المعنية، لتتحصل على العوائد من خلال الخروج من المشروع الممول عند نهاية مدة التمويل)، اما نشاط رأس المال المخاطر فيمكن وضع تعريف مناسب له وكالاتي: (عبارة عن تقنية مالية تبنى على اساس تعاقدى لتمويل مشاريع صغيرة ومتوسطة او متعثرة ذات مخاطر عالية وامكانية نمو مرتفعه عن طريق المساهمة في المشروع تمويلا مرحليا مع اضافة قيمة للمشاريع بالمتابعة والدعم والاشراف وتحصيل العوائد عند نهاية مدة التمويل).

(١) د. محمد الشريف بن زوار، د. احلام بوقفة، د. محمد براق، مصدر سابق، ص ٢٦.

«المبحث الثاني»

ماهية المشروع الممول برأس المال المخاطر ومراحل تمويله

لا يمكن لشركة رأس المال المخاطر ان تمول جميع المشاريع التي تتقدم بطلباتها للتمويل، حيث ان الشركة تتقي من هذه المشاريع ما ينسجم مع طبيعة نشاطها في المخاطرة فتختار المشروع الذي تدخل فيه بسهولة وتخرج منه بسهولة ايضا ويمتاز بإمكانية نمو مرتفعة كمشاريع التكنولوجيا والمشاريع الطبية، لذلك يتطلب معرفة شكل المشروع الذي تموله الشركة، وتحديد نطاق التمويل برأس المال المخاطر الذي يعتبر امر في غاية الاهمية للحفاظ على مساهمتها فيه، ولان الشركة تقوم بالتمويل على مراحل لذلك ينبغي بيان مراحل التمويل وللمبحث بتفصيل اكثر حول المحاور اعلاه سنقسمها الى الفروع التالية:

المطلب الأول: ماهية المشروع الممول برأس المال المخاطر

عند البحث في القوانين محل المقارنة لم نجد ما يشير الى النص عن شكل المشروع الذي تموله شركة رأس المال المخاطر، لذلك يكون المشرع قد فسح المجال امام مختلف المشاريع لطلب التمويل، وفي المقابل جعل الاختيار لشركة رأس المال المخاطر باختيار الانسب لها والذي يتلاءم مع نشاطها.

ابتداء ذكر المشرع العراقي عند تحديد نشاط شركات الاستثمار المالي في المادة ٦ فقرة ثالثا (...للشركة ان تستثمر اموالها في شركات اخرى...)، أي انه وضع تحديدا للمشروع بانه عبارة عن شركة ولم يحدد شكل الشركة.

وايضا عند تنظيمه تعليمات تنظيم عمل شركات تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة رقم ٣ لسنة ٢٠١٠ بالاستناد الى احكام الفقرة ٦ من المادة ٣ والفقرة ١ من المادة ١٠٤ من قانون المصارف العراقي النافذ نلاحظ انه نظم في المادة الاولى من التعليمات جواز تأسيس شركة مساهمة لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة التي تؤسس وفق احكام قانون الشركات مما يعني ان المشاريع عبارة عن شركة (كونها تؤسس وفق احكام قانون الشركات) الا انه لم يبين شكل الشركة^(١).

بينما لم يتضمن قانون شركة رأس المال الاستثماري الجزائري رقم ١١-٠٦ شكل معين للمشروع الذي تموله الشركة، الا انه بين في المادة الثانية من القانون اعلاه ان يكون هدف الشركة (تمويل مؤسسة) مع ذكر مراحل التمويل أي وصف المشروع الممول بالمؤسسة، كما بين في ذات المادة ان تدخل الشركة في المشروع يكون عن طريق المشاركة في رأس المال^(٢)، لذا نلاحظ ان المشرع الجزائري ترك تحديد شكل المشروع ومرحلة تمويلها الى ما ينسجم مع نشاط شركة رأس المال المخاطر وحاجة المشروع للتمويل، وان استعمال لفظ مؤسسة يكون قد وضع مفهوم للمشروع بمعناه الواسع.

اما المشرع الاردني فقد حدد في نظام شركات رأس المال المغامر رقم ١٤٣ لسنة ٢٠١٨ المادة ٤ منه شروط المشروع الذي تموله الشركة وتضمن ان يكون نشاطها محدود بتمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة غير المدرجة في السوق المالي، ولم يشتر في

(١) نصت المادة الاولى من تعليمات تنظيم عمل شركات تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة رقم ٣ لسنة ٢٠١٠ استنادا الى احكام الفقرة ٦ من المادة ٣ و١ من المادة ١٠٤ من قانون المصارف رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٤ وقرار مجلس ادارة هذا البنك بجلسته المرقمة ١٤٦١ والمنعقدة بتاريخ ٢٩ و٣٠/٧/٢٠١٠ على ما يلي: (يجوز تأسيس شركات مساهمة او محدودة المسؤولية لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة تؤسس وفق احكام قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧).

(٢) نصت المادة ٢ من قانون شركات رأس المال الاستثماري الجزائري رقم ١١-٠٦ لسنة ٢٠٠٦ (تهدف شركة رأس المال الاستثماري الى المشاركة رأس مال الشركة وفي كل عملية تتمثل بتقديم حصص من اموال خاصة او شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس او النمو او التحويل او الخصخصة).

.....تدخل شركة رأس المال

أي مادة أخرى من النظام الى شكل شركة المشروع الذي تموله شركة رأس المال المخاطر^(١)، مما يعني ان المشرع الاردني اخذ بالمفهوم الضيق للمشروع.

بينما ترك المشرع السعودي تحديد مفهوم المشروع الممول وتعامل مع نشاط رأس المال المخاطر كتقنية تمويلية لها الحرية الكاملة في انتقاء المشروع الذي تموله وهو ما تضمنه قانون الشركات الجديد في نظرة شاملة للسوق وحاجته التمويلية والذي نلمسه بوضوح من التسهيلات والتحفيزات التي تضمنها هذا القانون من خلال:

- (١) عدم الزام الشركات الصغيرة والمتناهية الصغر بتعيين مراجع حسابات^(٢).
- (٢) تسهيل الفرص التمويلية بتنظيم احكام تسمح بتحول ادوات الدين او الصكوك التمويلية الى اسهم عند تحقق شروط معينة او مرور فترة زمنية^(٣).

نستنتج مما سبق ان التشريعات اعلاه اتفقت على ان المشروع الممول هو شركة بينما ذهب المشرع الجزائري الى اعتباره مؤسسة والتي عرفها في المادة ٣ من القانون رقم ١٢-٠٨ بانها (كل شخص طبيعي او معنوي ايا كانت طبيعته يمارس بصفة دائمة نشاطات الانتاج او التوزيع او الخدمات او الاستيراد)^(٤).

ولان عملية اختيار المشروع الذي تموله الشركة يعتبر من الامور المعقدة نظرا للمخاطرة المحيطة بهذا التمويل لذلك نرى ان التشريعات حسنا فعلت عند عدم تحديد شكل معين للمشروع حتى يتمكن المشروع من اخذ الشكل الذي يلائمه وكذلك

(١) نصت المادة الرابعة فقرة أ و فقرة ب من نظام شركات رأس المال المغامر الاردني النافذ رقم ١٤٣ لسنة ٢٠١٨ على (يشترط في الشركة ما يلي : أ- ان تكون غاياتها الاستثمار المباشر او في انشاء صناديق مساهمة والاستثمار في راس مال الشركات الصغيرة والمتوسطة ذات المخاطر المرتفعة وامكانيات النمو العاليي.
ب- ان لا يكون استثمارها في الشركات المدرجة اسهمها في السوق المالي...).

(٢) انظر المادة ١٩ من نظام الشركات السعودي رقم م/ ١١٣٢ لسنة ٢٠٢٢.

(٣) انظر المادة ١١٧ من نظام الشركات السعودي رقم م/ ١٣٢ لسنة ٢٠٢٢.

(٤) انظر المادة ٣ من قانون رقم ١٢-٠٨ لسنة ٢٠٠٨ الجزائري المتعلق بالمنافسة.

اسراء محمد رزاق الخفاجي / أ.م.د. هيفاء مزهر فلحي الساعدي.....

بالنسبة للشركة في اختيار المشروع الذي يناسب توجهاتها لا سيما وان بعض الشركات قد تخصصت في تمويل قطاع معين او تمويل مرحلة معينة من المشروع.

