

التمويل الجماعي للمؤسسات الناشئة: النماذج، الاستراتيجيات والجهات الفاعلة

Crowdfunding for startups: models, strategies and actors

غرنوس العياشي^{*}¹ جامعة سطيف 01، مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المحيط الأورو مغربي (الجزائر).layachi.gharnous@univ-setif.dz

تاريخ النشر: 2024/12/31

تاريخ القبول: 2024 /12/13

تاريخ الاستلام: 2024 /11/26

ملخص:

تهدف هذه الورقة البحثية إلى الوقوف على علاقة التناسب والتكامل بين التمويل الجماعي ودورة التمويل التقليدية لأعمال الشركات الصغيرة. علاوة على ذلك، وتحديد مدى قدرة التمويل الجماعي على سد فجوة التمويل التي قد تعيق قدرة المؤسسات -لاسيما الناشئة منها- على الانطلاق وبدء التشغيل.

توصلت هذه الورقة البحثية إلى أنّ هناك العديد من نماذج التمويل الجماعي لأنشطة ريادة الأعمال والتي يمكن أن تساعد على سد فجوة التمويل التقليدي، ونظرا لحدثة هذا الشكل من التمويل وبالتالي كثرة المعوقات والصعوبات التي قد تعترضه، فقد توصلت الدراسة إلى أنّ هناك العديد من الجهات الفاعلة والاستراتيجيات المتبعة من طرف منصات التمويل الجماعي لتذليل المشكلات والعقبات والمعلومات غير المتناسقة، وتصميم سياسات ردع سوء السلوك.

كلمات مفتاحية: رائد الأعمال، التمويل الجماعي، نماذج التمويل، الحشد، المنصات.

تصنيفات JEL: L81، P23، G23، G29، L26

Abstract:

This research paper aims to identify the relationship of proportionality and integration between crowdfunding and the traditional financing cycle for small start-up businesses. Moreover, to determine the extent to which crowdfunding is able to fill the funding gap that may hinder the ability of institutions –especially emerging ones - to start and start up.

This research paper found that there are many models of crowdfunding for entrepreneurial activities that can help fill the gap of traditional financing, and due to the novelty of this form of financing and therefore the many obstacles and difficulties that it may encounter, the study found that there are many actors and strategies used by crowdfunding platforms to overcome problems, obstacles, inconsistent information, and design policies to deter misconduct.

Keywords: Entrepreneur; crowdfunding; funding models; crowd; platforms.

JEL Classification Codes: L26، G29، G23، P23، L81

1. مقدمة:

يعتبر عدم القدرة على الوصول إلى التمويل بشكل عام أحد الصعوبات الرئيسية التي تواجهها العديد من الشركات الناشئة، وخاصة بالنسبة للمشاريع المحفوفة بالمخاطر والمبتكرة، وفي حين أن العديد من هذه الصعوبات تنبع من التباين الشديد في المعلومات وتكاليف الوكالة التي تواجهها العديد من الشركات الناشئة، فإن صعوبات أخرى قد تنبع أيضا من عدم التطابق مع الأهداف الاستثمارية للمستثمرين. فعندما يكون التمويل الخارجي مطلوباً، فإن اختيار الشكل المناسب للتمويل يعد أمراً بالغ الأهمية لنجاح تطوير نشاط ريادة الأعمال، وينطوي هذا الاختيار على مقايضات مختلفة نظراً لأن كل نوع من مصادر التمويل له مزايا وعيوب مختلفة. وعلى الرغم من أن معظم الشركات الناشئة التقليدية تعتمد على القروض المصرفية، يجب على المتقدمين للحصول على القروض المصرفية تقديم ضمانات وتدفقات نقدية كافية للحفاظ على مدفوعات الفائدة، وكلاهما تفتقر إليه الشركات الناشئة كثيفة البحث والتطوير بشكل عام.

توفر الثورة الرقمية، جنباً إلى جنب مع وسائل التواصل الاجتماعي ومنصات التمويل الجماعي المنظمة التي تعمل كوسيط بين الباحثين عن التمويل (رواد الأعمال) وصغار الممولين (الجمهور)، فرصاً جديدة لجمع رأس المال لتنمية الأعمال التجارية أو بدء مشروع، وحتى في بعض الأحيان لتمويل نفقات البحث والتطوير المحفوفة بالمخاطر في شركات ريادة الأعمال القائمة. وبفضل التمويل الجماعي عبر الإنترنت، أصبح بإمكان أصحاب الأعمال الصغيرة الآن جمع الأموال من حشود كبيرة لأن تكاليف الاتصالات اختفت تقريباً مع الإنترنت. أما في البلدان التي يوجد فيها نقص في رأس المال الكافي لبدء التشغيل، مثل التمويل الملائكي والأصدقاء والعائلة، فقد أصبح التمويل الجماعي يتمتع بالقدرة على سد فجوة التمويل لأنه يسمح حتى للمؤسسات غير الربحية بالتأهل للاستثمار في الشركات الناشئة المبتكرة.

وعلى الرغم من أن الأبحاث حول التمويل الجماعي لا تزال تقدم صورة غير مكتملة إلى حد كبير لهذه الظاهرة، تشير الدراسات الحالية إلى أن الأشخاص ينخرطون في التمويل الجماعي لأسباب مختلفة جداً وأن هذه الأسباب تختلف أيضاً باختلاف أنواع التمويل الجماعي. بالإضافة إلى ذلك، قد يختار رواد الأعمال الذين يبدوون حملة تمويل جماعي القيام بذلك بأنفسهم، لأن التمويل الجماعي قد لا يكون الخيار الأفضل لجميع رواد الأعمال. ولذلك، فإننا نرى في هذا المقال أنه على الرغم من أن التمويل الجماعي يمكن أن يسد فجوة التمويل، فمن المرجح أن تستفيد أنواع معينة من رواد الأعمال لأنهم أكثر قدرة على تلبية تفضيلات هذا التمويل والاستفادة من مزاياه للمشاركة في حملة التمويل الجماعي وجني فوائد المشاركة الجماعية للجمهور.

من خلال هذه الورقة البحثية نحاول الإجابة عن التساؤل التالي:

كيف يتناسب التمويل الجماعي مع دورة التمويل التقليدية للشركات الصغيرة والشركات الناشئة؟.

والإجابة عن التساؤل الرئيسي السابق تمر عبر الإجابة عن التساؤلات الفرعية التالية:

- هل التمويل الجماعي يسد فجوة تمويلية محددة، وهو شرط مسبق ضروري لتبرير التمويل الجماعي كمصدر قابل للتطبيق لتمويل المشاريع الريادية على المدى الطويل.
- ماهي السياسات المنتهجة من طرف منصات التمويل الجماعي للحد من سوء السلوك، وكذلك الإجراءات المتخذة لتذليل العقبات والمشاكل وعدم تناسق المعلومات.

2. التمويل الجماعي دورة تمويل جديدة

يتم تمويل الشركات الناشئة وفقاً لما يسمى بنموذج دورة النمو المالي الذي اقترحه Berger وUdell سنة 1998 (N. Berger & F. Udell, 1998)، ويأخذ هذا النموذج في الاعتبار إلى حد كبير العلاقة الخطية بين مصادر التمويل ومراحل التطوير، حيث يعتمد نوع التمويل على مرحلة تطوير الشركة الناشئة. وفي هذا السياق، يتميز كل مصدر تمويل بقدرته النسبية على التعامل مع عدم تناسق المعلومات والمخاطر الأخلاقية، وقبل كل شيء، بقدرته التمويلية من حيث الحجم. فيمكن للشركات الناشئة أن تعتمد على الأصدقاء والعائلة، والتمويل التمهيدي، والمستثمرين الملائكيين في المراحل المبكرة، وكلها لا يمكنها سوى توفير كميات محدودة من رأس المال. أما بالنسبة للمبالغ الأكبر، يمكن استخدام صناديق رأس المال الاستثماري، لأنها غالباً ما تقوم باستثمارات متداخلة تصل إلى عدة ملايين من الدولارات أو اليورو. كما يمكن للشركات الأكبر حجماً والأكثر تقدماً أن تطرح أسهمها للاكتتاب العام من خلال الاكتتاب العام لجمع الأموال في بورصة منظمة. ومع ذلك، فإن هذه الشركات هي بالفعل في مرحلة أكثر نضجاً، ولديها مخاطر تكنولوجية وسوقية أقل، وبالتالي فهي أقل عرضة لمشاكل عدم تناسق المعلومات. وقد يكون التمويل البنكي متاحاً بغض النظر عن المبلغ ولكنه غير مناسب للشركات الناشئة التي تعاني من مستويات عالية من عدم تناسق المعلومات أو مشاكل المخاطر الأخلاقية، ولا للشركات الناشئة التي تفتقر إلى الضمانات والتي لا يكفي دخلها لدعم دفع المبالغ المستحقة عليها (D. Cumming & Hornuf, 2018).

السؤال الأول هو أين يجب تصنيف التمويل الجماعي ضمن هذا الإطار، نعتقد أن الإجابة تعتمد إلى حد كبير على نوع التمويل الجماعي الذي يتم النظر فيه. ويعتبر التمويل الجماعي القائم على المكافآت أقرب إلى تمويل رواد الأعمال، في حين أن الإقراض الجماعي أقرب إلى التمويل المصرفي، والتمويل الملائكي القائم على الأسهم وبدرجة أقل، تمويل رأس المال الاستثماري (Schwienbacher, 2014).

