

التنظيم القانوني للتمويل الجماعي
القائم على الأوراق المالية بدولة الكويت
(دراسة مقارنة)

الدكتور / احمد رشيد المطيري

أستاذ مشارك بكلية الدراسات التجارية - قسم قانون

الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب

الدكتور / فارس محمد العجمي

أستاذ مشارك بكلية الدراسات التجارية - قسم قانون

الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب

ملخص البحث:

يُعد التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية أحد الأدوات الهامة التي تساهم في تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة، حيث يسمح للمستثمرين الأفراد بالمشاركة في تمويل تلك المشاريع مقابل الحصول على أوراق مالية تمثل حصتهم فيها، ويهدف البحث إلى تحليل الإطار القانوني المنظم لهذا النوع من التمويل في دولة الكويت، مع التركيز على القوانين واللوائح الخاصة بالتشريعات القانونية بدول الكويت مثل قانون هيئة أسواق المال، واللوائح التنفيذية التي تنظم نشاط التمويل الجماعي، كما يستعرض البحث مدى قدرة التشريعات الكويتية على مواكبة التطورات العالمية في هذا المجال، ومدى فعاليتها في حماية حقوق المستثمرين وضمان شفافية منصات التمويل الجماعي، ومن خلال مقارنة التجربة الكويتية بتجارب دول أخرى، يسعى البحث إلى استخلاص التحديات والدروس المستفادة، مع التركيز على الفجوات القانونية التي قد تؤدي إلى مخاطر اقتصادية أو قانونية، يقدم البحث أيضًا مقترحات لتحسين البيئة التشريعية في دولة الكويت، لتعزيز الثقة في منصات التمويل الجماعي، وتسهيل الإجراءات التنظيمية، وضمان حماية أكبر للمستثمرين، مما يؤدي إلى تعزيز دور التمويل الجماعي في دعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة وتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة في دولة الكويت.

Abstract:

Securities-based crowdfunding is one of the key tools that contribute to financing small and medium-sized enterprises, as it allows individual investors to participate in funding these projects in exchange for receiving securities representing their shares. The research aims to analyze the legal framework governing this type of financing in State of Kuwait, with a focus on laws and regulations such as the Capital Markets Authority Law and the executive regulations that govern crowdfunding activities.

The research examines the extent to which Kuwaiti legislation can keep pace with global developments in this field and its effectiveness in protecting investors' rights and ensuring the transparency of crowdfunding platforms. By comparing Kuwait's experience with that of other countries, the research seeks to identify challenges and lessons learned, with a focus on legal gaps that could lead to economic or legal risks.

The research also presents proposals for improving the legislative environment in state of Kuwait, with the goal of enhancing confidence in crowdfunding platforms, simplifying regulatory procedures, and ensuring greater investor protection. This, in turn, would strengthen the role of crowdfunding in supporting small and medium-sized enterprises and achieving sustainable economic development in Kuwait.

الكلمات المفتاحية:

التمويل الجماعي، الأوراق المالية، التشريعات الكويتية، حماية المستثمرين.

Keywords: Crowdfunding, Securities, Kuwaiti Legislation, Investor Protection.

المقدمة:

في ظل التطورات الاقتصادية والتكنولوجية المتسارعة، شهد العالم تحولاً ملحوظاً في أساليب تمويل المشاريع والشركات، حيث ظهرت أدوات مالية مبتكرة لتلبية احتياجات التمويل بطرق أكثر مرونة وسرعة، ومن بين هذه الأدوات، برز التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية كإحدى الحلول الحديثة التي تعتمد على الحشد الجماعي لرؤوس الأموال من عدد كبير من الأفراد عبر منصات إلكترونية متخصصة، ويتيح هذا النوع من التمويل للمستثمرين شراء

حصص أو حقوق ملكية في الشركات أو المشاريع التي يسعون لدعمها، مما يجعلهم شركاء في النجاح أو الفشل (١).

ويتميز هذا النوع من التمويل بأنه يوفر فرصاً استثمارية لمجموعات أكبر من الناس، خاصةً المستثمرين الصغار، مما يجعله وسيلةً أكثر ديمقراطية للوصول إلى الأسواق المالية، كما أنه يفتح باب التمويل أمام الشركات الناشئة والمشاريع الصغيرة التي قد تواجه صعوبة في الحصول على التمويل من المؤسسات المالية التقليدية مثل البنوك، ومع ذلك، فإن هذه الأداة المالية، التي تعتمد بشكل رئيسي على تقنيات الاقتصاد الرقمي، تثير تساؤلات جوهرية حول تنظيمها القانوني لحماية حقوق المستثمرين، وضمان الشفافية، والحد من المخاطر المرتبطة بها (٢).

وقد شهدت سوق التقنيات المالية الحديثة (٣) (Financial Technology (Fintech نموًا بارزًا في السنوات الأخيرة، حيث ارتفع بشكل ملحوظ إجمالي الاستثمارات في التقنيات المالية على مستوى العالم خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٩) لتصل إلى ما يقرب من ٢١٥.٤ مليار دولار عام ٢٠١٩، فيما شهد حجم هذه الاستثمارات انخفاضاً بنحو الثلث في عام ٢٠٢٠

(١) Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585.

(٢) د. عبد الحميد أبوناعمة: "إدارة المشروعات الصغيرة"، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٢، ص ٣٥.

(٣) لا يوجد حتى الآن تعريف موحد عالمياً لأنشطة التقنيات المالية الحديثة، ومع ذلك، هناك جهود من المؤسسات المالية وواضعي المعايير لتعريفها. على سبيل المثال، يعرف مجلس الاستقرار المالي التقنيات المالية الحديثة بأنها "الابتكارات في الخدمات المالية باستخدام التقنيات، مما ينتج عنه نماذج أعمال جديدة وتطبيقات وعمليات أو منتجات تؤثر على كيفية تقديم الخدمات المالية". ويصنف المجلس هذه التقنيات إلى خمس مجموعات رئيسية: ١- خدمات المدفوعات والمقاصة والتسوية، ٢- خدمات الإيداع والاقتراض وجمع التمويل، ٣- خدمات التأمين، ٤- خدمات إدارة الاستثمار، و ٥- خدمات دعم السوق.

ليصل إلى ١٢١.٥ مليار دولار كنتيجة للانعكاسات الناتجة عن جائحة كوفيد-١٩^(١)، وتشمل هذه التقنيات عددا من الحلول المتطورة التي تساهم في التغلب على التحديات التي تواجه التوسع في تقديم الخدمات المالية.

من جانب آخر، يعتبر قطاع المؤسسات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة العمود الفقري لكل من الاقتصادات المتقدمة والدول النامية، في ظل مساهمته الكبيرة في توليد الناتج وخلق فرص العمل. مع ذلك، يواجه القطاع العديد من التحديات التي تحول دون نموه وتوسعه، لعل من أهمها صعوبات النفاذ إلى التمويل المقدم من المؤسسات المالية التقليدية ممثلة في القطاع المصرفي.

وفي الدول العربية على وجه التحديد، يشكل قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما يزيد عن ٩٠ في المائة من إجمالي المؤسسات الرسمية في عدد كبير من الدول العربية، ويسهم بنحو ٤٥ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، ونحو ثلث فرص العمالة في القطاع الرسمي، رغم ذلك يواجه هذا القطاع المهم تحديات على صعيد النفاذ للتمويل حيث لا يتعد نصيبه من مجمل التسهيلات المصرفية في الدول العربية نحو ٨ في المائة من إجمالي هذه التسهيلات^(٢).

وفي دولة الكويت، يعتبر التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية ظاهرة ناشئة تتطلب معالجة دقيقة من الناحية القانونية، حيث أن معظم الأنظمة المالية في الكويت ما زالت تعتمد على أسس تقليدية، مما يستدعي دراسة متعمقة للإطار القانوني المحلي وقدرته على التعامل مع هذا التطور المالي، فضلاً عن أن التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية في

(١) Based on the latest figures. Source: Statista, (2021). "Total value of investments into Fintechvco'mpanies worldwide from 2010 to 2019", available at: <https://WWW.statista.com/statistics/719385/investments-into-fmtech-companies-globally/>.

(٢) د. هبة عبد المنعم، د. الوليد طلحة، د. طارق إسماعيل: "النهوض بالمشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، صندوق النقد العربي، ٢٠١٩، ص ٩.

الكويت يتطلب إطاراً تشريعياً يضمن التوازن بين تحفيز الابتكار المالي من جهة، وحماية المستثمرين وضمان الشفافية من جهة أخرى، ومع ظهور هذا النوع من التمويل، تحتاج السلطات الرقابية إلى وضع قوانين ولوائح تنظيمية محددة تتماشى مع أفضل الممارسات العالمية، مع مراعاة خصوصيات السوق الكويتي (١).

ويعكس هذا التحول في طريقة التمويل تغيراً في هيكله الأسواق المالية، حيث تعتمد الشركات بشكل متزايد على رأس المال الرقمي، ويفرض ذلك تحديات على المشرعين وصانعي السياسات في الكويت لضمان وجود إطار قانوني يحكم العلاقة بين جميع الأطراف المعنية، ويحمي المستثمرين من الاحتيال أو التلاعب، خاصة في بيئة تشهد تغيرات اقتصادية سريعة (٢).

أولاً: إشكالية البحث:

يثير البحث إشكالية تتمثل في التساؤل التالي، وهو كيف يمكن تقييم كفاءة الأطر القانونية لتنظيم التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية في دولة الكويت في ظل التحولات الاقتصادية والتكنولوجية، مع التركيز على غياب تشريعات واضحة لحماية حقوق الأطراف المعنية، وضمان الشفافية والمراقبة الفعالة؟

ويثير هذا التساؤل عدة تساؤلات الفرعية:

١- ما هي الأطر القانونية الحالية لتنظيم التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية في دولة الكويت؟

٢- كيف تؤثر التحولات الاقتصادية والتكنولوجية على فعالية تنظيم التمويل الجماعي في الكويت؟

(١) د. يوسف بومدين، د. صونية شتوان: "الحاجة إلى التمويل الجماعي كألية مبتكرة للإقلال من الفقر"، بحث مقدم إلى مجمع مداخلات الملتقى الدولي حول تقييم سياسات الإقلال من الفقر في الدول العربية في ظل العولمة، ديسمبر ٢٠١٤م، ص ١١٥.

(٢) Oxford Business Group. (2022). Kuwait passes regulation to accelerate digital banking. Kuwait 2022, p. 35.

٣- ما هي التحديات التي تواجه تنظيم التمويل الجماعي في الكويت في ظل غياب تشريعات واضحة؟

٤- ما مدى تأثير غياب الشفافية والإفصاح الكامل على حقوق المستثمرين والشركات في الكويت؟

٥- كيف يمكن تعزيز الرقابة على التمويل الجماعي في الكويت لضمان حماية حقوق الأطراف المعنية؟

ثانياً: تساؤلات البحث:

يثير البحث عدة تساؤلات أساسية هي:

التساؤل الأول: ما مدى كفاءة تنظيم أنواع التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية بدولة الكويت ، وأهميته في الاقتصاد الحديث؟

التساؤل الثاني: ماهي الخصائص الرئيسية للتمويل القائم على الاوراق المالية بأنواعها وأطرافها المتنوعة بدولة الكويت؟

التساؤل الثالث: ما دور الجهات الرقابية في دولة الكويت حول التنظيم القانوني للتمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية؟

التساؤل الرابع: أذكر أهم التحديات والمخاطر التي تواجه التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية بدولة الكويت؟

التساؤل الخامس: قارن بين التشريعات الكويتية والتجارب الدولية الناجحة في تنظيم التمويل الجماعي، مع مثال لدراسة حالة؟

ثالثاً: أهداف البحث:

ويهدف الباحث من وراء هذا البحث إلى تحقيق عدة أهداف، وهي:

١- تسليط الضوء على تطور التمويل الجماعي في الكويت ومصر كأداة تمويلية حديثة.

٢- مقارنة التشريعات القانونية المتعلقة بالتمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية في كلا البلدين.

٣- دراسة دور الأنظمة القانونية في حماية حقوق المستثمرين والمشاركين في التمويل الجماعي.

٤- اقتراح حلول وتوصيات قانونية لتحسين بيئة التمويل الجماعي في كلا البلدين.

رابعاً: أهمية البحث:

وتتمثل أهمية البحث في عدة أمور:

١- توفير فهم شامل للتنظيم القانوني للتمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية في الكويت ومصر.

٢- مساهمة البحث في تطوير النظام المالي من خلال تسليط الضوء على التحديات والفرص في تنظيم التمويل الجماعي.

٣- دعم صانعي القرار في الكويت ومصر لتحسين التشريعات المتعلقة بالتمويل الجماعي.

٤- تعزيز التعاون بين القطاعين العام والخاص في تطوير آليات التمويل الجماعي في كلا البلدين.

٥- تحقيق الفائدة للمستثمرين والمشاركين في التمويل الجماعي من خلال فهم القوانين والأنظمة التي تحكم هذه الأنواع من الاستثمارات.

خامساً: منهج البحث:

وقد اعتمد الباحث في بحثه على المنهج الوصفي التحليلي والمقارن، فضلاً عن منهج

دراسة الحالة:

١- المنهج الوصفي التحليلي: وصف النظام القانوني الحالي في دولة الكويت وتحليل

النصوص القانونية والتشريعات المتعلقة بالتمويل الجماعي.

٢- المنهج المقارن: مقارنة الإطار القانوني الكويتي بالتجارب الدولية (مثل الولايات

المتحدة والاتحاد الأوروبي) لاستخلاص الدروس المستفادة.

خامساً: خطة البحث:

من أجل تقديم الإجابة على التساؤلات التي تدور حول موضوع الدراسة، قمنا بتقسيم

هذا البحث إلى مطلب تمهيدي ومبحثين على النحو التالي:

المطلب التمهيدي: مفهوم التمويل الجماعي وأهميته وأنواعه.

المبحث الأول: التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية والتحديات المتعلقة به.

المبحث الثاني: التنظيم القانوني للتمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية ودراسة

حالة.

وقد ذيلت البحث بخاتمة ونتائج وتوصياته.

المطلب التمهيدي

مفهوم التمويل الجماعي وأهميته

تمهيد وتقسيم:

شهدت السنوات الأخيرة تحولًا جذريًا في أساليب تمويل المشاريع والشركات الناشئة، مدفوعًا بالتطور التكنولوجي السريع والابتكارات المالية، ومن بين أبرز هذه الأساليب الحديثة هو **التمويل الجماعي**، الذي أتاح الفرصة لجمع رؤوس الأموال من عدد كبير من الأفراد عبر منصات إلكترونية متخصصة، ويعد هذا النموذج من التمويل نقطة تحول في الطريقة التي تُموَّل بها المشاريع، حيث يعتمد على مساهمات الأفراد الذين يسعون إلى دعم المشاريع في مراحلها الأولى، مقابل مكافآت مالية أو حصص في تلك المشاريع (١).

في هذا السياق، يعد **التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية** أحد أنواع التمويل الجماعي التي تميزت بقدرتها على ربط المستثمرين الأفراد بمشاريع الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، ما يوفر فرصًا استثمارية للجميع، وبالرغم من الإمكانات التي يوفرها هذا النوع من التمويل، فإنه يثير العديد من التساؤلات حول تنظيمه القانوني، وحماية حقوق المستثمرين، وآلية تطبيقه بشكل سليم في السوق الكويتي (٢).

(١) Allon, G., & Babich, V. (2020). Crowdfunding platforms and innovation. International Entrepreneurship and Management Journal, p. 44.

(٢) Crowdfund Insider. (2024). "Kuwait Launches Securities-Based Crowdfunding Platforms." Crowdfund Watchdog, p. 36.

لذلك، كان من الضروري تقديم تحليل شامل لمفهوم التمويل الجماعي، وتسليط الضوء على أنواعه المختلفة وأهميته في دعم الاقتصاد الحديث، خصوصاً في ظل الاقتصاد الرقمي.

وعلى ذلك يمكننا تقسيم هذا المطلب إلى ثلاثة فروع:

الفرع الأول: مفهوم التمويل الجماعي وأمثله.

الفرع الثاني: أهمية التمويل الجماعي.

الفرع الثالث: أنواع التمويل الجماعي وخصائصها.

الفرع الأول

مفهوم التمويل الجماعي وأمثله

أولاً: تعريف التمويل في الاصطلاح القانوني:

يواجه التمويل الجماعي تحدياً رئيسياً يتمثل في عدم وجود تعريف موحد يجمع كل جوانبه المختلفة، وهذا الافتقار إلى التعريف يعكس مدى تعقيد العملية التي تشمل مجموعة واسعة من الأطراف المشاركة، من رواد الأعمال الذين يسعون لجمع التمويل إلى المستثمرين الذين يقدمون الأموال، مروراً بالمنصات الإلكترونية التي تدير حملات التمويل الجماعي، وصولاً إلى الجهات التنظيمية والحكومية التي تسعى إلى وضع الأطر القانونية المناسبة لهذه العملية^(١).

فضلاً عن تعدد نماذج الأعمال التي يغطيها التمويل الجماعي، إذ يشمل أشكالاً مختلفة من جمع الأموال. - كما سيأتي بيانه - هناك التمويل القائم على التبرعات، وهناك التمويل القائم على المكافآت، بالإضافة إلى ذلك، يوجد التمويل القائم على الدَّين، وأخيراً التمويل القائم على الأوراق المالية، هذا التنوع في النماذج يزيد من تعقيد المهمة التنظيمية^(٢).

(١) د. عبد المنعم هبة، د. عبيد رامي: "منصات التمويل الجماعي: الآفاق والأطر التنظيمية"، صندوق النقد العربي، سلسلة دراسات اقتصادية، ٢٠١٩، ص ٣٦.

(٢) Bourouba, K. (2018). Le crowdfunding: une solution alternative de financement pour les startups et pme. Journal of Economic and Management , 18 (01), p. 29.

وتأتي التحديات التعريفية الأكبر من الاختلافات في الجهود التنظيمية حول العالم، فقد وضعت بعض الدول قوانين واضحة وصارمة لتنظيم التمويل الجماعي، في حين أن هناك دولاً أخرى لا تزال تفتقر إلى تشريعات مناسبة، أو تعتمد على قوانين أكثر مرونة، هذا التنوع يجعل من الصعب تطوير تعريف أو إطار قانوني موحد يمكن أن يكون مناسباً لكل النماذج والأنظمة المختلفة^(١).

ونتيجة لهذا الغموض في تحديد المفاهيم والأدوار، تجد الجهات التنظيمية صعوبة في وضع أطر قانونية شاملة تنظم العلاقة بين جميع الأطراف المشاركة، كما أن المشاركين، سواء كانوا مستثمرين أو رواد أعمال، قد يشعرون بعدم اليقين بسبب هذا الغموض، مما يؤثر في النهاية على ثقتهم في النظام ويحد من قدرة التمويل الجماعي على التطور كأداة تمويل فعالة ومستدامة^(٢).

ومن الناحية القانونية، يشير مصطلح "التمويل" إلى توفير الموارد المالية اللازمة لتحقيق هدف معين، سواء كان ذلك عبر القروض أو الاستثمار أو تقديم رأس المال مقابل حصص في شركة. التمويل قد يكون من خلال مصادر داخلية أو خارجية مثل البنوك أو المستثمرين^(٣).

ويعرّفه بعض الفقهاء القانونيين بأنه: "تزويد المشروع أو النشاط الاقتصادي بالأموال المطلوبة في الوقت المناسب وبالشكل المناسب، لتحقيق أهدافه من خلال العمليات المالية المتفق عليها قانوناً"^(٤).

(١) Lee Marie, K. (2021, 10 15). crowdfunding sites to help fund your Business, p. 115.

(٢) Douglas W. Arner; Janos Barberis and Ross Buckley (2017), Fintech and Regtech in a nutshell and the future in Sandbox, (CFA Institute Research Foundation, Virginia, 2017), p. 124.

(٣) د. عبد الحليم عطية: "مبادئ التمويل"، دار وائل للنشر، ٢٠١٠، ص ١٥.

(٤) د. عادل عبد الحميد: "التمويل والاستثمار"، دار النهضة العربية، ٢٠١٥، ص ٢٢.

ويعرف "التمويل الجماعي" عادة بكونه طريقة تمويل يتم من خلالها جمع مبالغ صغيرة من الأموال من أعداد كبيرة من الأفراد أو الكيانات القانونية لتمويل أعمال، أو مشاريع محددة، أو استهلاك فردي، أو أية احتياجات تمويلية أخرى (١).

ينطوي هذا النشاط على استخدام المنصات القائمة على شبكة الإنترنت للربط ما بين مستخدمي الأموال (المقترضين) بالمولين الأفراد (المقرضين) بما يتجاوز في العديد من الحالات دور الوسطاء الماليين التقليديين، ورغم اختلاف تعريف التمويل الجماعي من مؤسسة إلى أخرى، إلا أنه غالبًا ما يجمع ثلاثة عناصر أساسية وهي (١- جمع مبالغ صغيرة من الأموال، ٢- من عدد كبير من الممولين وتوجيهها إلى عدد كبير من المقترضين، ٣- باستخدام التقنيات الرقمية) (٢).

وفي القانون التجاري، يشمل التمويل كافة العقود التي تهدف إلى توفير المال للمشاريع، مثل عقود القروض البنكية أو التمويل عبر الأسهم والسندات (٣).

وعلى ذلك يمكننا تعريف التمويل الجماعي بأنه: آلية تمويل تعتمد على جمع رؤوس الأموال من عدد كبير من الأفراد أو المستثمرين لتمويل مشروع معين أو دعم شركة ناشئة، ويتم ذلك عادة عبر منصات إلكترونية متخصصة، ويتيح هذا النموذج للأفراد المشاركة بمبالغ صغيرة أو كبيرة بحسب رغبتهم وإمكاناتهم، يتميز التمويل الجماعي بكونه ديمقراطيًا من حيث

(١) د. محمود محمد عوض: "التمويل الجماعي: الأسس والتطبيقات"، دار الفكر الجامعي، ٢٠١٨، ص ١٨.

(٢) د. هبة عبد المنعم، د. رامي عبيد: "منصات التمويل الجماعي: الآفاق والأطر التنظيمية"، صندوق النقد العربي، سلسلة دراسات اقتصادية، ٢٠١٩، ص ١٢.

Jenik, I. et al. (2017). "Crowdfunding and Financial Inclusion", CGAP Working Paper, March, available at:

<https://www.cgap.org/sites/default/files/Working-Paper-Crowdfunding-and-Financial-Inclusion-Mar-ZO17.pdf>.

(٣) د. عبد الله محمود شحاتة: "مفهوم التمويل الجماعي وآلياته"، مجلة العلوم الإدارية، العدد ٢٥، ٢٠١٨، ص ١٧.

إتاحته فرصة المشاركة للجميع، مما يجعله أداة قوية في دعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة
(١).

ثانياً: أمثلة على منصات التمويل الجماعي:

١ - Kickstarter (لتمويل المشاريع الإبداعية):

(Kickstarter) هي واحدة من أشهر منصات التمويل الجماعي المخصصة لدعم المشاريع الإبداعية، وقد تأسست في عام ٢٠٠٩، وتعمل على ربط المبدعين بالأشخاص الراغبين في تمويل مشاريعهم مقابل مكافآت معينة، والمشاريع التي تُعرض على Kickstarter تشمل الفنون، الأفلام، الموسيقى، التكنولوجيا، والألعاب، ويعتمد نموذج العمل في Kickstarter على مبدأ "الكل أو لا شيء"، أي أن المشروع يجب أن يصل إلى هدفه المالي المحدد قبل انتهاء فترة التمويل ليتم تحويل الأموال إلى المبدعين، وإذا لم يتحقق الهدف، فإن المبالغ المدفوعة من الداعمين تعود إليهم (٢).

يتميز (Kickstarter) بقدرته على جمع مبالغ كبيرة من المال بسرعة من خلال مساهمات صغيرة من عدد كبير من الناس، حيث يقدم الموقع فرصاً للمبدعين الذين قد لا يتمكنون من الحصول على تمويل تقليدي من المؤسسات المالية، وعلى سبيل المثال، جمعت مشاريع مشهورة مثل Pebble Smartwatch و Exploding Kittens ملايين الدولارات من المساهمين من خلال Kickstarter (٣).

٢ - GoFundMe (لتمويل الأغراض الخيرية):

(١) Lambert, Thomas and Schwienbacher, Armin, "An Empirical Analysis of Crowdfunding" (2010), Journal of Business Venturing, Vol. 29, Issue 1, p. 7.

(٢) د. عبد الرحمن الزهراني، "مستقبل التمويل الجماعي في العالم العربي: دراسة حالة منصة Kickstarter"، مجلة الاقتصاد الرقمي، العدد ١٢، ٢٠١٩، ص ٤٥.

(٣) Mollick, E. (2014). "The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study". Journal of Business Venturing, 29(1), p. 11.

(GoFundMe) هي منصة تمويل جماعي تستخدم بشكل أساسي للأغراض الخيرية والشخصية، تأسست في عام ٢٠١٠، وتتيح للأفراد والجمعيات الخيرية جمع الأموال لدعم الأغراض الإنسانية، مثل التكاليف الطبية، التعليم، الإغاثة في حالات الكوارث، وغيرها من الاحتياجات الشخصية، وعلى عكس Kickstarter، لا تتطلب GoFundMe تحقيق هدف معين لتحصيل الأموال، حيث يمكن لصاحب الحملة سحب الأموال في أي وقت بغض النظر عن المبلغ الذي تم جمعه.

وتُعد GoFundMe المنصة الأكثر استخدامًا في جمع التبرعات الشخصية، إذ يعتمد الكثير من الأفراد عليها لطلب الدعم المالي عند مواجهة ظروف صعبة، كما تمثل المنصة أداة حيوية خلال الأزمات الإنسانية والكوارث الطبيعية، حيث تسمح بتدفق سريع للأموال لمساعدة المتضررين (١).

٣- Crowdcube (تمويل المشاريع مقابل حصص في الشركات):

(Crowdcube) هي منصة تمويل جماعي تعتمد على جمع الأموال مقابل حصص ملكية في الشركات الناشئة، وقد تأسست في المملكة المتحدة عام ٢٠١١، حيث تتيح للمستثمرين فرصة شراء حصص في شركات صغيرة ومتوسطة الحجم تبحث عن رأس مال للنمو أو التوسع، ويتميز هذا النوع من التمويل الجماعي بكونه يعطي المستثمرين فرصة للمشاركة في نجاح الشركات من خلال امتلاك جزء من الشركة التي يقومون بتمويلها، ومنصة Crowdcube تعتمد على التمويل القائم على الأسهم (Equity-Based Crowdfunding)، حيث يحصل المستثمرون على حصص في الشركة مقابل مساهماتهم المالية، ويُعتبر هذا النوع من التمويل مناسبًا للشركات التي تبحث عن مصادر تمويل طويلة الأجل ولا ترغب في

(١) Burtch, G., Ghose, A., & Wattal, S. (2013). "An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-funded Markets". Information Systems Research, 24(3), p. 499

الاعتماد على القروض البنكية أو رأس المال المخاطر، وقد نجحت بعض الشركات مثل BrewDog في جمع ملايين الجنيهات عبر Crowdcube (١).

الفرع الثاني

أهمية التمويل الجماعي

أصبح التمويل الجماعي (Crowdfunding) أداة مالية مبتكرة تساهم في دعم المشاريع الناشئة والأفكار الريادية من خلال جمع الأموال من عدد كبير من الأفراد عبر منصات رقمية (Digital Platforms)، حيث يوفر التمويل الجماعي للشركات الناشئة بديلاً مرناً وسريعاً عن القروض البنكية التقليدية، مما يتيح للمشاريع الصغيرة الوصول إلى رأس المال دون تكاليف عالية أو شروط معقدة، كما يعزز التمويل الجماعي الابتكار والمشاركة المجتمعية، حيث يمكن للأفراد دعم الأفكار التي يؤمنون بها والمساهمة في تطويرها، وبفضل هذه المنصات، يمكن للشركات والأفراد الوصول إلى تمويل عالمي يسهم في تحفيز النمو الاقتصادي وتعزيز روح ريادة الأعمال (٢).