اما نطاق التمويل برأس المال المخاطر، حيث تتقدم المشاريع بطلباتها للتمويل الى شركة رأس المال المخاطر^(١)، الا ان ليس كل المشاريع تصلح ان تكون محلا للتمويل برأس المال المخاطر، وقد عرفنا سابقا ان المشروع عبارة عن شركة، وان شركة رأس المال المخاطر تدخل فيه عن طريق المساهمة، لذلك فان المشاريع التي تفضل شركة رأس المال المخاطر التمويل والتدخل فيها هي شركات الاموال، وذلك بسبب الخصائص التي تتوفر فيها والتي تمكنها من التدخل والخروج بسهولة فتتطابق خصائص هذه الشركة مع نشاط شركة رأس المال المخاطر، وبالمقابل يتعارض نشاط شركة رأس المال المخاطر مع شركات الاشخاص، فتدخل الشركة كممول للمشروع لمدة محددة ثم الخروج يتطلب مرونة عند التنازل او بيع الحصص الذي يصعب في شركة الاشخاص.

كما ان الشركة تتدخل في المشروع الممول كشريك محدود المسؤولية فهي لا تتحمل الخسائر الا بمقدار مساهمتها في المشروع، لذلك فان المشروع الذي تموله الشركة ينبغي ان يتخذ شكل شركة اموال وليس شكل شركة اشخاص^(٢).

وبالرغم من عدم وجود تشريع وفق احكام القانون العراقي لشركة رأس المال المخاطر الا ان هناك مبادرات من البنك المركزي العراقي بتمويل المشاريع الناشئة وبقروض ميسرة مما يعني ان السياسة الاقتصادية في العراق اتجهت الى تشجيع المشاريع

(١) يمكن للمشروع ان يقدم طلب التمويل بصورة مباشرة عن طريق ارسال خطة العمل الى شركة رأس المال المخاطر بشكل يدوي او بشكل الكتروني، كما يمكن للشركة ان تسوق نشاطها من خلال علاقاتها العامة ونشاطها في السوق فتقوم بالبحث عن المشروع المناسب للتمويل، ويمكنها ذلك (أي البحث عن المشروع) من خلال شبكة الانترنت او من خلال تقارير الشركات التي بحاجة الى تطوير.

(٢) نصت المادة الاولى من تعليمات تنظيم عمل شركات المشاريع الصغيرة والمتوسطة بالرقم ٣ لسنة ٢٠١٠ (يجوز تأسيس شركات مساهمة او محدودة المسؤولية لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة تؤسس وفق احكام قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧).

.....تدخل شركة رأس المال

الناشئة والافكار الابتكارية وفي هذا الخصوص التقى رواد الاعمال والخبراء والمستثمرون في المؤتمر العالمي لريادة الاعمال في الرياض والتي انضم اليها العراق عام ٢٠٢٢^(١).

كما ان تطابق وانسجام خصائص شركة رأس المال المخاطر مع شركات الاموال جعل الشركات في الجزائر تفضل المساهمة فيها، وان تشجيع الاستثمار في المشاريع الصغيرة والمتوسطة دفع الشركات الى الاستثمار فيها شرط تحقق متطلبات شركة رأس المال المخاطر من امكانية النمو المرتفعة، ولان التمويل يقترن بالمددة التي غالبا ماتكون طويلة، فان ذلك يجعل من شركة رأس المال المخاطر تختار من هذه المشاريع من تتحقق فيه معايير معينة تؤيد سرعة نموه والتأكد من صحتها عن طريق خبراء اكفاء من العاملين في شركة رأس المال المخاطر، ومن الشركات التي تأسست في الجزائر كشركة لممارسة نشاط رأس مال مخاطر هي الشركة الجزائرية للاستثمار وشركة فينالب والتي خُصصت لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة بموجب اتفاق بينها وبين وزير المالية الجزائري^(٢).

بينما حدد المشرع الاردني نطاق التمويل لشركة رأس المال المخاطر من خلال وضع شروطا عند ممارسة نشاطها في التمويل في المادة الرابعة بفقراتها أ و ب من نظام رأس المال المغامر رقم ١٤٣ لسنة^(٣) ٢٠١٨.

(١) <https://www.alarabiya.net/aswaq/economy/2022/03/26> تاريخ الزيارة

٢٠٢٣/١/١٥

(٢) فدوى بوحناش، مصدر سابق، ص ٧١.

(٣) نصت المادة الرابعة من نظام رأس المال المغامر الاردني رقم ١٤٣ لسنة ٢٠١٤ على ما يلي (يشترط في الشركة ما يلي: أ- ان تكون غاياتها في الاستثمار المباشر او في انشاء صناديق للمساهمة والاستثمار في رأسمال الشركات الصغيرة والمتوسطة ذات المخاطر المرتفعة وامكانية النم و العالية. ب- ان لا يكون استثمارها في الشركات المدرجة اسهمها في السوق المالي....).

اسراء محمد رزاق الخفاجي / أ.م.د. هيفاء مزهر فلحي الساعدي.....

وبذلك يكون المشرع الاردني قد حدد نطاق المشروع الممول برأس المال المخاطر بما يلي:

- (١) ان يتخذ شكل شركة.
- (٢) ان يكون مشروعاً صغيراً او متوسطاً.
- (٣) ان لا يكون مدرجاً في السوق المالي.

وكما تصدرت المشاريع الناشئة منصة التمويل في المملكة العربية السعودية برأس المال المخاطر، حيث تفضل هذه الشركات في المملكة المشاريع الناشئة والافكار الابداعية لمخاطرها العالية وامكانية النمو المرتفعة، فنظرة التفاضل لهذه المشاريع هي من دفعت الشركات لرفدها بالأموال التي غالباً ما تكون اموالاً ضخمة، لذلك يعتبر سوق رأس المال المخاطر في السعودية سوقاً نشطاً ظهرت فيه العديد من المشاريع التي نمت بصورة سريعة ودخلت اسهمها في السوق المالي وحققت الارباح العالية، ومن الامثلة على المشاريع التي تم تمويلها برأس المال المخاطر وخلال فترة قصيرة جداً حققت انتقالاً من مرحلة الى اخرى بنجاح (تطبيق ساري)^(١).

لذلك فان الاعتبار المالي الذي تقوم عليه شركات الاموال يرتب مجموعة من النتائج التي تتفق مع الية التمويل ومرحلته ويمكن ان نوضحها بالنقاط التالية:

- (١) ان الاعتبار الشخصي في شركات الاشخاص لا يسمح بالحصص بالتداول بينما يمكن ذلك في شركات الاموال فيحقق لشركة الاموال اصدار حصص قابلة للتداول فيجوز التنازل عن هذه الحصص للغير وان هذه القابلية للتداول في شركات الاموال تسهل لشركة رأس المال المخاطر التدخل لتمويل المشروع كما تسهل ايضا الخروج منه بينما اذا كان التدخل في شركات الاشخاص فانه

(١) ساري منصة تسوق الكترونية مخصصة لقطاع الاعمال تربط المنشآت الصغيرة بشبكة من التجار والموزعين من سوق الجملة تأسست عام ٢٠١٨، انظر: <https://apps.apple.com/sa/app> تاريخ الزيارة ١٥/١/٢٠٢٣.

.....تدخل شركة رأس المال

يتطلب الحصول على موافقة جميع الشركاء عند التدخل وعند الخروج مما يشكل عائقا كبيرا امام الشركة في ممارسة نشاطها^(١).

(٢) عند وفاة الشريك في المشروع الممول المتخذ شكل شركة اشخاص او منعه من ممارسة التجارة او الحجر عليه يؤدي في بعض الحالات الى حل الشركة وان هذا الحل ليس في مصلحة شركة رأس المال المخاطر حيث ان من مصلحتها استمرار المشروع الممول في نشاطه وان الحل المبكر للمشروع يكبد شركة رأس المال المخاطر خسائر وعدم تمكنها من تحقيق الفائض مع ملاحظة ان مدة التمويل قد تطول وبذلك يصعب تحقيق الفائض مع وقوع الخسارة.

(٣) محدودية المسؤولية في شركات الاموال حيث ان الشركاء تكون مسؤوليتهم في حدود الاسهم التي اكتتبوا بها بعكس شركات الاشخاص التي تكون مسؤوليتهم فيها تضامنية، لذلك فان تدخل شركة رأس المال المخاطر في شركة الاموال تكون فيه مسؤوليتهم محدودة بقيمة الاسهم التي ساهموا بها دون ان تتعداها^(٢).