في الواقع، قامت بعض الشركات الناشئة بجمع عدة ملايين من اليورو على منصات التمويل الجماعي في ألمانيا، مما يجعلها بديلاً موثقاً لرأس المال الاستثماري، فمن الممكن أن يشبه التمويل الجماعي القائم على التبرعات في بعض الأحيان بالتمويل التمهيدي، حيث يتضمن التمويل التمهيدي أحياناً الاعتماد على الموارد المجانية. وبالنظر

إلى هذه الفروق، فإن التمويل الجماعي يتوافق عمومًا مع التمويل في المرحلة المبكرة ومرحلة التوسع من حيث مرحلة التطوير (Schwienbacher, 2014).

ومع ذلك، فإنه يجب أن يسد التمويل الجماعي فجوة التمويل ليصبح مصدرًا تمويلياً قابلاً للتطبيق، فإذا قامت ببساطة بالاستعاضة عن مصدر آخر على النحو الذي يؤدي ببساطة إلى مزاحمة المصدر الحالي دون تقديم بعض المزايا المحددة إما خفض تكاليف المعاملات أو تقليل عدم الكفاءة التعاقدية، فإن قيمتها الاقتصادية تصبح محدودة. ومع ذلك، تشير الأبحاث إلى أن هذا ليس هو الحال. على الرغم من أن التمويل الجماعي قد يولد تكاليف ومخاطر المعاملات الخاصة به (Hildebrand et al., 2017)، فإنه يمكن أن يوفر تمويلًا فعالاً لأنواع معينة من مبادرات ريادة الأعمال، وأحد المصادر المحتملة للمكاسب هو المعلومات الإضافية التي يتم الحصول عليها خلال حملات التمويل الجماعي القائمة على المكافآت حول الطلب المحتمل على المنتج (Schwienbacher, 2014). وفي هذا النوع من التمويل الجماعي، عادةً ما ينتج رائد الأعمال المنتج كمكافأة، لذلك يبدو الأمر وكأنه شراء مسبق. ثانيًا، توفر حملة التمويل الجماعي رؤية أفضل لطلب السوق، تمامًا مثل تحليل السوق مما يجعله أكثر مصداقية مصدر للمعلومات من تحليل السوق البسيط. بالإضافة إلى ذلك، في نموذج تمويل كل شيء أو لا شيء، يمكن تقليل المخاطر بالنسبة لصاحب المشروع لأن عتبة تنفيذ المشروع توفر خيار الشراء لصاحب المشروع، الذي لن يقوم بعد ذلك بالمشروع إذا كان الطلب لا يغطي التكاليف (D. J. Cumming et al., 2016).

يقلل هذا النموذج من المخاطر التشغيلية للمشروع لأنه لم يتم تخصيص أي موارد مالية حتى الآن؛ فهي ملتزمة فقط إذا تم ضمان الطلب الكافي خلال حملة التمويل الجماعي القائمة على المكافآت. وعلى نفس المنوال، يوضح Hakenes وSchlegel سنة 2014 (Hakenes & Schlegel, 2014) أنه في التمويل الجماعي القائم على الأسهم، يكون المستثمرون على استعداد للكشف عن معلومات خاصة حول اهتمامهم بالاستثمار إذا تم إجراء الحملة وفقًا لنموذج التمويل الكلي أو لا شيء، لأنهم بعد ذلك سيكون لديهم القدرة على ضمان أن استثمارهم مضمون، وسيتم إلغاء الالتزام إذا لم يعتقد عدد كافٍ من المستثمرين الآخرين أنه استثمار جيد. وكثيراً ما يُنظر إلى توليد المعلومات القيمة من خلال تجميع التفضيلات الفردية باعتباره مظهرًا من مظاهر حكمة الجماهير، التي تؤدي إلى رؤى قد لا تكون متاحة بمصادر التمويل التقليدية.

يمكن أن يساعد التمويل الجماعي أيضًا رواد الأعمال في الوصول إلى صناديق رأس المال الاستثماري، حيث تظهر الدراسات الحديثة أن حملات التمويل الجماعي الناجحة تميل إلى جذب التمويل اللاحق بسهولة أكبر في شكل رأس مال استثماري. وهذا يعني أن التمويل الجماعي يعد خطوة أولى قيمة في جذب انتباه كبار المستثمرين، أما السبب الأخير لاحتمالية نجاح التمويل الجماعي كمصدر متميز لتمويل المشاريع يكمن في الافتقار إلى رأس المال الأولي المتاح في الاقتصاد، كما يُزعم غالباً في أوروبا، بسبب الافتقار إلى التمويل الملائكي. وفي هذه الحالة، يمكن أن يساعد

التمويل الجماعي في تضيق الفجوة بين رأس المال الأولي المتاح وتوافر فرص الاستثمار الجذابة (Bessière et al., 2020). ويرى Bessière وآخرون أيضا أن هذا ما يجعل التمويل الجماعي للأسهم أكثر أهمية بالنسبة لأصحاب المشاريع الاستثمارية. وبالنظر إلى هذه الحجج المختلفة، يبدو أنه من المعقول أن التمويل الجماعي يمكن أن يساعد في سد فجوة التمويل.

3. نماذج و أنشطة التمويل الجماعي

يمكن تعريف التمويل الجماعي على أنه عملية جمع رأس المال عبر الإنترنت من جمهور كبير، يقدم كل مساهم والذي يشكل الجمهور عادةً مبلغًا صغيرًا نسبيًا من المال، والذي يتوافق مجموعته مع حاجة التمويل الكبيرة لرائد الأعمال الذي يقود حملة التمويل الجماعي. يتضمن التمويل الجماعي أيضًا منصات عبر الإنترنت تسمح بالتفاعل بين مجموعتين: مجموعة رواد الأعمال المحتاجين إلى التمويل ومجموعة المساهمين المهتمين بتمويلهم (Hervé & Schwienbacher, 2018). وتتم عملية جمع المساهمات عن طريق الحملات المدرجة على منصات التمويل الجماعي التي تكون غنية بمجموعة من المحتويات، بما في ذلك وصف تفصيلي للحملات، المشروع (عادةً ما يتم توفير مقطع فيديو)، والتقدم المحرز في التمويل، ومربع التعليقات والمناقشة (Paul Belleflamme et al., 2014). ويأتي التمويل الجماعي في نماذج مختلفة، على الرغم من أن بعض الميزات يمكن أن تختلف بشكل كبير من نموذج إلى آخر. يصف هذا القسم بعض الميزات الفريدة للنماذج المختلفة للتمويل الجماعي. ومن المفيد جدا التمييز بين النماذج المختلفة للتمويل الجماعي والمتمثلة في النماذج التالية: (1) النماذج القائمة على المكافأة، (2) النماذج القائمة على حقوق الملكية، و (3) النماذج القائمة على الانتماء.

1.3 النماذج القائمة على المكافأة:

لا تتطلب النماذج القائمة على المكافأة عقدًا ماليًا، ومن المتوقع أن يقدم رائد الأعمال مكافأة غير نقدية في المقابل، مثل الشكر والتقدير في حالة التبرع، أو رمز تقدير صغير على سبيل المثال: هدية بسيطة أو منتج، ولكن ليس من المفترض أن تدفع أي شيء مرة أخرى (Ethan Mollick, 2014). قد يكون للحملات المدرجة في منصة التمويل الجماعي القائمة على المكافآت إما هدف ما قبل البيع (عادةً ما تقدم منتجًا يتطلب صاحب المشروع حدًا أدنى من البيع المسبق لبدء الإنتاج) أو يكون لها هدف مالي (يحدد رائد الأعمال متطلبات الحد الأدنى من رأس المال المطلوب لتنفيذ مشروعه)، وتفرض المنصات القائمة على المكافآت معدل عمولة (عادةً حوالي 5٪)، والذي ينطبق على المبالغ التي يتم جمعها عبر الحملات الناجحة، بالإضافة إلى ذلك، يفرض مزود خدمة الدفع عادةً رسوم معالجة الدفع (حوالي 3٪). كما تختلف مبالغ الأموال التي يتم الحصول عليها بشكل كبير عبر المنصات وفقًا لفئة المشاريع القائمة على المكافآت (Hauge & Chimahusky, 2016).

2.3 النماذج القائمة على حقوق الملكية:

يتطلب التمويل الجماعي للأسهم عقدًا ماليًا، وتعرض المشاريع المطروحة أو المقدمة على منصة قائمة على الأسهم، أسهمًا أو أوراقا مالية أخرى للشركة بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر. ففي الحالة الأولى، يكون المستثمرون هم المساهمين القانونيين في الشركة. وفي الحالة الأخيرة، تكون المنصة هي المساهم المرشح، أي أنها تعمل كمساهم قانوني نيابة عن المستثمرين، في حين أن المستثمرين هم المالكون المستفيدون من الأسهم اعتمادا على الولاية القضائية (Vulkan et al., 2016). كما يمكن أن تكون زيادة رأس المال في شركة ذات مسؤولية محدودة ضرورية وذلك بإصدار أسهم عادية، لكن من الناحية العملية يعد أمرا مستحيلا بسبب تكاليف المعاملات المفرطة المحتملة. على سبيل المثال، يتطلب تحويل الأسهم العادية في ألمانيا تدخل كاتب العدل المكلف والباهظ الثمن. إضافة إلى بعض الأدوات الأخرى (شبه حقوق الملكية) لذلك هي تُستخدم في ألمانيا، بما في ذلك قروض الأسهم الثانوية والمشاركة الضمنية وشهادات تقاسم الأرباح (Hornuf lars & Schwenbacher Armin, 2018).