تشير الأبحاث والإحصائيات الأخيرة إلى أن المستثمرين ورواد الأعمال يتجهون بشكل متزايد نحو التمويل الجماعي (Equity Crowdfunding) كطريقة لاستثمار أموالهم، حيث تستفيد الشركات الصغيرة والمتوسطة (Small and Medium Enterprises – SMEs) بشكل أساسي من هذه الآلية التمويلية. الهدف الرئيسي للتمويل الجماعي هو دعم المشاريع الناشئة التي تفتقر إلى التمويل التقليدي. وبالتالي، هذا النوع من التمويل لا يجذب الشركات

(١) د. سامي النجار: "التمويل الجماعي للشركات الناشئة: حالة Crowdcube"، مجلة التجارة والاستثمار، العدد ٩، ٢٠١٨، ص ٥٨.

(٢) Vismara, S. (2016). "Equity Retention and Social Network Theory in Equity Crowdfunding". Small Business Economics, 46(4), p. 589

الكبرى التي تفضل أساليب التمويل التقليدية مثل رأس المال الاستثماري (Venture Capital) .^(١)

أولاً: فوائد التمويل الجماعي في الاقتصاد الحديث:
وتتمثل في الآتي:

١ - توفير رأس المال بسرعة دون الحاجة إلى قروض بنكية:

يقدم التمويل الجماعي (Equity Crowdfunding) للشركات الناشئة والمشاريع فرصة الحصول على رأس المال بسرعة وسهولة عبر منصات الإنترنت المتخصصة (Online Platforms)، دون الحاجة إلى المرور بإجراءات معقدة للحصول على قروض بنكية تقليدية، ففي النظام البنكي التقليدي، تتطلب القروض البنكية مراجعة طويلة لأوضاع الشركة المالية وتقديم ضمانات وإثباتات ائتمانية، ولكن في حالة التمويل الجماعي، يكفي تقديم فكرة المشروع وإثارة اهتمام الجمهور بها ليتم جمع الأموال المطلوبة^(٢).

ويمكن هذا النظام الشركات الناشئة من الحصول على التمويل بسرعة، مما يسمح لها بالبدء في العمل أو التوسع في وقت أقصر، وبالإضافة إلى ذلك، في منصات مثل

(١) أشارت إحدى الدراسات إلى أن ٥٠% من رجال الأعمال الفرنسيين يبدون استعدادهم للاستثمار في الشركات الصغيرة والمتوسطة عبر منصات التمويل الجماعي، مع توقعات بأن تصل قيمة هذه الاستثمارات إلى ٧٥ مليار يورو.

انظر: دراسة بعنوان "الفرنسيون ورجال الأعمال والتمويل الجماعي"، التي أجراها معهد THINK، وهو معهد متخصص في إجراء استطلاعات الرأي ونشر دراسات استراتيجية حول مختلف القضايا. الدراسة متاحة عبر الإنترنت على الموقع التالي:

<http://www.institut-think.com/etudes/Sondage-Think---SDE-Paris-2015.pdf>

(٢) Mollick, E. (2014). "The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study". Journal of Business Venturing, 29(1), P. 16

(Kickstarter) أو (Indiegogo)، يمكن أن تتم الحملة في غضون أسابيع قليلة، وهي فترة قصيرة نسبياً مقارنةً بإجراءات القروض البنكية التي قد تستغرق شهوراً أو حتى سنوات (١).

٢- تقليل التكاليف المرتبطة بجمع التمويل التقليدي:

إحدى المزايا الأساسية للتمويل الجماعي هي تقليل التكاليف المرتبطة بجمع الأموال مقارنة بالطرق التقليدية مثل القروض البنكية أو البحث عن مستثمرين كبار، وعند اللجوء إلى التمويل التقليدي، يجب على الشركات دفع فوائد على القروض، وتقديم ضمانات مالية، أو حتى التخلي عن نسبة كبيرة من الملكية للمستثمرين، أما في حالة التمويل الجماعي، فغالباً ما تكون التكاليف أقل لأن الشركات لا تحتاج إلى دفع فوائد أو التنازل عن حقوق ملكية كبيرة (٢). وعادةً ما تتقاضى منصات التمويل الجماعي نسبة مئوية صغيرة من إجمالي الأموال التي يتم جمعها، ما يجعلها خياراً اقتصادياً للشركات الناشئة، وبالإضافة إلى ذلك، تتم عملية جمع التمويل إلكترونياً بالكامل، مما يوفر الكثير من التكاليف الإدارية والورقية التي تتطلبها الطرق التقليدية (٣).

٣- توسيع قاعدة المستثمرين ليشمل فئات متنوعة من المجتمع:

التمويل الجماعي يتيح لأي فرد تقريباً أن يصبح مستثمراً في المشاريع التي يهتم بها، مما يفتح المجال أمام فئات جديدة من المستثمرين، بخلاف التمويل التقليدي الذي غالباً ما

(١) Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., & Parasuraman, A. (2011). "Crowd-funding: Transforming Customers into Investors through Innovative Service Platforms". Journal of Service Management, 22(4), P. 443

(٢) C. Steven Bradford, The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled, 40 SEC. REG. L.J. (2012), P. 195.

(٣) د. عبد الحكيم عمران، د. مصطفى قريد: "منصات التمويل الجماعي كآلية مبتكرة لتمويل المشروعات - عرض تجربة سلطنة لندن الكبرى في مجال التمويل الجماعي للمشروعات العمومية"، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد ٧، العدد ١، ٢٠١٨، ص ٣٠٨-٢٩١.

يتطلب رأس مال كبير أو مؤهلات مالية معينة، يمكن لأي شخص يمتلك الحد الأدنى من المال المشاركة في دعم المشاريع من خلال منصات التمويل الجماعي (١).

ولتوسيع قاعدة المستثمرين فوائد كبيرة، منها:

أ- تنوع مصادر التمويل: عدم الاعتماد على مستثمرين كبار أو مؤسسات بنكية فقط، بل الاعتماد على عدد كبير من المساهمين الصغار.

ب- زيادة الفرص للمشاريع الصغيرة والمبتكرة: بعض المشاريع التي قد لا تكون جذابة للمستثمرين الكبار يمكن أن تجد جمهورًا واسعًا من المساهمين الصغار الذين يؤمنون بالفكرة أو المنتج.

ج- تعزيز الشعور بالانتماء: حيث يشعر المستثمرون الصغار بأنهم جزء من نجاح المشروع، مما يخلق علاقة قوية بين المشروع والمجتمع الذي يدعمه.

وعلى سبيل المثال، منصات مثل Seedrs و Crowdcube تسمح للمستثمرين بشراء حصص صغيرة في شركات ناشئة، مما يمكنهم من المشاركة في تحقيق أرباح مستقبلية إذا نجحت الشركة، بينما يمنح المشروع رأس المال المطلوب للانطلاق (٢).

ثانيًا: مستقبل التمويل الجماعي في الكويت:

تزداد شعبية منصات التمويل الجماعي في الكويت بسبب المزايا المختلفة التي تقدمها المنصة الأكثر شعبية في الكويت هي Kickstarter ، التي جمعت أكثر من مليار دولار من التعهدات من أكثر من ٧٧٠٠٠ مؤيد، حيث تقدم المنصة عملية بسيطة ومباشرة للداعمين لجمع الأموال لمشاريعهم، وقد أصبحت وسيلة شائعة للشركات الناشئة لجمع الأموال.

وبالنسبة لبنك الكويت المركزي، فيرى أن منصات التمويل الجماعي تتيح لرواد المشاريع الحصول على التمويل بوقت وتكلفة أقل، حيث تحصل بعض المشاريع على كامل

(١) د. رياض عبد الرحمن العيونس: "دور منصات التمويل الجماعي في تعزيز الشمول المالي في الدول العربية"، المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية والمالية، ٢٠٢٢، مج. ٥، ع. ١، ص ١٤٠. انظر الرابط:

<https://search.emarefa.net/detail/BIM-1392979>

(٢) د. رياض عبد الرحمن العيونس: المرجع السابق، ص ١٣٥.

التمويل المتطلب في ظرف دقائق، ذلك نظرا للإقبال الكبير من جانب المستثمرين على هذا النشاط. كما أن منصات التمويل الجماعي توفر قنوات تعامل مباشرة تجمع المستثمرين المهتمين بالاستثمار في المشاريع الصغيرة والمتوسطة، حيث تمكن صغار المستثمرين من استغلال أموالهم البسيطة في أعمال استثمارية تعود عليهم بمنفعة مالية، هذا فضلا عن توفير قنوات تمويل أخرى (بخلاف البنوك) للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمبادرين، إضافة إلى زيادة السيولة في السوق وتوفير فرص استثمارية للمستثمرين (١).

ومن المتوقع أن يشهد التمويل الجماعي في الكويت تطورًا ملحوظًا خلال السنوات القادمة بناءً على عدة عوامل رئيسية مستندة إلى الحقائق الحالية:

١ - تحسين البنية التحتية الرقمية:

كجزء من رؤية الكويت ٢٠٣٥، تسعى الحكومة إلى تعزيز التحول الرقمي عبر مختلف القطاعات، بما في ذلك القطاع المالي، ووفقًا لتقرير "استراتيجية الكويت الرقمية ٢٠٢٠-٢٠٢٥"، فإن تطوير البنية التحتية الرقمية وزيادة الاستثمار في الشبكات الوطنية ستسهل الوصول إلى منصات التمويل الجماعي، التحسن في خدمات الإنترنت والاتصالات سيمكن الأفراد والمستثمرين من المشاركة بشكل أكبر في المشاريع المدعومة جماعيًا (٢).

٢ - التشريعات المستقبلية:

على الرغم من غياب تشريع مخصص للتمويل الجماعي في الكويت حتى الآن، فإن الحكومة بدأت في اتخاذ خطوات لتنظيم البيئة المالية، ففي عام ٢٠٢٠، تم تعديل قوانين الاستثمار بهدف تعزيز بيئة الأعمال ودعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة، وهو ما يعكس اهتمام الدولة بتوفير إطار قانوني يدعم التمويل الجماعي في المستقبل، وإذا تم تطوير تشريعات تركز

(١) "Implications of fintech: developments for banks and bank supervisors", February 2018.

(٢) د. سعيد عبد الله: "التحول الرقمي في القطاع العام"، دار الفكر الجامعي، ٢٠٢٠، ص ١٠٩.

على حماية حقوق المستثمرين وتنظيم عمليات التمويل الجماعي، فسيؤدي ذلك إلى خلق بيئة أكثر أمانًا وثقة للمستثمرين وأصحاب المشاريع (١).

٣- زيادة الوعي والتعليم المالي:

شهدت الكويت في السنوات الأخيرة زيادة في البرامج التعليمية المتعلقة بالتمويل والاستثمار، مثل ورش العمل التي تنظمها البنك المركزي الكويتي ومؤسسة الكويت للتقدم العلمي، ففي عام ٢٠٢١، أطلق البنك المركزي مبادرة لدعم ريادة الأعمال والشركات الناشئة، ما ساهم في رفع الوعي حول التمويل الجماعي، فضلاً عن أن زيادة هذه المبادرات التعليمية سيسهم في تعزيز فهم الأفراد لمزايا التمويل الجماعي كأداة تمويل بديلة وفعالة (٢).

٤- التعاون بين القطاعين العام والخاص:

هناك بالفعل خطوات ملحوظة نحو تعزيز التعاون بين الحكومة والقطاع الخاص في الكويت لدعم الشركات الناشئة، ففي عام ٢٠١٩، تم إنشاء صندوق الكويت الوطني لدعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة، وهو مشروع مشترك بين القطاعين العام والخاص لدعم وتمويل الشركات الناشئة، ويُعدُّ هذا التعاون مؤشراً على إمكانية تعزيز منصات التمويل الجماعي في الكويت من خلال شراكات مماثلة بين الحكومة والبنوك والمؤسسات المالية، مما يسهم في دعم المشاريع المحلية ويزيد من مصداقية التمويل الجماعي (٣).

وبصورة عامة، توفر منصات التمويل الجماعي في الكويت طريقة جديدة ومثيرة للشركات الناشئة لجمع الأموال، ويكتسبون شعبية بسرعة بسبب عملياتهم البسيطة والمباشرة، والمكافآت العالية المتاحة للداعمين، وميزات الحلقة المغلقة التي تجعل من السهل على الشركات الناشئة تنمية أعمالهم (٤).

(١) د. عادل العيسى: " التشريعات الاقتصادية في الكويت: التحديات المستقبلية"، دار وائل للنشر، ٢٠٢٠، ص ١٢٤.

(٢) د. سامي المصري: "إدارة المال والاستثمار: الأسس والتطبيقات"، دار النهضة العربية، ٢٠٢١، ص ٩٢.

(٣) د. أحمد المطيري: "التعاون بين القطاعين العام والخاص في الكويت"، دار المعارف، ٢٠١٨، ص ٦٣.

(٤) انظر الموقع:

ثالثاً: أثر التمويل الجماعي على الاقتصاد الكويتي:

يُعدُّ التمويل الجماعي أداةً فعّالة لدعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة، مما يساهم في تعزيز الاقتصاد الكويتي، وفيما يلي بعض الإحصائيات المتعلقة بأثر التمويل الجماعي على الاقتصاد الكويتي:

١- نمو التمويل الجماعي عالمياً:

تتوقع الدراسات أن يصل حجم التمويل الجماعي إلى ١٩٦ مليار دولار خلال الفترة من ٢٠٢١ إلى ٢٠٢٥، مما يعكس أهمية هذه الأداة في دعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة عالمياً.^(١)

وفي الكويت، حيث تشكل الشركات الصغيرة والمتوسطة نسبة كبيرة من قطاع الأعمال، يمكن للتمويل الجماعي أن يساهم في تقليل اعتماد هذه الشركات على التمويل التقليدي المكلف، ويمكن كذلك للشركات الناشئة جمع الأموال اللازمة بسهولة أكبر، وتحقيق معدلات نمو سريعة.^(٢)

٢- تراخيص منصات التمويل الجماعي في الكويت:

في أغسطس ٢٠٢٤، أصدرت وزارة التجارة والصناعة الكويتية قانوناً يسمح لمنصات التمويل الجماعي القائمة على الأوراق المالية بالحصول على ترخيص تجاري في البلاد، بهدف تنويع خيارات التمويل للمشاريع الصغيرة.^(٣)

<https://fastercapital.com/arabpreneur/>تمويل-الشركات-الناشئة-من-خلال-منصات-التمويل-

الجماعي-في-الكويت#مستقبل-التمويل-الجماعي-في-الكويت

(١) انظر الموقع:

https://www.aljarida.com/articles/1635263667170579300/?utm_source=chatgpt.com

(٢) د. باية قنوني، د. منال عمارة: "التمويل الجماعي عبر المنصات كآلية مستحدثة لتمويل المؤسسات الناشئة"، مجلة البحوث الإدارية والاقتصادية، مج. ٥، ع. ١، ٢٠٢١، ص ٦٧. انظر الموقع:

<https://search.emarefa.net/detail/BIM-1371240>

(٣) انظر الموقع:

ومع تزايد الاهتمام بالابتكار وريادة الأعمال كجزء من استراتيجيات التنويع الاقتصادي الكويتي، يمكن للتمويل الجماعي أن يساعد في إطلاق المزيد من المشاريع الريادية، ويمكن لهذه المشاريع دعم الاقتصاد من خلال توفير وظائف جديدة وتعزيز النمو في القطاعات غير النفطية (١).

٣- دور بنك الكويت المركزي في دعم التمويل الجماعي:

يعمل بنك الكويت المركزي بالتعاون مع هيئة أسواق المال على دراسة مشروعين لإنشاء منصات للتمويل الجماعي، بهدف دعم الشركات الصغيرة والمتوسطة وتعزيز الاقتصاد الوطني (٢).

وفي الكويت، حيث توجد ثقافة قوية للدعم المجتمعي والتعاون، يمكن للتمويل الجماعي أن يسهم في تعزيز هذه القيم من خلال دعم المشاريع التي تحقق فوائد اقتصادية واجتماعية، مما يشجع على زيادة الاستثمار في المشاريع التي تعود بالنفع على الاقتصاد الوطني، ويعزز العلاقة بين رواد الأعمال والمجتمع (٣).

٤- الإطار القانوني للتمويل الجماعي في الكويت:

تُناقش الدراسات القانونية إمكانية تنظيم التمويل الجماعي في الكويت وفقاً لقانون هيئة أسواق المال الكويتي، مما يسهم في توفير بيئة قانونية ملائمة لدعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة (٤).

<https://fintechgate.net/2024/08/14/-الكويتية-والصناعة-التجارة-وزارة>

[/ترخص](https://www.chatgpt.com/?utm_source=chatgpt.com)

(١) وزان نوال، سعيدي فهيمة: "أساليب التمويل المعتمدة في تطور البنوك التقليدية والإسلامية؛ رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان بيره، بجاية، ٢٠١٧، ص ١٣٢.
(٢) انظر الموقع:

<https://www.aljarida.com/articles/1635263667170579300/>

(٣) د. محمد العيش الصالحين: "الحوكمة والتمويل الجماعي: قراءة في التجربة الفرنسية"، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية ، ٤ (١)، ٢٠١٦، ٦٥٧-٦٢٣.
(٤) انظر الموقع:

٥- جذب الاستثمارات الأجنبية:

مع توسع نطاق التمويل الجماعي عبر الإنترنت، يمكن للكويت أن تستفيد من جذب الاستثمارات الأجنبية من خلال منصات التمويل الجماعي الدولية، والمستثمرين من خارج الكويت يمكنهم بسهولة المشاركة في تمويل المشاريع الكويتية الواعدة، مما يعزز التدفقات المالية إلى الاقتصاد المحلي.

كما يتيح التمويل الجماعي للشركات الكويتية الوصول إلى قاعدة عالمية من المستثمرين، مما يعزز من فرص النمو والتوسع في الأسواق الدولية، هذا يمكن أن يزيد من قدرة الشركات الكويتية على المنافسة عالمياً، ويعود بالفائدة على الاقتصاد من خلال تدفق العملات الأجنبية وتوسيع النشاط التجاري (١).

٦- دور التكنولوجيا المالية (FinTech) في تطوير التمويل الجماعي:

مع تطور التكنولوجيا المالية (FinTech)، أصبحت منصات التمويل الجماعي أكثر فعالية وأماناً، مما يفتح المجال أمام المزيد من الشركات الكويتية للاستفادة من هذا النوع من التمويل، وبفضل التطورات في البنية التحتية الرقمية، يمكن للكويت أن تصبح مركزاً مالياً إقليمياً يستفيد من التكنولوجيا المالية لتطوير التمويل الجماعي وجذب المزيد من الاستثمارات، ويعزز التمويل الجماعي المدعوم بالتكنولوجيا المالية الشفافية في عمليات التمويل، مما يزيد من ثقة المستثمرين والمشاركين، علاوة على ذلك، يساهم في تحسين الإجراءات المالية للشركات الناشئة، حيث يمكن للمنصات الإلكترونية أن توفر تقارير دقيقة حول الأداء المالي والمشاريع (٢).

https://journals.ku.edu.kw/jgaps/index.php/jgaps/article/view/2853?utm_source=chatgpt.com

(١) Marty, o. (2015). La Vie De Start-Up (S') Investir Dans Les Entreprises Innovantes.Gérer et Comprendre. Annales des Mines (67), pp.4-15.

(٢) د. نور الدين الوقفي: "إدارة منصات التمويل الجماعي وتأثيرها على الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية، العدد ١٨، ٢٠٢١، ص ٩٢.

أ- تحسين الإجراءات المالية:

تتيح منصات التمويل الجماعي الإلكترونية المدمجة بالتكنولوجيا المالية معالجة المعاملات المالية بشكل أكثر دقة وكفاءة، وتسهل هذه المنصات جمع الأموال من عدد كبير من الأفراد أو الكيانات، مما يقلل من الحاجة إلى الوسطاء التقليديين ويساهم في تسريع العملية، حيث تُسهّم التكنولوجيا المالية في تطوير أدوات للمدفوعات الرقمية وتحويل الأموال، مما يجعل عملية الاستثمار في المشاريع أسهل وأسرع، كما تُسهّم في تقليل التكاليف التشغيلية المرتبطة بالإجراءات المالية التقليدية (١).

ب- دعم الشركات الناشئة:

مع تطور التكنولوجيا المالية، يُمكن للشركات الناشئة في الكويت استخدام منصات التمويل الجماعي لجذب الاستثمارات بسهولة أكبر من خلال إعلانات موجهة ونظام دفع مرّن، كما تساعد هذه المنصات الشركات الناشئة على الحصول على تمويل سريع ودون الحاجة للجوء إلى القروض التقليدية أو رأس المال المخاطر، وتُمكن هذه المنصات الشركات من جذب استثمارات من فئات مختلفة من المستثمرين (صغار المستثمرين أو كبار المستثمرين) عبر الشبكات الاجتماعية الإلكترونية، مما يُساهم في تسريع النمو الاقتصادي للشركات الناشئة (٢).

ج- دور الكويت كمركز مالي إقليمي:

تُعتبر الكويت مركزاً اقتصادياً مهماً في منطقة الخليج العربي، ومع التحسن المستمر في البنية التحتية الرقمية، فإنها تمتلك القدرة على أن تصبح مركزاً مالياً إقليمياً مزدهراً، التكنولوجيا المالية تتيح لدولة الكويت أن تكون في طليعة الاقتصاد الرقمي في المنطقة، مما يساعد في جذب الاستثمارات العالمية.

(١) د. أحمد عبد الرحمن: "استراتيجيات التمويل الجماعي Crowd Funding في نجاح مشروعات ريادة الأعمال"، دار الفكر العربي، القاهرة، ٢٠٢٠، ص ٢٥٨.

(٢) د. سامي العطار: "التقنيات المالية الحديثة: منصات التمويل الجماعي أنموذجاً"، دار نشر العلوم، دبي، ٢٠٢١، ص ١٧٥.

بفضل هذه التحسينات في البنية التحتية الرقمية، يمكن للكويت تطوير منصات تمويل جماعي مبتكرة وتوسيع نطاقها إلى أسواق إقليمية وعالمية، مما يُعزز من قدرتها على جذب الاستثمارات من شركات تكنولوجيا مالية عالمية (١).

د- توسيع الفرص في الاقتصاد المحلي:

تساهم التكنولوجيا المالية في تطوير خدمات التمويل الجماعي بطرق مبتكرة، مما يُتيح للمستثمرين الأفراد والشركات من كافة الأحجام المشاركة في المشاريع المحلية والعالمية، ويعزز ذلك من المشاركة الاقتصادية ويعطي فرصة أكبر للأفراد للاستثمار في مشاريع مبتكرة، كذلك، يُسهّم التمويل الجماعي المدعوم بالتكنولوجيا المالية في تمويل المشاريع التي تعتمد على الاقتصاد الرقمي، مثل التطبيقات الرقمية، التجارة الإلكترونية، والابتكارات التكنولوجية، مما يساهم في توسيع النشاط الاقتصادي في الكويت (٢).

وتُظهر هذه الإحصائيات أهمية التمويل الجماعي وأثره في دعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة وتعزيز الاقتصاد الكويتي.

الفرع الثالث

أنواع التمويل الجماعي وخصائصها

يشمل التمويل الجماعي نماذج مختلفة تختلف وفقاً لمستوى العمل، ونضج الفكرة المقصودة للتمويل، ويشكل أكثر عمقاً، نوع العلاقة بين صاحب المشروع والجمهور، ولا تزال الدراسات في هذا المجال في مرحلة النضج، لكن الباحثين يتفقون على نموذجين أساسيين هما التمويل الجماعي القائم على التبرع، والتمويل الجماعي القائم على الاستثمار بالإضافة إلى ذلك، اقترحت بعض الدراسات نماذج إضافية مثل نموذج التمويل الجماعي الداخلي والنموذج الهجين، وفي هذه الدراسة سنقوم بتصنيف التمويل الجماعي إلى الأنواع التالية:

(١) د. د. محمد عادل: "صعود تكامل التكنولوجيا المالية في التمويل الجماعي للأسهم"، دار الخوارزمي، القاهرة، ٢٠٢١، ص ٢١٤.

(٢) د. مصطفى الفهد: "دور FinTech في تطوير الاقتصاد الرقمي"، دار المعرفة الجامعية، الرياض، ٢٠٢٢، ص ٩٨.

١- التمويل القائم على التبرعات (Donations-Based Crowdfunding):

التمويل القائم على التبرعات هو أحد أشكال التمويل الجماعي حيث يساهم الأفراد بأموالهم لدعم قضية أو مشروع دون انتظار أي عائد مالي أو مكافأة مادية، ويستخدم هذا النوع من التمويل غالبًا لتمويل المشاريع ذات الطابع الخيري أو الاجتماعي، مثل جمع التبرعات للأغراض الإنسانية، التعليمية، الصحية، أو البيئية، ويهدف هذا النظام إلى تفعيل دور المجتمع في دعم القضايا التي يؤمن بها ويساهم فيها عبر الإنترنت (١).

أ- الخصائص الرئيسية للتمويل القائم على التبرعات:

١- عدم وجود مقابل مادي:

في هذا النوع من التمويل، لا يتوقع المساهمون الحصول على أي مقابل مالي أو غير مالي، إذ أن هدفهم الأساسي هو دعم قضية معينة أو مساعدة شخص أو مجموعة لتحقيق هدف مهم.

ومثال على ذلك هو التبرع لدعم مشروع بناء مدرسة في منطقة نائية أو جمع تبرعات لمساعدة شخص يحتاج إلى علاج طبي عاجل.

٢- التركيز على الأغراض الخيرية والاجتماعية:

ويتميز التمويل القائم على التبرعات بأنه يركز بشكل أساسي على الأغراض الخيرية والاجتماعية، ويمكن أن تشمل هذه الأغراض دعم الفقراء والمحتاجين، تقديم المساعدات الإنسانية في حالات الكوارث الطبيعية، أو جمع الأموال لدعم الجمعيات غير الربحية.

والكثير من منصات التمويل القائم على التبرعات تسهم في حملات إنسانية مثل إغاثة المناطق المتضررة من الكوارث أو المساعدة في بناء البنية التحتية في المناطق النامية.

٣- سهولة الوصول والمشاركة:

(١) Edan, B. (2011). A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation. Transactions: The Tennessee Journal of Business Law, 12, pp. 63-85.

- التمويل القائم على التبرعات يعتمد بشكل كبير على منصات الإنترنت التي تسهل عملية جمع التبرعات. يمكن لأي شخص لديه اتصال بالإنترنت أن يساهم بسهولة في دعم قضية معينة من خلال المساهمة بمبالغ مالية مهما كانت صغيرة. هذا يزيد من انتشار الحملات ويتيح للأشخاص من جميع أنحاء العالم المشاركة في دعم المشاريع والقضايا المختلفة (١).

ب- المنصات التي تعتمد على التمويل القائم على التبرعات:

١ - GoFundMe:

تُعد GoFundMe واحدة من أشهر منصات التمويل القائم على التبرعات، حيث تُستخدم لجمع التبرعات للأغراض الشخصية والإنسانية، ويستطيع الأفراد أو المنظمات إنشاء حملات لجمع الأموال لأغراض مختلفة، سواء كانت شخصية (مثل تغطية تكاليف العلاج الطبي) أو مجتمعية (مثل دعم المشروعات المحلية)، وتتيح المنصة سهولة التفاعل مع الجمهور، حيث يمكن نشر التحديثات حول الحملة ومشاركة القصص لجذب دعم أكبر (٢).

٢ - JustGiving:

JustGiving هي منصة أخرى تُستخدم لجمع التبرعات للأغراض الخيرية، تساعد المنصة في تسهيل عملية جمع الأموال للمنظمات غير الربحية والمؤسسات الخيرية من خلال حملات متعددة الأهداف، مثل تقديم الدعم للأطفال أو الأشخاص ذوي الاحتياجات الخاصة، كما تتيح للأفراد مشاركة حملاتهم عبر وسائل التواصل الاجتماعي لزيادة التفاعل والدعم (٣).

أمثلة ناجحة للتمويل القائم على التبرعات:

(١) Usha. (2014). Crowd Funding For Startups in India. IOSR Journal of Business and Management, pp. 51.

(٢) Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., & Parasuraman, A. (2011). "Crowd-funding: Transforming Customers into Investors through Innovative Service Platforms". Journal of Service Management, 22(4), pp. 443-470.

(٣) Burtch, G., Ghose, A., & Wattal, S. (2013). "An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-funded Markets". Information Systems Research, 24(3), pp. 499-519.