ان طبيعة شركات الاموال (كالشركة المساهمة والشركة محدودة المسؤولية) وخصائصها تتفق مع نشاط رأس المال المخاطر وتمكنه من تحقيق اهدافه في الوصول الى الارباح والعوائد العالية.

اما فيما يخص شركة التوصية بالاسهم التي ينقسم فيها المساهمين الى فئتين احدهما فئة الشركاء المتضامنين والفئة الثانية هم الشركاء محدوددي المسؤولية فشركة التوصية بالاسهم هي (عبارة عن شركة مساهمة بالنسبة للشركاء الموصيين وشركة تضامن

(١) د. سامي عبد الباقي ابو صالح، الشركات التجارية، دون مكان نشر، ٢٠١٣، ص ١٤٤.

(٢) د. سامي عبد الباقي ابو صالح، مصدر سابق، ص ٢٠٧.

اسراء محمد رزاق الخفاجي / أ.م.د. هيفاء مزهر فلحي الساعدي.....

بالنسبة للشركاء المتضامنين)، لذلك يمكن لشركة رأس المال المخاطر ان تتدخل بصفة شريك موصي محدود المسؤولية^(١).

عليه يمكن القول، ان المشاريع الناشئة والمشاريع الصغيرة والمتوسطة خصتها التشريعات بتنظيمات ومواد قانونية فزاد الاهتمام بها، وكثيرا ما تحولت الاعمال الصغيرة هذه الى مشاريع كبيرة بسبب التمويل من قبل هذه الشركات حيث انه تمويل طويل الاجل، يُمكن هذه المشاريع من استخدام الارباح المتراكمة بسبب طول فترة التمويل لتوفير رأس مال ثابت اضافي، كما ان التحفيزات الحكومية لهذه المشاريع كالاغفاء من الضريبة لفترة معقولة ساهمت في تشجيع الشركات والمشروعات على اعادة الاستثمار، لذلك يكون تدخل الشركة في حياة المشروع مستمراً طول فترة التمويل، اضافة الى التدخلات الحكومية غير المباشرة في المشاريع عن طريق رفق شركة رأس المال المخاطر بالاموال التي بالتالي تقوم بتمويل هذه المشاريع يعتبر حافز غير مباشر للتمويل^(٢).

(١) د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية- الشركات ذات المسؤولية المحدودة طبقا لاحكام القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ولائحته التنفيذية شركات التوصية بالاسهم وشركات المساهمة طبقا للقانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ولائحته التنفيذية والقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في شأن سوق رأس المال الشركات العامة في مجال تلقي الاموال لاستثمارها وفقا لقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨، الجزء الثاني، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٣، ص ٥٨.

(٢) تمتاز المشاريع الصغيرة والمتوسطة بسهولة تأسيسها وقلة التكاليف وان المبالغ التي تحتاجها للتمويل اقل بكثير من المشاريع القائمة الكبيرة، كما تمتاز بقدرتها على التجديد والابتكار وخلق سوق تنافسي خاصة في مجال التكنولوجيا التي تجعلها في موقع قوي بالنسبة للمشاريع الناشطة في ذات المجال، انظر: نسبية حسيني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة العربي بن مهيدي- ام البواقي، الجزائر، ٢٠١٣، ص ٢٠.

.....تدخل شركة رأس المال

اما القطاعات التي تفضل شركة رأس المال المخاطر تمويلها، فهي جميع القطاعات التي تنطوي على امكانية نمو مرتفعة وذات مخاطر عالية، ومع ذلك فان كثير من شركات رأس المال المخاطر تفضل التمويل في قطاع معين كقطاع التكنولوجيا ذات التقنية العالية بالإضافة إلى القطاع الدوائي، حيث تتحقق معدلات عوائد عالية من خلال التدفقات النقدية للصفقات الممولة^(١).

كما تنوعت وسائل التدخل لشركة رأس المال المخاطر في المشروع الممول وان الغاية من التنوع هو تقليل المخاطر وتوزيعها حيث ان الاستراتيجية التي تعمل بها هذه الشركات هو تكوين محفظة متنوعة لتوزيع تلك المخاطر، حيث تتكون المحفظة الاستثمارية لشركات رأس المال المخاطر من مجموعة من السندات التي ساهمت بها في المشاريع التي مولتها، وكما يقسم الاقتصاديين طريقة الاستثمار فيها الى عمودي وافقي.

(١) الاستثمار العمودي في المحفظة يكون عندما تستثمر الشركة أموالها في مشاريع مختلفة ليس بينها ارتباط كتمويل الشركة لمشروعين احدهما في بيع العقارات والأخر في تسويق المواد الغذائية نلاحظ عدم الترابط بين المشروعين يمكن أن يؤدي إلى زيادة المخاطر حيث ان وقوع الخسارة في الأول لا يتبعها خسارة في الثاني إلا إن معدل الربح المتوقع في الثاني لا يرتبط بالخسارة، والتي وصفها البعض بالاستثمار الساذج لذلك ينبغي تدخل الشركة في هذه المشاريع تدخلا مبنيا على وعي متكامل ودراسة شاملة.

(٢) الاستثمار الأفقي يتحقق عندما تستثمر الشركة في مشاريع يوجد بينها ارتباط، مثلا الاستثمار في أسواق اللحوم الحمراء والاستثمار في أسواق اللحوم البيضاء، الخسارة الواقعة في اللحوم الحمراء يمكن ان تنعكس بصورة ايجابية

(1) Musibau Akintunde AJAGBE& others, Technology Based Entrepreneurship Financing. Lessons for Nigeria, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, vol.6, No.1, P155.

على تسويق اللحوم البيضاء فتحقق ارباح عالية تغطي الخسارة الاولى لوجود الارتباط بين المشروعين يطلق على هذا النوع من الاستثمار ماركوتز^(١).

وحسب رأينا ان تدخل الشركة لتمويل المشروع يكون بناء على الطريقة الثانية لتكوين محفظتها الاستثمارية افضل من الطريقة الاولى حيث ان الاتجاه العمودي للتمويل يحتاج الى التحليل المالي المستمر للمشروع، وتكاليف اكثر لدراسة المشروع، يمكن ان يؤدي هذا الاستثمار الى المبالغة في التنوع وبالتالي زيادة المخاطر التي تتجمع منها، ولتجنب زيادة المخاطر مع امكانية زيادة في احتمالية الربح فان الطريقة الافقية نراها انجح من الطريقة العمودية في التمويل.

وينبغي على الشركة اختيار الوقت المناسب للتدخل في المشروع من خلال دراسة السوق، وامكانية تحقيق فائض القيمة (الربح الرأسمالي) عند الخروج من المشروع لاسيما وان التمويل يتصف باقترانه بالمدة لذلك فان وقوع الخسائر في السنوات الاولى للمشاركة في المشروع لا يعني ان المشروع قد تعرض للخسارة بل يمكن ان يحقق قيمة مضافة خلال هذه الفترة ليبدأ بعدها بتحقيق الربح، حيث نلاحظ ان الكثير من المشاريع الناشئة التي مولت برأس المال المخاطر لم تحقق في بدايتها اي ارباح وكثير منها تحققت له خسائر مادية مقابل تحقق قيمة مضافة في المراحل الاولى من حياته الى ان نشط في مجاله وبدأت الارباح المادية تتحقق في المراحل المتقدمة منه وخلال سنوات التمويل لذلك فإن التمويل برأس المال المخاطر يوجب ان يتحلى الطرفين (المشروع والشركة) بالصبر اللازم لحين تحقق النجاح.

(١) قد يأخذ التنوع الساذج صورة تتمثل في وضع حد اقصى للمبالغ المستثمر بها في اصدار واحد كأن تقرر الشركة مثلا ان لايزيد حجم الاموال المستثمرة في أي مشروع عن ٥٪ من حقوق الملكية او مجموع مخصصات المحفظة وعلى عكسه اسلوب تنوع ماركوتز الذي يقضي الاختيار الدقيق للاستثمارات وذلك بمراعاة درجة الارتباط، انظر: د. منير ابراهيم هندي، ادوات الاستثمار في اسواق رأس المال: الاوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، ٢٠٠٣، ص ١٩٦ وما بعدها.

.....تدخل شركة رأس المال

كما ان القيمة المضافة التي تضيفها شركة رأس المال المخاطر على المشروع يمكن ان تُسرّع من عملية النجاح وتؤدي الى تناقص محسوس في المخاطر التي يقابلها المشروع فمجرد تدخل الشركة تبعث الثقة في نفوس المتعاملين مع المشروع وبالتالي ينعكس بصورة ايجابية على نجاح نشاط المشروع^(١).