ومع نمو نموذج التمويل الجماعي القائم على الأسهم، ازدهرت أجزاء فرعية من النموذج أيضًا، مثل النماذج العقارية التي يقدم فيها رواد الأعمال تمويل الأسهم أو التمويل الثانوي للعقارات، أو نماذج تقاسم الأرباح حيث يقدم فيها رواد الأعمال حصة من الأرباح أو الإتاوات. كما تصمم المنصات عادة هيكل تسعير يفرض على رواد الأعمال رسوما (حوالي 6٪، باستثناء معالجة الدفع والخدمات الإدارية) على المبلغ الذي يجمعونه بنجاح (Cumming et al., 2022). وتتحمل المنصات التي تعمل كمساهم مرشح أيضًا رسوما إدارية إضافية. وتختلف المبالغ التي يتم جمعها من خلال حملات التمويل الجماعي للأسهم على نطاق مماثل لما يمكن أن يستثمر فيه المستثمرون الملائكيين والشبكات في كثير من الأحيان، أي ما بين 10 آلاف دولار و100 ألف دولار أو ما بين 100 ألف دولار ومليون دولار على التوالي. ومع ذلك، فقد حققت بعض الحملات الناجحة للغاية عدة ملايين. على سبيل المثال، جمع بنك Monzo، وهو بنك عبر الإنترنت، أكثر من 20 مليون جنيه إسترليني في حملته الأخيرة Crowdcube، وجمعت Ameria AG إجمالي 20 مليون يورو في خمس حملات مع شركة German Companisto ومقرها ألمانيا (Ralcheva & Roosenboom, 2020).

3.3 النماذج القائمة على الائتمان: يسمح التمويل الجماعي القائم على الائتمان، والمعروف باسم إقراض P2P، لرواد الأعمال برفع ديونهم مباشرة من العديد من المقرضين. على الرغم من أن المنتج عبارة عن قرض مؤقت بسيط، إلا أن الحداثة تكمن في حقيقة أن الوساطة تتم في سوق عبر الإنترنت (Morse, 2015). لقد تطور سوق التمويل الجماعي القائم على الائتمان من الإقراض المباشر P2P إلى ما يُعرف الآن باسم إقراض السوق. ويلعب المستثمرون المؤسسون في الواقع دورًا مهمًا في توفير الأموال لمنصات التمويل الجماعي. وللحصول على قرض، يجب على رائد الأعمال تقديم مقترح قرض من خلال نشر قائمة تحدد مبلغ القرض والغرض منه، وتقديم معلومات إضافية أخرى مطلوبة من التطبيق المثبت على المنصة (Duarte et al., 2012). كما يمكن للمنصات إجراء فحص مسبق لمقترحات

القروض باستخدام خوارزميات قابلة للتطوير للقياس مدى خطورتها وتحديد سعر فائدة على القروض المدرجة (Vallee & Zeng, 2019). عندها يختار ويقرر المقرضون المقترحات التي سيتم تمويلها وما إذا كانوا يريدون تمويل جزء من القرض المدرج أو تمويله بالكامل. ويتم بعد ذلك منح القرض بمجرد حصوله على التمويل الكامل. عادةً، تعمل منصات الإقراض الكبيرة في السوق مثل Propser و LendingClub معهم كبنك أمامي لترتيب القروض (Mason Z. A, 2016). ومع ذلك، يقوم البنك الذي يقدم القرض للمقترض بتوجيهه عبر المنصة. لذلك، تجني المنصة الأموال من كل قرض تقوم بالوساطة فيه، بالإضافة إلى رسوم الخدمة المفروضة، وتقوم بتحصيل رسوم إنشاء القرض ورسوم السداد المتأخر من المقترض على سداد القرض. على سبيل المثال، فرضت Prosper و LendingClub رسوم إنشاء اعتماداً على نوع القرض، تتراوح الرسوم من 1٪ إلى 5٪ من القرض، وعادة ما تكون رسوم الخدمة 1٪. أما الغالبية العظمى من المقترضين على منصات التمويل الجماعي القائمة على الائتمان هم أفراد يبحثون عن قروض استهلاكية أو قروض سكنية. فمعظم المقترضين من الشركات على المنصات القائمة على الائتمان هم شركات صغيرة قائمة وليس بالضرورة شركات تجارية ناشئة في الواقع، لذلك فإن بعض رواد الأعمال الذين يلجؤون إلى التمويل الجماعي الائتماني لبدء أعمالهم التجارية يتقدمون بطلب الحصول على قروض استهلاكية ولكن ليس للحصول على قروض الأعمال التجارية. متوسط المبلغ المقترض في التمويل الجماعي القائم على الائتمان يشبه ما يتم جمعه من خلال التمويل الجماعي القائم على المكافآت (Morse, 2015).

4. عملية التمويل الجماعي والجهات الفاعلة فيها:

هناك ثلاثة لاعبين رئيسيين في التمويل الجماعي: مجموعة رواد الأعمال، ومجموعة المساهمين، والمنصة التي تتوسط بين المجموعتين. يصف هذا القسم دوافع هذه الجهات الفاعلة للمشاركة في عملية التمويل الجماعي.

1.4 رواد الأعمال

تعتبر عملية التمويل الجماعي جذابة لمجموعة واسعة من رواد الأعمال لسببين رئيسيين:

1.1.4 الوصول إلى رأس المال الخارجي: عادةً ما يصل رواد الأعمال إلى رأس المال الخارجي بأنواعه المختلفة من المستثمرين، بما في ذلك البنوك والأصدقاء والعائلة والمستثمرين الملائكيين والمسرعات وأصحاب رؤوس الأموال الاستثمارية. ومع ذلك، قد يختار رواد الأعمال جمع رأس المال من خلال التمويل الجماعي. لأنه في ظل ظروف معينة، يمكنهم الحصول على رأس المال بتكلفة أقل. وتعد فرضية إلغاء الوساطة من قبل المستثمرين والبنوك المتخصصة هي أحد الأسباب التي يمكن أن تقلل من تكلفة رأس المال.

يمثل جمع الأموال من المستثمرين في المراحل المبكرة وأصحاب رؤوس الأموال تحديًا كبيرًا لرواد الأعمال. ويتطلب ذلك العثور على المستثمرين المعنيين والوصول إليهم، وإقناعهم، والتفاوض معهم على سعر الاستثمار،

والعمل مع المحامين بشأن شروط العقد وإدارة توقعاتهم في نهاية المطاف لتطوير الأعمال والربحية (Da Rin & Thomas, 2020) من ناحية أخرى، فإن إعداد وتنفيذ حملة التمويل الجماعي أمر سهل الوصول إليه ومرن للغاية. وبالتالي، من المرجح أن يعمل رواد الأعمال الذين يديرون حملة تمويل جماعي على أساس المكافآت أو الأسهم على خفض تكلفة رأس المال من خلال الحصول على التمويل مباشرة من الجمهور، وبالتالي تجنب العملية المكلفة للحصول على التمويل من هؤلاء المستثمرين (Agrawal et al., 2014). وعليه فإن رواد الأعمال الذين يعتمدون على منصات الإقراض P2P يتجنبون البنوك التقليدية وبدلاً من ذلك يمكن لمقترض P2P توفير تكاليف التشغيل مقارنة بالبنوك، مما يسمح لرواد الأعمال المقترضين بالحصول على قيمة عدم الوساطة هذه. ويوضح أن مقترض P2P قادرون على الحصول على قروض بسعر فائدة أقل من المقترضين من البنوك المماثلة (De Roure et al., 2022).

ثانياً، هناك سبب آخر يجعل التمويل الجماعي يحسن الوصول إلى رأس المال، وهو أنه يتغلب على بعض الاحتكاكات الجغرافية المرتبطة عادة بمصادر التمويل الخارجية. ولقد ثبت أن المسافة بين رواد الأعمال وأصحاب رؤوس الأموال (المستثمرين الملائكيين أو البنوك) بشكل متكرر تمثل عائقاً أمام تمويل الشركات الناشئة في المراحل المبكرة (Lee & Brown, 2017). من ناحية أخرى، فإن التمويل الجماعي الذي يحدث بالكامل عبر الإنترنت يجعل من الممكن ربط رائد الأعمال بشكل أفضل مع المساهمين، أي أولئك الذين هم أكثر استعداداً للدفع إما مقابل المنتج أو الدين أو حقوق الملكية (اعتماداً على النموذج الذي يستخدمه رجل الأعمال)، ومن خلال الاستفادة من الحشود عبر الإنترنت، يعمل التمويل الجماعي على توسيع الوصول إلى رأس المال لرواد الأعمال الموجودين في المناطق التي تعاني عادة من نقص الخدمات من المصادر التقليدية غير المتصلة بالإنترنت (Agrawal et al., 2015). وتشير الأبحاث الإضافية التي أجراها Catalini و Hui سنة 2018 (Catalini & Hui, 2018) إلى أن التمويل الجماعي القائم على الأسهم أدى إلى زيادة رأس المال بنسبة 33% بفضل المناطق غير المعروفة بالنشاط المكثف لرأس المال الاستثماري (VC). كما تظهر الأبحاث حول الإقراض P2P أيضاً أنه يسد الفجوات في البلدان التي تعاني من نقص الخدمات والمحرومة من أسواق الائتمان (De Roure et al., 2022).