١- حملات الإغاثة الإنسانية:

بعد الكوارث الطبيعية مثل الزلازل أو الفيضانات، تُطلق العديد من الحملات لجمع التبرعات عبر منصات التمويل الجماعي لتقديم المساعدات للأشخاص المتضررين، وعلى سبيل المثال، جمعت حملات GoFundMe ملايين الدولارات لمساعدة ضحايا الأعاصير في الولايات المتحدة.

٢- المشاريع المجتمعية:

تستخدم العديد من المجتمعات التمويل القائم على التبرعات لدعم مشاريع محلية، مثل بناء مدارس أو إنشاء مرافق صحية في المناطق الريفية، وتعتمد هذه المشاريع بشكل كامل على سخاء المتبرعين من أفراد المجتمع أو من أشخاص آخرين حول العالم (١).

٢- التمويل القائم على المكافآت (Rewards-Based Crowdfunding):

التمويل القائم على المكافآت هو نوع من أنواع التمويل الجماعي، حيث يقوم الأفراد أو الشركات بجمع الأموال من مجموعة كبيرة من الناس عبر منصات التمويل الجماعي، مقابل تقديم مكافآت غير مالية أو حوافز للمساهمين، ويعتمد هذا النوع من التمويل على دعم الناس للمشاريع التي يرغبون في نجاحها، ويتم تحفيزهم بواسطة مكافآت محددة مسبقاً تعتمد على مستوى مساهمتهم المالية (٢).

أ- الخصائص الرئيسية للتمويل القائم على المكافآت:

١- عدم وجود ملكية أو أرباح:

(١) د. زواويد لزهاري، مرسلتي نزيهة: "دور منصات التمويل الجماعي في تمويل المشاريع الناشئة بالسعودية والإمارات مع الإشارة لحالة الجزائر"، مجلة آراء للدراسات الاقتصادية والإدارية، ٠٤ (٠١)، ٢٠٢٢، ص ١٤٤.

(٢) Melissa. (2017, 05). Crowdfunding as a Financing Resource for Small Businesses. Doctoral Study College of Management and Technology. Walden University, p. 27.

على عكس التمويل القائم على الأسهم أو الديون، فإن التمويل القائم على المكافآت لا يمنح المستثمرين أي ملكية أو حقوق في المشروع أو أرباحه المستقبلية، وبدلاً من ذلك، يحصلون على مكافآت تعتمد على نوع المشروع ومستوى المساهمة، وقد تتراوح هذه المكافآت من منتجات تجريبية، أو نسخ مبكرة من المنتج، أو تذاكر لأحداث معينة، إلى تقديرات علنية أو رسائل شكر شخصية.

٢- أهداف متنوعة:

يمكن استخدام هذا النوع من التمويل لتمويل مجموعة واسعة من المشاريع، بما في ذلك الأفلام المستقلة، الألعاب، المنتجات التكنولوجية الجديدة، أو حتى الفنون والموسيقى، ويتميز التمويل القائم على المكافآت بأنه يمكن تطبيقه في قطاعات متنوعة، ويعتمد النجاح في هذه الحملات على مدى جاذبية المشروع وجدارة فكرته ومدى فعالية حملة التسويق الخاصة به.

٣- التمويل المشروط:

غالبًا ما يعتمد التمويل القائم على المكافآت على نموذج "الكل أو لا شيء"، حيث يتم جمع التمويل المطلوب بالكامل لتحقيق الهدف المالي للمشروع، وإذا لم يتم تحقيق الهدف، يتم إعادة الأموال إلى المساهمين، وهذه الطريقة توفر الحماية للمساهمين الذين يتوقعون أن المشروع لن ينجح إلا إذا تم الوصول إلى التمويل الكافي، وتعتمد العديد من المنصات على هذا النموذج لضمان التزام أصحاب المشاريع بتنفيذ مشاريعهم بشكل صحيح وتفادي المخاطر المرتبطة بعدم وجود رأس مال كافٍ لتنفيذ المشروع (١).

ب- المنصات التي تعتمد على التمويل القائم على المكافآت:

١- Kickstarter:

تُعتبر Kickstarter واحدة من أشهر المنصات التي تعتمد على التمويل القائم على المكافآت، ويتم إطلاق الحملات لجمع الأموال لمشاريع إبداعية مثل الأفلام، الألعاب، الكتب، المنتجات التكنولوجية الجديدة، وغيرها، ويتلقى المساهمون الذين يشاركون في تمويل هذه

(١) Mollick, E. (2014). "The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study".

.Journal of Business Venturing, 29(1), pp. 1-16

المشاريع مكافآت تختلف حسب حجم مساهماتهم، ومثال على ذلك هو حصول الداعمين على نسخ مبكرة من المنتجات الممولة أو تذاكر لحضور العروض الخاصة (١).

٢ - Indiegogo:

Indiegogo منصة أخرى تستخدم نفس النهج لتسهيل التمويل القائم على المكافآت. توفر المنصة مرونة أكبر مقارنةً بـ Kickstarter، حيث تتيح للمشاريع جمع الأموال سواء تم تحقيق الهدف المالي أم لا، مما يوفر مرونة للمشاريع الصغيرة أو الأفكار المبتكرة، والمكافآت في Indiegogo قد تشمل منتجات مستقبلية أو حتى هدايا رمزية تعتمد على نوع المشروع ومستوى المساهمة (٢).

ج- أمثلة ناجحة للتمويل القائم على المكافآت:

١ - Pebble Smartwatch:

أحد أكبر الأمثلة على نجاح التمويل القائم على المكافآت هو حملة Pebble Smartwatch على Kickstarter، حيث جمعت الحملة أكثر من ١٠ ملايين دولار من الداعمين، وقدمت Pebble نسخاً مبكرة من الساعة الذكية كجزء من المكافآت للداعمين.

٢ - Exploding Kittens:

Exploding Kittens، لعبة بطاقات ممتعة، هي مثال آخر على النجاح الباهر في Kickstarter، وجمعت الحملة أكثر من ٨.٧ مليون دولار من أكثر من ٢٠٠,٠٠٠ داعم، مما جعلها واحدة من أكثر الحملات نجاحاً في تاريخ المنصة (٣).

(١) Buerhan Saiti and Muhammad Hamal Musito and Ensari YÜCEL,(2020) Islamic Crowdfunding: Fundamentals, Developments and Challenges. journal of The Islamic Quarterly, 62(03), p478.

(٢) Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwinnbasher, A. (2014). "Crowdfunding: Tapping the Right Crowd". Journal of Business Venturing, 29(5), pp. 585-609

(٣) Frydrych, D., Bock, A. J., Kinder, T., & Kopeck, B. (2014). "Exploring Entrepreneurial Legitimacy in Reward-based Crowdfunding". Venture Capital, 16(3), pp. 247-269

٣- التمويل القائم على القروض (Lending-Based Crowdfunding):

التمويل القائم على القروض هو شكل من أشكال التمويل الجماعي، حيث يقوم الأفراد أو المؤسسات بتقديم قروض للمشاريع أو الأفراد مقابل فائدة معينة، دون الحاجة إلى وسطاء تقليديين مثل البنوك، ويعتمد هذا النوع من التمويل على منصات إلكترونية تربط بين المقرضين والمقترضين، مما يسهل عملية تقديم القروض بطريقة سريعة وفعالة (١).

أ- الخصائص الرئيسية للتمويل القائم على القروض:**١- إمكانية الوصول السريع إلى رأس المال:**

يوفر التمويل القائم على القروض فرصة سريعة للمقترضين للحصول على الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتهم المالية، سواء كانت للأعمال أو للأغراض الشخصية، وعلى عكس البنوك، التي تتطلب إجراءات معقدة وإثباتات ائتمانية، يمكن للمقترضين الحصول على قروض من خلال منصات التمويل القائم على القروض في غضون أيام قليلة.

٢- تحديد الشروط من قبل المقرضين:

في التمويل القائم على القروض، يقوم المقرضون بتحديد الشروط الخاصة بالقرض، بما في ذلك نسبة الفائدة ومدة السداد، ويتيح ذلك للمقترضين التحكم في المخاطر المرتبطة باستثماراتهم ويحدد أيضًا الشروط التي يوافق عليها المقترض.

٣- تجربة المقرضين والمقترضين:

تتيح منصات التمويل القائم على القروض للمقترضين فرصة تقديم تفاصيل مشروعهم أو احتياجاتهم المالية، مما يساعد المقرضين على اتخاذ قرارات مستنيرة بشأن القروض، كما

(١) Abushaban, R. (2014, 10 10-13). Crowdfunding as a catapult for innovation in the Middle East: Obstacles and possibilities. IEEE Global Humanitarian Technology Conference. San Jose, CA, USA: IEEE, p. 444.

يمكن للمقرضين قراءة تقييمات سابقة للمقترضين للحصول على فكرة أفضل عن مستوى المخاطر (١).

ب- المنصات التي تعتمد على التمويل القائم على القروض:

١ - Lending Club:

تُعتبر Lending Club واحدة من أكبر منصات التمويل القائم على القروض، حيث تتيح للأفراد والشركات الصغيرة الحصول على قروض شخصية أو تجارية من مجموعة واسعة من المقرضين. تقوم المنصة بمطابقة المقترضين بالمقرضين الذين يقدمون أفضل الشروط المناسبة.

٢ - Prosper:

Prosper هي منصة أخرى للتمويل القائم على القروض، حيث يتيح للأفراد الحصول على قروض شخصية من مستثمرين آخرين. تتيح المنصة للمقترضين تقديم طلبات لقروض شخصية، بينما يقوم المستثمرون بتقييم طلبات القروض واختيار ما يريدون تمويله (٢).

ج- أمثلة ناجحة للتمويل القائم على القروض:

١ - حملات القروض الشخصية:

استخدمت العديد من الأفراد منصات مثل LendingClub و Prosper لجمع القروض الشخصية لتسديد ديون أو تمويل مشاريع صغيرة، مما أتاح لهم تحقيق أهدافهم المالية.

٢ - مشاريع الشركات الصغيرة:

تمكنت بعض الشركات الصغيرة من جمع الأموال اللازمة لتوسيع عملياتها أو شراء معدات جديدة من خلال القروض المقدمة من مستثمرين عبر المنصات الإلكترونية، مما ساعدها على النمو والتطور (١).

(١) Dahiya, S., & Mazumdar, S. (2019). "Crowdfunding: A New Paradigm for Raising Capital". Journal of Business Research, 101, pp. 76-83

(٢) Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). "Crowdfunding: Tapping the Right Crowd". Journal of Business Venturing, 29(5), pp. 585-609

٤- التمويل القائم على الأوراق المالية (Securities-Based Crowdfunding):

التمويل القائم على الأوراق المالية (Securities-Based Crowdfunding) هو نوع

من أنواع التمويل الجماعي يتيح للمستثمرين الحصول على حصص أو أسهم في الشركات مقابل استثماراتهم المالية، ويُعتبر هذا النوع من التمويل بديلاً حديثاً عن الطرق التقليدية لجمع الأموال، حيث يقدم للمستثمرين فرصة للاستثمار في الشركات الناشئة أو المتوسطة التي تسعى للحصول على تمويل لدعم نموها وتوسعها^(٢)، على ما سنرى تفصيلاً في هذا البحث.

المبحث الأول

التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية والتحديات المتعلقة به

تمهيد وتقسيم:

يشكل التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية أحد أبرز الابتكارات في مجال التمويل الحديث، والذي ظهر كنتيجة مباشرة للتطورات التكنولوجية والاقتصادية، ويتمثل هذا النوع من التمويل في جمع الأموال من جمهور واسع من المستثمرين عبر منصات إلكترونية متخصصة، مقابل منحهم حصصاً أو حقوق ملكية في الشركات الناشئة أو المشاريع التي يسعون لتمويلها، من خلال هذه الآلية، تتمكن الشركات الناشئة من تجاوز العقبات التي تواجهها في الحصول على تمويل تقليدي، مثل القروض البنكية أو المستثمرين المؤسساتيين، مما يعزز فرصها في تحقيق النمو والابتكار^(٣).

(١) د. حمانى عبد الرؤوف، سعودي صالح الدين: "منصات التمويل الجماعي كآلية حديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مجلة البحوث الإدارية، ٠٦ (٠١)، ٢٠٢٠، ص ٥٤-٥٥.

(٢) Schwiendbacher, A., & Larralde, B. (2012). Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. In Cumming, D. (Ed.), The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance. Oxford University Press. p. 215

(٣) Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding. Entrepreneurship Theory and Practice, 39(4), p. 270.

ورغم الفوائد الكبيرة التي يقدمها هذا النموذج للشركات والمستثمرين على حد سواء، إلا أنه يواجه العديد من التحديات.

وعلى ذلك يمكننا تناول هذا المبحث من خلال تقسيمه إلى ثلاثة مطالب.

المطلب الأول: مفهوم التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية.

المطلب الثاني: الخصائص الرئيسية للتمويل القائم على الأوراق المالية.

المطلب الثالث: التحديات المرتبطة بالتمويل القائم على الأوراق المالية.

المطلب الأول

مفهوم التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية

تمهيد وتقسيم:

يشير مفهوم التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية إلى وسيلة حديثة لجمع التمويل من عدد كبير من المستثمرين، حيث يقوم هؤلاء المستثمرون بشراء حصص أو أسهم في مشروع أو شركة ناشئة عبر منصات إلكترونية متخصصة، ويتيح هذا النوع من التمويل للشركات الناشئة والمشاريع الصغيرة فرصة الوصول إلى رأس المال اللازم للتوسع والنمو، دون الحاجة إلى القروض البنكية التقليدية أو رأس المال الاستثماري، ويُعدّ التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية أكثر تعقيداً من النماذج الأخرى للتمويل الجماعي، حيث يخضع لرقابة قانونية وتنظيمية صارمة لحماية حقوق المستثمرين وضمان الشفافية في التعاملات (١).

ويوفر هذا النموذج المالي فرصاً جديدة للمستثمرين الأفراد، حيث يمكنهم الاستثمار في مشاريع صغيرة وواعدة كانت في السابق متاحة فقط للمستثمرين الكبار أو المؤسسات المالية،

(١) Estellés-Arolas, E., & González-Ladrón-de-Guevara, F. (2012). Towards an integrated crowdsourcing definition. Journal of Information Science, 38(2), 189-200.

ومع ذلك، فإن التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية يحمل بعض المخاطر، بما في ذلك احتمال خسارة الاستثمار إذا فشلت الشركة الناشئة في تحقيق النجاح (١).

ويمكننا تناول هذا المطالب من خلال تقسيمه إلى ثلاثة فروع:

الفرع الأول: تعريف التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية.

الفرع الثاني: أهمية التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية ومخاطره.

الفرع الثالث: الاختلاف بين التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية والأنواع الأخرى من التمويل الجماعي.

الفرع الأول

تعريف التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية

يُعرف التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية بأنه وسيلة لتمويل المشاريع أو الشركات الناشئة من خلال إصدار حصص أو حقوق ملكية للمستثمرين، وفي هذا النوع من التمويل، يقوم المستثمرون بشراء أسهم أو حصص في الشركة، مما يمنحهم حقوقاً مالية وقانونية، مثل الحصول على عوائد استثمارية والمشاركة في اتخاذ القرارات الإدارية، ويُعد التمويل القائم على الأوراق المالية أكثر تعقيداً مقارنةً بالأنواع الأخرى من التمويل الجماعي، نظراً لوجود تشريعات وقوانين مالية صارمة تحكم هذه العمليات لضمان حماية حقوق المستثمرين (٢).

(١) د. حسن عبد الباسط جميعي، "دور التمويل الجماعي في دعم الشركات الناشئة"، مجلة الاقتصاد والإدارة، العدد ٨، ٢٠١٩، ص ٢٢.

(٢) Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2014). Some Simple Economics of Crowdfunding. Innovation Policy and the Economy, Vol. 14, pp. 63–97. p. 65

الفرع الأول

تعريف التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية

أولاً: التعريف:

التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية هو نموذج تمويلي حديث يسمح للشركات الناشئة والمشاريع الصغيرة بجمع رأس المال من عدد كبير من المستثمرين الأفراد عبر منصات إلكترونية متخصصة. في هذا النموذج، يقوم المستثمرون بشراء حصص أو أسهم في الشركة، مما يمنحهم حقوق ملكية مالية مثل المشاركة في الأرباح وصوت في قرارات الشركة الإدارية. يتميز هذا النوع من التمويل بأنه أكثر تعقيداً مقارنة بالتمويل الجماعي القائم على المكافآت أو التبرعات، نظراً للالتزامات القانونية والتنظيمية التي يتطلبها لحماية حقوق المستثمرين وضمان شفافية العمليات التمويلية^(١).

ويعرّف بعض الفقهاء التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية (Equity Crowdfunding) بأنه نوع من أنواع التمويل الجماعي الذي يُمكن الأفراد من الاستثمار في الشركات الناشئة أو الشركات الصغيرة مقابل حصص ملكية، على عكس الأنواع الأخرى من التمويل الجماعي التي قد تقدم مكافآت أو منتجات، فإن التمويل القائم على الأوراق المالية، من خلال إصدار أسهم أو سندات للمستثمرين، يقدم للأفراد فرصة الاستثمار المباشر في الشركة^(٢).

(١) Mollick, E. (2014). The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study. Journal of Business Venturing, 29(1), pp. 1–16. p. 9

(٢) Ishak, M. S. I., & Rahman, Md. R. (2021). Equitybased Islamic crowdfunding in Malaysia: a potential application for mudharabah. Qualitative Research in Financial Markets, 13(2),183–198.

ثانيًا: أنواع الأوراق المالية (١):

الأوراق المالية هي أدوات مالية قابلة للتداول تمثل حقوقًا أو ملكية أو ديونًا على الشركات أو الحكومات أو الكيانات الأخرى، وتُعتبر وسيلة لجمع رأس المال، حيث تقوم الكيانات المصدرة ببيعها للمستثمرين بهدف تمويل أنشطتها أو مشاريعها. تشمل الأوراق المالية أنواعًا مثل الأسهم والسندات وأدوات الدين الأخرى (٢)، وتنقسم إلى:

١- الأسهم: تمثل حصة من ملكية الشركة، ويكون لحاملها حقوق معينة مثل حق الحصول على جزء من أرباح الشركة (توزيعات الأرباح) وحق التصويت في اجتماعات المساهمين.

٢- السندات: هي أدوات دين تصدرها الشركات أو الحكومات للاقتراض، ويكون لحامل السند الحق في استرداد مبلغ القرض مع فوائد محددة بعد فترة زمنية معينة (٣)

٣- أدوات أخرى: قد تشمل حقوق الملكية المستقبلية أو أدوات مالية أخرى تمنح للمستثمرين حقوقًا معينة في الشركة (٤).

(١) عرف السوق المالي الكويتي نوعين أساسيين من الأوراق المالية تم النص عليها في قانون الشركات التجارية رقم (١٥) لسنة ١٩٦٠ الملغي بالقانون رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ وتعديلاته والملغي بالقانون رقم ١ لسنة ٢٠١٦ وهما الأسهم والسندات. وانطلاقًا من تنوع أدوات الاستثمار المتداولة في السوق فقد صدر المرسوم الأميري رقم (٣١) لسنة ١٩٩٠ والخاص بتداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار، حيث سمح ذلك القانون بالتعامل في الأسهم الكويتية من خلال شهادات الاستثمار التي تطرحها الصناديق الاستثمارية المسجلة في السوق. انظر: "إضاءات"، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية دولة الكويت - مايو ٢٠١٧ السلسلة التاسعة- العدد ٥.

(٢) Oba, B. (2016). Can crowdfunding provide a solution for the financial problems of SMEs in

Turkey? In: D. Assadi (Ed.) Strategic Approaches to Successful Crowdfunding (pp. 270-284). IGI Global. doi:10.4018/978-1-4666-9604-4.ch013.

(٣) Fabozzi, F. J., Modigliani, F., & Jones, F. J. (2010). Foundations of Financial Markets and Institutions. Pearson Education. p. 32.

ثالثاً- الأطراف عملية التمويل الجماعي المعنية:

والأطراف المعنية في عملية التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية هي الجهات المختلفة التي تلعب دورًا في هذه العملية، ولكل منها مصلحة أو دور معين (٢)، وهي الشركات التي تبحث عن تمويل، المستثمرون الذين يقدمون الأموال مقابل الحصول على حصص أو سندات، والمنصات التي تيسر عملية التمويل وتضمن الشفافية والامتثال للتشريعات (٣). وهذه الأطراف هي:

١- الشركات:

وهي الشركات الناشئة أو الصغيرة التي تسعى لجمع رأس المال من خلال إصدار الأوراق المالية مثل الأسهم أو السندات، حيث تقدم الشركة عرضًا استثماريًا على منصة التمويل الجماعي بهدف جذب المستثمرين لشراء حصص أو أسهم، وتستخدم رأس المال الذي تجمعه لتوسيع أعمالها أو تمويل مشاريع معينة (٤).

٢- المستثمرون:

وهم الأفراد أو المؤسسات التي تستثمر في هذه الشركات عن طريق شراء حصص أو أسهم، ويقدمون الأموال للشركات الناشئة مقابل الحصول على حقوق ملكية (أسهم) أو ديون (سندات) أو أدوات مالية أخرى، وهؤلاء المستثمرون يأملون في تحقيق عوائد مالية إذا نجحت الشركة.

(١) د. د. محمد صلاح، د. محمد فتيحة: "أساسيات التمويل والاستثمار"، دار التعليم الجامعي، رقم ISBN: 9789777334723، ص ١١٢.

(٢) Pope, J., & Cooper, S. (2013). The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities). Financial Conduct Authority CP13/13).

(٣) Sancak, I. E. (2016). Applicability and readiness of crowdfunding. International Journal of Business and Social Science, 7(1), 99-110.

(٤) د. د. محمود سمير الشراوي: "الشركات"، دار النهضة العربية، ٢٠١٠، ص ١٤٥.

٣- المنصات:

ويقصد بها المنصات الإلكترونية التي تعمل كوسيط بين الشركات والمستثمرين، حيث توفر البنية التحتية الرقمية لعرض الفرص الاستثمارية، وتسهيل التواصل بين الشركات والمستثمرين، وضمان الامتثال للقوانين المالية والتنظيمية، وقد تقدم المنصة أيضًا أدوات لتقييم المخاطر والمساعدة في متابعة أداء الشركات بعد التمويل (١).

رابعًا: آلية عمل التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية:

تبدأ عملية التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية عندما تقوم الشركة الناشئة بإنشاء حملة تمويل على منصة إلكترونية متخصصة مثل Seedrs أو Crowdcube، وتقوم الشركة بعرض مشروعها وتحديد كمية الأسهم أو الحصص التي ترغب في بيعها والمبلغ المطلوب جمعه، ويقوم المستثمرون الأفراد بشراء هذه الأسهم مقابل مبالغ مالية معينة، وبالتالي يصبحون جزءاً من ملكية الشركة، وبعد نجاح الحملة وتحقيق الهدف المالي، يتم توزيع الأسهم على المستثمرين وتبدأ الشركة في استخدام الأموال المجمعة لتنفيذ خططها التوسعية أو تطوير منتجاتها (٢).

وتستخدم الشركات منصات التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية الإلكترونية (مثل Kickstarter أو Wefunder أو Crowdcube) لتقديم عروضها الاستثمارية، والتي تعمل بدورها كوسيط بين الشركة والمستثمرين المحتملين (٣).

(١) Valanciene, L., & Jegeleviciute, S. (2013). Valuation of crowdfunding: benefits and drawbacks. *Economics and Management*, 18(1), P. 48.

(٢) Golic, Z. (2016). Crowdfunding: Waker of Small Hidden Insignificant Funds? In: D. Assadi (Ed.) *Strategic Approaches to Successful Crowdfunding* (pp. 250-269). IGI Global. doi:10.4018/978-1-4666-9604-4.ch012.

(٣) Cumming, D., Leboeuf, G., & Schwienbacher, A. (2015). "Crowdfunding Models: Keep-it-All vs. All-or-Nothing", *Financial Management*, Vol. 44, Issue 1, pp. 47-50.

الفرع الثاني

أهمية التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية ومخاطره

أولاً: أهمية التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية:

١- دعم الابتكار وتنمية الشركات الناشئة:

يُعتبر التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية وسيلة فعّالة لدعم الابتكار في مختلف الصناعات، وخاصة تلك المرتبطة بالتكنولوجيا والشركات الناشئة، فهذا النوع من التمويل يساعد الشركات الصغيرة على جمع رأس المال الذي تحتاجه لتنمية أفكارها وتحويلها إلى مشاريع ملموسة دون الحاجة إلى الاعتماد على المؤسسات المالية التقليدية، فضلاً عن أن تمكين الشركات من الوصول إلى عدد كبير من المستثمرين الأفراد يفتح أمامها أبواباً جديدة للنمو والتوسع، مما يساهم في تعزيز الابتكار على مستوى السوق العالمي (١).

ويشارك المستثمرون في هذا النموذج في نجاح الشركات الناشئة بشكل مباشر، مما يحفزهم على دعم الشركات المبتكرة، ويساعد هذا الدعم الشركات على تخطي العوائق التقليدية المرتبطة بالتمويل التقليدي مثل قروض البنوك أو الاستثمار المؤسسي الذي قد يكون معقداً وصعباً الوصول إليه (٢).

٢- توفير فرص استثمار جديدة للجمهور:

يقدم التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية فرصة فريدة للمستثمرين الأفراد الذين لم يكن لديهم في السابق فرصة الاستثمار في الشركات الناشئة الصغيرة، وتقليدياً، كان الاستثمار في الشركات الناشئة مقتصرًا على المستثمرين الكبار أو المؤسسات الاستثمارية، ولكن مع هذا النوع من التمويل، يمكن للأفراد العاديين المشاركة في نجاح الشركات الصغيرة من خلال شراء حصص ملكية.

(١) Mazars. (2020). Baromètre du crowdfunding en France 2020. France, P. 55.

(٢) Sophie, P., & Sattin, J.-F. (2016). le developpement des start-up Françaises: un probleme de financement? ISTE openScience , 1-12.

هذا التنوع في فرص الاستثمار يوفر للمستثمرين إمكانية تحقيق عوائد مالية كبيرة إذا حققت الشركة التي استثمروا فيها نجاحًا، وفي الوقت ذاته، يمكن للشركات الناشئة الوصول إلى قاعدة واسعة من المستثمرين، مما يقلل من اعتمادها على التمويل التقليدي ويزيد من فرص نجاحها (١).

٣- تحسين الوصول إلى رأس المال للشركات الصغيرة والمتوسطة:

يُسهم التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية يسهم بشكل كبير في تحسين فرص الوصول إلى رأس المال للشركات الصغيرة والمتوسطة، فعادةً ما تكون هذه الشركات غير قادرة على الحصول على قروض بنكية بسبب الشروط الصارمة أو عدم وجود ضمانات كافية، وهنا يأتي دور التمويل الجماعي لملء هذه الفجوة، وبدلاً من التوجه إلى المؤسسات المالية الكبيرة، يمكن للشركات تقديم عروضها مباشرة إلى المستثمرين الأفراد من خلال منصات إلكترونية، مما يسهل عملية جمع الأموال، ولا تقتصر هذه العملية فقط على توفير رأس المال، بل إنها تتيح للشركات بناء قاعدة من المستثمرين الذين قد يكونون أيضاً عملاء أو داعمين للمشروع (٢).

٤- تعزيز الشفافية والثقة بين الشركات والمستثمرين:

يتطلب التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية من الشركات الناشئة تقديم تقارير مالية دقيقة والإفصاح عن كل ما يتعلق بعملياتها، مما الأمر يعزز من مستوى الشفافية بين الشركات والمستثمرين، ويزيد من ثقة المستثمرين بأن الأموال التي استثمروها تستخدم بطريقة مسؤولة وفعالة، وتسهم هذه الشفافية أيضاً في تقليل المخاطر المحتملة، حيث يمكن للمستثمرين متابعة أداء الشركة والمشاريع التي يدعمونها، ومعرفة كيف تُدار هذه الأموال، كما تلعب هذه

(١) WILSON, K., & SILVA, F. (2013). Policies for Seed and Early Stage Finance: Findings from the 2012 OECD Financing Questionnaire. Science, Technology and Industry Policy Papers. P. 33.