كما لا يقتصر تدخل الشركة في المشروع الممول على التدخل المادي بل يتوسع ليشمل المتابعة، حيث تحرص الشركة على نجاح المشروع والحفاظ على حقوق مستثمريها لذلك فانها تقوم بمتابعة المشروع الذي تموله، وفي رأينا، ان درجة هذه المتابعة تختلف فيما اذا كان المشروع في طور النمو او انه في طور التوسع حيث تكون حاجته للنصح والمتابعة في الحالة الاولى اكثر منها في الحالة الثانية كما ان تقديم النصح والمتابعة يكون بناء على امتلاك الشركة لمجموعة من الكفاءات وخبراء الاسواق والموهوبين والمتخصصين في وضع التوقعات الخاصة بمستقبل المشروع.

كما لا يمكن لشركة رأس المال المخاطر ان تحقق نجاحات دون ان يكون لها اموال تستطيع ان تساهم بها في المشاريع التي تمولها وان اقتران التمويل بالمدة يمنع تسيلها الا بعد انتهاء فترة التمويل، لذلك لا بد من وجود مصدر لتكوين اموال مستمرة للشركة، لذا تقوم الجهات الحكومية في الدول التي نمت فيها نشاط رأس المال المخاطر بتمويل هذه الشركات بالاضافة الى البنوك الدولية والمحلية والمنظمات المختصة بالتمويل بسبب ما تتمتع به هذه الشركات من تقنية واستراتيجية ناجحة في التمويل وانتقاء المشروع بعناية ووضع التقييم لذلك المشروع بالاضافة الى المعرفة بالسوق المعني في الاستثمار.

(١) د. عبد الباسط وفا، مصدر سابق، ص ٧٣.

في العراق، قام البنك المركزي بتمويل (الشركة العراقية لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة) حيث تضمنت هذه الشركة فرص منح قروض لاصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة لدعم ابتكارهم عن طريق شبكة من المصارف الاهلية^(١).

الا اننا نلاحظ انها لا تفني بالعرض كون الابتكارات لكي تنهض تحتاج الى دعم مادي وفني وتسويقي وان الدعم بالصورة التي توفرها الشركات العراقية لا يمكن ان يطور من المشروع الابتكاري الذي تهدف اليه شركة رأس المال المخاطر وان التمويل الذي توفره الشركة العراقية هو للمهن البسيطة والاعتيادية.

ومن خلال دراسة وضع شركة رأس المال المخاطر في الجزائر نلاحظ ان غالبية هذه الشركات اسستها الحكومة وتوفر الدعم لها كما انها تخصص بتمويل مرحلة معينة من المشروع كما في تمويلها لدعم المشاريع الابتكارية في مرحلة قبل الإنشاء، وكذلك دعم تشغيل الشباب او تكوين صناديق خاصة بمرحلة معينة او بنشاط معين كما تقوم بعدة مهام لإنعاش الاقتصاد الوطني، ورغم عدد الشركات التي تأسست في الجزائر والمتخصصة بنشاط رأس المال المخاطر نجد ان هناك عدد قليل منها من اشتهر في هذا المجال، وهما شركتا FINALEP و SOFINANCE^(٢).

كذلك فان السوق الاردني لشركة رأس المال المخاطر لم يكن بالمستوى المطلوب بسبب قلة الدعم الحكومي وعدم انتشار ثقافة المخاطرة بين المستثمرين بالاضافة الى

(١) تأسست الشركة العراقية عام ٢٠٠٩ برأس مال ٢٧ مليون دينار عراقي ليتضاعف خلال السنوات ويصبح في عام ٢٠١٥، ١٦ مليار و٤٦٤ مليون دينار عراقي. انظر: د. ليلي عبد الكريم محمد الهاشمي و د. سراء سالم داود الجرجوسي و جمال هداش محمد الجبوري، امكانية تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة من خلال المساهمة المصرفية-دراسة تحليلية للشركة العراقية لتمويل المشاريع (الصغيرة والمتوسطة) للفترة من ٢٠١٠-٢٠١٥، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العلمي الدولي الثالث لكلية الادارة والاقتصاد، جامعة تكريت، ٢٠١٨، ص ١٠.

(٢) نسبة حسيني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة العربي بن مهيدي-ام البواقي، الجزائر، ٢٠١٣، ص ٨٥.

.....تدخل شركة رأس المال

عدم وجود تحفيزات تشجع المستثمرين على الاستثمار في السوق الاردني لذلك فان التمويل برأس المال المخاطر لا يزال بسيط.

كما نشط كثيرا في السنوات الاخيرة سوق رأس المال المخاطر السعودي من خلال انشاء شركات تؤسس صناديق للتمويل والتي تتخصص لمرحلة معينة او قطاع معين وبوجود شركات متخصصة نلاحظ نجاح هذه الشركات في تحقيق مستويات عالية من النجاح كتأسيس صندوق (جدا).

وبالنتيجة فان الوسيلة التي يمكن لشركة رأس المال المخاطر ان تدخل من خلالها في المشروع الممول، تكون بالاكتتاب بالقيم النقدية للاسهم والسندات او بتأسيس صناديق خاصة بتمويل قطاع معين او مرحلة معينة او مشروع معين، فالحصة في الشركة بصورة عامة هي (نصيب معين من مال او عمل مقدمة من قبل الشريك للشركة وقد تكون حصة نقدية او عينية او عمل)، لكن تدخل شركة رأس المال المخاطر في حياة المشروع الممول يكون عن طريق اقتناء حصة نقدية فقط فهو بذلك يشبه التمويل المصرفي لكنه ليس قرضا، اما القيم المنقولة فهي التي تصدرها الشركة المساهمة وتكون قابلة للتداول ويكون لها سعرها في السوق.

وحيث ان السهم سندا قابل للتداول، وله انواع مختلفة فمن حيث طبيعة الحصة المقدمة يقسم الى الاسهم النقدية والاسهم العينية، ومن حيث الحقوق المقدمة من الشركة لحاملها الى اسهم عادية واسهم ممتازة، ومن حيث استرداد قيمة السهم الى اسهم تمتع واسهم رأس المال، كما تصدر الشركة اسهم كصورة شهادات استثمار وشهادات الحق في التصويت والتي تعطى عادة لغرض جذب الاستثمار وتشجيع المستثمرين الاجانب على الدخول في استثمارات متنوعة^(١).

(١) د. لطيف جبر كوماني، الشركات التجارية دراسة قانونية مقارنة، دار الكتب والوثائق، بغداد، الطبعة الاولى، ٢٠١٥، ص ١٨٣.

اما الصكوك منها ما يكون قابلا للتداول ومنها غير قابل للتداول لذلك ان الصكوك التي يمكن ان تتدخل بها الشركة في المشروع الممول الصكوك القابلة للتداول^(١).

وعند تدخل شركة رأس المال المخاطر في المشروع الممول لابد لها من اختيار نوع السهم الذي يمكنها من التدخل والخروج بسهولة من المشروع على ان يكون التدخل تدخلا فعالا (ونقصد به تدخلا في الادارة واتخاذ القرار للحفاظ على حقوق مستثمريها من جهة ومن جهة اخرى لمتابعة المشروع الممول وتمويله بالخبرة التي تمتلكها).

لذلك تعتبر قابلية التداول للورقة المالية التي تدخل فيها الشركة كمساهمة في المشروع الممول هي الصفة المميزة لها عن باقي الاوراق المالية فلا تساهم الشركة في المشروع الممول باوراق مالية غير قابلة للتداول لان ذلك يضيق عليها امكانية تسيل الاموال التي تكون بحاجة اليها للدخول في مشاريع اخرى وذلك لتنويع استثماراتها وبالتالي التقليل من المخاطر، وفي هذا الاطار نلاحظ ان المشرع العراقي وضع تعريفا للاوراق المالية في التعليمات التنظيمية لتداول الاوراق المالية في سوق العراق بانها (الاسهم والسندات المقبولة تداولها في السوق)^(٢)، ويؤخذ على التعريف انه جاء مختصرا بينما عدد المشرع المصري الاوراق المالية المقيدة في جدول سوق المال، وبذلك يكون المشرع المصري قد سبق الدول العربية في تنظيمه للاوراق المالية^(٣).