2.1.4 الحصول على المعلومات: هناك عامل جذب آخر للتمويل الجماعي وهو نوع المعلومات التي يمكن أن يوفرها رواد الأعمال، حيث يجب على رواد الأعمال الذين يقودون حملة ما أن يجعلوا أولاً الكثير من المعلومات مرئية لجميع المساهمين المحتملين على سبيل المثال، حول ابتكاراتهم أو منتجاتهم أو خطط أعمالهم، وهو ما يمثل خطراً محتملاً من حيث القدرة التنافسية. وفي الوقت نفسه، يمكنهم الحصول على تعليقات مبكرة من الجمهور، مما يجعل التعلم والتكيف أسهل بكثير.

Belleflamme وآخرون يفترضون أن الجهات المانحة لدعم رواد الأعمال تستفيد من ميزة إضافية أو ما يسمى بالمنافع المجتمعية، بما يتناسب مع تقييمها من قبل المستهلك. فقد أظهروا أن التمويل الجماعي القائم على

المكافآت يسمح لرواد الأعمال باستخلاص بعض هذه الفوائد المجتمعية من خلال التمييز في الأسعار بين الداعمين الذين يطلبون المنتج مسبقًا وبالتالي يكشفون عن استعدادهم الكبير للدفع والمستهلكين العاديين الذين لا يشاركون في حملة التمويل الجماعي وبالتالي ينتظرون بدء الإنتاج قبل شراء المنتج (Belleflamme et al., 2014).

وهذا يعني أن الحشد يدفع سعرًا أعلى من المستهلكين العاديين. ومع ذلك، عندما تحدد منظمة ريادة الأعمال متطلبات رأس المال عند مستويات مرتفعة للغاية، يصبح التمويل الجماعي القائم على المكافآت غير فعال لأنه يجب عليه تشويه الأسعار بشكل مفرط وغير مبرر لجذب عدد كافٍ من الداعمين خلال الحملة بدلاً من تركهم والسماح لهم بالاستهلاك لاحقًا. ويكشف تحليلهم أنه عندما تكون متطلبات رأس المال مرتفعة، فإن الأرباح التي تعود على رائد الأعمال لاختيار التمويل الجماعي القائم على الأسهم بدلاً من التمويل الجماعي القائم على المكافآت تكون أعلى لأنه لم يعد بإمكانه التمييز بين الأسعار بعد الآن، ولكنه بدلاً من ذلك يقدم حصة من قيمة الشركة للجمهور. وفي المقابل، يعتبر التمويل الجماعي القائم على المكافآت هو الأنسب والأكثر ملاءمة عندما يكون رأس المال المطلوب منخفضًا نسبيًا (Ellman & Hurkens, 2019).

لا يأخذ Katrin Gilles بعين الاعتبار المنفعة الإضافية التي يستمدتها الجمهور من مشاركته في آلية التمويل الجماعي، ولكن بدلاً من ذلك يفترض أن تقييم المنتج من قبل الممول هو خاص ومستقل عن تقييم الممولين الآخرين. لقد أظهروا أن التمويل الجماعي القائم على المكافآت يسمح لرواد الأعمال بالحصول على دليل إثبات لتقييم المنتج في المراحل الأولى من تطويره. وفي الواقع، فإن المبيعات المسبقة للمنتج تشبه إجراء مسح مع عينة فرعية تمثيلية من المستهلكين. وهذا يخلق قيمة خيار حقيقية كبيرة حيث يمكن لأصحاب المشاريع التعرف على تفضيلات المستهلك والطلب قبل اتخاذ أي قرارات استثمارية. لذلك، توفر الحملات الناجحة أو غير الناجحة معلومات مفيدة لرواد الأعمال حول ما إذا كان ينبغي عليهم تحمل تكاليف الاستثمار أم لا (Chemla & Tinn, 2020). إضافة إلى ذلك، فإن قيمة الخيار الحقيقي للتعلم مرتفعة بشكل خاص بالنسبة لرواد الأعمال الذين يواجهون درجة عالية من عدم اليقين بشأن الطلب. وهذا يتوافق مع (Da Cruz Viotto, 2018) والذي يقدم دليلاً تجريبيًا على أن رواد الأعمال من المرجح أن يطلقوا منتجاتهم إلى السوق إذا كانت المساهمات التي تلقوها خلال الحملة تشير إلى تقييم إيجابي من الجمهور.

من الضروري التعليق على السعر الذي تدفعه الجماهير مقارنة بالمستهلكين العاديين. حيث يتنبأ نموذج Chemla و Tinn بأن الجماهير ستشتري المنتج بالقيمة الاسمية أو بخصم من سعر التجزئة المستقبلي (Chemla & Tinn, 2020). ومن ناحية أخرى، في قضية Belleflamme وآخرون، يسمح النظام القائم على المكافآت لرواد الأعمال بتحديد أسعار تمييزية للمانحين الذين يتمتعون بمزايا المجتمع لفترة طويلة من الزمن طالما أن متطلبات رأس المال ليست كبيرة جدًا، وإلا فإن التنظيم القائم على حقوق الملكية من شأنه أن يؤدي إلى تسعير أكثر كفاءة. وتشير

نتائجهم إلى أنه يتم تحديد السعر خلال حملة التمويل الجماعي القائمة على المكافآت وبسعر أعلى من سعر التجزئة (Belleflamme et al., 2014). لكن مفتاح حجة Chemla وTinnو2020 هو أن المؤيدين يمثلون السكان المستهلكين، وهذا ليس هو الحال بالضرورة في Belleflamme وآخرون 2014 فيما يتعلق بمسألة ما إذا كانت أسعار التجزئة أعلى أو أقل من الأسعار الحالية في حملات التمويل الجماعي القائمة على المكافآت، ويعد سؤالاً تجريبيًا مثيرًا للاهتمام للبحث المستقبلي، ومن المرجح أن تختلف الإجابة عليه بين فئات مشاريع التمويل الجماعي وتلك الموجهة نحو المنتج.

بدلاً من ذلك، ينظر (Grüner & Christoph, 2019) في آلية التمويل الجماعي القائمة على الأسهم التي لا يكون البيع المسبق لها ممكنًا، كما هو الحال في العديد من الحالات التي لم يتم تصميم المنتج لها بعد أو يوجد نموذج أولي فقط. وقد اكتشفوا أن التمويل الجماعي القائم على الأسهم يحل حالة عدم اليقين في الطلب الكلي ويمكن من تخصيص رأس المال بكفاءة. ومع ذلك، لا يتم عمومًا تحقيق تخصيص رأس المال بكفاءة إذا واجهت مجموعات معينة من المستهلكين قيودًا على السيولة، وبالتالي فإن رأس المال الذي يتم جمعه من خلال التمويل الجماعي للأسهم ليس كافيًا ولا تعكس الطلب المستقبلي، بل تعكس تفضيلات المستثمرين الذين يملكون السيولة (الذين قد لا يكون لديهم مصلحة في الحصول على المنتج).

كما قام (Strausz, 2017) بتطوير نموذج، يقترح ميزة معلوماتية مهمة أخرى تتمثل في أن التمويل الجماعي يولد معلومات من الحملة التي يمكن بعد ذلك استخدامها من قبل المستثمرين والبنوك المتخصصة. ويؤكد أن التمويل الجماعي ومصادر التمويل التقليدية الأخرى لا يستبعد أحدهما الآخر، بل على العكس متكاملان للغاية. فالتمويل الجماعي يعمل على تخفيف حالة عدم اليقين بشأن الطلب الاستهلاكي، في حين يتمتع أصحاب رأس المال الاستثماري أو البنوك عمومًا بطرق أفضل للاستجابة والتحكم في المخاطر الأخلاقية لريادة الأعمال. لذلك، بعد قيامهم بحملة التمويل الجماعي، يمكن لرواد الأعمال أن يتوقعوا الحصول على تمويل إضافي من شركات رأس المال الاستثماري أو البنوك، الذين تعلموا أيضاً من طلب المستهلكين على المنتج. أما العمل التجريبي لـ Buttice وآخرون يشير مرارًا وتكرارًا إلى أن التمويل الجماعي يؤدي إلى متابعة الاستثمارات من أصحاب رؤوس الأموال الاستثمارية. في سياق إقراض (Buttice et al., 2020) P2P، ويعرض (Balyuk, 2023) بيانات من Prosper تفيد بأن البنوك تزيد من إقراضها للأفراد الذين يحصلون على قروض P2P. وتشير نتائجهم جميعاً إلى أن قروض P2P توفر للبنوك معلومات إضافية حول جودة الائتمان لهؤلاء المقترضين، وبالتالي تحديث معتقداتهم وتغيير إمكانية حصول هؤلاء الأفراد على الائتمان.