(٢) STACEY, N. (2022, 03 20). Best Crowdfunding Sites. Retrieved 08 13, 2024, from The Balance SME: <https://www.thebalancesmb.com/best-crowdfunding-sites-45804>.

الثقة دورًا كبيرًا في تحسين العلاقة بين الشركات الناشئة والمستثمرين وزيادة فرص نجاح حملات التمويل الجماعي^(١).

٥- توفير حلول بديلة للتمويل التقليدي:

يوفر التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية للشركات حلولًا بديلة عن التمويل التقليدي مثل القروض البنكية أو رأس المال المخاطر، فهذا النوع من التمويل يُعد أقل تكلفة وأسرع في الحصول عليه مقارنةً بالطرق التقليدية، كما أنه يتيح للشركات الاحتفاظ بالسيطرة الإدارية على مشاريعها دون الحاجة إلى منح المستثمرين سلطة كبيرة في اتخاذ القرارات، كما يحدث في بعض أنواع التمويل الأخرى مثل رأس المال المخاطر^(٢).

ثانيًا: مخاطر التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية:

١- تطور التقنيات المالية وزيادة المخاطر السيبرانية:

شهدت التقنيات المالية الحديثة تطورًا ملحوظًا في الأعوام الماضية، مما أدى إلى زيادة الاعتماد عليها في تقديم المنتجات والخدمات المالية. يساهم هذا الاعتماد المتزايد في ارتفاع المخاطر التي تواجه المؤسسات المالية، خاصة مع تزايد التهديدات الإلكترونية والهجمات السيبرانية. يعتمد الابتكار المالي بشكل كبير على التكنولوجيا، لكن لا يمكن المضي قدمًا في تعزيز هذا الابتكار دون تعزيز أنظمة إدارة المخاطر والاهتمام بسلامة المراكز المالية لهذه المؤسسات. يؤدي إهمال هذا الجانب إلى احتمالية تعطيل الخدمات المالية، مما يؤثر سلبًا على النظام المالي ككل ويعرض حماية المستهلك للخطر^(٣).

(١) Abushaban, R. (2014, 10 10-13). Crowdfunding as a catapult for innovation in the middle east: Obstacles and possibilities. IEEE Global Humanitarian Technology Conference . San Jose, CA, USA: IEEE.

(٢) د. رامي يوسف عبيد، د. هبة عبد المنعم: "تقرير منصات التمويل الجماعي: الآفاق والأطر التنظيمية"، أمانة المجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة. ص ٥١-٥٢.

(٣) Tania , Z., Rotem , S., Karsten , W., Krishnamurthy , S., Felipe Ferri , d., Leyla , M., . . . Chris , K. (2021). The 2nd Global Alternative Finance Market

٢- دور المصارف المركزية في مواجهة مخاطر التمويل الجماعي:

تتنبه المصارف المركزية بشكل متزايد إلى ظهور مؤسسات إقراض ترتبط بالتقنيات المالية الحديثة، مثل منصات التمويل الجماعي، التي قد تشكل مخاطر نظامية تؤثر على الاستقرار المالي. تساهم هذه المنصات في تسهيل عمليات الإقراض والتمويل، لكن قد يؤدي الإفراط في مديونية الأفراد إلى زيادة الأعباء المالية عليهم، خاصة إذا كانت لديهم التزامات أخرى تجاه مؤسسات مالية تقليدية. في مثل هذه الحالات، تصبح القدرة على تسديد الديون أكثر تعقيداً، مما يضع المستهلكين والمقرضين في موقف صعب (١).

٣- أهمية توسيع الرقابة على منصات التمويل الجماعي:

تبرز الحاجة إلى توسيع دور المصارف المركزية لتشمل جميع مؤسسات الإقراض التي تعتمد على التقنيات المالية الحديثة. يجب أن تتضمن هذه التوسعة إشراك منصات التمويل الجماعي في قواعد بيانات المعلومات الائتمانية، حيث يؤدي ذلك إلى تعزيز التمويل المسؤول وتحسين إدارة المخاطر. عندما تتمكن هذه المنصات من الوصول إلى معلومات أكثر شمولية عن عملائها، تصبح قادرة على تقييم مخاطر الائتمان بشكل أدق وتقديم قروض تتماشى مع القدرة المالية الحقيقية للمقترضين.

٤- مخاطر الائتمان والتحديات التي تواجه منصات التمويل الجماعي:

تفتقر منصات التمويل الجماعي أحياناً إلى معايير تقييم مخاطر الائتمان الصارمة التي تتمتع بها المؤسسات المصرفية التقليدية، مما قد يؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان إذا لم يتم اتخاذ التدابير المناسبة، ويؤدي هذا النقص في التقييم إلى حدوث تقلبات مالية وصدمات في النظام المالي، مما يهدد الاستقرار المالي على المدى البعيد. لهذا السبب، يصبح من

Benchmarking Report. Cambridge : Cambridge Centre for Alternative Finance, P. 154.

(١) CONAC Pierre-Henri, «Le nouveau régime du financement participative (crowdfunding) », revue des sociétés, P. 258.

الضروري توسيع نطاق الإشراف والرقابة ليشمل هذه المنصات، لضمان تكامل النظام المالي وتقليل المخاطر النظامية المحتملة التي قد تؤثر على استقراره.

٥- مخاطر الأمن السيبراني في منصات التمويل الجماعي:

يمكن القول بأن هناك توافقاً واسعاً بين المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، حسب نتائج استبيان صندوق النقد العربي، على أن مخاطر الأمن السيبراني والمخاطر التشغيلية تعد من أبرز المخاطر التي تواجه منصات التمويل الجماعي. هذه المخاطر تأتي في مقدمة التحديات التي تتعامل معها هذه المنصات، تليها مخاطر الامتثال والمخاطر القانونية، وهو ما يتماشى إلى حد كبير مع المخاطر التي أشارت إليها لجنة بازل للرقابة المصرفية فيما يتعلق باستخدام التقنيات المالية في القطاع المالي بشكل عام (١).

٦- تأثير الهجمات الإلكترونية على منصات التمويل الجماعي والسيولة:

مخاطر الأمن السيبراني تشكل محوراً أساسياً في هذه المنصات، حيث ترتبط بمجموعة من المخاطر الأخرى مثل مخاطر أمن البيانات، وحماية المستهلك المالي، ومخاطر السيولة، والمخاطر القانونية. بالنظر إلى أن منصات التمويل الجماعي تعتمد بشكل كبير على الأنظمة الرقمية والتكنولوجية في تقديم خدماتها، تصبح هذه الأنظمة عرضة للهجمات الإلكترونية التي قد تؤدي إلى اختراق البيانات أو تعطيل العمليات المالية، وتعتبر هذه المخاطر شديدة الأهمية نظراً لما تحمله من تهديدات لأمن المعلومات المالية وخصوصية العملاء (٢).

٧- أهمية الامتثال القانوني في منصات التمويل الجماعي:

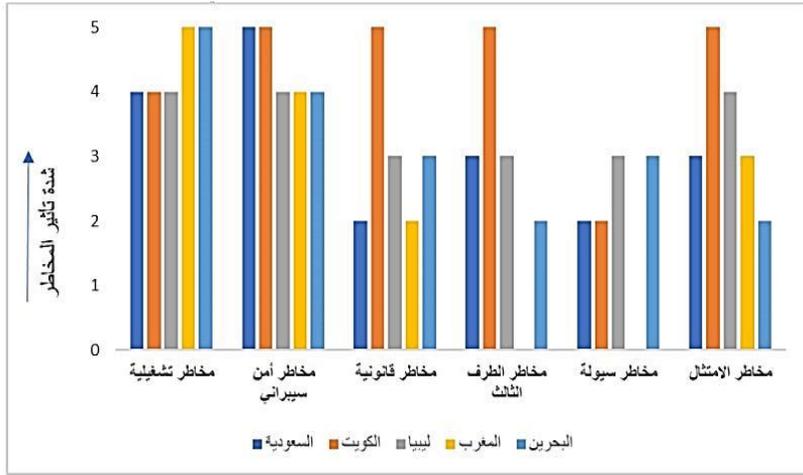
المخاطر القانونية والامتثال تأتي في المرتبة الثانية من حيث الأهمية، حيث تحتاج منصات التمويل الجماعي إلى الامتثال لمجموعة واسعة من القوانين واللوائح المالية المحلية

(١) FORNER-ORDIONI Elsa, « Crowdfunding : l'important, c'est de participer ! » in Juris-Classeur périodique édition Générale (JCP G) n°48, 25 novembre 2013, P. 192.

(٢) LE CANNU Paul, «La SAS : un cadre légal minimal», revue des sociétés 2014, P. 178.

والدولية. عدم الامتثال قد يؤدي إلى عقوبات قانونية أو إلى إغلاق المنصات، مما يعرض النظام المالي لمزيد من التحديات، بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن يواجه العملاء أنفسهم مشاكل قانونية إذا لم تكن هناك معايير واضحة لحماية حقوقهم وضمان شفافتهم في التعاملات (١).

أبرز المخاطر المرتبطة بعمل منصات التمويل الجماعي



شكل رقم (٣) - "استبيان الإصدار الثاني لمركز التقنيات المالية الحديثة: منصات التمويل الجماعي" (٢)

(١) RIGA Michaël, «Le Crowdfunding : bilan et perspectives», mémoire présenté en vue de l'obtention du titre de Master en ingénieur de gestion, Université catholique de Louvain, P. 267.

(٢) المصدر: صندوق النقد العربي (٢٠٢١).

التنظيم القانوني للتمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية بدولة الكويت " دراسة مقارنة "

الأثر على المستهلك المالي	
المخاطر	الفرص
- خصوصية وأمن البيانات.	- تعزيز الشمول المالي وفرص استخدام الخدمات المالية.
- انقطاع الخدمات المصرفية.	- تحسين كفاءة الخدمات المصرفية وتعزيز التنافسية.
- التسويق المفرط بما لا يُراعي جوانب التمويل المسؤول.	- تخفيض كلفة العمليات وزيادة سرعة تقديم الخدمات المصرفية.
الأثر على القطاع المالي	
المخاطر	الفرص
- مخاطر تأثر مستوى الربحية لأنظمة المصرفية التقليدية.	- تحسين كفاءة العمليات المالية.
- المخاطر السيبرانية.	- تعزيز المنافسة في القطاع المالي.
- زيادة مستوى الترابط بين المؤسسات المالية.	- استخدام التقنيات المالية لتعزيز عملية الامتثال للتعليمات.
- مخاطر تشغيلية.	
- مخاطر الطرف الثالث.	
- مخاطر حماية المستهلك المالي وأمن بياناته .	
- مخاطر غسل الأموال وتمويل الإرهاب.	
- مخاطر السيولة.	

Source: Basel Committee on Banking Supervision (2018), "Implications of fintech: developments for banks and bank supervisors".

شكل رقم (٤) - الفرص والمخاطر عند الاعتماد على التقنيات المالية الحديثة لدى تقديم

الخدمات والمنتجات المالية

الفرع الثالث

الفرق بين التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية

والأنواع الأخرى من التمويل الجماعي

يختلف التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية عن الأنواع الأخرى مثل التمويل

القائم على المكافآت أو التبرعات في عدة جوانب أساسية:

أولاً: التمويل القائم على الأوراق المالية مقابل التمويل القائم على المكافآت:

أحد الفروقات الأساسية بين التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية والتمويل

الجماعي القائم على المكافآت هو طبيعة العلاقة بين المساهمين والمشاريع التي يدعمونها، ففي

التمويل القائم على الأوراق المالية، يقوم المستثمرون بشراء حصص أو أسهم في الشركة، مما

يمنحهم حقوق ملكية ويجعلهم شركاء في الأرباح والمخاطر المتعلقة بالشركة، ويشمل هذا النوع

من التمويل مسؤوليات والتزامات قانونية تجاه المستثمرين (١).

(١) Cunningham, W. M. (2016). The Jobs Act: Crowdfunding Guide to Small Businesses and Startups (2nd ed.). Apress, p. 342.

وعلى النقيض من ذلك، في التمويل الجماعي القائم على المكافآت، لا يحصل المساهمون على أي حقوق ملكية في الشركة، وبدلاً من ذلك، يتم تقديم مكافآت أو منتجات أو خدمات للمساهمين مقابل دعمهم المالي، لا يتمتع المساهمون بأي حقوق مالية في المشروع أو عوائد على استثماراتهم.

والفرق الأساسي يكمن في المخاطر والعوائد: ففي التمويل القائم على الأوراق المالية، يرتبط عائد الاستثمار بأداء الشركة، في حين أن التمويل القائم على المكافآت يعتمد على تقديم شيء ملموس للمساهمين دون أي مشاركة مالية في المستقبل (١).

ثانياً: التمويل القائم على الأوراق المالية مقابل التمويل القائم على القروض:

التمويل القائم على الأوراق المالية والتمويل القائم على القروض يختلفان بشكل جوهري في العلاقة بين المستثمرين والمشاريع، في التمويل القائم على القروض، يقوم المساهمون بإقراض أموالهم للشركة مقابل فائدة محددة مسبقاً واسترداد المبلغ في فترة زمنية معينة، وفي هذه الحالة، المستثمرون لا يحصلون على حصص ملكية في الشركة، بل يحصلون على الفوائد المستحقة من القرض.

أما في التمويل القائم على الأوراق المالية، يحصل المستثمرون على حصص في الشركة، مما يجعل العائد على استثماراتهم غير مضمون ويعتمد على نجاح المشروع، وقد تكون العوائد أعلى في حال نجاح الشركة، لكنها مرتبطة بمخاطر أعلى، ويعتبر التمويل القائم على القروض أقل خطورة للمستثمرين لأنه يتضمن شروطاً محددة لاسترداد الأموال (٢).

ثالثاً: التمويل القائم على الأوراق المالية مقابل التمويل القائم على التبرعات:

(١) Bushong, S., Cleveland, S., & Cox, C. (2018). Crowdfunding for Academic Libraries: Indiana Jones Meets Polka. The Journal of Academic Librarianship, 44(2), 313-318.

(٢) Lin, Y., Lee, W.-C., & Chang, C.-C. H. (2016). Analysis of rewards on reward-based crowdfunding platforms. International Conference on Advances in Social Networks Analysis and Mining (ASONAM), pp. 501 - 518.

في التمويل الجماعي القائم على التبرعات، لا يتوقع المساهمون أي عائد مالي على استثماراتهم، وغالبًا ما يستخدم هذا النوع من التمويل لدعم القضايا الخيرية أو المشاريع التي تهدف إلى تحقيق منفعة عامة، المساهمون يقومون بتقديم أموالهم دون توقع أي مردود مالي، ويهدفون إلى دعم فكرة أو قضية معينة.

أما في التمويل القائم على الأوراق المالية، فعلى العكس من ذلك، إذ يعتمد على فكرة الربح والاستثمار، حيث يتوقع المستثمرون في هذا النموذج الحصول على عوائد مالية بناءً على نجاح المشروع الذي يدعمونه، بينما التمويل القائم على التبرعات يعتمد على سخاء المساهمين، يعتمد التمويل القائم على الأوراق المالية على توقعات ربحية المستثمرين وتقييمهم للمخاطر المالية المرتبطة بالمشروع^(١).

رابعاً: المسؤوليات القانونية والتنظيمية في التمويل القائم على الأوراق المالية:

واحدة من الفروقات الكبيرة بين التمويل القائم على الأوراق المالية والأنواع الأخرى من التمويل الجماعي هو المتطلبات القانونية والتنظيمية، فالتمويل القائم على الأوراق المالية يخضع لرقابة صارمة من قبل الهيئات التنظيمية، ويُلزم الشركات الناشئة بالامتثال للعديد من القوانين التي تهدف إلى حماية حقوق المستثمرين وضمان الشفافية، ويتطلب هذا النوع من التمويل تقديم إفصاحات مالية دقيقة وتقارير دورية للمستثمرين.

وفي المقابل، نجد الأنواع الأخرى من التمويل الجماعي مثل التمويل القائم على التبرعات أو المكافآت لا تتطلب نفس المستوى من الشفافية والإفصاح المالي، فالشركات ليست ملزمة بتقديم تقارير مالية أو معلومات عن أدائها المالي للمساهمين في هذه النماذج^(٢).

خامساً: المخاطر والعوائد بين الأنواع المختلفة للتمويل الجماعي:

(١) Forbes, H., & Schaefer, D. (2017). Guidelines for Successful Crowdfunding, Procedia CIRP 60, p. 398.

(٢) Cabrera, E. C. (2014). Crowdfunding vs. Bibliotecas: Una nueva forma de financiación, p. 32.

المخاطر والعوائد تمثل فرقاً جوهرياً آخر بين الأنواع المختلفة للتمويل الجماعي، ففي التمويل القائم على الأوراق المالية، يتحمل المستثمرون مخاطر عالية، ولكن إذا نجحت الشركة، فقد يحققون عوائد كبيرة، وتعتمد هذه العوائد على قيمة الأسهم وحجم الأرباح المحققة. أما في التمويل القائم على القروض، يكون الخطر أقل، حيث يضمن المستثمر استرداد أمواله بفائدة محددة، لكنه لا يستفيد من النجاح الكبير للمشروع، ولا يقدم التمويل القائم على المكافآت والتبرعات أي عوائد مالية، وهو أقل أنواع التمويل من حيث المخاطر، ولكنه لا يوفر أي إمكانية لتحقيق الربح للمساهمين (١).

المطلب الثاني

الخصائص الرئيسية للتمويل القائم على الأوراق المالية

تمهيد وتقسيم:

يُعتبر التمويل القائم على الأوراق المالية أحد الأساليب الشائعة التي تستخدمها الشركات والمؤسسات لجمع رأس المال من خلال إصدار أدوات مالية مثل الأسهم والسندات، يُعتمد هذا النوع من التمويل على تحويل الأصول المالية إلى أوراق مالية قابلة للتداول، مما يتيح للمستثمرين المشاركة في ملكية الأصول أو الحصول على دخل ثابت من خلال العوائد المترتبة على هذه الأوراق، وتعتمد فعالية هذا النوع من التمويل على عدة خصائص رئيسية تسهم في تحديد قيمته وجدواه الاستثمارية.

وعلى ذلك سنقوم بتقسيم هذا المطلب إلى ثلاثة فروع.

الفرع الأول: تبادل الأسهم أو الحقوق المالية.

الفرع الثاني: العقود التنظيمية والتشريعات.

الفرع الثالث: منصات التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية.

(١) Debra A. Riley—Huff, Herrera, K., Ivey, S., & Harry, T. (2016). Crowdfunding in libraries, archives and museums. The Bottom Line, 29(2), p. 82.

الفرع الأول

تبادل الأسهم أو الحقوق المالية

أولاً: مفهوم تبادل الأسهم في التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية:

في التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية، يعد تبادل الأسهم أو الحقوق المالية الأساس الذي يقوم عليه هذا النوع من التمويل، ومن خلال هذا النموذج، يقوم المستثمرون بشراء أسهم أو حصص في الشركة التي يسعون لدعمها ماليًا، وبدلاً من تقديم قروض أو التبرعات، يحصل المستثمرون على حقوق ملكية في الشركة، مما يمنحهم حصصًا في الأرباح وأحيانًا حقوق تصويت في القرارات الاستراتيجية.

هذه العلاقة التي يتم تأسيسها بين المستثمر والشركة تجعل التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية مختلفًا تمامًا عن النماذج الأخرى للتمويل الجماعي، مثل التمويل القائم على المكافآت أو التبرعات، هنا يملك المستثمرون جزءًا من الشركة ويحق لهم الحصول على جزء من الأرباح بناءً على حصصهم^(١).

ثانياً: كيفية توزيع الأسهم:

تتم عملية توزيع الأسهم عادةً من خلال منصات التمويل الجماعي المتخصصة مثل Seedrs و Crowdcube، حيث تقوم الشركة الناشئة بتقديم عرض يشمل تفاصيل حول عدد الأسهم المتاحة للبيع والقيمة السوقية للشركة، وبناءً على العرض، يقوم المستثمرون بشراء الأسهم ويصبحون مالكيين جزئياً في الشركة.

ومن ناحية أخرى، يمكن أن يختلف شكل هذه الأسهم حسب نوع الشركة، حيث قد تصدر أسهمًا عادية أو أسهمًا مميزة، وتمنح الأسهم العادية المستثمرين حقوق التصويت

(١) Colombo, M. G., Franzoni, C., & Rossi-Lamastra, C. (2015). Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding. Entrepreneurship Theory and Practice, 9(1), 75-100.

والمشاركة في توزيع الأرباح، في حين قد تمنح الأسهم المميزة بعض الامتيازات مثل الأولوية في توزيع الأرباح دون حقوق تصويت (١).

ثالثاً: العوائد والمخاطر المرتبطة بتبادل الأسهم:

يعتمد العائد على الاستثمار في التمويل القائم على الأوراق المالية بشكل رئيسي على أداء الشركة، فإذا نجحت الشركة وحققت أرباحاً، فإن قيمة الأسهم تزداد، ويمكن للمستثمرين تحقيق عوائد كبيرة، ومع ذلك، يحمل هذا النوع من الاستثمار مخاطر عالية، حيث قد تفشل الشركات الناشئة في السوق، مما يؤدي إلى خسارة قيمة الأسهم بشكل كامل أو جزئي، وبالتالي، يجب على المستثمرين أن يكونوا على دراية بأن الأرباح ليست مضمونة، وأن الاستثمار في الشركات الناشئة يحمل قدرًا كبيرًا من المخاطر مقارنة بالاستثمارات الأكثر استقرارًا مثل السندات أو الأسهم في الشركات الكبيرة والمستقرة (٢).

رابعاً: الأنظمة القانونية والتنظيمية لتبادل الأسهم:

من أجل حماية المستثمرين وضمان شفافية العمليات، تخضع عملية تبادل الأسهم في التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية لقوانين صارمة، وفي معظم الدول، يُطلب من الشركات الناشئة التي ترغب في جمع التمويل عبر الأوراق المالية الإفصاح عن جميع المعلومات المالية المهمة، مثل بيانات الإيرادات والخسائر والتوقعات المستقبلية للشركة. تضع الهيئات التنظيمية، مثل هيئة الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة أو الهيئات المماثلة في الدول الأخرى، قواعد صارمة على منصات التمويل لضمان الشفافية وحماية المستثمرين من عمليات الاحتيال (٣).

(١) Cottrell, M. (2014). Libraries find success in crowdfunding . American Libraries,p.15.

(٢) Freedman, D. M., & Nutting, M. R. (2015). A Brief History of Crowdfunding Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA. Retrieved March-129, 2018, p. 297.

(٣) Gerber, E. M., & Hui, J. (2013). Crowdfunding: Motivations and Deterrents for Participation. ACM Transactions on Computer—Human Interaction, 20(6), p. 85.

خامساً: دور المنصات الإلكترونية في تسهيل تبادل الأسهم:

تلعب المنصات الإلكترونية للتمويل الجماعي دورًا حيويًا في تسهيل تبادل الأسهم بين الشركات الناشئة والمستثمرين، وتوفر هذه المنصات بيئة آمنة وشفافة تمكن الشركات من عرض عروضها الاستثمارية والمستثمرين من الاطلاع على جميع التفاصيل المتعلقة بالشركات قبل اتخاذ القرار بالاستثمار، وإضافةً إلى ذلك، توفر هذه المنصات أدوات تقنية تتيح للمستثمرين متابعة أداء استثماراتهم والحصول على تقارير دورية عن الشركات التي استثمروا فيها، مما يعزز من الشفافية ويساهم في تقليل المخاطر (١).

الفرع الثاني

العقود التنظيمية والتشريعات

أولاً: مفهوم العقود التنظيمية في التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية:

العقود التنظيمية هي مجموعة من القوانين واللوائح التي تحكم عملية التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية لضمان حماية حقوق المستثمرين، شفافية الشركات، وتقليل المخاطر المرتبطة بعمليات جمع الأموال، ويُعد التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية أكثر تعقيدًا من الأنواع الأخرى من التمويل الجماعي، ويخضع للعديد من المتطلبات القانونية لضمان أن المستثمرين يفهمون المخاطر والفرص المتعلقة بالاستثمار.

وتشمل هذه العقود تنظيمات حول كيفية إصدار الأسهم، الالتزامات القانونية على الشركات لتقديم إفصاحات مالية شفافة، وحماية المستثمرين من الاحتيال، كما تفرض هذه التشريعات ضوابط صارمة على المنصات التي تستضيف حملات التمويل الجماعي لتأكيد التزامها بمعايير الشفافية والإفصاح.

ثانياً: المتطلبات القانونية لإصدار الأوراق المالية:

(١) Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. Journal of Business Venturing, 29(1), pp. 1-16.

يجب على الشركات التي ترغب في جمع الأموال من خلال التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية الالتزام بالعديد من المتطلبات القانونية، ومن أهمها، يتعين على الشركة تقديم معلومات شاملة حول هيكلها المالي، أهدافها المستقبلية، ونوع الأسهم التي سيتم إصدارها، وتختلف المتطلبات القانونية من بلد إلى آخر، ولكن معظم الدول تفرض على الشركات تقديم نشرات إعلانية مفصلة توضح المخاطر المحتملة للاستثمار. يتعين على الشركات الإفصاح عن جميع المعلومات المالية ذات الصلة، بما في ذلك الإيرادات، الخسائر، الديون، وخطط التوسع المستقبلية.

هذه النشرات الإعلانية تعتبر ضرورية لضمان أن المستثمرين على دراية كاملة بالمخاطر المرتبطة بالاستثمار في الشركات الناشئة، ففي بعض البلدان، يجب أن تكون هذه المعلومات متاحة للهيئات التنظيمية للمرجعة قبل السماح للشركة بإطلاق حملتها للتمويل الجماعي (١).

ثالثاً: دور الهيئات الرقابية في تنظيم التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية:

تلعب الهيئات الرقابية دوراً أساسياً في تنظيم التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية ففي الولايات المتحدة، على سبيل المثال، تشرف هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) على عمليات التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية وتفرض قواعد صارمة لضمان حماية حقوق المستثمرين.

وتشمل هذه اللوائح الحد من كمية الأموال التي يمكن للشركة جمعها، وكذلك الحد الأقصى للاستثمارات التي يمكن للأفراد القيام بها بناءً على دخلهم الشخصي ومستوى ثروتهم، والهدف من هذه الضوابط هو تقليل المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون الأفراد الذين قد لا يتمتعون بالخبرة الكافية لتقييم المخاطر المالية المتعلقة بالاستثمار في الشركات الناشئة.

(١) Short, J . C., Ketchen, D., McKenny, A., Allison, T., & Ireland, R. (2017), Research on crowdfunding: Reviewing the (very recent) past and celebrating the present. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41 (2), pp. 149-160.

وفي الاتحاد الأوروبي، تلعب هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية (ESMA) دوراً مماثلاً في تنظيم التمويل الجماعي، حيث تفرض قواعد على الإفصاح المالي وشفافية عمليات التمويل الجماعي (١).

رابعاً: متطلبات الإفصاح والشفافية:

أحد الجوانب الأساسية للعقود التنظيمية هو متطلبات الإفصاح والشفافية، حيث يجب على الشركات التي تسعى لجمع الأموال من خلال التمويل الجماعي تقديم تقارير دورية للمستثمرين حول أدائها المالي وخططها المستقبلية، وهذه التقارير تساعد المستثمرين على متابعة تقدم الشركة وتقييم مدى تحقيقها لأهدافها الاستثمارية.

وتعتبر الشفافية مطلباً أساسياً لضمان الثقة بين المستثمرين والشركات الناشئة، وعندما تكون المعلومات المالية والإدارية متاحة بوضوح، فإن ذلك يقلل من احتمالية الاحتيال ويزيد من قدرة المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة.

خامساً: التحديات المتعلقة بالتشريعات التنظيمية:

على الرغم من أن العقود التنظيمية تهدف إلى حماية المستثمرين وضمان نزاهة عمليات التمويل الجماعي، فإنها قد تفرض أعباءً إضافية على الشركات الناشئة، حيث تتطلب هذه اللوائح تقديم العديد من الوثائق والتقارير المالية، مما يزيد من التكاليف الإدارية على الشركات الصغيرة التي تسعى لجمع الأموال.