(١) عيسى يوسف بازيبة ومنى حسن اسميو، الصكوك الاسلامية- التجارب والممارسات الدولية، بحث منشور في مجلة بيت المشورة، العدد ٩، دولة قطر، ٢٠١٨، ص ١٧٦.

(٢) انظر المادة ٢ الفصل الاول القسم الثالث من التعليمات التنظيمية لتداول الاوراق المالية في سوق العراق ٢٠٠٤، والمادة ٤ فقرة أ الفصل الاول القسم الثاني من التعليمات التنظيمية رقم ٤٧ لسنة ٢٠٠٨.

(٣) عدد المشرع المصري الاوراق المالية المقيدة في سوق المال وهي (اسهم الاكتتاب العام، السندات، صكوك التمويل، الاوراق المالية التي تصدرها شركات الاموال عن طريق الاكتتاب العام والاوراق التي تصدرها الدولة وتطرحها للاكتتاب العام والاسهم والاوراق المالية لشركات القطاع العام، كما عرف جانب من الفقه المصري الاوراق المالية بانها) وثيقة مادية يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من

.....تدخل شركة رأس المال

كما يمكن ان يكون تدخل شركة رأس المال المخاطر من خلال تأسيس صندوق للاستثمار واطار وثائق الاستثمار، وهو الوسيلة الاكثر انتشارا في ممارسة النشاط، حيث يخصص صندوق معين لمشروع معين ويختص بنشاط رأس المال المخاطر او يختص بتمويل مرحلة معينة من مراحل حياة المشروع، ويختلف نوع الصندوق من حيث ثبات رأس المال باعتباره صندوقا مغلقا او مفتوحا وبذلك يعتبر صندوق الاستثمار كما عرفها بعض الشراح (هي شركات مساهمة ذات الوضع الخاص التي تهدف الى تجميع المدخرات واستثمارها بصفة رئيسية في شراء وبيع الاوراق نيابة عن اصحابها لتحقيق عائد اكبر مما تحققه اوجه الاستثمار الاخرى مع تخفيض عنصر المخاطرة)^(١).

لذا فان ضخامة رؤوس اموال الشركات تسمح بتنوع الاستثمار بين الاسهم والسندات ووثائق الاستثمار، وبين المشاريع المختلفة سواء كانت شركات تجارية او صناعية، وبين المناطق المختلفة سواء كانت محلية او دولية.

عائد او من اصول شركة او مؤسسة مالية او الحقين معا ومن امثلتها الاسهم والسندات، اما وثيقة الاستثمار فهو الصك الذي تصدره شركات المساهمة التي تؤسس بغرض انشاء صناديق الاستثمار بهدف استثمار المدخرات في الاوراق المالية وتكون قابلة للتداول). انظر: د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية- النظرية العامة للشركات- شركات التضامن- شركة التوصية البسيطة- الشركات ذات المسؤولية المحدودة- شركة التوصية بالاسهم- شركة المساهمة- الشركة العاملة في مجال الاوراق المالية- الشركة وفقا لقانون ضمانات وحوافز الاستثمار شركة تلقي الاموال لاستثمارها، الطبعة ٥، دار النهضة العربية، ٢٠١١، ص ٦٨٤.

(١) هيفاء مزهر فلحي، شركة صندوق الاستثمار دراسة مقارنة، ٢٠١٤، ص ٦٤.

المطلب الثاني: مراحل التمويل برأس المال المخاطر

ان النجاح الذي حققته شركة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الامريكية وفي اوربا جعل هذه التجربة الرائدة مرآة لدول الشرق الاوسط في الاعتماد على الاقتصاد الحر من خلال استثمار الخطر الذي يحيط بالمشروع، الا ان درجة الخطر تختلف حسب المرحلة التي عليها المشروع الممول حيث تقسم مراحل حياة المشروع الى اربع اقسام هي (نشأته، نموه، تطويره، تنميته) فيتدرج الخطر في التمويل تدرجا تنازليا من النشأة الى التنمية^(١).

ففي مرحلة النشأة ليس هناك أي سجل مالي للمشروع وبذلك يكون التمويل بناء على ما توصل اليه الخبراء في شركة رأس المال المخاطر من امكانية نجاحه او فشله فيزداد الخطر في هذه المرحلة ويقل الخطر تدريجيا للمراحل الاخرى لوجود تاريخ للمشروع يمكن من خلاله الوقوف على وضع الشركة المالي والفني والتسويقي، فنجد ان القوانين محل المقارنة قد نصت على مراحل التمويل من خلال النص على مراحل حياة المشروع فقد نظم المشرع الجزائري في المادة ٤ من قانون شركات رأس المال الاستثماري على ان يكون تدخل الشركة على مراحل^(٢)، يمكن بيانها كالاتي:

اولا: تمويل النشأة: ينشأ المشروع عن طريق فكرة لدى اشخاص مبدعين ومبتكرين الا ان هذه الافكار تكون بحاجة الى الدراسة ووضع الخطة اللازمة للبدأ بتطبيقها على ارض الواقع، ولا يملك هؤلاء المبدعين الاموال اللازمة، كما انه لا يملك الشروط اللازمة لطلب التمويل المصروف لذلك تكون نسبة الخطر عالية جدا في هذه المرحلة، وعند تقدم المشروع لطلب التمويل من الشركة فانها تبني قرارها بالاستثمار بما تتمتع به الشركة من رؤيا مستقبلية للمشروع، كما ان المرحلة التي يتمتع بها هذا النشاط

(١) عبد الله بلعبيدي، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة الحاج لخضر-باتنة، الجزائر، ٢٠٠٨، ص ٩٥.

(٢) انظر: المادة ٤ من قانون شركات رأس المال الاستثماري الجزائري رقم ٠٦-١١ لسنة ٢٠٠٦.

.....تدخل شركة رأس المال

تمكنه من تمويل المشروع في هذه المرحلة، وعند وقوع الخسارة او حالة الفشل لا تستمر الشركة في التمويل ولا تنتقل الى المرحلة الاخرى بينما عند نجاح المشروع فإنها يمكن ان تمول المرحلة التي تليها^(١).

وتوفر هذه المرحلة لصاحب المشروع ما يحتاجه من التمويل لتحويل الافكار الى مشروع واقعي مع رفع مستوى الابداع بسبب دور البحث والتطوير، كما يساعد في تطوير القدرات عند تقديم المشورة اللازمة^(٢).

وحيث ان غالبا ما يحتاج المشروع الممول في هذه المرحلة الى خبرة الشركة بالاضافة الى الاموال لوضع خطة العمل ووضع دراسة للمشروع، لذلك تختلف المجالات التي تمولها شركة رأس المال المخاطر فبعضها يكون بحاجة في هذه المرحلة الى مواد باهضة الثمن لاجراء التجارب اللازمة كما في صناعة اللقاح لفايروس كورونا فتظهر الحاجة الى الابحاث الدوائية حيث ركزت شركات رأس المال المخاطر على هذا القطاع خلال فترة الجائحة وهو قطاع صناعة الادوية والتكنولوجيا الحيوية ونتيجة لذلك ظهرت فرص جديدة للمبدعين والمبتكرين في هذا المجال، كما قد تمول هذه المرحلة البنية القانونية للمشروع مثل إجراءات التسجيل كتوفير مقر مناسب للمشروع وغيرها من المتطلبات اللازمة لبدأ حياة المشروع^(٣).

(١) زهراء صالح حمدي الخياط، مصدر سابق، ص ١٥٨.

(٢) محمد الشريف بن زواري، مرجع سابق، ص ٢٥.

(٣) تأمين عبد الكريم، دراسة تحليلية لواقع صناعة رأس المال المخاطر في ظل تداعيات جائحة فايروس كورونا، بحث منشور في مجلة افاق للبحوث والدراسات، المجلد ٤ عدد ٢، الجزائر، ٢٠٢١، ص ٤١.

ان الافكار التي تمولها الشركة عبارة افكار منتقاة وغالبا ما تكون في مجال التكنولوجيا والافكار العلمية والاختراعات وبسبب عدم قدرة المشروع على طلب التمويل التقليدي نتيجة الالتزامات المالية الكبيرة لذلك التمويل وعدم وجود الضمانات من جانب المشروع فيلجأ الى التمويل المخاطر^(١).