2.4 الحشد (الجمهور):

هناك تباين وقدر كبير من عدم التجانس بين المساهمين داخل نماذج التمويل الجماعي وفيما بين النماذج نفسها. ومع ذلك، مهما كانت النماذج التي تم أخذها بعين الاعتبار، فإن جاذبية المساهمين في التمويل الجماعي

تتمثل في الاستفادة من فوائد المجتمع وتوسيع الفرص الاستثمارية، وذلك حسب الفئات التي يتكون منها الحشد والمتمثلة أساساً في:

1.2.4 فئة الداعمين: فالداعمون في النموذج القائم على المكافأة، يقومون بدعم المشاريع، ويطلق عليهم المؤيدون. مساهمتهم الفردية ضعيفة إلى حد ما (Mollick, 2014). فالداعمون إما جزء من الشبكة الاجتماعية لرائد الأعمال (أي الأصدقاء والعائلة) أو أفراد غير مرتبطين برائد الأعمال. وعادة ما تكون الشبكة الاجتماعية لرائد الأعمال نشطة للغاية في بداية الحملة، بينما يتدخل الآخرون في وقت لاحق من الحملة، فلدى الداعمين دوافع جوهرية للمشاركة في الحملة، ويعد التمويل الجماعي بطبيعته تجربة اجتماعية يقدرها الداعمون (Belleflamme et al., 2023). يؤكد Belleflamme وآخرون 2014 ويسلطوا الضوء على أن الداعمين يتمتعون من الفوائد المجتمعية المرتبطة بتجربتهم كمستهلكين. وهذا يعني أن الداعمين يلتزمون أيضاً بتخصيص رأس المال لتبني منتج جديد مبكراً للحصول عليه أو إجراء تفاعلات مميزة مع رواد الأعمال ومجتمع المستهلكين (Belleflamme et al., 2014). كما يذكر Stanko وHenard أن التمويل الجماعي يوفر شعوراً بالارتباط بمجتمع له اهتمامات ودوافع مماثلة. وأن التجربة المجتمعية التي يستمتع بها الداعمون لها معنى خاص في فئات مثل الموسيقى أو الألعاب، في حين أن الداعمين الذين يتبرعون للجمعيات الخيرية قد يكون لديهم دوافع خيرية أكثر بمنافع مجتمعية. وبشكل أكثر شمولية فإن الداعمين لديهم أيضاً دوافع خارجية. كما يعمل التمويل الجماعي القائم على المكافآت على توسيع إمكانيات الداعمين لدعم المشاريع التي تتوافق مع اهتماماتهم أو العثور على المنتجات التي تناسبهم مقارنة بما يمكنهم الوصول إليه دون اتصال بالإنترنت (Stanko & Henard, 2017).

2.2.4 فئة المستثمرين: أما المستثمرون فيجذبهم النموذج القائم على الأسهم، وهم المستثمرين الأفراد بشكل رئيسي، يستثمرون عادة بمبالغ أكبر مما هو عليه في النموذج القائم على المكافآت، وعلى الرغم من أن العديد من المنصات تسمح باستثمارات صغيرة تصل إلى بضع دولارات أو الأورو. بالإضافة إلى ذلك يشارك المستثمرون التقليديون في المراحل المبكرة أيضاً في التمويل الجماعي القائم على الأسهم ويستثمرون بمبالغ أكبر (Wang et al., 2019). وعادةً ما يستثمر هؤلاء المستثمرون (المستثمرون الملائكيين وأصحاب رؤوس الأموال الاستثمارية) بنفس الشروط التي يخضع لها المستثمرون الأفراد، ومن المثير للاهتمام أن بعض المنصات تقوم دوماً بإضفاء الطابع الرسمي على العلاقة بين رواد الأعمال والمستثمرين المحترفين من خلال تسهيل التمويل الجماعي المشترك (Lambert et al., 2018). كما يتيح الانضمام للمستثمرين المتخصصين الحصول على تعويض مقابل تقديم معارفهم وخبراتهم (Agrawal et al., 2015). إلا أن بعض المنصات الأخرى تشبه شبكات المستثمرين الملائكيين لأنها تقيد الوصول إلى المستثمرين المتخصصين وتوفر حجم تذكرة أعلى بكثير، فالحد الأدنى لحجم التذكرة للمستثمرين الملائكيين في Fundnel ومقرها سنغافورة هو 25000 دولار أمريكي، بينما في AngleList ومقرها الولايات المتحدة يمكن أن يصل إلى 1000 دولار أمريكي، اعتماداً على الصفقة وقائد العملية. وهناك العديد من الفوائد لكل من

المستثمرين الأفراد والمستثمرين المتخصصين المرتبطين بالتمويل الجماعي القائم على الأسهم، أحدها هو توفر تدفق معاملات أوسع بكثير مما يمكنهم تحقيقه خارج الإنترنت. وهؤلاء هم بالطبع مستثمرون، وبالتالي يتخذون قراراتهم الاستثمارية بناءً على توقعاتهم فيما يتعلق بربحية الشركة. (Cholakova & Clarysse, 2015) ومع ذلك، فإن التمويل الجماعي للأسهم يمنح أيضاً فائدة إضافية (منافع مجتمعية) للمستثمرين، وهي مرتبطة بتجربة الاستثمار أكثر من تجربة الاستهلاك (Paul Belleflamme et al., 2014). يستمتع ويقدر المستثمرون الشعور بالانتماء إلى مبادرة ريادية الأعمال كما هو مبين من قبل (Di Pietro et al., 2018)، ويلعب المستثمرون في التمويل الجماعي للأسهم دوراً نشطاً وتكون تعليقاتهم ذات قيمة في المراحل المتعددة لعملية الابتكار (التفكير والتطوير والإطلاق) باستخدام كل من البيانات التجريبية والميدانية، كما وجد (Siemroth & Hornuf, 2023) أن المستثمرين يقدرون التأثير البيئي عند الاستثمار في المشاريع المدرجة في منصات التمويل الجماعي القائمة على الأسهم، بل إنهم على استعداد للتخلي عن عوائد استثمار أعلى من أجل التأثير في هذا الحدث.

يواجه التمويل الجماعي للأسهم تحديات كبيرة في ضمان معدل عائد مناسب حسب المخاطر للمستثمرين. ومع ذلك، في غياب سوق ثانوية فعالة، تكون استراتيجيات تحقيق الدخل بالنسبة للمستثمرين محدودة نوعاً ما وتشمل توزيعات الأرباح، وعمليات إعادة الشراء، والمبيعات التجارية، والاكتتابات العامة الأولية (IPOs). وعليه فإن خيار الخروج الأكثر شيوعاً هو البيع التجاري أي استحواذ شركة أخرى على الشركة والتي تشتري جميع الأسهم القائمة، في حين أن الاكتتاب العام الأولي نادر جداً، وغالباً ما يتم إطلاق أحداث الخروج من قبل مستثمرين متخصصين مثل شركات رأس المال الاستثماري الذين يمولون جولة جديدة ويحاولون الضغط على حشد المستثمرين (Hornuf & Schmitt, 2016).

3.2.4 فئة المقرضين: أما المقرضون فهم ينشطون في النموذج القائم على الإقراض، ويكون المساهمون أي المقرضون إما أفراداً يقرضون مبالغ صغيرة أو مستثمرين مؤسسيين، مثل البنوك وصناديق التحوط والمؤسسات المالية، كما أنهم يعتبرون مقرضين متخصصين. فعادةً ما يقوم المستثمرون المؤسسون على منصات الإقراض بإقراض مبلغ القرض بالكامل. كما تنظم بعض المنصات سوقين منفصلين للمقرضين الأفراد والمؤسسات. ومن المزايا المهمة للمقرضين هو توسيع نطاق الوصول إلى فرص الاستثمار. وأدى ظهور التمويل الجماعي القائم على القروض إلى تقديم فئة أصول القروض الاستهلاكية والتجارية للمقرضين الذين يبحثون عن أدوات ذات دخل ثابت. ونظراً لهيمنة المستثمرين المؤسسيين على منصات التمويل الجماعي القائمة على القروض، فإن أهمية الفوائد المجتمعية قد تكون أقل مقارنة بنموذجي التمويل الجماعي الآخرين. ومع ذلك، فإن مقرضي الأفراد لديهم حافز لرؤية رائد الأعمال ينجح وقد يكون لديهم أيضاً علاقة وثيقة مع رائد الأعمال (Morse, 2015). أما في بعض المنصات، يمكن للأعضاء غير المقرضين إنشاء مجموعة ويصبحوا قادة مجموعة، ويُعتقد أنهم يعززون بيئة مجتمعية داخل المجموعة. ولذلك،

فإن المقرضين يستمدون أيضًا فائدة إضافية من الانخراط في نموذج التمويل الجماعي القائم على القروض (Freedman & Jin, 2017).