وبالإضافة إلى ذلك، قد يجد المستثمرون أن التشريعات تحد من حريتهم في الاستثمار، وعلى سبيل المثال، بعض القوانين تفرض قيوداً على كمية الأموال التي يمكن للفرد استثمارها

(١) Meyskens, M., & Bird, L. (2015). Crowdfunding and Value Creation, Entrepreneurship Research Journal, 5(2), pp. 155-166.

في حملة تمويل جماعي بناءً على دخله أو ثروته. هذه القيود تهدف إلى حماية المستثمرين من الخسائر الكبيرة، لكنها قد تحد من الفرص الاستثمارية المتاحة لهم (١).

الفرع الثالث

منصات التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية

أولاً: تعريف منصات التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية:

منصات التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية هي منصات إلكترونية متخصصة تجمع بين الشركات الناشئة والمستثمرين من الأفراد لتمويل المشاريع عبر الإنترنت، وتعمل هذه المنصات كوسيط بين الشركات التي تحتاج إلى جمع رأس المال والمستثمرين الذين يرغبون في شراء أسهم أو حصص في تلك الشركات، وتوفر هذه المنصات بيئة آمنة وشفافة تُسهل تبادل المعلومات والصفقات بين الشركات والمستثمرين، مما يعزز من فرص الشركات لجمع التمويل دون الحاجة إلى المؤسسات المالية التقليدية.

وتعتبر هذه المنصات عنصرًا حاسمًا في تطور التمويل الجماعي، حيث تمكن الشركات الصغيرة من الوصول إلى جمهور واسع من المستثمرين، وتسهل عملية جمع الأموال بشكل أسرع وأكثر مرونة (٢).

ثانياً: الدور المحوري لمنصات التمويل الجماعي في العمليات التمويلية:

تلعب منصات التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية دورًا حيويًا في عملية جمع التمويل من خلال توفير الأدوات التقنية والقانونية التي تضمن سلامة وشفافية العمليات، حيث تقوم هذه المنصات بمراجعة العروض الاستثمارية التي تقدمها الشركات لضمان امتثالها للقوانين المحلية والدولية الخاصة بالأوراق المالية، وتوفر معلومات دقيقة للمستثمرين حول المشاريع

(١) Flanigan, S. T. (2017). Crowdfunding and Diaspora Philanthropy: An Integration of the literature and Major Concepts. VOLUNTAS: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations, 28(2), p. 500.

(٢) Stevens, R. (2011). Frontline Fundraising Toolkit: An initiative of Roberta Stevens, 2010–2011 ALA President. American Library Association. p. 154.

التي يسعون لتمويلها، وبالإضافة إلى ذلك، تقدم هذه المنصات أدوات لمتابعة الأداء المالي للشركات بعد إتمام عملية التمويل، مما يعزز من قدرة المستثمرين على مراقبة استثماراتهم واتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة (١).

ثالثاً: أشهر منصات التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية:

١- منصة Crowdcube:

تُعد منصة Crowdcube واحدة من أشهر منصات التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية في المملكة المتحدة، حيث تتيح هذه المنصة للمستثمرين الأفراد شراء أسهم في الشركات الناشئة والصغيرة مقابل استثمارات صغيرة نسبياً، وتقوم منصة Crowdcube بمراجعة وتقييم الشركات قبل إدراجها على المنصة، مما يضمن مستوى معين من الأمان والشفافية، كما تتميز Crowdcube بأنها توفر للمستثمرين فرصة للاستثمار في شركات في مراحلها المبكرة، مما يتيح لهم فرصة تحقيق عوائد عالية في حالة نجاح تلك الشركات (٢).

٢- منصة Seedrs:

تعتبر منصة Seedrs منصة بريطانية أخرى متخصصة في التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية، وتسمح للمستثمرين بالاستثمار في شركات ناشئة في مراحلها الأولى، وتتميز منصة Seedrs بقدرتها على جذب مجموعة متنوعة من المستثمرين من مختلف الجنسيات، وتوفر لهم أدوات تقنية لمتابعة أداء استثماراتهم، وتتيح منصة Seedrs للشركات الناشئة فرصة الوصول إلى رأس المال من خلال تقديم عروض شفافة وخاضعة لرقابة صارمة، مما يعزز من ثقة المستثمرين ويقلل من المخاطر (٣).

(١) Zheng, H., Li, D., Wu, J., & Xu, Y. (2014). The role of multidimensional social capital in crowdfunding: A comparative study in China and US. *Information & Management*, 51(4), pp. 488-496.

(٢) Albert Corthay, Mapapa Mbangla *Fondements de gestion financière : manuel et applications*, éditions de l'université de liège, Paris, 2008, p. 261.

(٣) د. مازن عبد الوهاب: "الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة"، مجلة الباحث، عدد ١٢/٢٠١١-٢٠١٢، جامعة ورقلة، ص ١٥٨.

٣- منصة EquityNet:

منصة EquityNet هي منصة أمريكية تعتمد على نموذج التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية، وتستهدف الشركات الناشئة والمستثمرين المحترفين، وتوفر هذه المنصة أدوات متقدمة لتحليل البيانات المالية الخاصة بالشركات الناشئة، مما يسهل على المستثمرين اتخاذ قرارات مبنية على تحليل مالي دقيق، وبالإضافة إلى ذلك، تتيح منصة EquityNet للشركات جمع التمويل من خلال بيع أسهم أو حصص مع الاحتفاظ بمرونة في إدارة العمليات المالية (١).

رابعاً: مزايا منصات التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية:

١- الوصول إلى جمهور واسع من المستثمرين:

تمكّن منصات التمويل الجماعي الشركات من الوصول إلى جمهور عالمي من المستثمرين، وهو ما لم يكن متاحاً بسهولة عبر الطرق التقليدية، ويساعد هذا التنوع في قاعدة المستثمرين على تعزيز فرص جمع التمويل بشكل أسرع وأكثر فعالية.

٢- الشفافية والموثوقية:

تعمل منصات التمويل الجماعي على تحسين مستوى الشفافية بين الشركات والمستثمرين من خلال توفير معلومات دقيقة عن الشركات التي تسعى لجمع التمويل، حيث يتم فحص العروض والتحقق منها لضمان امتثالها للقوانين، مما يزيد من الثقة في المنصة والشركات.

٣- تكلفة أقل وسرعة في جمع التمويل:

بالمقارنة مع التمويل التقليدي، تتيح منصات التمويل الجماعي للشركات جمع رأس المال بسرعة وبتكاليف أقل، حيث تقلل هذه المنصات من الحاجة إلى الاعتماد على البنوك أو

(١) Faouzi Rassi, Gestion financière à long terme, Investissements et financement, presses de l'université du Québec , Québec, 2007, p. 317.

المؤسسات الاستثمارية، مما يتيح للشركات الاحتفاظ بمرونة أكبر في التحكم في رأس المال
(١).

المطلب الثالث

التحديات المرتبطة بالتمويل القائم على الأوراق المالية

تمهيد وتقسيم:

على الرغم من الفوائد العديدة التي توفرها منصات التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية، إلا أنها تواجه تحديات كبيرة، ومن أبرز هذه التحديات هو التزام الشركات الناشئة بتقديم معلومات مالية دقيقة وشفافة، وتعتبر إدارة المخاطر أيضاً من التحديات الرئيسية، حيث قد يواجه المستثمرون مخاطر كبيرة إذا فشلت الشركات التي استثمروا فيها، ولذلك، يجب على المنصات العمل على تحسين آليات تقييم المشاريع وإدارة المخاطر المرتبطة بها (٢).

وعلى ذلك سنقوم بتقسيم هذا المطلب إلى ثلاثة فروع.

الفرع الأول: المخاطر العالية.

الفرع الثاني: الإجراءات التنظيمية والتكاليف.

الفرع الثالث: الاستثمار غير المستقر.

الفرع الأول

المخاطر المالية

يُعد الاستثمار في الشركات الناشئة من خلال التمويل القائم على الأوراق المالية محفوفاً بالمخاطر، فالعديد من الشركات الناشئة قد تفشل في تحقيق النجاح المطلوب، مما يؤدي إلى خسارة المستثمرين لأموالهم.

أولاً: المخاطر المرتبطة بالشركات الناشئة:

(١) Franck Bancel et A. Richad, (2002), Les choix d'investissements, edition economica, paris, 2002, p. 254.

(٢) Jack Forget, Financement et rentabilité des investissements, edition d'organisation , Paris, 2005, p. 124.

التمويل القائم على الأوراق المالية يحمل مخاطر كبيرة للمستثمرين، حيث يتم توجيه الاستثمارات عادة نحو الشركات الناشئة التي تكون في مراحلها المبكرة، ذلك أن الشركات الناشئة معروفة بارتفاع نسبة الفشل، حيث يُقدَّر أن جزءاً كبيراً منها يتوقف عن العمل خلال السنوات الأولى من إنشائها، مما يُعرض المستثمرين لخطر فقدان كامل استثماراتهم إذا فشلت الشركة في تحقيق أهدافها أو تعرضت لمشاكل غير متوقعة، وعلى الرغم من الإمكانيات العالية للعوائد الكبيرة في حالة نجاح الشركات، فإن نسبة المخاطر تظل عالية للغاية، حيث يعتمد نجاح الاستثمار على قدرة الشركة الناشئة على النمو والبقاء في السوق (١).

ثانياً: تقلبات السوق وتأثيرها على قيمة الأسهم:

أحد المخاطر الأخرى المرتبطة بالتمويل القائم على الأوراق المالية هو تقلبات السوق، ذلك أن السوق الذي تعمل فيه الشركات الناشئة يكون غالباً غير مستقر ويتعرض لتقلبات كبيرة في الطلب والعرض، مما يؤثر بشكل مباشر على قيمة الأسهم، وفي حالات السوق غير المستقرة أو التقلبات الاقتصادية العالمية، قد تنهار الشركات الناشئة بسهولة، مما يؤدي إلى انخفاض حاد في قيمة الأسهم التي استثمر فيها المستثمرون، وهذه المخاطر تجعل التمويل القائم على الأوراق المالية غير مناسب للمستثمرين الذين لا يستطيعون تحمل تقلبات عالية في استثماراتهم.

ثالثاً: ضعف السيولة:

عادةً ما تفتقر الاستثمارات التي تتم من خلال التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية إلى السيولة، ففي كثير من الأحيان، لا يستطيع المستثمرون بيع أسهمهم أو حصصهم في الشركة بسهولة، خاصة إذا لم يكن هناك سوق ثانوي لهذه الأوراق المالية، وقد يضطر المستثمرون إلى الاحتفاظ بالأسهم لفترات طويلة قبل أن يتمكنوا من تحقيق أي عوائد مالية، سواء عن طريق بيع الأسهم أو من خلال توزيعات الأرباح، وفي حالة عدم وجود سوق ثانوي

(١) Georges Depallens, Jean- Pierre jobard, Gestion financière, Sery10 édition, paris, 2003, p. 197.

أو عدم إتاحة الفرصة لبيع الأسهم في الوقت المناسب، قد يجد المستثمرون أنفسهم غير قادرين على استرداد أموالهم في حالة الحاجة إلى السيولة⁽¹⁾.

رابعاً: المخاطر التشغيلية والإدارية:

غالبًا ما تفقر الشركات الناشئة إلى الخبرة الإدارية الكافية، مما يزيد من المخاطر التشغيلية التي قد تؤثر سلبًا على نجاح المشروع، وقد يؤدي ضعف الإدارة أو سوء التخطيط إلى اتخاذ قرارات غير مناسبة تؤدي إلى فشل الشركة في تلبية احتياجات السوق أو إدارة الموارد بكفاءة، ويجب على المستثمرين في التمويل القائم على الأوراق المالية أن يكونوا على دراية بأن ضعف الخبرة الإدارية في الشركات الناشئة يمكن أن يكون عاملاً رئيسياً في فشل المشروع، وبالتالي فقدان استثماراتهم.

خامساً: الاحتيال والمخاطر القانونية:

تكمّن إحدى المخاطر المرتبطة بالتمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية في احتمالية تعرض المستثمرين لعمليات احتيال، وعلى الرغم من وجود أنظمة وقوانين تهدف إلى حماية المستثمرين، إلا أن بعض المشاريع قد تستخدم معلومات مضللة لجذب الاستثمارات دون نية حقيقية لتنفيذ المشروع، وقد يؤدي الاحتيال إلى فقدان المستثمرين لأموالهم بالكامل، وقد يكون من الصعب استرداد هذه الأموال نظرًا لتعقيدات الإجراءات القانونية المتعلقة بالتمويل الجماعي.

سادساً: غياب التنوع في الاستثمارات:

يتيح التمويل القائم على الأوراق المالية للمستثمرين استثمار مبالغ صغيرة في عدة مشاريع مختلفة، لكن في حال فشل مشروع معين، فإن الخسائر قد تكون كبيرة إذا لم يكن المستثمرون قد قاموا بتنوع محافظتهم بشكل كافٍ، وقد يزيد التركيز على عدد محدود من

(1) René Derome, Economie de l'ingénieur, école polytechnique de Montréal, Montréal, 2007, p. 397.

المشاريع من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، مما يجعل من المهم تنويع الاستثمارات لتقليل الخسائر المحتملة (١).

الفرع الثاني

الإجراءات التنظيمية والتكاليف

يتطلب هذا النوع من التمويل الامتثال لعدد كبير من التشريعات والقوانين المتعلقة بالأوراق المالية، مما يزيد من التكاليف الإدارية التي تتحملها الشركات الناشئة، بالإضافة إلى زيادة الأعباء التنظيمية.

أولاً: الإجراءات التنظيمية الصارمة:

يخضع التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية لإجراءات تنظيمية صارمة تختلف من دولة إلى أخرى، حيث يتم تنظيمه عادة من قبل هيئات الرقابة المالية لحماية حقوق المستثمرين وضمان الشفافية، والهدف الرئيسي لهذه الإجراءات هو التأكد من أن الشركات الناشئة تقدم إفصاحات مالية دقيقة وشفافة قبل البدء في جمع التمويل.

وفي الولايات المتحدة، على سبيل المثال، تخضع هذه الأنشطة لتنظيمات هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC)، بينما في أوروبا يتم تنظيمها بواسطة هيئات رقابية مثل هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية (ESMA)، وتشمل هذه اللوائح قيوداً على مقدار التمويل الذي يمكن للشركة جمعه وكذلك حدوداً على المبالغ التي يمكن للمستثمرين الأفراد استثمارها بناءً على دخلهم الشخصي.

ويُعد الالتزام بهذه الإجراءات أمراً ضرورياً لتجنب المخاطر القانونية وضمان سلامة العمليات الاستثمارية، ومع ذلك، قد تزيد هذه اللوائح من التحديات التي تواجه الشركات الناشئة، حيث قد تكون العمليات التنظيمية معقدة ومكلفة (٢).

(١) د. هبة عبد المنعم، رامي عبيد: "منصات التمويل الجماعي: الآفاق والأطر التنظيمية"، صندوق النقد العربي، ٢٠١٩، ص ٦٩.

(2) Attack, I. (1999). Four criteria of development NGO legitimacy. World Development, 27(5), pp. 855–864.

ثانيًا: التكاليف المرتبطة بالامتثال للتشريعات:

على الرغم من أن التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية يوفر طريقة فعالة للشركات الناشئة لجمع رأس المال، إلا أن التكاليف المرتبطة بالامتثال للإجراءات التنظيمية قد تكون باهظة، ويجب على الشركات التي تسعى لجمع التمويل من خلال هذا النموذج أن تتحمل تكاليف إعداد التقارير المالية، التدقيق المالي، وتقديم النشرات الاستثمارية، وعلى سبيل المثال، يتطلب القانون في العديد من الدول أن تقدم الشركات معلومات تفصيلية حول هيكلها المالي، الأرباح والخسائر، وخطط النمو المستقبلية، مما يزيد من عبء التكاليف الإدارية، إضافةً إلى ذلك، تحتاج الشركات إلى التعامل مع مستشارين قانونيين وماليين لضمان الامتثال للقوانين ذات الصلة، وهذا قد يؤدي إلى زيادة التكاليف التشغيلية.

كل هذه الإجراءات تفرض على الشركات الناشئة تحمل تكاليف إضافية قد تكون مرهقة، خاصةً إذا كانت الشركة في مراحلها الأولى وتحتاج إلى كل مواردها لتطوير المنتجات أو الخدمات (١).

ثالثًا: القيود التنظيمية على المستثمرين:

لا تقتصر الإجراءات التنظيمية على الشركات فقط، بل تشمل أيضًا المستثمرين الذين يشاركون في التمويل الجماعي، فنجد مثلًا بعض القوانين تفرض قيودًا على المبالغ التي يمكن للأفراد استثمارها في التمويل الجماعي بناءً على مستوى دخلهم أو ثروتهم، وعلى سبيل المثال، في الولايات المتحدة، تحدد هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) سقفًا للاستثمارات التي يمكن للأفراد غير المعتمدين القيام بها في الشركات الناشئة، وذلك بهدف حماية المستثمرين من المخاطر العالية المرتبطة بالاستثمار في الشركات الناشئة، وقد تقلل هذه القيود من كمية

(1)Hashmi, A. (2006). Civil Society in Developing Countries: an Analysis of Donor Interventions. Master thesis, Simon Fraser University, Canada, p. 247.

التمويل الذي يمكن جمعه، وتحد من فرص الشركات في الوصول إلى رأس مال كبير من جمهور واسع (١).

رابعاً: التحديات المتعلقة بالامتثال المستمر:

بمجرد أن تقوم الشركة بجمع الأموال من خلال التمويل الجماعي، فإنها تكون ملزمة بالاستمرار في تقديم تقارير مالية دورية وإفصاحات للمستثمرين، ويزيد هذا الالتزام من العبء الإداري والتكاليف المستمرة على الشركة، ويشمل الامتثال المستمر إعداد تقارير مالية دورية، تقديم معلومات حول أداء الشركة، والالتزام بإجراءات معينة لضمان الشفافية، وقد يؤدي الفشل في الالتزام بهذه المتطلبات إلى عقوبات قانونية أو مالية، مما يزيد من المخاطر التشغيلية للشركات الناشئة.

خامساً: التأثيرات على قرار التمويل:

قد تؤثر التكاليف المرتبطة بالإجراءات التنظيمية على قرارات الشركات الناشئة حول جمع التمويل، فبعض الشركات قد تقرر الابتعاد عن التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية إذا كانت التكاليف الإدارية والقانونية مرتفعة جداً، وبدلاً من ذلك، قد تلجأ هذه الشركات إلى مصادر تمويل أخرى مثل القروض البنكية أو رأس المال المخاطر الذي قد يكون أقل تكلفة على المدى الطويل. لكن التمويل الجماعي يبقى خياراً مفضلاً للشركات التي تحتاج إلى الوصول السريع إلى رأس المال وتفضل التعامل مع مستثمرين أفراد (٢).

(١) Livberber, T. (2020). Toplumsal Bir Etkileşim Alanı: Kitlese Fonlama. International Journal of Social and Humanities Sciences (IJSHS), 4(1), pp. 115–128.

(٢) Madarász, G., & Kuti, M. (2014). Crowdfunding. Public Finance Quarterly, 3, p. 13.

الفرع الثالث

الاستثمار غير المستقر

يعاني التمويل القائم على الأوراق المالية من تقلبات كبيرة، حيث قد تتأثر الاستثمارات بشكل كبير بالتغيرات في السوق أو الأداء المالي للشركات الناشئة، مما يزيد من صعوبة تحقيق عوائد مستقرة.

أولاً: طبيعة الاستثمار غير المستقر في التمويل القائم على الأوراق المالية:

الاستثمار غير المستقر هو أحد التحديات الرئيسية التي تواجه المستثمرين في التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية. هذا النوع من الاستثمار يعتمد بشكل كبير على الشركات الناشئة أو الصغيرة التي غالباً ما تكون في مراحلها الأولى من النمو، وبالنظر إلى طبيعة هذه الشركات وعدم استقرار أدائها في السوق، فإن القيمة السوقية للأسهم التي يتم الاستثمار فيها يمكن أن تتقلب بشكل كبير، مما يجعل هذا النوع من الاستثمار أكثر عرضة للتغيرات السريعة والمفاجئة، فالشركات الناشئة قد لا تكون قادرة على تحقيق الاستقرار المالي خلال السنوات الأولى، مما يزيد من احتمالات الفشل ويؤدي إلى عدم استقرار في العوائد المتوقعة للمستثمرين، هذه التقلبات قد تجعل من الصعب على المستثمرين تحديد توقيت مناسب لتحقيق عوائد على استثماراتهم، مما يزيد من المخاطر المرتبطة بهذا النوع من التمويل (١).

ثانياً: العوائد غير المؤكدة وتأثيرها على المستثمرين:

في التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية، تعتمد العوائد على الاستثمار بشكل كبير على أداء الشركة الناشئة، وإذا نجحت الشركة في تحقيق أهدافها، فقد ترتفع قيمة الأسهم التي يمتلكها المستثمرون بشكل كبير، ومع ذلك، إذا لم تتمكن الشركة من النمو أو إذا واجهت مشكلات مالية أو تشغيلية، فإن قيمة الأسهم قد تنخفض بشكل حاد، مما يؤدي إلى خسارة المستثمرين لأموالهم، وعلى عكس الأسواق المالية التقليدية حيث يمكن للمستثمرين الاستفادة من البيانات التاريخية والمؤشرات السوقية، فإن البيانات المتاحة حول الشركات الناشئة غالباً ما تكون محدودة وغير موثوقة، مما يجعل من الصعب على المستثمرين تقييم المخاطر بشكل

(١) د. إيمان حسن: "الاقتصاد الرقمي وتأثيراته على التمويل الجماعي"، دار العلوم، دبي، ٢٠٢١، ص ٢٥١.

دقيق واتخاذ قرارات استثمارية مدروسة، مما يؤدي إلى زيادة في تقلبات الأسعار وعوائد غير متوقعة (١).

ثالثاً: التأثيرات الاقتصادية العامة على الاستثمار غير المستقر:

يتأثر الاستثمار غير المستقر في التمويل القائم على الأوراق المالية بشكل كبير بالعوامل الاقتصادية العامة، ويمكن أن تؤثر تقلبات الاقتصاد العالمي أو الأزمات المالية على أداء الشركات الناشئة، والتي غالباً ما تكون هشة وقابلة للتأثر بالتغيرات في السوق، ففي فترات الركود الاقتصادي، قد تجد الشركات الناشئة صعوبة في تحقيق نمو أو جذب مستثمرين جدد، مما يؤثر سلباً على قيمتها السوقية، وعلى الجانب الآخر، في فترات النمو الاقتصادي، يمكن لهذه الشركات أن تستفيد من زيادة الطلب على منتجاتها وخدماتها، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة الأسهم وزيادة العوائد للمستثمرين، والاستثمارات غير المستقرة في هذه الشركات تجعل من الضروري أن يكون المستثمرون مستعدين للتقلبات الكبيرة في قيمة استثماراتهم والقبول بأن عوائدهم قد تكون غير متوقعة (٢).

رابعاً: نقص السيولة وتأثيره على الاستقرار الاستثماري:

يُعتبر نقص السيولة في الأسواق الثانوية للأسهم التي يتم شراؤها عبر التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية من العوامل الأساسية التي تزيد من عدم استقرار الاستثمار، فعادةً ما يكون بيع الأسهم في الشركات الناشئة صعباً، حيث قد لا توجد سوق ثانوية نشطة لهذه الأسهم، وبسبب غياب السيولة، قد يجد المستثمرون صعوبة في بيع أسهمهم أو الخروج من استثماراتهم في الوقت الذي يحتاجون فيه إلى السيولة، ويزيد هذا النقص في السيولة من مخاطر الاستثمار ويجعل المستثمرين أكثر عرضة للتقلبات السوقية، وعلاوة على ذلك، قد

(1) Sakarya, Ş., & Bezirgan, E. (2018). Kitlelesel Fonlama Platformları: Türkiye ve Yurtdışı Karşılaştırması. Düzce Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 8(2), p. 19.

(٢) د. محمد سعيد: "الاقتصاد الكلي وتأثيره على الأسواق المالية"، دار الكتب العلمية، بيروت، ٢٠١٨، ص ١٥٧.

تحتاج الشركات الناشئة إلى وقت طويل لتحقيق استقرار مالي، مما يعني أن المستثمرين قد يضطرون إلى الانتظار لفترات طويلة قبل أن يتمكنوا من تحقيق عوائد أو بيع أسهمهم (١).

خامساً: المخاطر المرتبطة بعدم استقرار العوائد:

عدم استقرار العوائد هو نتيجة طبيعية للاستثمار في الشركات الناشئة عبر التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية، حيث تعتمد العوائد على مجموعة من العوامل غير المضمونة، مثل نجاح الشركة في السوق، استراتيجيات النمو، والتغيرات في تفضيلات المستهلكين، وفي حالة فشل الشركة في تحقيق نجاح تجاري أو في حال ظهور منافسين أقوى في السوق، قد تتراجع قيمة الأسهم بشكل كبير، مما يؤدي إلى تقلبات حادة في عوائد المستثمرين، وهذا النوع من المخاطر يجعل من التمويل القائم على الأوراق المالية خياراً استثمارياً غير مناسب للمستثمرين الذين يبحثون عن استثمارات مستقرة ومضمونة (٢).

المبحث الثاني

التنظيم القانوني للتمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية في الكويت (دراسة حالة)

تمهيد وتقسيم:

التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية هو آلية حديثة لجمع الأموال من مستثمرين لدعم مشاريع ناشئة من خلال بيع أسهم أو سندات، وفي الكويت، تسعى هيئة أسواق المال إلى تقنين هذا النوع من التمويل بما يتماشى مع المعايير الدولية، من خلال وضع قواعد تنظيمية لضمان الشفافية، الإفصاح الكامل، وحماية المستثمرين، خاصة الصغار منهم، يشمل التنظيم متطلبات التسجيل والالتزام بمعايير الإفصاح المالي لضمان بيئة استثمارية آمنة وشفافة.

(١) د. نادر جاد الله: "إدارة المخاطر في أسواق المال خلال الأزمات الاقتصادية"، دار البيان للنشر، دبي، ٢٠٢٠، ص ٢٤١.

(٢) د. أحمد عبد الله السويدان: "الاستثمار في الأسواق المالية: المبادئ والتطبيقات"، دار المعارف، القاهرة، ٢٠٢٠، ص ١١٥.

ويمكننا في ذلك الإطار، وعلى سبيل الاسترشاد، التعرض لبعض التجارب الدولية، ولا سيما دراسة حالة لمنصة تمويل جماعي قائم على الأوراق المالية الناجحة في الولايات المتحدة الأمريكية، وهي منصة SeedInvest، كما سيأتي بيانه.

وعلى ذلك يمكننا تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب.

المطلب الأول: الإطار القانوني للتمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية في الكويت.

المطلب الثاني: دور هيئة أسواق المال الكويتية.

المطلب الثالث: التجارب الدولية في تنظيم التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية (دراسة حالة).

المطلب الأول

الإطار القانوني للتمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية في الكويت

تمهيد وتقسيم:

يشهد التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية في الكويت تطورًا متسارعًا، حيث يوفر فرصة فريدة لرواد الأعمال والمستثمرين للمشاركة في مشاريع واعدة من خلال منصات إلكترونية، ومع ذلك، فإن هذه البيئة الجديدة تتطلب إطارًا قانونيًا محكمًا لضمان حماية حقوق جميع الأطراف وضبط العمليات المالية بشكل يتماشى مع معايير الشفافية والمساءلة، وهو ما تعمل دولة الكويت على تحقيقه من خلال تنظيمات وتشريعات حديثة.

ويمكننا تناول هذا المطلب من خلال تقسيمه إلى فرعين.

الفرع الأول: وجود وسيط للاستثمار من خلاله في التمويل الجماعي.

الفرع الثاني: مرحلة ما بعد تنظيم استخدام التقنية المالية وفق القانون الكويتي.