وتشارك الشركة المشروع من خلال ايمانها بنجاحه عن طريق دراسة الفكرة وتقديم المشورة فيبدأ دعم المشورة بالاضافة الى الدعم المادي ثم ينتقل التمويل بعد نجاحه من تمويل الفكرة الى تمويل الانطلاق لينطلق المشروع الى الوجود الا ان التمويل في هذه المرحلة يعتبر عالي المخاطرة حيث تحجم اكثر شركات رأس المال المخاطر عن التمويل في هذه المرحلة كون المشروع لا يزال مبهم ولم تظهر تفاصيله لذلك يلجأ اصحاب المشاريع في هذه المرحلة الى التمويل العائلي او المقربين لحين انطلاق المشروع الى الوجود، لذا فانه يشمل الفكرة والانطلاق، ومن امثلة التمويل في هذه المرحلة، التمويل لانطلاق التصنيع، او البدء في التنفيذ التصنيعي، لذلك فهي تعتبر مرحلة البداية التجارية لحياة المشروع^(٢).

ونتيجة لعدم تقديم المشروع أي ضمانات في هذه المرحلة فانه يجب ان يكون محققا لادنى مستويات الوجود الحقيقي والجدية في العمل ووضع صيغة ناجحة للعمل فيجب ان يكون المشروع قد اختار السوق الذي يتمتع بدرجة من النمو وذو قدرة محلية ودولية وذلك للحصول على المزايا التنافسية، وان يكون للمشروع عدد ولو قليل من العاملين في ادارته، ووجود حقيقي للمشروع من خلال وجود دعاية واعلان وانه يعمل بصورة حقيقية، لغرض معرفة مدى امكانية نجاحه من عدمه، حيث ان دراسة خطة المشروع بالاضافة الى معرفة السوق المعني ومزاياه وحجمه جميعها عوامل تشجع

(١) <https://blog.mostaql.com/venture-capita/> تاريخ الزيارة ٦/٤/٢٠٢٣.

(٢) د. عبد الباسط وفا، مرجع سابق، ص ٨٥.

.....تدخل شركة رأس المال

الشركة في قبول المشروع لتمويله، وبذلك تتحقق القيمة المضافة على المشروع والتي تحدد مستقبل المشروع ونجاحه^(١).

ومع زيادة المخاطر في هذه المرحلة ظهرت شركات مخاطرة تخصصت بتمويل النشأة، وتعتبر هذه المرحلة من اصعب المراحل في التمويل، ورغم هذه المخاطر وصعوبتها فان هناك شركات رأس مال مخاطرة تقبل التمويل للمشاريع في هذه المرحلة وتوفر الدعم والتمويل اللازمين فالدعم والتوجيه من الشركة الى المشروع في هذه المرحلة من شأنه تقليل المخاطر^(٢).

وفي رأينا ان تمويل هذه المرحلة بالرغم من اعتباره المرحلة الاكثر مخاطرة في التمويل الا انها البذرة التي يمكن ان تنمو الى شجرة وان نجاح التمويل في هذه المرحلة يعتمد على ما يأتي:

- (١) دراسة الفكرة بالاعتماد على خبرة وكفاءة مدراء شركة رأس المال المخاطر.
- (٢) انتقاء الفكرة الممولة وتقييم تطورها ونموها.
- (٣) قابلية سوق المشروع للنمو.
- (٤) مدى التدابير المتخذة في المرحلة التفاوضية واتخاذ العناية الواجبة.

وبالرغم من عدم وجود نص في التشريع العراقي الا انه بالامكان تطبيق تمويل النشأة استنادا الى احكام المادة ٢٧/٢ من قانون المصارف وذلك من خلال تأسيس شركات تابعة ذات رأس مال مستقل وتمارس أنشطة معينة^(٣). بينما نلاحظ ان المشرع الجزائري نص صراحة على هذه المرحلة في المادة الرابعة من قانون شركة رأس المال الاستثماري^(٤).

(١) د. علي ماهر محمد المغازي، مصدر سابق، ص ٨٥.

(٢) عبد الله بلعيدي، مصدر سابق، ص ٩٦.

(٣) انظر المادة ٢٧ فقرة ٢ من قانون المصارف العراقي رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٤.

(٤) انظر المادة الرابعة من قانون شركة رأس المال الاستثماري الجزائري رقم ٠٦-١١ لسنة ٢٠٠٦.

اسراء محمد رزاق الخفاجي / أ.م.د. هيفاء مزهر فلحي الساعدي.....

اما المشرع الاردني فلم ينص عليها في نظام شركات رأس المال المغامر، بينما خصها بالنص المشرع السعودي فقد نص في تنظيم الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة في المادة الثالثة/ ١١ على (ايجاد حاضنات للتقنية وحاضنات للاعمال وتنظيمها) وكذلك في الفقرة ١٦ (اعداد وتنفيذ ودعم برامج ومشاريع لنشر ثقافة وفكر العمل الحر وروح ريادة الاعمال والمبادرة والابتكار والبحث وبناء الثقافة الايجابية لدى افراد المجتمع)^(١).

ثانيا: تمويل النمو: بعد نجاح فكرة المشروع وتحديد خطة العمل يبدأ بممارسة نشاطه ويتحقق انطلاقه، فقد يطلق متوجه الى الاسواق لذلك يكون له في هذه المرحلة ميزانية مالية تتمكن الشركة من خلاله معرفة الموقف المالي له، ومنهم من يطلق على هذه المرحلة رأس المال الواسع بسبب توسع المشروع في نشاطه وكونه يتطلب توفير سيولة مادية للدخول في مجالات وافاق جديدة^(٢).

الا ان المخاطرة في هذه المرحلة قد تكون بسبب عدم تماثل المعلومة خاصة في تمويل المشاريع التكنولوجية الفائقة او قد تكون بسبب عدم وضوح نجاح المشروع من عدمه لحداثته، وبالرغم من انطلاقه ورغم وجود المخاطر الا انها تقل عن المرحلة التي سبقتها بسبب انطلاق المشروع^(٣).

(١) انظر المادة ٣ فقرة ١١ وفقرة ١٦ من تنظيم الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة السعودي رقم ٣٠١ لسنة ٢٠١٦.

(2)<https://www.e3melbusiness.com/blog/venture-capital-in-financing-small-and-medium-enterprises>. تاريخ الزيارة ٢٠٢٣/٤/٣

(3)Anthony H. Aylward, Trends in Venture Capital Finance in Developing Countries,2011, p15.

.....تدخل شركة رأس المال

ولأجل نمو المشروع ودعمه من شركة رأس المال المخاطر فإنه يحتاج في هذه المرحلة الى الاموال لغرض نمو الانطلاق، كما ان الحاجة لا تكون بالأموال فقط فقد يحتاج المشروع الى الثقة والسمعة التجارية التي تتمتع بها الشركة وقد يحتاج الى الدعم التسويقي لغرض تسويق منتجه، فانطلاق المشروع لا يكفي لغرض تحقيق النجاح بل يحتاج الى الخبرة التي توجهه بالاتجاه المناسب كاستصدار حقوق تأليف او براءات اختراع او علامات تجارية^(١).

كما نجد ان بعض شركات رأس المال المخاطر (كالمرحلة الاولى) تخصصت بتمويل هذه المرحلة والبعض الاخر يحجم عن تمويل هذه المرحلة لعدم وضوح الرؤيا في نجاح المشروع من عدمه، الا ان سبب قبول التمويل لهذه المرحلة من بعض الشركات يعود الى وجود خبراء اكفاء في تقييم نتائج المشروع ورسم صورة لنجاحه لذلك تتسم هذه المرحلة بالتخوف التمويل^(٢).

قد تتخذ الشركة في هذه المرحلة اجراء للخروج وهو الاندماج وذلك لاجل تخفيض الانفاق النقدي وتخفيض المخاطر ولاجل التنوع في المنتجات وزيادة القدرة التنافسية وتنويع الاستثمار^(٣).

(١) فاطمة حمادي و ابتسان نعيحي، دور رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع المقاولاتية في الجزائر دراسة حالة الشركة المالية للاستشارات والمساهمة والتوظيف Sofinance، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة محمد بوضياف بالمسلية، ٢٠٢٠، ص ١٧.

(٢) د. احلام بوقفة، رأس المال كنموذج تمويل المشاريع الاستثمارية حالة الشركة المالية للاستشارات المساهمة المساهمة والتوظيف SOFINANCE، اطروحة دكتوراه مقدمة الى جامعة عبد الحميد مهري - قسنطينة ٠٢، ٢٠١٨، ص ٤٥.