3.4 المنصات:

يعد دور المنصات أساسيًا لأنها تخلق القيمة من خلال تنسيق طلب مجموعة رواد الأعمال ومجموعة المساهمين في سياق التمويل الجماعي، كما هو الحال في أي سوق ثنائي الجانب له تأثيرات شبكية، حيث يستفيد عضو في نفس المجموعة من تنسيق طلبه مع واحد أو أكثر من أعضاء المجموعة أو المجموعة الأخرى. بالإضافة إلى ذلك، تعمل منصات التمويل الجماعي على تسهيل هذا التنسيق بشكل أكثر فعالية، كالعلاقات الثنائية بين أعضاء المجموعة (المجموعات). وفي حقيقة الواقع أن عدم تناسق المعلومات ومشاكل الانتفاع المجاني تجعل من الصعب على أعضاء كل مجموعة الحصول على فوائد تفاعلهم بأنفسهم، أي من دون منصة (Belleflamme & Martin, 2021). وعلى الرغم من هذا الدور الأساسي على المنصات، قد لا يزال المشاركون في عملية التمويل الجماعي يواجهون عددًا من الصعوبات كمشاكل المعلومات والتنسيق غير المتماثلة. وللتخفيف من حدة هذه المشكلات، يمكن للمنصات نشر استراتيجيات التصميم والحوكمة واستراتيجيات التسعير.

1.3.4 استراتيجيات التصميم والحوكمة: تعد استراتيجيات التصميم والحوكمة التي تنفذها منصات التمويل الجماعي ضرورية بالفعل، وللتعامل مع هذه المشكلات يجب أن تعمل المنصات أولاً كوسطاء موثوقين في ظل وجود معلومات غير متماثلة حول جودة المنتج أو توقعات ربحية الشركة، وملاءة المقترض (الجدارة الائتمانية للمقترض). وفي الواقع، وعلى أي حال سوف يتعلم الجمهور لاحقًا عن الجودة أو الربحية، والمصادقية. ولذلك، وبسبب التفاعلات الثنائية المتكررة مع الجمهور والأحاديث الشفهية، فإن المنصات لديها حوافز قوية لبناء الثقة مع الجمهور. فهناك العديد من آليات السمعة التي يمكن للمنصات تطويرها لبناء الثقة. أين يمكنهم التصديق على الجودة بشكل فعال وموثوقية المشاريع التي يأخذونها في الاعتبار من خلال فحص المقترحات المقدمة بعناية من أجل قبول المقترحات ذات الجودة العالية فقط (Belleflamme et al., 2014). وباستخدام بيانات من 93 منصة كندية، وجدت أن المنصات التي تقوم بالزامية المراقبة والعناية المتعمقة (التحقق من الخلفية، وزيارات الموقع، والتحقق من الائتمان، والفحوصات المتبادلة، ومراقبة الحساب، وإثباتات الطرف الثالث) تستضيف المزيد من المساهمين ولديها حملات أكثر نجاحًا (Cumming et al., 2019). وتتوافق هذه النتائج مع نتائج (Lin & Pursiainen, 2021) اللذين أظهرًا أن تغيير سياسة Kickstarter في يونيو 2014 لإزالة المراقبة الإلزامية للحملة أدى إلى انخفاض كبير في متوسط جودة رواد الأعمال على المنصة.

كما يمكن للمنصات أيضًا تقديم خدمات إضافية كالتدريب، التعليم والمراجعة لمساعدة رواد الأعمال على تحسين قيمة الإشارة للمعلومات التي يقدمونها خلال حملتهم. ولقد ثبت أن جمع رأس المال الناجح يتأثر بشكل

إيجابي بإشارات الجودة، مثل معلومات السيرة الذاتية للمؤسس، وشهادة المنتج من قبل الخبراء، براءات الاختراع، النماذج الأولية المشاركة في برامج التسريع (Ralcheva & Roosenboom, 2020)، والأساسيات الاقتصادية، والمستثمرين الملائكيين المشاركين (Wang et al., 2019)، التصميم الأمني (D. J. Cumming et al., 2019)، المبلغ المستهدف المحدد (Lin & Pursiainen, 2021)، التحضير للحملة (Mollick, 2014). كما هو الحال في العديد من الأسواق الأخرى عبر الإنترنت، ويمكن لمنصات التمويل الجماعي أيضًا أن تساعد في الإشارة إلى الجودة من خلال تنفيذ أنظمة التعليقات والتقييم، ولقد ثبت أن التقييمات تلعب دورًا مهمًا بشكل خاص في حملات التمويل الجماعي (Bourveau et al., 2022). وهناك استراتيجية أخرى تتمثل في تصميم سياسات لردع سوء السلوك من قبل بعض رواد الأعمال. حيث يمكن للمنصات أن تطلب من رواد الأعمال الكشف عن المزيد من المعلومات الأساسية عن أنفسهم كالتدريب، الخبرة وما إلى ذلك. ولكن أيضًا عن مشروعاتهم وأعمالهم كنموذج الأولي وخطة التصنيع وما إلى ذلك. كما يمكن لسياسات المنصة أيضًا تعزيز القوة التعاقدية للمساهمين من خلال مطالبة رواد الأعمال صراحةً بالوفاء بالتزاماتهم فيما يتعلق بالمنتج الموعد (نسبة التخفيض، السعر، تاريخ التسليم، الميزات والمواصفات) وتوضيح إمكانية اتخاذ إجراءات قانونية. كما أفاد (Cascino et al., 2019) أن الإفصاحات التي يتم قياسها بعمر المشروع أو فترة مخاطر المشروع وتحدياته ترتبط بشكل إيجابي بنجاح حملة Kickstarter، وأصبح هذا الارتباط أقوى بعد التغيير في سياسة شروط الاستخدام الخاصة بـ Kickstarter مما أدى إلى زيادة خطر النزاعات والتقاضى ضد المستهلكين. ويوضح الباحثون كذلك أنه بعد تغيير السياسة، أصبحت الإفصاحات والمعلومات لفترة طويلة أسهل في القراءة وأكثر إفادة وتتضمن المزيد من المعلومات الكمية والمصطلحات القانونية. وتشير النتائج التي توصلوا إليها مجتمعة إلى أن سياسات المنصات التي تعزز حماية المستهلك تعمل على تحسين المصدقية المنتظرة من الإفصاحات. ويتساءل (Blaseg et al., 2020) عما إذا كان مؤيدو Kickstarter يحصلون بالفعل على خصومات وتخفيضات الأسعار الموعودة أم أنهم يتكبدون ضررًا اقتصاديًا لأنهم لم يفعلوا ذلك. ووجدوا أن 75% من الممولين الذين يمولون الحملات باستخدام مطالبات الإعلان عن الأسعار (PACs) لا يتلقون هذه الخصومات الموعودة على الرغم من أنه يجب أن يكون لدى Kickstarter حوافز قوية لحماية مصلحة المستهلك في الحفاظ على الثقة، فإن (Blaseg et al., 2020) لم يجد أي دليل على أن Kickstarter يعالج المشكلة بسياسات مناسبة حيث لم تركز أي من التغييرات في السياسات المؤيدة للمستهلك التي أجرتها Kickstarter على استخدام لجان العمل السياسي لحملة التمويل الجماعي.

بالإضافة إلى ذلك، تستخدم معظم منصات التمويل الجماعي نقطة انطلاق لمعالجة عدم تناسق المعلومات. ومشاكل الانتفاع المجاني. وبموجب آلية نقطة التوفير المعروفة باسم الكل أو لا شيء، يجب على رواد الأعمال الوصول إلى المبلغ المستهدف خلال إطار زمني معين حتى تكون أموالهم متاحة. وبما أن المساهمين يراقبون بعضهم البعض ويستنتجون معلومات جيدة من المساهمات المتراكمة، فيمكن لجميع المساهمين بعد ذلك الانتظار لرؤية ما يفعله الآخرون، وبالتالي فإن إنشاء جمع رأس المال أمر مستحيل (Cason & Zubrickas, 2019). كما تعمل أنظمة

الكل أو لا شيء على إضعاف استخدام المساهمات السابقة للحكم على جودة المشاريع، من خلال التقليل من مخاوف المساهمين بشأن المشاريع التي تعاني من نقص التمويل (Burtch et al., 2018). فإن استخدام نظام الكل أو لا شيء يمكن أن يرسل إشارة إيجابية للجمهور حول ثقة رائد الأعمال في مشروعه، وبالتالي استبدال تعلم المساهمات المتراكمة. ويوضح (Cumming et al., 2016) أن تنفيذ نظام الكل أو لا شيء على عكس نظام الاحتفاظ بكل شيء فهو يتطلب من رواد الأعمال تحمل مخاطر أكبر وتحديد أهداف أعلى.

2.3.4 استراتيجيات التسعير يمكن لمنصات التمويل الجماعي أيضًا استخدام استراتيجيات تسعير مختلفة للتخفيف من عدم التناقص. والمتثلة في معلومات القياس وقضايا التنسيق بما في ذلك رسوم المشاركة، رسوم المعاملات، رسوم الخدمة والدفع المؤجل.