الفرع الأول

وجود وسيط للاستثمار من خلاله في التمويل الجماعي

أولاً: أهمية اشتراط وسيط/ مفوض في عمليات التمويل الجماعي :

تتمثل أهمية اشتراط منصات وسيطة في التمويل الجماعي في زيادة الشفافية، عبر توفير قنوات تواصل بين المستثمرين الحاليين، السابقين، والمستقبليين^(١)، وتلعب المنصات التي تعمل كوسيط في عمليات التمويل الجماعي دورًا مهمًا في تسهيل التواصل بين المستثمرين الحاليين والسابقين والمستثمرين المحتملين، فعندما يرغب مستثمر جديد أو غير مطلع على المشروع في معرفة تفاصيل أكثر عن طبيعة نشاط المشروع أو التجربة التي مر بها المستثمرون الآخرون، يمكنه الاستفادة من هذه المنصات للتواصل مباشرة مع مستثمرين لديهم خبرة فعلية في المشروع، وهذا النوع من التواصل يعزز الوعي والفهم لدى المستثمرين الجدد، مما يجعلهم أكثر اطلاعاً وثقة في اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بناءً على تجارب سابقة، وهو ما يزيد من الشفافية والثقة في النظام البيئي للتمويل الجماعي^(٢).

فضلاً عن أن المشاريع الصغيرة والمتوسطة ستحصل على التمويل عبر جولات متعاقبة، مما يزيد من ثقة المستثمر بفضل إمكانية التحقق من سلوك صاحب المشروع خلال الجولات السابقة^(٣).

(١) Bradford, S. (1996). Transaction Exemptions in the Securities Act of 1933: An Economic Analysis. Collage of Law Faculty Publications, 89, 591–672.

<https://digitalcommons.unl.edu/lawfacpub/89/>

(٢) Gregory, D. (2014). Comment, Wisdom of the Intermediary Crowd: What the Proposed Rules Mean for Ambitious Crowdfunding Intermediaries. St. Louis U.L.J 58, 1145–1167. <https://scholarship.law.slu.edu/lj/v0158/iss4/11>

(٣) Christopher, H. Pierce–Wright. (2016). State Equity Crowdfunding and Investor Protection, Washington Law Rev Vol 91:847, 847– 886.

<https://digital-commons.law.uw.edu/wlr/vol91/iss2/21>

وكذلك فإن وجود منصات التمويل يضمن استبعاد الشركات التي تسعى للاحتيال، وفق القانون الأمريكي لدعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة، وهذه المنصات مخولة باستبعاد الشركات المخالفة لشروط الإفصاح أو غير المؤهلة، كما تتيح المنصات للمشاريع الصغيرة الوصول إلى المستثمرين بسهولة، بخلاف الوسائل التقليدية مثل الإعلان أو متعهدي الاكتتاب، الذين يتجنبون المشاريع الصغيرة بسبب مخاطرها (١).

ثانيًا: الشروط التي يجب توافرها في مقدم خدمة التقنية المالية "الوسيط/ وكيل الاكتتاب":

في عام ٢٠١٠، أصدرت هيئة سوق المال الكويتية القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال والذي ينظم متطلبات الحصول على رخصة استخدام التقنية المالية كأداة من أدوات الابتكار المالي، حيث نصت في المادة (٧) منه على أنه: " يشترط في المفوض أن يكون شخصًا طبيعيًا كويتيًّا من ذوي النزاهة، ومن أصحاب الخبرة أو التخصص في المجالات ذات الصلة بعمل الهيئة وألا يكون قد صدر ضده حكم نهائي بشهر الإفلاس أو بعقوبة مقيدة للحرية في جنائية أو جريمة مخلة بالشرف أو الأمانة" (٢)، وبناءً على نص المادة السابقة فقد تقررت عدة شروط يجب أن تتوافر في مقدم الطلب (وكيل الاكتتاب) ليمارس خدمات التقنية المالية، وكذلك يجب أن تتوافر معايير فنية معينة في مقدم طلب التقنية المالية، حتى يتم منحه تصريح استخدام التقنية المالية، ومن أهم هذه الشروط:

١- أن يكون شخصًا طبيعيًا كويتيًّا: حيث يشترط أن يكون المفوض فردًا وليس كيانًا اعتباريًا، ويحمل الجنسية الكويتية.

(١) Joan, M. & Shelden, R. (2011). Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933. 78 TENN. L. Revm., 879, 931-32.

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1875584>

(٢) انظر نص القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال ومذكرته الإيضاحية، نُشر بتاريخ بتاريخ ٢٨ / ٢ / ٢٠١٠، والمعدل بالقانون قانون رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٥ بتاريخ ١٠ / ٥ / ٢٠١٥ الموقع:

<https://www.e.gov.kw/sites/kg0Arabic/Forms/CMACapitalMarketEstablishmentLaw.pdf>

pdf

٢- أن يتمتع بالنزاهة: إذ يجب أن يكون المفوض معروفاً بأخلاقه العالية واستقامته، مع عدم وجود سجل يثير الشكوك حول سمعته أو تصرفاته.

٣- أن يكون من أصحاب الخبرة أو التخصص في المجالات ذات الصلة بعمل الهيئة: وبالتالي ينبغي أن يمتلك المفوض خبرة مهنية أو تخصصاً علمياً في مجالات ترتبط بمهام الهيئة، لضمان الكفاءة والقدرة على أداء المسؤوليات المطلوبة.

٤- ألا يكون قد صدر ضده حكم نهائي بشهر الإفلاس: فيشترط أن لا يكون المفوض قد أُدين بحكم إفلاس نهائي، مما يشير إلى عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته المالية.

٥- ألا يكون قد صدر ضده حكم بعقوبة مقيدة للحرية في جنابة أو جريمة مخلة بالشرف أو الأمانة: فلا يجوز أن يكون المفوض قد أُدين بحكم نهائي في قضايا جنائية أو جرائم تتعلق بالشرف والأمانة، لضمان أن يكون الشخص أهلاً للثقة والمسؤولية (١).

وتُنظّم اللائحة التنفيذية، الأشخاص الاعتباريين الذين يمارسون أو يسعون لممارسة نشاط مرتبط بخدمة التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية، وتتنطبق أحكام الفصل على عدة أطراف:

أولاً، تشمل الأشخاص الذين يسعون للحصول على تمويل لمشاريعهم عبر منصات التمويل الجماعي كمصدر للعرض، أي أنهم يرغبون في استخدام هذه المنصات كوسيلة للحصول على التمويل.

ثانياً، تنطبق الأحكام على وكلاء الاكتتاب الذين يشاركون في عمليات التمويل الجماعي عبر طرح الأوراق المالية من خلال منصات مسجلة لدى الهيئة، مما يضمن تنظيم عملية الاكتتاب بطريقة شفافة ومنظمة.

ثالثاً، تشمل الأحكام الأفراد أو الجهات التي تستثمر في عروض التمويل الجماعي، مما يعني أن المستثمرين أيضاً يخضعون لهذا التنظيم لضمان سير العملية بشكل قانوني.

(١) د. أحلام مرسي محمد السنطاوي: " التمويل الجماعي في الدول العربية - الواقع وآفاق المستقبل"، المجلة

العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية"، ٢٠٢٠، ٦ (١)، ص ١٩٣ - ٢١٢.

رابعًا، تغطي المادة الأشخاص أو الجهات التي تسجل أو تسعى للتسجيل كمنصة تمويل جماعي قائم على الأوراق المالية، وهذا يضمن أن جميع المنصات التي تقدم هذه الخدمة تكون مسجلة وتخضع للرقابة القانونية.

وأخيرًا، يمكن أن تنطبق الأحكام على أي شخص آخر توافق عليه الهيئة، مما يتيح مرونة في تطبيق هذه الأحكام على أي جهة أو شخص ترى الهيئة أنه يجب أن يكون مشمولاً بالتنظيم (١).

ويرى الباحث أنه يُعاب على تنظيم هيئة سوق المال الكويتية أنها اقتصرت على شروط إجراءات الحصول على موافقة لاستخدام التقنية المالية، دون إصدار تنظيم خاص بالتمويل الجماعي وحماية المستثمرين، مما يسمح للمستثمرين بالمشاركة في التمويل الجماعي دون تحديد واضح للمبلغ أو الفترة الزمنية، كما يواجه أصحاب المشاريع الصغيرة عقبات في الإفصاح، ما قد يُنفرهم من استخدام التمويل الجماعي كبديل للتمويل التقليدي، وبالإضافة إلى ذلك، منصات التمويل الجماعي ليست مخولة قانونيًا لاستبعاد الشركات غير المؤهلة أو المخالفة لشروط الإفصاح، ما يهدد حماية المستثمرين.

(١) المادة (٢-١-١) من اللائحة التنفيذية، الكتاب التاسع عشر، التقنيات المالية، الصادرة في يناير ٢٠٢٣، عن هيئة سوق المال الكويتية، حيث تنص على أن: " تسري أحكام هذا الفصل على الأشخاص الاعتباريين الذين يمارسون أو يسعون لممارسة أي نشاط مرتبط بخدمة التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية. حيث تنطبق أحكام هذا الفصل على:

١- من يسعون للحصول على تمويل لمشاريعهم عبر منصات التمويل الجماعي كمصدر للعرض.

٢- وكيل الاكتتاب الذي يرغب بالعمل أو المشاركة بعمليات التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية من خلال طرح الأوراق المالية عبر منصات التمويل الجماعي المسجلة لدى الهيئة.

٣- من يقومون بالاستثمار في طرح عرض تمويل جماعي.

٤- المسجلين أو يرغبون بالتسجيل كمنصة تمويل جماعي قائم على الأوراق المالية.

٥- أي شخص آخر توافق عليه الهيئة."

التنظيم القانوني للتمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية بدولة الكويت " دراسة مقارنة "

التاريخ:

اسم الشركة:	
رقم السجل التجاري:	
يرجى الإجابة على الأسئلة التالية:	
هل لديك ترخيص من الهيئة لممارسة أنشطة وكيل الاكتتاب؟	
<input type="checkbox"/> نعم (يرجى تزويدنا بالمستندات ذات الصلة)	<input type="checkbox"/> لا (يرجى تعبئة نموذج رقم 2)
هل تم تسجيلك لدى أي جهة رقابية؟	
<input type="checkbox"/> نعم (يرجى تزويدنا بالمستندات ذات الصلة)	<input type="checkbox"/> لا
هل تحتاج الى موافقة أي جهة رقابية أخرى أو جهة حكومية أو أي جهة أخرى مختصة لحصولك على ترخيص منصة تمويل جماعي؟	
<input type="checkbox"/> نعم (يرجى تزويدنا بالمستندات ذات الصلة، إن وجدت)	<input type="checkbox"/> لا
هل تم رفض (أو الغاء) ترخيص أو صلاحية لممارسة أي نشاط مالي خاضع للرقابة؟	
<input type="checkbox"/> نعم	<input type="checkbox"/> لا
هل أنت تحت التصفية و/أو لديك أي دعوى قضائية قيد النظر في أي محكمة؟	
<input type="checkbox"/> نعم (يرجى تزويدنا بالمستندات الموثقة من المكتب القانوني المستقل)	<input type="checkbox"/> لا
هل تدرك أن مدة قيد منصات التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية المسجلة في سجلات الهيئة صالحة لمدة ثلاث سنوات فقط (ابتداءً من تاريخ القيد لدى الهيئة)؟ ♦ تنويه: يمكن تجديد التسجيل لمدة مماثلة بناءً على الطلب.	
<input type="checkbox"/> نعم	<input type="checkbox"/> لا
يرجى بيان الآتي:	
1	لدى منصة التمويل الجماعي المسجلة أنظمتها وضوابطها مناسبة وأمنة وفعالة وموثوقة، وتم إخضاعها للاختبار والضخ وفقاً لمعايير معتمدة دولياً (عبر تقديم الشهادة/الشهادات الصادرة عن طرف ثالث مؤهل ومرخص) وملائمة لحجم وتبعية أعمالها، بما في ذلك الأنظمة والضوابط التي تقوم بحماية المعلومات التي يتم جمعها من المستثمرين ضد الأمن السيبراني والمخاطر الأخرى. ♦♦ يرجى تقديم نسخة من تقرير أي اختبار ذي صلة وشهادة/شهادات صادرة عن طرف ثالث مرخص ومؤهل.

التنظيم القانوني للتمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية بدولة الكويت " دراسة مقارنة "

2	تطبيق منصة التمويل الجماعي المسجلة التدابير المناسبة لحفظ السجلات من أجل التجميع الدقيق للمعلومات والوثائق المتعلقة بعمليات شراء الأوراق المالية المطروحة، حيثما ينطبق ذلك.	<input type="checkbox"/> نعم
3	تطبيق منصة التمويل الجماعي المسجلة إجراءات مناسبة تضمن أمن أنظمة المعلومات وإجراءات استثمارية الأعمال وإدارة المخاطر وسلامة البيانات وسريتها وحفظ السجلات ومراجعة الحسابات وذلك للعمليات اليومية ومواجهة الحالات الطارئة.	<input type="checkbox"/> نعم
4	تمتلك منصة التمويل الجماعي المسجلة ترتيبات كافية لتنظيم المعلومات والتحديث التقني.	<input type="checkbox"/> نعم
5	تقوم منصة التمويل الجماعي المسجلة بالتقييم الأمني الذي يتضمن على اختبار الاختراق والثغرات حيث تقوم بتحديد الإجراءات المتخذة لمعالجة المخاطر/الثغرات العالية والمتوسطة، كما يتم الالتزام بتطبيق الضوابط الأمنية العالية بشأن سرية البيانات والمعلومات.	<input type="checkbox"/> نعم
6	تمتلك منصة التمويل الجماعي المسجلة موارد مالية وبشرية وموارد أخرى كافية للقيام بالعمليات اليومية.	<input type="checkbox"/> نعم
7	يجب على منصة التمويل الجماعي المسجلة تزويد الهيئة بنسخة من جميع العمليات وقواعد العمل والضوابط والسياسات الداخلية المعتمدة من قبل مجلس الإدارة/المالك، بالإضافة إلى نسخة محدثة في حال إجراء أي تغيير خلال خمسة أيام عمل من اعتمادها من قبل أعلى سلطة حسب الهيكل التنظيمي ومصنفة الاعتمادات مع توضيح أماكن التغيير والفرض.	<input type="checkbox"/> نعم
8	يجب على منصة التمويل الجماعي المسجلة الإفصاح فوراً عن أي أخطاء أو معلومات أو بيانات مضللة يتم اكتشافها أو في حال اكتشاف مخاطر جديدة متعلقة بالاستثمار نتيجة لخلل بالمنصة أو بالعرض المطروح.	<input type="checkbox"/> نعم
9	قيمة رأس المال المدفوع 50,000 دينار كويتي أو أكثر.	<input type="checkbox"/> نعم

أنا /	الموقع اداء
أقر بأن المعلومات الواردة في نموذج الطلب هذا والوثائق المرفقة به صحيحة وكاملة، وأنه في حالة العثور على أي معلومات خاطئة أو غير صحيحة في أي مرحلة أو في أي وقت في المستقبل فإنني أحمل أي مسؤوليات قانونية قد تنشأ وقد يتم إبطال تسجيلي، وأتعهد بإبلاغ الهيئة كتابياً بأي تغيير في المواد أو المعلومات ذات الصلة بهذا الطلب، كما أفوض الهيئة بالاتصال بأي شخص ذي صلة بهذا الطلب والمعلومات المرفقة خلال فترة التقديم أو في أي وقت في المستقبل.	
الاسم	
التوقيع	
التاريخ	

نموذج رقم (1) - تسجيل منصة التمويل الجماعي (1)

الفرع الثاني

مرحلة ما بعد تنظيم استخدام التقنية المالية وفق القانون الكويتي

إذا قامت هيئة أسواق المال في الكويت بتنظيم شروط منح استخدام خدمة التقنية المالية، يمكن اعتبار أن البيئة التشريعية في الكويت مهياة لدعم التمويل الجماعي القائم على التملك، ويتم ذلك وفقاً لما ينص عليه الكتاب الحادي عشر المتعلق بتنظيم عملية التعامل في الأوراق المالية، والذي يشمل مجموعة من المواد القانونية التي تهدف إلى ضمان الشفافية وحماية حقوق المستثمرين.

فالمادة (5-1) من الفصل الخامس توجب على المصدر إصدار نشرة اكتتاب قبل أن يبدأ المستثمرون في المشاركة في التمويل، هذه النشرة تعتبر أداة ضرورية لضمان توفير

(1) النموذج وفق ما أوردته اللائحة التنفيذية، الكتاب التاسع عشر، التقنيات المالية، الصادرة في يناير 2023.

المعلومات الكافية والمناسبة للمستثمرين، حيث أن الشفافية في تقديم المعلومات تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة، وبالتالي، فإن إلزامية إصدار نشرة الاكتتاب تعتبر من الأدوات الأساسية لتحقيق الثقة بين الأطراف المختلفة في عملية التمويل الجماعي، وتوضح المادة (٦-٥) أن نشرة الاكتتاب يجب أن تحتوي على جميع المعلومات التي تمكن المستثمرين من تقييم الوضع المالي للمصدر وتوقعاته المستقبلية، وتشمل هذه المعلومات التفاصيل المتعلقة بالحقوق المرتبطة بالأوراق المالية المطروحة، وهي عنصر جوهري في تقييم مخاطر الاستثمار، المعلومات المتاحة من خلال النشرة تساعد المستثمرين في فهم الوضع المالي للمصدر ومدى استدامة أعماله، مما يمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية تستند إلى تقييم دقيق للمخاطر والفرص.

إضافةً إلى ذلك، تمنح المادة (٣-٥) الهيئة الحق في طلب معلومات إضافية غير تلك المدرجة في نشرة الاكتتاب إذا رأت أن هذه المعلومات ضرورية لحماية مصالح المستثمرين، وهذا النص يعطي الهيئة المرونة اللازمة لضمان توافر جميع البيانات التي قد تكون مؤثرة على قرارات الاستثمار، من خلال تمكين الهيئة من طلب المزيد من المعلومات، يتم تعزيز الشفافية بشكل أكبر، مما يحمي المستثمرين من المعلومات الناقصة أو غير الكافية، ومن خلال هذه المواد، يصبح واضحاً أن التشريعات الكويتية تسعى إلى خلق بيئة استثمارية شفافة وآمنة، تتيح للمستثمرين الاطلاع الكامل على المعلومات المتعلقة بالجهات المصدرة للأوراق المالية. (١).

يرى البعض أن إخضاع المشاريع الصغيرة والمتوسطة لعمليات الاكتتاب وفقاً للباب الحادي عشر المتعلق بتنظيم الأوراق المالية قد يكون مكلفاً، نظراً لمتطلبات نشرات الاكتتاب التي تفرض نفقات كبيرة على هذه المشاريع، مما يجعل طرح الأوراق المالية للجمهور عبئاً

(١) د. مصطفى طه: "النظرية العامة للقانون التجاري والبحري"، منشورات الحلبي الحقوقية، ٢٠٠٦، ص

ماليًا، خاصة في المراحل الأولى التي تهدف لجمع مبالغ بسيطة، لذا، يتساءل البعض عن جدوى تطبيق هذه التشريعات إذا كانت تكلفتها تحد من التوجه إلى التمويل الجماعي؟^(١). ويدحض هذا الرأي أن تكلفة نشرات الاكتتاب ضرورية لحماية المستثمرين في التمويل الجماعي، خاصة مع ارتفاع مخاطر المشاريع الصغيرة وضعف سيولتها، كما تواجه هذه المشاريع صعوبات في التخارج، ويمكن لأصحاب المشاريع الصغيرة تخفيض التكاليف بالاستناد إلى المادة (٥-٢) التي تمنح إعفاءات من بعض متطلبات النشرت، والمادة (٥-٥) التي تتيح إصدار أوراق مالية دون نشرة إذا لم يتجاوز الطرح مليون دينار، أما فيما يتعلق بزيادة عدد المستثمرين، فالمادة (٥-٨) تضمن حقوق المستثمرين بشكل واضح في حالة زيادة رأس المال.

المطلب الثاني

دور هيئة أسواق المال الكويتية

تمهيد وتقسيم:

تلعب هيئة أسواق المال الكويتية دورًا حيويًا في تنظيم وتطوير أسواق الأوراق المالية في الكويت، حيث تهدف إلى تعزيز النزاهة والشفافية وحماية المستثمرين، وقد تأسست هيئة أسواق المال الكويتية وفقًا للقانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠ الصادر في فبراير ٢٠١٠ والذي تم تعديل بعض أحكامه بالقانون رقم (١٠٨) لسنة ٢٠١٤ الصادر في يوليو ٢٠١٤ والقانون رقم (٢٢) لسنة ٢٠١٥ الصادر في مايو ٢٠١٥ وبموجب قانون إنشاء الهيئة ولائحته التنفيذية وتعديلاتها، تقوم الهيئة بتنظيم ومراقبة أنشطة الأوراق المالية وتنمية أسواق المال وتنوع وتطوير أدواتها الاستثمارية وحماية المتعاملين في نشاط الأوراق المالية وتطبيق سياسة

(١) Palrnitr, R. (2012). Pricing Disclosure: Crowdfunding's Curious Conundrum. 70/u'0| St. Entrepreneurial Bus. L], 373—374. [https://ssrn.com/ab—stract = 2241833](https://ssrn.com/ab—stract=2241833)

الإفصاح الكامل بما يحقق مبدأ الشفافية والعدالة وتوعية الجمهور بالمنافع والمخاطر والالتزامات المرتبطة بالاستثمار بالأوراق المالية (١).

وعلى ذلك نقسم هذا المطلب إلى فرعين.

الفرع الأول: نبذة عن هيئة أسواق المال وأهدافها.

الفرع الثاني: الرقابة على التمويل الجماعي للأوراق المالية من قبل هيئة سوق المال

الكويتية.

الفرع الأول

نبذة عن هيئة أسواق المال وأهدافها (٢)

أولاً: نبذة عن هيئة أسواق المال الكويتية:

تعمل هيئة أسواق المال الكويتية منذ تأسيسها، على تنظيم وتطوير نشاط الأوراق المالية في البلاد، حيث تسعى لتحقيق رؤية مستقبلية تستهدف رفع مستوى الكفاءة والشفافية في السوق المالي، وذلك بما يتماشى مع المتطلبات العالمية والمتغيرات الاقتصادية المتسارعة، وتمارس الهيئة هذا الدور استناداً إلى القانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠، الذي يشكل الأساس التشريعي لأنشطة الأوراق المالية في الكويت، ويهدف إلى تنظيم الأسواق وحماية حقوق المستثمرين، إلى جانب تعزيز ثقة الجمهور في النظام المالي.

ويقوم على إدارة الهيئة مجلس يسمى "مجلس مفوضي هيئة أسواق المال"، الذي يتألف من خمسة أعضاء متفرغين من ذوي الخبرة والكفاءة في مجالات الأوراق المالية، يتم اختيارهم بناءً على ترشيح الوزير المختص، ثم يصدر مرسوم بتعيينهم، ويحدد هذا المرسوم رئيساً ونائباً

(١) انظر الموقع:

<https://kibs.edu.kw/wp-content/uploads/2021/10/May-2017-Capital-Markets-Authority-HT10.pdf>

(٢) انظر بوابة موقع هيئة أسواق المال الكويتية (القانون) على الرابط:

<https://www.cma.gov.kw/ar/web/cma/cma-handbook>

الرئيس من بين الأعضاء، حيث يُعتبر المجلس هو السلطة العليا التي تشرف على الأنشطة التنظيمية للهيئة، وتوجيه السياسات اللازمة لتحقيق الأهداف الاستراتيجية للهيئة (١).

وتوظف الهيئة فريقاً كبيراً يزيد عدده على ٢٥٠ موظفاً، يتمتعون بخبرة وكفاءة في مختلف المجالات المتصلة بالأسواق المالية، حيث يتم توزيعهم على أقسام الهيئة المختلفة لضمان تحقيق الرقابة الفعالة على أنشطة الشركات والأفراد المرخص لهم، كما تخضع لرقابة الهيئة الشركات المدرجة في البورصة، وكذلك الشركات غير المدرجة، فيما يتعلق بالجوانب المالية التي تقع ضمن اختصاصات الهيئة وفقاً للقانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠، ويهدف هذا الإشراف إلى ضمان الامتثال للقوانين المتعلقة بالإفصاح، والشفافية، وحماية حقوق المستثمرين. كما تسعى الهيئة بشكل دائم إلى التنسيق والتكامل مع الجهات الرقابية الأخرى في الدولة، مثل بنك الكويت المركزي ووزارة التجارة والصناعة، من خلال توقيع مذكرات تفاهم لتوحيد الجهود وتنسيق الأنشطة المشتركة. هذا التنسيق بين الجهات المختلفة يساعد في تعزيز النظام المالي وتوفير بيئة تنظيمية متكاملة تدعم استقرار السوق (٢).

علاوة على ذلك، تحرص الهيئة على بناء وتنمية علاقات تعاون مع هيئات أسواق المال في الدول الأخرى، بهدف الاطلاع على تجاربهم الناجحة في تنظيم الأسواق المالية، وتبادل الخبرات والممارسات الأفضل في هذا المجال. يشمل هذا التعاون أيضاً برامج تدريبية لتطوير الكوادر البشرية في الهيئة، مما يساهم في رفع مستوى الكفاءة المهنية وتعزيز قدرات الموظفين على متابعة التطورات المالية العالمية.

(١) د. فهد الحويماي: "المال والاستثمار في الأسواق المالية"، الأرشيف الرقمي، ص ٢١.

(٢) د. محمود محمد الداغر: "الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع،

٢٠١٩، ص ٥٢.

وبالإضافة إلى دورها في تنظيم الأسواق المحلية، تعمل الهيئة على تشجيع إدخال التقنيات المالية الحديثة إلى السوق الكويتي، وضمان تنظيم أنشطة مثل التمويل الجماعي الذي يتطلب معايير وضوابط معينة^(١).

ثانيًا: أهداف هيئة أسواق المال الكويتية:

١ - تنظيم نشاط الأوراق المالية بما يتسم بالعدالة والتنافسية والشفافية:

ويعكس هذا الهدف الدور الرئيسي لهيئة أسواق المال في تنظيم الأسواق المالية لضمان أن التعاملات تجري بطريقة عادلة ومتساوية لجميع الأطراف، سواء كانوا مستثمرين أفرادًا أو مؤسسات، ويضمن التنظيم العادل أنه لا يتم التمييز أو التلاعب بالمعلومات، بينما تعزز التنافسية فتح المجال أمام جميع الجهات للمشاركة بفرص متكافئة، وتعني الشفافية أن جميع المعلومات المتعلقة بالسوق والأوراق المالية تكون متاحة ومتاحة للجميع في الوقت نفسه، ما يمنع استغلال المعلومات الداخلية لصالح طرف دون آخر.

٢ - تنمية أسواق المال وتنويع وتطوير أدواتها الاستثمارية، مع السعي للتوافق مع أفضل الممارسات العالمية:

من أهم أهداف الهيئة تطوير الأسواق المالية من خلال إدخال أدوات مالية جديدة تسهم في زيادة السيولة وتوسيع قاعدة الاستثمار، ويشمل ذلك استحداث منتجات استثمارية جديدة مثل صناديق الاستثمار، الصكوك، وغيرها من الأدوات المالية التي تتماشى مع المعايير العالمية، والتوافق مع أفضل الممارسات العالمية يساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية ورفع تصنيف السوق المالي عالميًا، مما يسهم في تحقيق الاستقرار المالي والتنمية الاقتصادية.

٣ - توفير حماية المتعاملين في نشاط الأوراق المالية:

تركز الهيئة على حماية حقوق المستثمرين عبر فرض قوانين صارمة على الشركات المدرجة والمشاركين في السوق المالي، وتضمن هذه الحماية التزام الشركات بمعايير الإفصاح والشفافية، حماية المستثمرين من الممارسات غير القانونية، والتأكد من أن جميع التعاملات

(١) د. مروان محمد الزعبي: "الأسواق والمؤسسات المالية"، دار المسيرة للطباعة والنشر، عمان، ٢٠٢٠، ص

المالية تتم في إطار قانوني ومنظم، كما تقدم الهيئة آليات لفض النزاعات بين المستثمرين والشركات لضمان استرداد حقوقهم^(١).