(٣) عمر وقائد وخالص نافع. 2022. (الاندماج كوسيلة قانونية لإعادة هيكلة شركات التأمين المتعثرة). مجلة العلوم القانونية. 482. 3613. 35246 /jols.v36i3.482. <https://doi.org/10.35246/jols.v36i3.482>: 451-87. (3) 36 ص ٤٦٠.

ثالثاً: تمويل التوسع: يحتاج المشروع في هذه المرحلة الى مبالغ ضخمة لغرض تمويل منتجه وتطويره الا ان المشروع في هذه المرحلة يكون قد بانت له بوادر نجاحه من فشله ويتضمن التمويل في هذه المرحلة المساعدة على تطوير المنتج ودخول الاسواق المالية.

وكما يبقى المشروع في هذه المرحلة عاجز عن توفير ما يحتاجه من اموال حيث ان تسويق البضاعة ليس بالمستوى المطلوب الذي يحقق النجاح المرجو من المشروع (فيلجأ المشروع الى طلب التمويل او يكون عرضاً من قبل الشركة بالتمويل تقدمه للمشروع)، لذا فان التمويل في هذه المرحلة هو لاجل تحسين وتطوير مستوى النشاط، كما يمكن للمشروع في هذه المرحلة ان يطلب التمويل بالوسائل التقليدية لوجود ضمانات لدى المشروع الا ان التمويل التقليدي يبقى تمويلًا صعباً ومكلفاً، فتلجأ المشاريع الواعدة للتمويل المخاطر بسبب القيمة المضافة التي تضيفها الشركة للمشروع والتي تزيد من العوائد عند نهاية مدة التمويل^(١).

الا اننا نلاحظ ان المشرع الجزائري اختلف في شمول هذه المرحلة ضمن مراحل التمويل المخاطر باعتبار ان المخاطرة تقل فيها واعتبرها تمويلًا استثمارياً وهو ما تضمنته المادة الرابعة من قانون شركة رأس المال الاستثماري في تقسيم مراحل التمويل وبذلك اختلف في نظره للمخاطرة باعتباره انها تقل في المراحل المتقدمة من حياة المشروع وانها تنحصر في المراحل الاولى فقط، ونحن نرى ان المخاطرة مستمرة حتى بعد انطلاقه لقلة الضمانات قياساً بالاموال المقدمة للمشروع، اما القانون العراقي والاردني والسعودي فلم تتضمن تشريعاتهم تقسيماً للتمويل^(٢).

(١) بوشناق فايذة وبارك نعيمة ومعيوف هدى، ترقية دور مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر كضرورة حتمية للاتجاه نحو تمويل متنوع، بحث منشور في مجلة جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد ٨ عدد ٢، ٢٠٢١، ص ٤٤.

(٢) انظر المادة الرابعة من قانون شركة رأس المال الاستثماري الجزائري رقم ٠٦-١١ لسنة ٢٠٠٦.

.....تدخل شركة رأس المال

رابعاً: تمويل التنمية: في هذه المرحلة تتكون للمشاريع تاريخ تجاري وسجل مالي الا انها لم توفق في تحقيق النجاح لاسباب مالية او انها تعاني من صعوبات قد تكون مالية او تسويقية فتطلب التمويل من شركة رأس المال المخاطر للتخلص من التعثر الذي لحقها ولتجنب حالة الافلاس فتدخل شركة رأس المال المخاطر في هذه المشاريع لغرض انقاذها من التعثر، هناك الكثير من المعنيين بهذا النشاط لا تعتبر ان التمويل في هذه المرحلة هو تمويلاً مخاطراً لان نسبة المخاطرة تقل عن سابقتها لذا فهو ليس تمويل برأس المال المخاطر وانما هو تمويل استثماري وهو ما تضمنته المادة ٤ من قانون شركة رأس المال الاستثماري..

الخاتمة

وفي ختام بحثنا يمكن ان نجمل النتائج والتوصيات التي توصلنا اليها وعلى النحو الاتي:

اولا : النتائج

- ١) ان نشاط رأس المال المخاطر هو عبارة عن اسلوب وتقنية لتمويل يركز على المشاريع الواعدة ذات فرص النجاح المتحققة، لذلك فهو وسيلة للنهوض الاقتصادي وتطوير الابتكار.
- ٢) لم ينظم المشرع العراقي تشريعا خاصا بهذا النشاط بالرغم من اهميته وانتشاره الدولي، وبالرغم من امكانية تنظيمه لوجود عدد من النصوص التي تشير اليه بصورة غير مباشرة.
- ٣) يتخذ التمويل برأس المال المخاطر مراحل متدرجة فلا يكون دفعة واحدة وانما يمتاز بالمرحلية.
- ٤) ساهمت الحكومات على صناعة رأس المال المخاطر من خلال تنظيمه قانونيا وتقديم التسهيلات والاعفاءات الضريبية لجذب الاموال الى داخل بلدانها.
- ٥) ان انسب شكل للمشروع لكي تتدخل شركة رأس المال المخاطر لتمويله هو شركة الاموال حيث ان الاولى تتدخل كشريك مؤقت محدود المسؤولية.
- ٦) يوفر نشاط رأس المال المخاطر تمويلا طويلا الاجل تعجز عن تقديمه الطرق التقليدية.
- ٧) يساعد نشاط رأس المال المخاطر على جذب الاستثمارات التكنولوجية المتطورة.
- ٨) يساهم في تنشيط السوق المالي الذي ينعكس بصورة ايجابية على الاقتصاد الوطني.

ثانياً: التوصيات

- ١) نلفت عناية المشرع العراقي لاحتضان الافكار الواعدة والابتكار بدلا من هجرة هذه العقول الى الخارج.
- ٢) تأطير شركة رأس المال المخاطر باطار قانوني وتنظيمه بتنظيم خاصا استنادا الى احكام المادة ١٥ فقرة ٣ من قانون الشركات العامة رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ والمادة ٧٤ فقرة ١ من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧.
- ٣) فتح افاق لتطوير السوق المالي حيث ان سوق العراق للاوراق المالية لا يزال فتيا قياسا بالاسواق العربية الاخرى كالاسواق المالية السعودية.
- ٤) جذب رأس المال الاجنبي في الدخول الى العراق من خلال توفير تسهيلات في تأسيس الشركة وتقديم اعفاءات ضريبية.
- ٥) تسهيل عملية التمويل من خلال تسهيل دخول الشركة في حياة رأس المال المخاطر والسماح للمشروع باصدار فئات معينة من الاسهم تتفق عليها الاطراف.
- ٦) اطلاق الحرية للاطراف في وضع بنود عقودهم والحد من تدخل المشرع في تنظيمه.

المصادر والمراجع

اولا : القران الكريم

ثانيا : الكتب

- (١) اشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الاموال في البورصة-صناديق الاستثمار-اسواق راس المال- الخطوات العملية-والثغرات القانونية، دار ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٨
- (٢) د.سامي عبد الباقي ابو صالح، الشركات التجارية، دون مكان نشر، ٢٠١٣
- (٣) د.سامي محمد الخرابشة، التنظيم القانوني لاعادة هيكله الشركات المساهمة العامة- دراسة مقارنة، الطبعة الاولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٨
- (٤) د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية- الشركات ذات المسؤولية المحدودة طبقا لاحكام القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ولائحته التنفيذية شركات التوصية بالاسهم وشركات المساهمة طبقا للقانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ولائحته التنفيذية والقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في شأن سوق رأس المال الشركات العامة في مجال تلقي الاموال لاستثمارها وفقا لقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨، الجزء الثاني، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٣
- (٥) د. عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠١
- (٦) د. علي فوزي ابراهيم الموسوي، النظام القانوني لادارة محفظة الاوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨
- (٧) د. محمد الشريف بن زوار واخرون، رأس المال المخاطر الاليات المالية والاستثمارية تجارب ونماذج عالمية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ٢٠٢١
- (٨) د. هيفاء مزهر فلحي، شركة صندوق الاستثمار دراسة مقارنة، ٢٠١٤

اسراء محمد رزاق الخفاجي / أ.م.د. هيفاء مزهر فلحي الساعدي.....

- (٩) د. لطيف جبر كومانى، الشركات التجارية دراسة قانونية مقارنة، دار الكتب والوثائق، بغداد، الطبعة الاولى، ٢٠١٥
- (١٠) د. منير ابراهيم هندي، ادوات الاستثمار في اسواق رأس المال: الاوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، ٢٠٠٣.