حيث تفرض منصات التمويل الجماعي عادة رسومًا على رواد الأعمال مقابل تسجيل مشروعهم على المنصة وتسمح للمساهمين بالوصول إلى المنصة مجانًا. وبما أن هناك حاجة إلى مجموعة معتبرة من رواد الأعمال والمساهمين لبدء تأثيرات الشبكة، فإن المنصات تحاول بالفعل التنازل عن الرسوم نحو المجموعة التي يصعب جذبها (Bakos & Halaburda, 2022). ونتيجة لذلك، تنظم منصات التمويل الجماعي المشاركة عادة عن طريق الامتناع عن فرض رسوم على المساهمين مع فرض رسوم على رواد الأعمال وهي الفئة الأكثر رغبة في المشاركة من خلال إدراج المشروع. ومن المحتمل جدًا بالفعل أن يؤدي فرض رسوم المشاركة إلى تثبيط العديد من المساهمين عن المشاركة، ومن المحتمل جدًا كذلك أن يؤدي فرض رسوم المشاركة بدوره إلى جعل منصة التمويل الجماعي أقل جاذبية بكثير لرواد الأعمال. فغالبًا ما يكون دعم مشاركة مجموعة المساهمين هو الطريقة الوحيدة لمنصات التمويل الجماعي المشكلة من أجل بدء حلقة ردود فعل إيجابية. كما تتمتع رسوم المشاركة في الطلبات بمزايا إضافية فقد تكون بمثابة أداة فحص واختيار تحد من المشاريع ذات الجودة الرديئة على المنصة؛ وهذا يمكن أن يقلل أيضًا من تكاليف البحث من قبل المساهمين وبالتالي جعل المنصة أكثر جاذبية (Bakos & Halaburda, 2022).

كما هو موضح كذلك، فعادة ما يدفع المساهمون رسومًا معينة لكل معاملة، بينما يدفع رواد الأعمال نسبة مئوية من المبلغ الذي يجمعونه، والذي قد يكون مشروطًا أولاً يكون مشروطًا بنجاح الحملة (Cumming et al., 2016). على عكس رسوم المشاركة، كما يتم تنظيم الاستخدام برسوم المعاملات، حيث تعتبر رسوم المعاملات إيجابية أيضًا على منصات التمويل الجماعي نظرًا لأن المساهمين ورجال الأعمال المشاركين لا يزالون يحتفظون بمعلومات خاصة بمجرد انضمامهم إلى المنصة. وعادةً ما تفرض الأسواق ذات الوجهين رسوم معاملات منخفضة على المجموعة التي تؤثر بشدة على المجموعة الأخرى ورسومًا عالية على المجموعة التي تستفيد أكثر من التفاعل في التمويل الجماعي، ويكون التخصيص محايدًا بالنسبة للمجموعة التي تدفع الضريبة على المعاملة (أي نسبة مئوية

من المبلغ المستهدف)، لأن رواد الأعمال وفقًا لذلك يمكنهم استيعاب المجموعة التي تدفع من خلال تحديد المبلغ المستهدف (Belleflamme et al., 2014).

كما تفرض بعض المنصات أيضًا رسوم خدمة تُستخدم لتغطية خدمات الدفع وأيضًا تكاليف الخدمات الإضافية كخدمات تكنولوجيا المعلومات لرواد الأعمال مثل دعم الحملات والتسويق، وكذلك للمساهمين مثل البيانات التحليلية، ويكون الهدف من هذه الخدمات الإضافية هو زيادة إنتاج المعلومات على المنصة (Belleflamme et al., 2014).

يمكن للمنصات أيضًا تصميم أنظمة دفع مؤجلة مختلفة لإدارة المخاطر الأخلاقية بشكل أفضل. ويمكن للمنصات المشاركة في النجاح المستقبلي للشركات من خلال الاحتفاظ بحصة ملكية في الشركة أو الحصول على الفائدة المنقولة كما في حالة رأس المال الاستثماري (Lambert et al., 2018)، كما تعتبر هذه المخططات والأنظمة مناسبة تمامًا لمراقبة رواد الأعمال بعد ذلك. وتلاحظ (Kukk, 2022) ذلك عندما تطالب المنصات بحصة الأسهم في الشركة كجزء من تعويضاتها، ويصبح من غير المرجح أن تفشل الشركة في نهاية المطاف. كما تتمتع أنظمة الدفع المؤجلة الأخرى بخصائص مثيرة للاهتمام، على سبيل المثال: لا يمكن نقل التعهدات أو جزء منها إلى صاحب المشروع إلا بعد إنتاج السلعة أو تسليمها؛ ويمكن أيضًا إيقاف الحملة بمجرد الوصول إلى المبلغ المستهدف ولتلبية أي طلب لم تتم تلبيته في السوق الثانوية؛ أو عن طريق حجز أي مبلغ تم جمعه بما يتجاوز المبلغ المستهدف كتأمين للمساهمين ضد اختلاس الأموال. كما بحث (Strausz, 2017) وآخرون نظريًا في كفاءة هذه الأنظمة وفوائدها. وهناك حاجة الآن إلى مزيد من الأبحاث لتقييم فوائدها عمليًا وتجريبًا.

5. خاتمة

من خلال هذه الورقة البحثية، بيّنا أن التمويل الجماعي هو مصدر مشروع للتمويل لمختلف رواد الأعمال وأنه يسد فجوة تمويلية، تتراوح من رأس المال الأولي إلى التمويل الكامل، اعتمادًا على نوع التمويل الجماعي الذي يتم النظر فيه. بالإضافة إلى ذلك، فإن هذا الشكل الجديد من التمويل قادر على جذب المستثمرين غير التقليديين بفضل خصائصه وآلياته المحددة. قد يتم إغراء عدد أكبر من الأشخاص للمشاركة بسهولة أكبر بسبب المبالغ الصغيرة التي يشارك فيها كل داعم، على الرغم من أن هذا قد يؤدي أيضًا إلى سلوك القطيع والمشاركة الشخصية بسبب الطبيعة غير الوسيطة للتمويل الجماعي.

ومع ذلك، لم يُظهر التمويل الجماعي بعد نقاط قوته ليصبح نموذج تمويل مستدام لرواد الأعمال. فأولاً يجب أن تزيد من موثوقية المستثمرين عن طريق الحد من عدم تناسق المعلومات في آليات الأنواع المختلفة للتمويل الجماعي من أجل تجنب مخاوف المستثمرين بشأن أين تذهب أموالهم، وتحت أي شكل قانوني، ومشاكل السيولة التي قد تنشأ. ومحاربة مخاطر الاحتيال (المشاريع الوهمية، سوء استخدام الأموال التي يتلقاها رائد الأعمال). وثانيًا،

يجب على المنصات أن تضع في اعتبارها أنها تتعامل مع مستثمرين غير تقليديين، وربما لا ينبغي لها بذل الكثير من العناية الواجبة عندما يكون الجمهور قادرًا تمامًا على تقييم قيمة المشروع. بمعنى آخر، يجب على المنصات أن تمنع مخاطر الاحتيال ولكن ليس مخاطر السوق الخاصة بالمشروع.

يمر التمويل الجماعي الآن بمرحلة محددة من حيث التطوير في مختلف أنحاء العالم. ففي خلال العقد الأول، شهد التمويل الجماعي نموًا سريعًا وتطور في ظل تنظيم بسيط مما أدى إلى درجة عالية من حرية العمل والتجريب النشط. بالإضافة إلى ذلك، لا يزال سوق التمويل الجماعي لا مركزيًا للغاية عبر العديد من المنصات والآليات. هذا الشكل من التنمية اللامركزية يشبه الوضع الذي واجهته الإنترنت عندما تم إنشاؤه قبل بضعة عقود. ومع ذلك، تتمحور شبكة الإنترنت اليوم في المقام الأول حول اللاعبين الكبار (غالبًا ما يطلق عليهم GAFAM، أو Google، وApple، وFacebook، وAmazon.com، وMicrosoft) الذين يسيطرون على جزء كبير من السوق ويشتهر في قيامهم بتقييد الحرية على سبيل المثال، يقوم Google بتصفية نتائج البحث. يقوم Facebook بمراقبة بعض الرسائل التي ينشرها المستخدمون، وتفرض Apple قيودًا شديدة تجاه مطوري التطبيقات وتحظر تراخيص Microsoft استخدامات معينة لبرامجها الخاصة. فالتهديد الذي يواجه التمويل الجماعي كما هو معروف اليوم هو الإفراط في تنظيم السوق والتركيز المفرط للمنصات التي ستبدأ في الظهور عندما يبدأ السوق في الاندماج. أما زيادة التنظيم فمن شأنها أن تعزز بشكل آلي حماية المشاركين؛ ومع ذلك، من خلال زيادة القيود المفروضة على ملفات تعريف المستثمرين، يمكن أن يكون للتنظيم المفرط تأثير سلبي على حرية المستثمر. ومن جانبه، سيؤدي التركيز إلى خفض تكاليف المعاملات على حساب تقليص الفرص المتاحة لرواد الأعمال للوصول إلى الجمهور المناسب. وانخفاض عدد المنصات يعني خيارات أقل للمنصات المتخصصة أو المحلية. سيكون التحدي الكبير التالي للتمويل الجماعي هو إيجاد التوازنات المناسبة عندما يبدأ في تعزيز مكانته كسوق.