٤- تقليل الأخطار النمطية المتوقع حدوثها في نشاط الأوراق المالية:

الأخطار المالية، مثل التقلبات الحادة في الأسعار أو التلاعب بالسوق، تعد من التحديات الرئيسية في الأسواق المالية، حيث تسعى هيئة أسواق المال إلى وضع استراتيجيات لتقليل هذه المخاطر من خلال أنظمة رقابة فعالة على السوق، تنظيم العمليات، ومنع الأفعال التي قد تؤدي إلى عدم استقرار السوق، وتهدف هذه الجهود إلى تعزيز الثقة في السوق وضمان بيئة مالية آمنة ومستدامة^(٢).

٥- تطبيق سياسة الإفصاح الكامل بما يحقق العدالة والشفافية ويمنع تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية:

الإفصاح الكامل يعني أن الشركات المدرجة في السوق المالي ملزمة بالإفصاح عن جميع المعلومات المالية والمادية التي قد تؤثر على قرارات المستثمرين، مما يساعد على تحقيق العدالة ويمنع الأطراف الداخلية من استغلال المعلومات غير المعلنة لتحقيق مكاسب غير قانونية، وتسهم هذه السياسة في تعزيز الثقة بين المستثمرين والشركات وتحقيق مزيد من الشفافية في السوق المالي.

٦- العمل على ضمان الالتزام بالقوانين واللوائح ذات العلاقة بنشاط الأوراق المالية:

تلتزم الهيئة بمراقبة تطبيق القوانين واللوائح ذات العلاقة لضمان سير العمل في السوق المالي وفقاً للإطار القانوني المحدد، ويشمل ذلك مراقبة الشركات المرخصة، الالتزام بممارسات الشفافية والإفصاح، والتأكد من أن جميع الأطراف تعمل وفقاً للقوانين المعمول بها، وبالإضافة

(١) د. عبد الغفار حنفي، د. رسمية قرياقص: "الأسواق والمؤسسات المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ١٩٩٨، ص ٧٤.

(٢) د. مصطفى يوسف كافي: "الأسواق المالية والنقدية"، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، ٢٠١٧، ص ٣٠٣.

إلى ذلك، تعمل الهيئة على تحديث القوانين واللوائح بمرور الوقت لضمان مواكبتها للتغيرات في السوق المالي.

٧- توعية الجمهور بنشاط الأوراق المالية والمنافع والمخاطر والالتزامات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية وتشجيع تنميته:

يتعلق جزء كبير من دور الهيئة بتوعية الجمهور حول الفرص والمخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية، حيث تسعى الهيئة إلى تعزيز الثقافة المالية بين المستثمرين من خلال تقديم معلومات شاملة حول كيفية الاستثمار بشكل آمن ومسؤول، وذلك بتقديم برامج تدريبية وورش عمل تهدف إلى تثقيف المستثمرين حول المخاطر المحتملة وكيفية التعامل معها، بما يساعدهم في اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة^(١).

الفرع الثاني

الرقابة على التمويل الجماعي للأوراق المالية من قبل هيئة سوق المال الكويتية (٢)

أولاً: تطور الأسواق المالية في الكويت: من التأسيس إلى الريادة الإقليمية:

بدأ المستثمرون الكويتيون التداول في الأسهم في عام ١٩٥٢ مع تأسيس بنك الكويت الوطني كأول شركة مساهمة كويتية، مما مهد الطريق لإنشاء نظام مالي متكامل في الكويت، ومع مرور الوقت، شهدت البلاد إصدار العديد من القوانين واللوائح التي تهدف إلى تنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية، وقد بلغت هذه الجهود ذروتها في أغسطس ١٩٨٣ عندما صدر المرسوم الأميري بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية، والذي كان مكلفاً بتنظيم وضبط أنشطة التداول في السوق، ومنذ ذلك الحين، واصل السوق مهامه التنظيمية حتى عام ٢٠١٠، عندما تم نقل هذه المسؤوليات إلى هيئة أسواق المال التي أنشئت بموجب قانون جديد تم توقيعه ودخل

(١) د. محمد صالح الحناوي، د. نهال فريد مصطفى، د. جلال إبراهيم العبد: "الأسواق المالية والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٤، ص ٧١.

(٢) للاستزادة انظر الموقع:

<https://kibs.edu.kw/wp-content/uploads/2021/10/May-2017-Capital-Markets-Authority-T10.pdf>

حيز التنفيذ في ٢٨ فبراير ٢٠١٠، مثلَ هذا الانتقال نقطة تحول رئيسية في تنظيم السوق المالي، حيث تمتعت هيئة أسواق المال بصلاحيات أوسع وأدوات تنظيمية حديثة لضمان استقرار الأسواق المالية في الكويت (١).

وعلى مر العقود، حافظت الكويت على مكانتها الريادية بين الدول العربية في تطوير أنشطة الأوراق المالية، حيث كانت من أولى الدول التي تبنت تقنيات حديثة في هذا المجال، وفي نوفمبر ١٩٩٥، طبقت البورصة نظام التداول الإلكتروني لأول مرة، مما ساهم في تسريع وشفافية التعاملات المالية، وبعد ذلك، في أكتوبر ١٩٩٨، تم إدخال السوق الآجل كإضافة مبتكرة للسوق المالية، تلتها في أغسطس ٢٠٠٣ سوق البيوع المستقبلية، التي عززت من قدرة السوق على التعامل مع التحولات المالية والمشتقات (٢).

وفي عام ٢٠٠٣، لم تتوقف الكويت عند هذا الحد، بل قامت بتحديث نظام التداول الإلكتروني مرة أخرى، وافتتحت قاعة تداول مخصصة للسيدات، في خطوة تهدف إلى تمكين النساء في السوق المالي وتعزيز مشاركتهن، كما أطلقت في مارس ٢٠٠٥ سوق الخيارات، الذي وفر للمستثمرين أدوات إضافية للتعامل مع تقلبات الأسواق وإدارة المخاطر المالية بشكل أفضل. هذه الابتكارات المستمرة وضعت الكويت في مصاف الدول المتقدمة في تنظيم الأسواق المالية (٣).

واستكمالاً لهذه الجهود، صدر قرار مجلس مفوضي هيئة أسواق المال رقم ٣٧ لعام ٢٠١٣، الذي مهّد الطريق لتأسيس شركة بورصة الكويت في أبريل ٢٠١٤، لتحل محل سوق الكويت للأوراق المالية. كان الهدف من هذه الخطوة تفعيل دور القطاع الخاص في إدارة السوق، وتحويله إلى سوق تنافسي على المستوى الإقليمي، مع مواكبة المعايير العالمية في تنظيم الأسواق. لتحقيق هذه الأهداف، وضعت بورصة الكويت خطة استراتيجية طموحة تشمل

(١) د. عبد الله الربدي: "الاستثمار في الأوراق المالية"، مركز البحوث والنشر العلمي، الرياض، ٢٠١٦، ص ١٢٩.

(٢) د. محمود محمد الداغر: "الأسواق المالية : مؤسسات - أوراق - بورصات"، مرجع سابق، ص ١٥٨.

(٣) د. مصطفى يوسف كافي: "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سابق، ص ٣١٢.

توسيع قاعدة المستثمرين، جذب مصدري الأوراق المالية، وتحديث البنية التحتية للسوق، بما يضمن توافقها مع أفضل الممارسات العالمية.

وفي ٢٥ أبريل ٢٠١٦، أصبحت شركة بورصة الكويت هي المشغل الرسمي لسوق الكويت للأوراق المالية، مؤكدة بذلك دورها الريادي في تحديث وتنظيم السوق، وتحقيق التنافسية الإقليمية. هذه الخطوات تأتي في إطار رؤية شاملة لتحويل الكويت إلى مركز مالي متقدم في المنطقة، مع تطوير بيئة الأعمال وتعزيز الشفافية والمصداقية في السوق^(١).

ثانياً: الدور الرقابي لهيئة سوق المال الكويتية على التمويل الجماعي للأوراق المالية:

تشمل مسؤوليات هيئة أسواق المال الكويتية الرقابية في التمويل الجماعي ضمان الالتزام بالقوانين، حماية حقوق المستثمرين، تقليل المخاطر، وضمان الشفافية في جميع مراحل التمويل الجماعي، ويتم ذلك وفقاً للقوانين المحددة، مثل قانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠ ولائحته التنفيذية، والتي تشكل الإطار القانوني لهذه المهام، ووفقاً للوائح التفصيلية، وبناءً على القوانين المعمول بها في الكويت، ويمكن تحديد هذه الأدوار الرقابية في النقاط التالية:

١- الإشراف على الامتثال للقوانين:

تلعب هيئة أسواق المال دوراً محورياً في التأكد من امتثال الشركات المشاركة في التمويل الجماعي للقوانين واللوائح التنظيمية، وذلك استناداً إلى القانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠ ولائحته التنفيذية، حيث يُلزم القانون الشركات بتقديم نشرة اكتتاب تفصيلية، وهو ما تنص عليه المادة (٥-١)، لضمان الشفافية والكشف عن جميع المعلومات اللازمة للمستثمرين^(٢).

٢- التدقيق والإفصاح المالي:

تفرض هيئة أسواق المال الكويتية على الشركات التي تشارك في التمويل الجماعي الإفصاح عن كل المعلومات المالية اللازمة للمستثمرين، ووفقاً للمادة (٦-٥) من قانون أسواق

(١) المرجع السابق، ص ٣١٧.

(٢) د. مصطفى يوسف كافي: "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سابق، ص ١١٠.

المال، يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب بيانات كافية عن الوضع المالي للشركة، المخاطر المالية، والتوقعات المستقبلية (١).

٣. حماية حقوق المستثمرين:

وفقاً للمادة (٣-٥) من قانون هيئة أسواق المال، تمتلك الهيئة الحق في طلب معلومات إضافية لحماية حقوق المستثمرين وضمان أن يتمكنوا من اتخاذ قرارات استثمارية بناءً على معلومات دقيقة وشاملة، وتضمن هذه الإجراءات حماية المستثمرين من الاستغلال وعدم الشفافية في التعاملات المالية.

٤- التحكم في المخاطر:

تسعى هيئة أسواق المال إلى تقليل المخاطر المرتبطة بالتمويل الجماعي من خلال فرض التزامات واضحة على الشركات للإفصاح عن المخاطر، حيث تُلزم المادة (٥-١) من القانون الشركات بتقديم تحليل شامل للمخاطر المحتملة لضمان حماية المستثمرين من القرارات غير المستنيرة.

٥- الموافقة على نشرة الاكتتاب:

قبل أن تتمكن الشركات من بدء التمويل الجماعي، يتطلب القانون أن توافق هيئة أسواق المال على نشرة الاكتتاب، وتوجب المادة (٦-٥) أن تتضمن نشرة الاكتتاب حقوق الأوراق المالية وتفاصيل العوائد والمخاطر، مما يساعد في حماية المستثمرين وضمان توفير المعلومات الكافية قبل اتخاذ أي قرارات استثمارية (٢).

٦- طلب معلومات إضافية:

تمنح المادة (٣-٥) هيئة أسواق المال صلاحيات واسعة لطلب معلومات إضافية غير مدرجة في نشرة الاكتتاب إذا رأت أن هذه المعلومات ضرورية لحماية المستثمرين.

(١) د. عبد الله الربدي: "الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص ٥٤.

(٢) د. إبراهيم عبد الله كريمي: "الأسواق المالية العربية والعالمية"، مرجع سابق، ص ١٢٥.

المطلب الثالث

التجارب الدولية في تنظيم التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية

(دراسة حالة)

أولاً: التجارب الدولية في تنظيم التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية:

تُظهر التجارب الدولية في تنظيم التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية استراتيجيات متنوعة تهدف إلى حماية المستثمرين ودعم نمو المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وفي هذا المضمار تقدم الولايات المتحدة الأمريكية نموذجًا فعالاً مع قانون JOBS، بينما يسعى الاتحاد الأوروبي لتوحيد السوق، وتصل بريطانيا بين أنواع المستثمرين، فيما تركز الصين على حماية المستثمرين الأفراد، وتعتمد استراليا على نهج صارم في تنظيم الإفصاح والمخاطر. وذلك على النحو التالي:

١- التجربة الأمريكية:

في الولايات المتحدة، يُعد التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية منظماً بشكل دقيق من خلال قانون JOBS لعام ٢٠١٢ (Jumpstart Our Business Startups Act) الذي يهدف إلى تسهيل جمع رأس المال للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، ويفرض هذا القانون عدة شروط أساسية مثل تحديد سقف لمبلغ التمويل الذي يمكن جمعه من خلال التمويل الجماعي، بالإضافة إلى متطلبات الإفصاح الضرورية لضمان حماية المستثمرين، ويجب أن يتم التمويل عبر منصات مسجلة ومصرح لها من قبل هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC)، وتعكس هذه التجربة نموذجاً قوياً للرقابة على التمويل الجماعي وحماية المستثمرين مع السماح بمرونة كبيرة للشركات الصغيرة^(١).

أ- الهيكل التنظيمي لقانون JOBS:

(١) Brad Feld, "Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist", Wiley, New York, 2016, p. 280, Douglas Cumming, "Crowdfunding: Fundamental Cases, Facts, and Insights", Elsevier, London, 2019, p. 45

تم تصميم قانون **JOBS** في عام ٢٠١٢ للمساعدة في توفير التمويل للشركات الناشئة والصغيرة عبر منصات التمويل الجماعي. يحدد القانون سقفًا للتمويل الذي يمكن جمعه من خلال التمويل الجماعي في مبالغ معينة على مدار سنة، وذلك لتقليل المخاطر وحماية المستثمرين، وعلى سبيل المثال، يتيح القانون للشركات جمع ما يصل إلى ١ مليون دولار سنويًا من خلال التمويل الجماعي دون الحاجة إلى إجراء الاكتتاب العام (١).

ب- متطلبات الإفصاح:

أحد العناصر الأساسية التي يفرضها القانون هي **متطلبات الإفصاح**، والتي تشمل إلزام الشركات بتقديم تقارير مالية ووصف تفصيلي للمشروع الذي سيمول، مما يتيح للمستثمرين تقييم المخاطر المحتملة والمشاركة في عملية الاستثمار بشكل مطلع، تسهم هذه المتطلبات في تعزيز الشفافية والحفاظ على حماية حقوق المستثمرين (٢).

ج- منصات التمويل الجماعي المعتمدة:

من خلال هذا القانون، أُنشئت منصات تمويل جماعي مرخصة وموثوقة تعمل تحت إشراف هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC)، والتي تضطلع بدور رقابي وتنظيمي في التأكد من أن الشركات والمؤسسات التي تقدم منصات التمويل الجماعي تتبع القوانين واللوائح المحددة، وكذلك ضمان أن تكون المنصات مؤهلة ومستوفية للمعايير المطلوبة (٣).

د- تأثير القانون على السوق الأمريكي:

(١) Cunningham, L. A. (2013). The JOBS Act: A New Era for Crowdfunding. Washington University Law Review, 90(3), 675-724.

(٢) Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. Journal of Business Venturing, 29(1), 1-16.

(٣) SEC (2015). Crowdfunding: A Guide for Investors. U.S. Securities and Exchange Commission.

لقد ساهم قانون **JOBS** بشكل كبير في خلق فرص استثمارية جديدة لأفراد غير معتمدين (أي الأشخاص الذين ليس لديهم الخبرة أو القدرة المالية للاستثمار في الأسواق المالية التقليدية)، مما سمح لهم بالمشاركة في التمويل الجماعي للأسهم، مما من شأنه أن يحفز الابتكار ويعزز روح ريادة الأعمال في الولايات المتحدة، بينما يحافظ في نفس الوقت على حماية حقوق المستثمرين من خلال الضوابط التنظيمية^(١).

٢- التجربة الأوروبية:

في الاتحاد الأوروبي، تم تنظيم التمويل الجماعي بشكل رسمي بموجب اللائحة الأوروبية للتمويل الجماعي رقم ١٥٠٣/٢٠٢٠، التي دخلت حيز التنفيذ في نوفمبر ٢٠٢١، وتهدف اللائحة إلى خلق سوق موحدة للتمويل الجماعي عبر الحدود داخل الاتحاد الأوروبي، مما يساهم في تعزيز الاستثمارات عبر مختلف الدول الأعضاء، وتوفير فرص التمويل للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، بالإضافة إلى توفير حماية فعالة للمستثمرين في كافة أنحاء الاتحاد^(٢).

أ- أهداف اللائحة الأوروبية للتمويل الجماعي:

اللائحة ١٥٠٣/٢٠٢٠ تهدف إلى تبسيط الإجراءات وتوفير إطار تنظيمي متكامل لتمويل الشركات عبر منصات التمويل الجماعي التي تعمل عبر الحدود، مما يتيح للشركات الأوروبية الوصول إلى مجموعة واسعة من المستثمرين في دول الاتحاد الأوروبي دون الحاجة إلى امتثال للأنظمة القانونية الوطنية الخاصة بكل دولة على حدة^(٣).

ب- هيكل اللائحة: الشروط التنظيمية والمراقبة:

(١) Sullivan, M. (2016). The JOBS Act and Crowdfunding: The Next Big Thing in Finance? Harvard Business Review, P. 154.

(٢) Simon Dixon, "Bank to the Future: Protect Your Future Before Governments Go Bust", BTF Publishing, London, 2014, p. 120.

(٣) European Commission (2020). Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers for Business. Official Journal of the European Union.

- الإفصاح: تفرض اللائحة على منصات التمويل الجماعي متطلبات إفصاح صارمة لضمان تقديم معلومات واضحة ودقيقة حول المخاطر المحتملة للمستثمرين، ويجب على المنصات تقديم تقارير مالية مفصلة، بما في ذلك معلومات عن الوضع المالي للمشروعات المدعومة وتفاصيل عن الأداء المحتمل، مما يزيد من الشفافية ويعزز ثقة المستثمرين.

- الحدود المالية: تم تحديد حدود مالية للمبالغ التي يمكن جمعها عبر منصات التمويل الجماعي، وتنص اللائحة على أن المشروعات يمكنها جمع مبلغ يصل إلى ٥ ملايين يورو كحد أقصى عبر التمويل الجماعي في أي فترة من الوقت، كما توجد حدود أدنى للمبالغ المطلوبة للاستثمار، بحيث يجب أن يلتزم المستثمرون بعدد معين من الحد الأدنى للاستثمار في هذه المشاريع.

- التسجيل لدى السلطات المختصة: المنصات التي تقدم خدمات التمويل الجماعي يجب أن تكون مسجلة ومعتمدة لدى السلطات الوطنية في الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي، وتعمل السلطات المالية المحلية على مراجعة وتنظيم منصات التمويل الجماعي لضمان أنها تلتزم بالمعايير القانونية والتنظيمية^(١).

ج- التأثير على الشركات والمستثمرين:

من خلال هذه اللائحة، تم توفير بيئة قانونية مستقرة وآمنة، مما يساهم في زيادة جاذبية الاستثمار في الشركات الناشئة، حيث تقدم اللائحة فرصة للشركات الصغيرة والمتوسطة (SMEs) للحصول على تمويل بأسلوب مرن وأكثر كفاءة، بالإضافة إلى تقليل التكلفة المرتبطة بالبحث عن مستثمرين^(٢).

د- المزايا الرئيسية للنظام الجديد:

(١) Zohar, I., & Shifman, S. (2021). Crowdfunding in the European Union: The New Regulation and Its Implications for the Financial Market. European Business Law Review, 32(1), 1-23.

(٢) Prassl, J. (2020). The Future of Crowdfunding: Regulation and Challenges in the EU. Oxford University Press, P. 214.

- سهولة عبور الحدود: تتيح اللائحة للمشروعات الحصول على تمويل من مستثمرين في دول الاتحاد الأوروبي بسهولة أكبر، ما يساعد على زيادة التنوع في مصادر التمويل.
- حماية المستثمرين: مع التأكيد على متطلبات الإفصاح وشفافية المعلومات، تُوفر اللائحة ضمانات قوية للمستثمرين الذين يختارون دعم هذه المشروعات.
- الرقابة والشفافية: تساهم هذه اللائحة في رفع معايير الرقابة التنظيمية على منصات التمويل الجماعي عبر ضمان أن المنصات المسجلة تلتزم بأعلى المعايير الأخلاقية والمالية (١).

ثانيًا: دراسة حالة: (منصة "SeedInvest")

١- التعريف بالمنصة:

منصة SeedInvest هي واحدة من أشهر المنصات في الولايات المتحدة الأمريكية في مجال التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية، تأسست في عام ٢٠١٢ نتيجة لصدور قانون JOBS (Jumpstart Our Business Startups Act) الذي ساعد على تخفيف القيود المفروضة على جمع رأس المال للشركات الناشئة، وتعمل هذه المنصة على تمكين المستثمرين من الاستثمار في الشركات الناشئة مقابل حصص ملكية، ما يوفر لهم فرصة لتنويع استثماراتهم في الشركات الصغيرة والمتوسطة (٢).

٢- الهيكل التنظيمي والإطار القانوني:

وتعمل منصة SeedInvest تحت إشراف هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) والتي تفرض لوائح صارمة على جميع منصات التمويل الجماعي. تلتزم المنصة بقوانين Regulation A + و Regulation D والتي تسمح للشركات بجمع الأموال من

(١) European Securities and Markets Authority (ESMA). (2021). Guidelines on Crowdfunding Regulation in the EU.

(٢) William Michael Cunningham, "The JOBS Act: Crowdfunding for Small Businesses and Startups", Apress, 2016, p. 35

مستثمرين معتمدين وغير معتمدين، ويفرض القانون قيودًا على الحد الأقصى للمبالغ التي يمكن جمعها سنويًا، ويتطلب إفصاحات شاملة عن أوضاع الشركات المالية.

٣- حماية المستثمرين:

وتضمن منصة SeedInvest حماية المستثمرين من خلال لوائح صارمة تفرضها SEC، حيث يتم تقسيم المستثمرين إلى معتمدين وغير معتمدين، ويحدد القانون الحد الأقصى للاستثمار للمستثمرين غير المعتمدين استنادًا إلى دخلهم السنوي أو ثروتهم الصافية، وتفرض المنصة على الشركات تقديم معلومات تفصيلية عن المشاريع، بما في ذلك الأداء المالي والتوقعات المستقبلية، لضمان أن المستثمرين على دراية بالمخاطر (١).

٤- التقنيات المستخدمة في المنصة:

وتعتمد منصة SeedInvest على تقنيات حديثة، بما في ذلك الذكاء الاصطناعي وتحليل البيانات، لتقديم رؤى دقيقة للمستثمرين حول فرص الاستثمار المحتملة، كما تقدم المنصة واجهة مستخدم سهلة الاستخدام تتيح للمستثمرين الاطلاع على المعلومات والتحليلات المالية الخاصة بالشركات الناشئة (٢).

٥- النجاحات المحققة:

منذ تأسيسها، جمعت منصة SeedInvest ملايين الدولارات لصالح الشركات الناشئة، ومن أبرز قصص النجاح على المنصة شركة "Knightscope" التي طورت تقنيات الروبوتات الأمنية وجمعت تمويلًا كبيرًا عبر المنصة، مما أتاح لها تطوير منتجاتها والتوسع في الأسواق الأمريكية (٣).

(١) Fred Rogers, "Crowdfunding Platforms: The Technology and Innovation Behind .Online Finance", Elsevier, 2019, p. 210

(٢) Michael A. Cusumano, "The Business of Platforms: Strategy in the Age of .Digital Competition, Innovation, and Power", Harper Business, 2019, p. 140

(٣) Jason Best & Sherwood Neiss, "Crowdfunding Investing For Dummies", Wiley, .New York, 2013, p. 270

خاتمة البحث:

تُعد دراسة التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية خاصة في دولة الكويت ضرورة لفهم الآليات التي تحكم هذا النوع من التمويل، ودوره في تمكين الشركات الصغيرة والمتوسطة من الوصول إلى رأس المال بطريقة مبتكرة، وقد عملت دولة الكويت، من خلال هيئة أسواق المال، على تطوير إطار قانوني يهدف إلى تنظيم عمليات التمويل الجماعي بما يتماشى مع المعايير الدولية، مع التركيز على حماية حقوق المستثمرين وضمان الشفافية في التعاملات.

من خلال هذه الدراسة، تبين لنا أن التمويل الجماعي في الكويت يعتمد على عدد من الضوابط التي تفرض على الشركات إصدار نشرة اكتتاب، والإفصاح عن جميع المعلومات المالية ذات الصلة، كما تتيح هذه اللوائح للهيئة طلب معلومات إضافية عند الحاجة لضمان الشفافية وحماية المستثمرين، خاصة الأفراد منهم، فالتمويل الجماعي يُعد أداة قوية لدعم المشروعات الصغيرة والمتوسطة، إلا أن التحدي الرئيسي يكمن في الموازنة بين تسهيل الوصول إلى التمويل وضمان حقوق المستثمرين.

النتائج:

وقد توصل الباحث من خلال بحثه إلى مجموعة من النتائج، من أهمها:

- ١- تزايد الحاجة إلى تنظيم التمويل الجماعي: تُظهر النتائج أن التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية في دولة الكويت أن منصات التمويل الجماعي غير خاضعة لإطار تنظيمي واضح، مما يعوق تطور هذا النوع من التمويل ويقلل من جذب الاستثمارات المحلية والدولية.
- ٢- تأثير محدود على السوق الكويتي: في ظل القوانين الحالية، لا يزال التمويل الجماعي في الكويت يعاني من محدودية في الانتشار مقارنة بالدول الأخرى مثل الولايات المتحدة أو الاتحاد الأوروبي، حيث لا يوجد إطار قانوني ملائم يدعم استخدامه بشكل كامل، نتيجة لذلك، يعاني قطاع المشاريع الصغيرة والمتوسطة من نقص في التمويل.
- ٣- التوجه نحو التحول الرقمي: على الرغم من غياب التشريعات المحددة، فإن التطور الرقمي في الكويت يشير إلى وجود إمكانات كبيرة لتطوير التمويل الجماعي باستخدام

التكنولوجيا المالية (FinTech) ، التي قد تساهم في تسريع نمو القطاع في المستقبل إذا تم تنظيمها بشكل قانوني مناسب.

التوصيات:

ويوصي الباحث بمجموعة من التوصيات والتي يأمل أن تجد لها طريقها التشريعي، حيث يرى الباحث أن هذه التوصيات ستسهم في دعم تطوير سوق التمويل الجماعي في دولة الكويت، وتوفير المزيد من الحماية للمستثمرين، مع تعزيز النمو الاقتصادي من خلال دعم الشركات الناشئة والمشاريع الصغيرة. وهذه التوصيات هي:

١- إصدار تشريعات خاصة بالتمويل الجماعي: يُوصى بتطوير وإصدار قانون خاص لتنظيم التمويل الجماعي القائم على الأوراق المالية في الكويت، بحيث يشمل وضع إطار قانوني واضح يتناول متطلبات التسجيل، الإفصاح، وتحديد الحدود المالية للتمويل. يجب أن تضمن التشريعات حماية حقوق المستثمرين وتوفير بيئة شفافة وأمنة.

٢- تعزيز التعاون بين الجهات الحكومية: يُنصح بتعزيز التعاون بين الجهات الحكومية والبنك المركزي الكويتي من أجل وضع سياسات تشجع منصات التمويل الجماعي وتوفر إشرافاً ورقابة فعالة. هذا التعاون يمكن أن يساعد في توفير منصة قانونية مرخصة تلبى احتياجات السوق المحلي.

٣- تحفيز الشركات الصغيرة والمتوسطة: ينبغي تطوير برامج تحفيزية للشركات الصغيرة والمتوسطة لتعزيز استفادتها من التمويل الجماعي. يشمل ذلك توفير دعم حكومي للشركات الناشئة، وتسهيل عمليات وصولهم إلى التمويل عبر منصات تمويل جماعي مسجلة.

٤- تحسين وعي المستثمرين: يُوصى بإطلاق برامج تعليمية وتنقيفية للمستثمرين المحليين حول أهمية التمويل الجماعي، مع تسليط الضوء على مخاطره وكيفية حماية استثماراتهم. هذه المبادرات ستمكن الأفراد من اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة.

٥- التشجيع على استخدام التكنولوجيا المالية (FinTech): من المهم تشجيع استخدام التكنولوجيا المالية لتعزيز فعالية منصات التمويل الجماعي، وقد يساهم توظيف التقنيات

الحديثة مثل الذكاء الاصطناعي والتحليلات الكبيرة (Big Data) في تسريع التطور ويساعد في ضمان الشفافية والكفاءة.