ثالثا: الرسائل والاطاريح

- (١) د. احلام بوقفة، رأس المال كنموذج تمويل المشاريع الاستثمارية حالة الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف SOFINANCE، اطروحة دكتوراه مقدمة الى جامعة عبد الحميد مهري - قسنطينة ٠٢، ٢٠١٨
- (٢) رسل جعفر جاسم، ترخيص شركات الاستثمار المالي من قبل البنك المركزي، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة بغداد - كلية القانون، ٢٠٢٠
- (٣) سامية عبديش، شركات راس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة-كلية الحقوق، الجزائر، ٢٠١٤
- (٤) سندس حمادة القضاة، النظام القانوني لشركة راس المال المغامر وفق التشريع الاردني، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة مؤتة-كلية الدراسات العليا، الاردن، ٢٠٢٠
- (٥) عبد الله بلعيدي، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة الحاج لخضر-باتنه-، الجزائر، ٢٠٠٨
- (٦) د. وفاء خليفة، معوقات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وسبل تجاوزها-دراسة مقارنة مع شركات رأس المال المخاطر التونسية والمغربية، اطروحة دكتوراه مقدمة الى جامعة الجزائر، ٢٠١٩
- (٧) فاطمة حمادي و ابتسان نعيجي، دور رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع المقاولاتية في الجزائر دراسة حالة الشركة المالية للاستثمارات والمساهمة

.....تدخل شركة رأس المال

والتوظيف Sofinance، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة محمد بوضياف
بالمسلية، ٢٠٢٠

(٨) فدوى بوحناش، شركة الراسمال الاستشاري، رسالة ماجستير مقدمة الى
جامعة الجزائر-كلية الحقوق، ٢٠١٢

(٩) نسبية حسيني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة
والمتوسطة، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة العربي بن مهيدي- ام البواقي،
الجزائر، ٢٠١٣

رابعاً : البحوث القانونية

(١) حسين اكرم محمد. 2006 . (أحكام التركزات الاقتصادية بين التعهدات
دراسة مقارنة). مجلة العلوم القانونية-1 : (2) 32
34. <https://doi.org/10.35246/jols.v32i2.24>.

(٢) عامر وأحمد ومحمد أكرم. 2022 . (ضوابط الرقابة على تركيز الشركات). مجلة
العلوم القانونية-386 : (4) 36
419. <https://doi.org/10.35246/jols.v36i4.510>

(٣) الموسوي علي فوزي، وحسين ايمان حمزة. 2019 . (أنواع المشروع
المشترك). مجلة العلوم القانونية-186 : (4) 33
217. <https://doi.org/10.35246/jols.v33is.168>.

(٤) عمر وقائد وخالص نافع. 2022 . (الاندماج كوسيلة قانونية لإعادة هيكلة
شركات التأمين المتعثرة). مجلة العلوم القانونية-451 : (3) 36
87. <https://doi.org/10.35246/jols.v36i3.482>.

(٥) بارك نعيمة واخرون، ترقية دور مؤسسات راس المال المخاطر في الجزائر
كضرورة حتمية للاتجاه نحو تمويل متنوع، بحث منشور في حوليات جامعة
بشار في العلوم الاقتصادية، مجلد ٠٨ العدد ٢، ٢٠٢١

- ٦) بوشناق فايزة وبارك نعيمة ومعيوف هدى، ترقية دور مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر كضرورة حتمية للاتجاه نحو تمويل متنوع، بحث منشور في مجلة جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد ٨ عدد ٢، ٢٠٢١
- ٧) تأمين عبد الكريم، دراسة تحليلية لواقع صناعة رأس المال المخاطر في ظل تداعيات جائحة فايروس كورونا، بحث منشور في مجلة افاق للبحوث والدراسات، المجلد ٤ عدد ٢، الجزائر، ٢٠٢١
- ٨) د. سامي محمد الخرابشة، شركات راس المال المغامر كأداة قانونية لتحفيز الاستثمار، دراسة قانونية في ضوء قانون الشركات الاردني المعدل لسنة ٢٠١٧، بحث مقدم الى جامعة اليرموك، الاردن، ٢٠١٨
- ٩) د. سماح طلحي واخرون، دور السوق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة تونس، بحث منشور في مجلة العلوم الانسانية، الجزائر، ص ٢٠٢٠
- ١٠) د. عيسى حجاب واخرون، واقع نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر من خلال الشركة المالية للاستثمارات والمساهمة والتوظيف sofinance، بحث منشور في مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، المجلد ٦ العدد ١، الجزائر، ٢٠٢١
- ١١) عيسى يوسف بازينة ومنى حسن اسميو، الصكوك الاسلامية- التجارب والممارسات الدولية، بحث منشور في مجلة بيت المشورة، العدد ٩، دولة قطر، ٢٠١٨
- ١٢) معن عبد القادر ابراهيم، الجوانب القانونية لشركات الاستثمار المالي في العراق بين الطموح والواقع دراسة مقارنة (الامريكي، الفرنسي، الانكليزي، المصري، العراقي)، مجلة كلية المعارف الجامعة، الانبار، المجلد ٣١ العدد ٢، ٢٠٢٠

.....تدخل شركة رأس المال

١٣) نبيلة قدور وحزمة العرابي، التمويل برأس المال المخاطر واهم تجاربه في بعض دول العالم (الولايات المتحدة الامريكية، فرنسا، المملكة المتحدة، تونس، الجزائر)، بحث منشور في مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والادارية، العدد السابع، الجزائر

١٤) نسيبة حسيني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة العربي بن مهيدي-ام البواقي، الجزائر، ٢٠١٣

١٥) د. ليلي عبد الكريم محمد الهاشمي و د. سراء سالم داود الجرجوسي و جمال هداش محمد الجبوري، امكانية تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة من خلال المساهمة المصرفية-دراسة تحليلية للشركة العراقية لتمويل المشاريع (الصغيرة والمتوسطة) للفترة من ٢٠١٠-٢٠١٥، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العلمي الدولي الثالث لكلية الادارة والاقتصاد، جامعة تكريت، ٢٠١٨

خامسا : المصادر الاجنبية

- 1) Jay Fraser Samson، Venture Capital Investment Standards، Master Thesis, Al- Madinah University
- 2) Musibau Akintunde AJAGBE& others, Technology Based Entrepreneurship Financing. Lessons for Nigeria, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, vol.6, No.1
- 3) Anthony H. Aylward, Trends in Venture Capital Finance in Developing Countries,2011

سادسا : متون القوانين

- ١) قانون الشركات العامة العراقي رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧
- ٢) قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧
- ٣) نظام شركات الاستثمار المالي العراقي رقم ٦ لسنة ٢٠١١
- ٤) قانون المصارف العراقي رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٤
- ٥) التعليمات التنظيمية لتداول الاوراق المالية في سوق العراق ٢٠٠٤
- ٦) تعليمات تنظيم عمل شركات تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة العراقي رقم ٣ لسنة ٢٠١٠
- ٧) المرسوم التنفيذي الجزائري رقم ٠٨-٥٦ لسنة ٢٠٠٨
- ٨) قانون راس المال الاستثماري الجزائري رقم ٠٦-١١ لسنة ٢٠٠٦
- ٩) قانون رقم ٠٨-١٢ لسنة ٢٠٠٨ الجزائري المتعلق بالمنافسة
- ١٠) قانون الشركات الاردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧
- ١١) نظام شركات رأس المال المغامر الاردني الملغي رقم ٣٤ لسنة ٢٠١٧
- ١٢) قانون الشركات السعودي الجديد الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/١٣٢ لسنة ٢٠٢٢
- ١٣) تنظيم الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة السعودي النافذ الصادر بموجب قرار مجلس الوزراء رقم ٣٠١ لسنة ٢٠١٦
- ١٤) نظام صندوق الاستثمارات العامة السعودي النافذ الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم ٩٢ لسنة ٢٠١٩
- ١٥) قانون سوق راس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥
- ١٦) اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧/٢٠١٠ الكويتي بشأن انشاء هيئة اسواق المال وتنظيم نشاط الاوراق المالية

تدخل شركة رأس المال

سابعاً : المواقع الالكترونية

- 1) <https://ar.m.wikipedia.org/wiki/>
- 2) [https:// NVCA.org/](https://NVCA.org/)
- 3) [https:// EVCA.org/](https://EVCA.org/)
- 4) <https://www.alarabiya.net/aswaq/economy/2022/03/26>
- 5) <https://apps.apple.com/sa/app>
<https://www.e3melbusiness.com/blog/venture-capital-in-financing-small-and-medium-enterprises>