6. قائمة المراجع:

- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2014). Some Simple Economics of Crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*, 14, 63–97. <https://doi.org/10.1086/674021>
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2015). Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions. *Journal of Economics & Management Strategy*, 24(2), 253–274. <https://doi.org/10.1111/jems.12093>
- Bakos, Y., & Halaburda, H. (2022). Overcoming the Coordination Problem in New Marketplaces via Cryptographic Tokens. *Info. Sys. Research*, 33(4), 1368–1385. <https://doi.org/10.1287/isre.2022.1157>
- Balyuk, T. (2023). FinTech Lending and Bank Credit Access for Consumers. *Management Science*, 69(01), 555–575. <https://doi.org/DOL: 10.1287/mnsc.2022.4319>
- Belleflamme, P., & Martin, P. (2021). The Economics of Platforms: Concepts and Strategy. *Cambridge University Press*, 1231–1238.
- Belleflamme, P., Thomas Lambert, & Schwienbache, A. (2023). Spillovers in crowdfunding. *Working Paper*.

- Bessière, V., Stéphany, E., & Wirtz, P. (2020). Crowdfunding, business angels, and venture capital: An exploratory study of the concept of the funding trajectory. *Venture Capital*, 22(2), 135–160. <https://doi.org/10.1080/13691066.2019.1599188>
- Blaseg, D., Schulze, C., & Skiera, B. (2020). Consumer Protection on Kickstarter. *Marketing Science*, 39(1), 211–233. <https://doi.org/10.1287/mksc.2019.1203>
- Bourveau, T., De George, E. T., Ellahie, A., & Macciocchi, D. (2022). The Role of Disclosure and Information Intermediaries in an Unregulated Capital Market: Evidence from Initial Coin Offerings. *Journal of Accounting Research*, 60(1), 129–167. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12404>
- Burtch, G., Hong, Y., & Liu, D. (2018). The Role of Provision Points in Online Crowdfunding. *Journal of Management Information Systems*, 35(1), 117–144. <https://doi.org/10.1080/07421222.2018.1440764>
- Butticè, V., Di Pietro, F., & Tenca, F. (2020). Is equity crowdfunding always good? Deal structure and the attraction of venture capital investors. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101773. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101773>
- Cascino, S., Correia, M., & Tamayo, A. (2019). Does Consumer Protection Enhance Disclosure Credibility in Reward Crowdfunding? *Journal of Accounting Research*, 57(5), 1247–1302. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12289>
- Cason, T. N., & Zubrickas, R. (2019). Donation-based crowdfunding with refund bonuses. *European Economic Review*, 119, 452–471. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2019.08.003>
- Catalini, C., & Hui, X. (2018). *Online Syndicates and Startup Investment* (w24777; p. w24777). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w24777>
- Chemla, G., & Tinn, K. (2020). Learning through crowdfunding — Research in Management Economics and Finance. *Management Science*, 66(05). <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3278>
- Cholakova, M., & Clarysse, B. (2015). Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-Based Investments? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 145–172. <https://doi.org/10.1111/etap.12139>
- Cumming, D., & Hornuf, L. (Eds.). (2018). *The Economics of Crowdfunding*. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3>
- Cumming, D. J., Cumming, D. J., Leboeuf, G., & Schwienbacher, A. (2016). *Crowdfunding models: Keep-It-All vs. All-Or-Nothing*.
- Cumming, D. J., Johan, S. A., & Reardon, R. S. (2022). Governance and success in U.S. equity crowdfunding. *Academy of Management Proceedings*.
- Cumming, D. J., Johan, S. A., & Zhang, Y. (2019). The role of due diligence in crowdfunding platforms. *Journal of Banking & Finance*, 108, 105661. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105661>
- Da Rin, M., & Thomas, H. (2020). *Fundamentals of entrepreneurial finance* (Oxford University Press).
- De Roure, C., Pelizzon, L., & Thakor, A. V. (2022). P2P Lenders versus Banks: Cream Skimming or Bottom Fishing? *SSRN Electronic Journal*, 213–262. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3174632>
- Di Pietro, F., Prencipe, A., & Majchrzak, A. (2018). Crowd Equity Investors: An Underutilized Asset for Open Innovation in Startups. *California Management Review*, 60(2), 43–70. <https://doi.org/10.1177/0008125617738260>
- Duarte, J., Siegel, S., & Young, L. (2012). Trust and Credit: The Role of Appearance in Peer-to-peer Lending. *The Review of Financial Studies*, 25(08), 2455–2484.

- Ellman, M., & Hurkens, S. (2019). Optimal crowdfunding design. *Journal of Economic Theory*, 184, 104939. <https://doi.org/10.1016/j.jet.2019.104939>
- Ethan Mollick. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(01), 01–16.
- Freedman, S., & Jin, G. Z. (2017). The information value of online social networks: Lessons from peer-to-peer lending. *International Journal of Industrial Organization*, 51, 185–222. <https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2016.09.002>
- Grüner, H. P., & Christoph, S. (2019). Crowdfunding, Efficiency, and Inequality. *Journal of the European Economic Association*, 17(05), 1393–1427.
- Hakenes, H., & Schlegel, F. (2014). Exploiting the Financial Wisdom of the Crowd—Crowdfunding as a Tool to Aggregate Vague Information. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2475025>
- Hauge, J. A., & Chimahusky, S. (2016). ARE PROMISES MEANINGLESS IN AN UNCERTAIN CROWDFUNDING ENVIRONMENT? *Economic Inquiry*, 54(3), 1621–1630. <https://doi.org/10.1111/ecin.12319>
- Hervé, F., & Schwenbacher, A. (2018). CROWDFUNDING AND INNOVATION. *Journal of Economic Surveys*, 32(5), 1514–1530. <https://doi.org/10.1111/joes.12274>
- Hildebrand, T., Puri, M., & Rocholl, J. (2017). Adverse Incentives in Crowdfunding. *Management Science*, 63(3), 587–608. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2339>
- Hornuf, L., & Schmitt, M. (2016). Success and Failure in Equity Crowdfunding. *CESifo DICE Report*, 14(02), 16–22.
- Hornuf lars, H. & Schwenbacher Armin. (2018). Market mechanisms and funding dynamics in equity crowdfunding. *Journal of Corporate Finance*, 50(44), 556–574. <https://doi.org/DOI:10.2139/ssrn.2612998>
- Kukk, M.-L. (2022). Predicting business failure after crowdfunding success: Are platforms the unsung heroes? *Journal of Business Venturing Insights*, 17, e00308. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2022.e00308>
- Lambert, T., Ralcheva, A., & Roosenboom, P. (2018). The Crowd—Entrepreneur Relationship in Start-Up Financing. In D. Cumming & L. Hornuf (Eds.), *The Economics of Crowdfunding* (pp. 57–78). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3_4
- Lee, N., & Brown, R. (2017). Innovation, SMEs and the liability of distance: The demand and supply of bank funding in UK peripheral regions. *Journal of Economic Geography*, 17(1), 233–260. <https://doi.org/10.1093/jeg/lbw011>
- Lin, T.-C., & Pursiainen, V. (2021). The round number heuristic and entrepreneur crowdfunding performance. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101894. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101894>
- Mason Z. A. (2016). Protecting peer-to-peer lending through the exportation doctrine. *GEORGETOWN LAW JOURNAL*, 105(01), 217–253.
- Morse, A. (2015). Peer-to-Peer Crowdfunding: Information and the Potential for Disruption in Consumer Lending. *Annual Review of Financial Economics*, 07, 463–482.
- N. Berger, A., & F. Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6), 613-673. (6-8). [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)
- Paul Belleflamme, Thomas Lambert, & Armin Schwenbacher. (2014). Individual Crowdfunding Practices. *An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15(04), 1–23. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2151179>

- Ralcheva, A., & Roosenboom, P. (2020). Forecasting success in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 55(1), 39–56. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00144-x>
- Schwiebacher, A. (2014). Entrepreneurial Risk-Taking in Crowdfunding Campaigns. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2506355>
- Siemroth, C., & Hornuf, L. (2023). Why Do Retail Investors Pick Green Investments? A Lab-in-the-Field Experiment with Crowdfunders. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 209, 74–90. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2023.02.023>
- Stanko, M. A., & Henard, D. H. (2017). Toward a better understanding of crowdfunding, openness and the consequences for innovation. *Research Policy*, 46(4), 784–798. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2017.02.003>
- Strausz, R. (2017). A Theory of Crowdfunding—A Mechanism Design Approach with Demand Uncertainty and Moral Hazard. *American Economic Review*, 107(06), 1430–1476.
- Vallee, B., & Zeng, Y. (2019). Marketplace Lending: A New Banking Paradigm? *Oxford University Press*, 32(05), 1939–1982.
- Viotto Da Cruz, J. (2018). Beyond financing: Crowdfunding as an informational mechanism. *Journal of Business Venturing*, 33(3), 371–393. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2018.02.001>
- Vulkan, N., Åstebro, T., & Sierra, M. F. (2016). Equity crowdfunding: A new phenomena. *Journal of Business Venturing Insights*, 5, 37–49. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2016.02.001>
- Wang, W., Mahmood, A., Sismeiro, C., & Vulkan, N. (2019). The evolution of equity crowdfunding: Insights from co-investments of angels and the crowd. *Research Policy*, 48(08), 103727.