٦- تحديد سقف مالي للمبالغ المستثمرة: يُوصى بوضع حدود مالية للمبالغ التي يمكن جمعها عبر التمويل الجماعي، لضمان تقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمارات غير المستقرة وضمان حماية مصالح المستثمرين في الكويت.

٧- التعاون مع المنظمات الدولية: يجب على الكويت التعاون مع المنظمات الدولية مثل هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) أو الهيئات الأوروبية لضمان تنسيق سياسات التمويل الجماعي المحلية مع المعايير الدولية المعتمدة، مما يعزز التجارة عبر الحدود ويزيد من مصداقية التمويل الجماعي في الكويت.

المراجع**أولاً: مراجع التراث واللغة:**

- ابن منظور، جمال الدين محمد بن مكرم (١٩٩٣). لسان العرب، مؤسسة التاريخ العربي، بيروت، لبنان. ص ٦٣٤.
- الإمام النووي(٢٠٠٥). المجموع شرح المذهب، الجزء ٩، دار الفكر، دمشق. ص ٢١٣.
- شاكر، احمد - هارون ،عبد السلام (٢٠٠٤). المعجم الوسيط، مجمع اللغة العربية، ط ٤، مكتبة الشروق الدولية، القاهرة، ص ٣٠٠.

ثانياً: المراجع المتخصصة:

- الحناوي، محمد صالح - مصطفى، نهال فريد والعبد، جلال إبراهيم العبد(٢٠٠٤). الأسواق المالية والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص ٧١.
- حماني، فهد (٢٠١٢). المال والاستثمار في الأسواق المالية، الأرشيف الرقمي . دار الشروق ، القاهرة .
- الداغر، محمود محمد (٢٠١٩). الأسواق المالية ، مؤسسات - أوراق -بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، القاهرة.ص٥٢.
- الريدي،عبد الله: ٢٠١٦"الاستثمار في الأوراق المالية"، مركز البحوث والنشر العلمي، الرياض. ص ص ٥٤١-٢٩.
- الزهاري ،زواويد - مرسلي، نزيهة (٢٠٢٢). دور منصات التمويل الجماعي في تمويل المشاريع الناشئة بالسعودية والإمارات مع الإشارة لحالة الجزائر،مجلة آراء للدراسات الاقتصادية والإدارية، (٤) ١، الجزائر .
- الزهراني، عبد الرحمن(٢٠١٩). مستقبل التمويل الجماعي في العالم العربي: دراسة حالة منصة **Kickstarter**، مجلة الاقتصاد الرقمي، العدد ١٢، الجزائر. ص ١٢.
- الزحيلي وهبة (٢٠٠٥). الفقه الإسلامي وأدلته، ج٥، دار الفكر، دمشق، ص ٣٢٣.

-الزعيبي ،مروان محمد(٢٠٢٠) الأسواق والمؤسسات المالية، دار المسيرة للطباعة والنشر، عمان. ص ٧٢.

- السنطاوي، أحلام مرسي محمد " التمويل الجماعي في الدول العربية - الواقع وآفاق المستقبل"، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية"، ٦ (١). ، ص ١٩٣ - ٢١٢.

-الشرقاوي ،محمود سمير(٢٠١٠): الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة . ص ١٤٥ .
-الصالحين، محمد العيش: ٢٠١٦ "الحوكمة والتمويل الجماعي : قراءة في التجربة الفرنسية، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية ، ٤ (١)، الكويت .

- الوقفي، نور الدين(٢٠٢١). إدارة منصات التمويل الجماعي وتأثيرها على الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية، (١٨)، جامعة المسيلة، الجزائر. ص.٩٢.

-العينوس ، رياض عبد الرحمن (٢٠٢٢). دور منصات التمويل الجماعي في تعزيز الشمول المالي في الدول العربية"، المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية والمالية، ٢٠٢٢، مج. ٥، ع ١. ص ١٤٠. انظر الرابط:

-- <https://search.emarefa.net/detail/BIM-1392979> -

--النجار سامي: ٢٠١٨ "التمويل الجماعي للشركات الناشئة: حالة Crowdcube"، مجلة التجارة وزارة التجارة والتجارة والصناعة والاستثمار، العدد ٩، القاهرة. ص ٥٨.

-أحمد ،مصطفى أحمد عبد الله (٢٠٢٣). منصات التمويل الجماعي كصيغة مقترحة لتنويع مصادر تمويل التعليم الجامعي المصري على ضوء تجربة بعض جامعات المملكة المتحدة، العلوم التربوية،(٤)- ج ٤، ص ص ٤٨-١٥٦.

-أبوناعمة:عبد الحميد ٢٠٠٢. "إدارة المشروعات الصغيرة" ، دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة ، ص ٣٥.

-مصطفى أحمد عبد الله أحمد : "منصات التمويل الجماعي كصيغة مقترحة لتنوع مصادر تمويل التعليم الجامعي المصري على ضوء تجربة بعض جامعات المملكة المتحدة"، العلوم التربوية /العدد الرابع- ج ٤ ، أكتوبر ٢٠٢٣ .

-بومدين ، يوسف - صونية شتوان: ٢٠١٤ "الحاجة إلى التمويل الجماعي كآلية مبتكرة للإقلال من الفقر"، بحث مقدم إلى مجمع مداخلات الملتقى الدولي حول تقييم سياسات الإقلال من الفقر في الدول العربية في ظل العولمة، ديسمبر، الجزائر، ص١١٥ .

-جميبي ، حسن عبد الباسط ، ٢٠١٩ "دور التمويل الجماعي في دعم الشركات الناشئة"، مجلة الاقتصاد والإدارة، العدد ٨، جامعة القاهرة، ص٢٢ .

- حنفي ، عبد الغفار ، رسمية قرياقص: ١٩٩٨ "الأسواق والمؤسسات المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية. ص٧٤ .

-حمانبي، عبد الرؤوف- سعودي، صالح الدين(٢٠٢٠). منصات التمويل الجماعي كآلية حديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة البحوث الإدارية، ٠٦ (٠١)، ص ٥٤-٥٥ .

-شحاتة ، عبد الله محمود: ٢٠١٨ "مفهوم التمويل الجماعي وآلياته"، مجلة العلوم الإدارية، العدد ٢٥، غزة ، فلسطين .

-صالح، الحناوي -واخرون(٢٠٠٤) الأسواق المالية والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية. ب، ت .

-صالح ،محمد -محمد فتيحة: "أساسيات التمويل والاستثمار"، دار التعليم الجامعي، القاهرة .
-طه ،مصطفى(٢٠٠٦) النظرية العامة للقانون التجاري والبحري، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان .

ص ١٠٥ .

-عبد الرؤوف،حمانبي-سعودي،صالح الدين(٢٠٢٠). منصات التمويل الجماعي كآلية حديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة البحوث الإدارية، اكااديمية السادات للعلوم الادراية، ٠٦ (٠١)، القاهرة .

- عبد المنعم ،هبة-عبيد، رامي(٢٠١٩): منصات التمويل الجماعي: الآفاق والأطر التنظيمية، صندوق النقد العربي، سلسلة دراسات اقتصادية، ص ٣٦.
- عمران، عبد الحكيم- قريد ،مصطفى(٢٠١٨). منصات التمويل الجماعي كآلية مبتكرة لتمويل المشروعات - عرض تجربة سلطنة لندن الكبرى في مجال التمويل الجماعي للمشروعات العمومية، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد ٧، العدد ١، جامعة بوضياف، الجزائر. ، ص ٣٠٨-٢٩١.
- عبد الوهاب، مازن(٢٠١٢). الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث، (٢٠١٢/١٢١٢) ، جامعة ورقلة. ص ١٥٨.
- عبد المنعم ،هبة -آخرون (٢٠١٩). النهوض بالمشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، صندوق النقد العربي.

<https://www.amf.org.ae/sites/default/files/puplication/2021->

[12/promoting](https://www.amf.org.ae/sites/default/files/puplication/2021-12/promoting)

- عبد المنعم، هبة - عبيد، رامي(٢٠١٩). منصات التمويل الجماعي: الآفاق والأطر التنظيمية ، صندوق النقد العربي، سلسلة دراسات اقتصادية، مرجع سابق، ص٩. ص ٥١-٥٢.
- قنوني، باية - عمارة، منال(٢٠٢١). التمويل الجماعي عبر المنصات كآلية مستحدثة لتمويل المؤسسات الناشئة، مجلة البحوث الإدارية والاقتصادية، مج. ٥، ع. ١، جامعة الويرة، الجزائر. ص ٦٧. انظر الموقع:

<https://search.emarefa.net/detail/BIM-1371240>

- كافي، مصطفى يوسف(٢٠١٧). الأسواق المالية والنقدية، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع،الأردن ص ٣٠٣.
- كريمي ،إبراهيم عبد الله: "الأسواق المالية العربية والعالمية"، مرجع سابق، ص ١٢٥.
- معهد الدراسات المصرفية في دولة الكويت (٢٠١٧). إضاءات، نشرة توعوية ، السلسلة التاسعة العدد(٥) دولة الكويت .-

-وزان، نوال- سعيدي، فهيمة (٢٠١٧). أساليب التمويل المعتمدة في تطور البنوك التقليدية والإسلامية، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان بيره، بجاية، الجزائر. ص ١٣٢.

ثالثاً: القوانين والمراسيم:

-صندوق النقد العربي (٢٠٢١).

قانون الشركات التجارية رقم (١٥) لسنة ١٩٦٠ الملغي بالقانون رقم ٢٥ لسنة ٢٠١٢ وتعديلاته والملغي

بالقانون رقم ١ لسنة ٢٠١٦.

القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال ومذكرته الإيضاحية، نُشِرَ بتاريخ -بتاريخ ٢٨ / ٢ /

٢٠١٠، والمعدل بالقانون رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٥ بتاريخ ١٠ / ٥ / ٢٠١٥.

اللائحة التنفيذية، الكتاب التاسع عشر، التقنيات المالية، الصادرة في يناير ٢٠٢٣، عن هيئة سوق المال الكويتية.

-اللائحة التنفيذية، الكتاب التاسع عشر، التقنيات المالية، الصادرة في يناير ٢٠٢٣.

-المرسوم الأميري رقم (٣١) لسنة ١٩٩٠ والخاص بتداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار.

رابعاً: المراجع الأجنبية:

- Albert Corthay, Mapapa Mbangla Fondements de gestion financière : manuel et applications, éditions de l'université de liège, Paris, 2008, p. 261.

-Abushaban, R. (2014, 10 10-13). **Crowdfunding as a catapult for innovation in the Middle East: Obstacles and possibilities.** IEEE

Global Humanitarian Technology Conference. San Jose, CA, USA: IEEE.P, 444.

–Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2014). **Some Simple Economics of Crowdfunding**, Innovation Policy and the Economy, Vol. 14, pp. 63–97. p. 65.

. –Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). **Signaling in Equity Crowdfunding**. Entrepreneurship Theory and Practice, 39(4). p. 270.

–Albert Corthay(2008) .**Mapapa Mbangla Fondements de gestion financière** : manuel et applications, éditions de l’université de liège, Paris. p. 261.

–Allon, G., & Babich, V (2020). **Crowdfunding platforms and innovation**. International Entrepreneurship and Management Journal, P44.

–Anne Boden (2020). **The Money Revolution: How to Finance the Next Generation of Entrepreneurs**, Kogan Page, London, p. 160.

–Atack, I. (1999). **Four criteria of development NGO legitimacy**. World Development, 27(5). pp. 855–864.

Based on the latest figures. Source: Statistica, (2021). Total value of investments into

–Abushaban, R. (2014, 10 10–13). **Crowdfunding as a catapult for innovation in the Middle East: Obstacles and possibilities**. IEEE Global Humanitarian Technology Conference. San Jose, CA, USA: IEEE.

–Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014).

Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. Journal of Business
.Venturing, 29(5), pp. 585–609

–Bourouba, K. (2018). **Le crowdfunding: une solution alternative de financement pour les startups et pme.** Journal of Economic and Management, 18 (01).P.499.

–Brad Feld,(2019), **Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalis,**Wiley, New York, 2016, p. 280,

Douglas Cumming, "Crowdfunding: Fundamental Cases, Facts, and Insights", Elsevier, London,.

– Bradford, S. (1996). **Transaction Exemptions in the Securities Act of 1933: An Economic Analysis.** Collage of Law Faculty Publications, 89, 591–672.

–Buerhan Saiti and Muhammad Hamal Musito and Ensari YÜCEL,(2020) **Islamic Crowdfunding: Fundamentals, Developments and Challenges.** Journal of the Islamic Quarterly, 62(03).

–Burtch, G., Ghose, A., & Wattal, S. (2013). "An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd–funded Markets". Information Systems Research, 24(3).

–Burtch, G., Goose, A., & Wattle, S. (2013). "An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd–funded Markets". Information Systems Research, 24(3).

- Bushong, S., Cleveland, S., & Cox, C. (2018). **Crowdfunding for Academic Libraries: Indiana Jones Meets Polka**. The Journal of Academic Librarianship, 44(2). p 29.– 313–318
- Cabrera, E. C. (2014). Crowdfunding vs. Bibliotecas: Una nueva forma de financiación, p. 32.
- Christopher, H. Pierce–Wright. (2016). **State Equity Crowdfunding and Investor Protection**, Washington Law Rev Vol 91:847 , p,847–886.
- Colombo, M. G., Franzoni, C., & Rossi–Lamastra, C. (2015). **Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding**. Entrepreneurship Theory and Practice, 9(1), PP 7 5–100.
- Cottrell, M. (2014). Libraries find success in crowdfunding . American Libraries.
- Crowdfund Insider. (2024).**Kuwait Launches Securities–Based Crowdfunding** PlatformsCrowdfund Watchdog,P,36.
- Cunningham, W. M. (2016). **The Jobs Act: Crowdfunding Guide to Small Businesses and Startups (2nd ed.)**. Apress, p. 342.
- Cumming, D., Leboeuf, G., & Schwiendbacher, A. (2015). **Crowdfunding Models: Keep–it–All vs. All–or–Nothing**, Financial Management, (44), Issue 1, pp. 47–50.
- Cunningham, W. M. (2016). The Jobs Act: Crowdfunding Guide to Small Businesses and Startups (2nd ed.). Apress.

- C.Stevens, R. (2011). **Frontline Fundraising Toolkit: An initiative of Roberta Stevens, 2010–2011 ALA President.** American Library Assaociation. P.443.
- Dahiya, S., & Mazumdar, S. (2019). **Crowdfunding: A New Paradigm for Raising Capital,** Journal of Business Research, 101. pp. 76–83.
- Debra A. Riley—Huff, Herrera, K., Ivey, S., & Harry, T. (2016). **Crowdfunding in libraries, archives and museums,**The Bottom Line, 29(2). p. 82.
- Douglas Cumming,(2019). **Crowdfunding: Fundamental Cases, Facts, and Insights,** Elsevier, London, p. 45.
- Douglas W. Arner; Janos Barberis and Ross Buckley (2017), **Fintech and Regtech in a nutshell and the future in Sandbox,** (CFA Institute Research Foundation, Virginia, p. 124.
- Edan, B. (2011). **A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation.** Transactions: The Tennessee Journal of Business Law, 12. pp. 63–85.
- Emma ,M . (2018), **th25 April, Based–Equity and, Rewards, Donation:** Crowdfunding of Types, p. 33.
- Estellés–Arolas, E., & González–Ladrón–de–Guevara, F. (2012). **Towards an integrated crowdsourcing definition.** Journal of Information Science, 38(2).P. 189–200.
- Fabozzi, F. J., Modigliani, F., & Jones, F. J. (2010). **Foundations of Financial Markets and Institutions.** Pearson Education, p. 32.

-Faouzi Rassi, Gestion financière à long terme, Investissements et financement, presses de l'université du Québec , Québec, 2007. p. 317

-Flanigan, S. T. (2017). **Crowdfunding and Diaspora Philanthropy: An Integration of the literature and Major Concepts.** Voluntas: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations, 28(2). p. 500.

-Forbes, H., & Schaefer, D. (2017). **Guidelines for Successful Crowdfunding,** Procedia CIRP 60, p. 398.

- Forner,Ordioni Elsa(2013) .**Crowdfunding : l'important, c'est de participer !** , in Juris-Classeur périodique édition Générale (JCP G) n°48, 25 novembre, P. 192.

-Forner,Ordioni Elsa,(2013). **"Crowdfunding : l'important, c'est de participer !** » in Juris-Classeur périodique édition Générale (JCP G) n°48, 25 novembre.

-Franck Bancel et A. Richad, (2002), **Les choix d'investissements, edition economica, paris, , p. 254.**

-Franck Bancel et A. Richad, (2002), **Les choix d'investissements, edition economica, paris,.**

-Fred Rogers, (2019) .**Crowdfunding Platforms,** The Technology and Innovation Behind Online Finance", Elsevier. p. 210.

-Freedman, D. M., & Nutting, M. R. (2015). **A Brief History of Crowdfunding Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platformns in the USA.** Retrieved March-129, 2018.

–Frydrych, D., Bock, A. J., Kinder, T., & Kopeck, B. (2014). "Exploring Entrepreneurial Legitimacy in Reward-based Crowdfunding". *Venture Capital*, 16(3).

–Georges Depallens, Jean- Pierre jobard, *Gestion financière*, Sery10 édition, paris, 2003.

–Gerber, E. M., & Hui, J. (2013). Crowdfunding: Motivations and Deterrents for Participation. *ACM Transactions on Computer—Human Interaction*, 20(6).

–Golic, Z. (2016). **Crowdfunding: Waker of Small Hidden Insignificant Funds?** In: D. Assadi (Ed.) *Strategic Approaches to Successful Crowdfunding*. (pp. 250–269). IGI Global. doi:10.4018/978-1-4666- 9604-4.ch012.

IGI Global. doi:10.4018/978-1-4666- 9604-4.ch012.

–Gregory, D. (2014). Comment, Wisdom of the Intermediary Crowd: What the Proposed Rules Mean for Ambitious Crowdfunding Intermediaries. *St. Louis U.L.J* 58, 1145–1167. (1)

– <https://scholarship.law.slu.edu/lj/v0158/iss4/11>

–Hashmi, A. (2006). **Civil Society in Developing Countries: an Analysis of Donor Interventions**. Master thesis, Simon Fraser University, Canada. p. 247.

–Ishak, M. S. I., & Rahman, Md. R. (2021). **Equity based Islamic crowdfunding in Malaysia: a potential application for mudharabah**. *Qualitative Research in Financial Markets*, 13(2),183–198.

-Jack Forget,(2005). **Financement et rentabilité des investissements**, edition d'organisation , Paris,.

-Jason Best & Sherwood Neiss, (2013) . **Crowdfunding Investing For Dummies**, Wiley, New York, , p. 270.

Jenik, I. et a1. (2017). "Crowdfunding and Financial Inclusion", CGAP Working Paper, March, available at:

-<https://WWW.cgap.org/sites/c1efault/fileS/Working-Paper-Crowdfunding-and-Financial-Inclusion-Mar-ZO I 7.pdf>.

- Joan, M. & Shelden, R. (2011). Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933. 78 TENN. L. Revm.,P, 879- 931-32.

-K. (2021). **The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report**. Cambridge : Cambridge Centre for Alternative Finance, P,154.

-Lambert, Thomas and Schwienbacher, Armin, "An Empirical Analysis of Crowdfunding" (2010), Journal of Business Venturing, (29) Issue 1. p. 7- Leanne Paul(، 2014).La SAS un cadre légal minimal»,revue des société.

- Le Cannae Paul, (2014) .**La SAS(2014): un cadre légal minimal**, revue des societies, P,178.

-Lee Marie, K. (2021, 10 15). **crowdfunding sites to help fund your Business**, p. 115.

-Lin, Y. Lee, W.-C. & Chang, C.-C. H. (2016). **Analysis of rewards on reward- based crowdfunding platforms**, International Conference

on Advances in Social Networks Analysis and Mining (Asonam),pp. 501 – 518 .

–Livberber, T. (2020). Toplumsal Bir Etkileşim Alanı: Kitlesele Fonlama. International Journal of Social and Humanities Sciences (IJSHS), 4(1), pp. 115–128.

–Madarász, G., & Kuti, M. (2014). **Crowdfunding**. Public Finance Quarterly, 3, p. 13.

–Marty, o. (2015). **La Vie De Start-Up (S') Investir Dans Les Entreprises Innovantes**. Gérer et Comprendre. Annales des Mines (67). Pp.4–15.

–Mazars. (2020). **Baromètre du crowdfunding en France 2020**, France P. 55.

–Melissa. (2017, 05). **Crowdfunding as a Financing Resource for Small Businesses**. Doctoral Study College of Management and Technology. Walden University.), pp. 1–16.

–Meyskens, M., & Bird, L. (2015). **Crowdfunding and Value Creation**, Entrepreneurship Research Journal, 5(2). pp. 155–166.

–Michael A. Cusumano, (2019). **The Business of Platforms: Strategy in the Age of Digital Competition, Innovation, and Power**, Harper Business, p. 140

–Mollick, E. (2014). **The Dynamics of Crowdfunding: An exploratory study**. Journal of Business Venturing, 29(1), pp. 1–16. p.

9

–Oba, B. (2016). **Can crowdfunding provide a solution for the financial problems of SMEs inTurkey?** In: D. Assadi (Ed.), Strategic Approaches to Successful Crowdfunding. (pp. 270–284) IGI. Global. doi:10.4018/978-1-4666-9604-4.ch013.

–Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., & Parasuraman, A. (2011). **Crowd-funding: Transforming Customers into Investors through Innovative Service Platforms.** Journal of Service Management, 22(4).P.443.

–Oxford Business Group. (2022). **Kuwait passes regulation to accelerate digital banking.** Kuwait 2022, p35.

– Palmiter, R. (2012). Pricing Disclosure: Crowdfunding's Curious Conundrum. 70/| St. Entrepreneurial Bus. L], 373—374. <https://ssrn.com/abstract=2241833HT10.pdf>

–Paul A. Schulte, (2020). **The Next Revolution in Our Credit-Driven Economy: The Advent of Financial Technology,** Elsevier, Oxford, p. 140.

–Pope, J., & Cooper, S. (2013). **The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities).** Financial Conduct Authority CP13/13), p. 32.

–René Derome,(2007). **Economique de l'ingénieur,** école polytechnique de Montréal, Montréal, p. 397.

–Riga Michaël, (2023). **Le Crowdfunding : bilan et perspectives,** mémoire présenté en vue de l'obtention du titre de Master en ingénieur de gestion, Université catholique de Louvain ,P. 267.

-Sakarya, Ş., & Bezirgan, E. (2018). **Kitlesele Fonlama Platformları: Türkiye ve Yurtdışı Karşılaştırması**. Düzce Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 8(2) , p. 19 .

-Sancak, I. E. (2016). **Applicability and readiness of crowdfunding**. International Journal of Business and Social Science, 7(1),p. 99–110.

- Short, J . C., Ketchen, D., McKenny, A., Allison, T., & Ireland, R. (2017), Research on crowdfunding: Reviewing the (very recent) past and celebrating the present. Entrepreneurship Theory and Practice, 41 (2), pp. 155–166

- Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2012). Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. In Cumming, D. (Ed.), The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance. Oxford University Press. p. 215.

-Simon Dixon, "Bank to the Future: Protect Your Future Before Governments Go Bust", BTF Publishing, London, p. 120

-Sophie, P., & Sattin, J.-F. (2016). **le developpement des start-up Françaises: un probleme de financement?** ISTE open Science, 1-12.

-Stevens, R. (2011). **Frontline Fundraising Toolkit: An initiative of Roberta Stevens**, 2010–2011 ALA President. American Library Assaociation.p. 154.

-Stacey (2022, 03 20). Best Crowdfunding Sites. Retrieved 08 13, 2024, from The Balance SME: <https://www.thebalancesmb.com/best-crowdfunding-sites-45804>.

- Tim Sawyer, (2012) **The Crowd Funding Revolution: How to Raise Venture Capital Using Social Media**", McGraw-Hill, Sydney, , .p. 230
- Usha. (2014). Crowd Funding For Startups in India. IOSR Journal of Business and Management.
- Valanciene, L., & Jegeleviciute, S. (2013). **Valuation of crowdfunding: benefits and drawbacks**. Economics and Management, 18(1), P. 48
- Vismara, S. (2016). **Equity Retention and Social Network Theory in Equity Crowdfunding**, Small Business Economics, 46(4).P589.
- Wieck, E., Bretschneider, U., & Leimeister, J. M. (2013). Funding from the crowd: An internet-based crowdfunding platform to support business set-ups from universities. International Journal of Cooperative Information Systems, 22(3), p. 122.
- William Michael Cunningham,(2016) **The JOBS Act: Crowdfunding for Small Businesses and Startups**, Apress, K.Wilson, & SILVA, F, p. 35.
- Wilson, K. & Silva, F. (2013). **Policies for Seed and Early Stage Finance: Findings from the 2012 OECD Financing Questionnaire**. Science, Technology and Industry Policy Papers. P. 33.
- Zheng, H., Li, D., Wu, J., & Xu, Y. (2014). **The role of multidimensional social capital in crowdfunding: A comparative**

study in China and US. Information & Management, 51(4). pp. 488–496.

خامسًا:المواقع الالكترونية:

- دراسة بعنوان "الفرنسيون ورجال الأعمال والتمويل الجماعي"، التي أجراها معهد THINK، وهو معهد متخصص في إجراء استطلاعات الرأي ونشر دراسات استراتيجية حول مختلف القضايا. الدراسة متاحة عبر الإنترنت على الموقع التالي:

<http://www.institut-think.com/etudes/Sondage-Think---SDE-Paris->

[2015.pdf15/02/2016](http://www.institut-think.com/etudes/Sondage-Think---SDE-Paris-2015.pdf)

=<https://digitalcommons.unl.edu/lawfacpub/89/>

-<https://digital-commons.law.uw.edu/wlr/vol91/iss2/21>

=<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1875584>

= انظر نص القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال ومذكرته الإيضاحية، نُشر بتاريخ بتاريخ ٢٨ / ٢ / ٢٠١٠، والمعدل بالقانون رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٥ بتاريخ ١٠ / ٥ / ٢٠١٥ /

=<https://www.e.gov.kw/sites/kgoArabic/Forms/CMACapitalMarketEstablishmentLaw.pdf>

-

<https://www.e.gov.kw/sites/kgoArabic/Forms/CMACapitalMarketEstablishmentLaw.pdf>

-<https://www.cma.gov.kw/ar/web/cma/cma-handbook>

-<https://WWW.statista.com/statistics/719385/investments-into-fmtech-companies-globally/>.

- <https://WWW.cgap.org/sites/c1efault/fileS/Working-Paper-Crowdfunding-and-Financial-Inclusion-Mar-ZO17.pdf>.
- <http://www.institut-think.com/etudes/Sondage-Think---SDE-Paris-2015.pdf15/02/2016>
- <https://digitalcommons.unl.edu/lawfacpub/89/>
- <https://search.emarefa.net/detail/BIM-1392979>
- <https://search.emarefa.net/detail/BIM-1371240>
- <https://fastercapital.com/arabpreneur/>- خلال- الناشئة- الشركات- التمويل- منصات- التمويل- الجماعي- في-
- <https://kibs.edu.kw/wp-content/uploads/2021/10/May-2017-Capital-Markets-Authority->
- <https://kibs.edu.kw/wp-content/uploads/2021/10/May-2017-Capital-Markets-Authority-T10.pdf>
- <https://digital-commons.law.uw.edu/w1r/vol91/iss2/21>
- <https://scholarship.law.slu.edu/lj/V0158/iss4/11>
- <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1875584>
- =الإدارية والاقتصادية، انظر الموقع:
- <https://search.emarefa.net/detail/BIM-1371240>
- Fintechvco‘mpanies worldwide from 2010 to 2019.
- <https://WWW.statista.com/statistics/719385/investments-into-fmtech-companies-globally>.
- <https://digitalcommons.unl.edu/lawfacpub/89/>

-<https://kibs.edu.kw/wp-content/uploads/2021/10/May-2017-Capital-Markets-Authority-HT10.pdf>

- بوابة موقع هيئة أسواق المال الكويتية (القانون) على الرابط:

-<https://www.cma.gov.kw/ar/web/cma/cma-handbook>.

-<https://kibs.edu.kw/wp-content/uploads/2021/10/May-2017-Capital-Markets-Authority-T10.pdf> .