

مستقبل تمويل الشركات الناشئة: نظرة على العملات المشفرة والتمويل الجماعي

The Future of Startup Financing: A Look at Cryptocurrencies and Crowdfunding

نور الدين صويلحي *

مخبر رهنات الاستثمار والتنمية المستدامة بالمناطق الحدودية بتامنغست، جامعة تامنغست - الجزائر

souilhidz@gmail.com

تاريخ النشر: 2024/01/22

تاريخ القبول: 2024/01/02

تاريخ الإستملا: 2023/08/03

ملخص:

تهدف هذه الدراسة الى استكشاف وتحليل تأزر كل من التمويل الجماعي والعملات الافتراضية كبدايل تمويل للشركات الناشئة بدلا عن الاليات التقليدية، ومن خلالها تبيان اثر حملات منصات التمويل الجماعي وثورة تقنية البلوكتشن على العمل التجاري للشركات الناشئة بالتركيز على عروض العملات الأولية (ICOs) وعروض التبادل الأولية (IEOs)، وكذا عروض رمز الأمان (STOs)، كعملات مشفرة، كما تهدف الدراسة الى إثارة الاعتبارات القانونية والتنظيمية لدمج هذين الآليتين من التمويل، وقد لُتخدم في هذه الدراسة المنهج الوصفي لتقديم الشروحات حول إشكالية هذا النموذج البديل للتمويل ومدى تلائمه مع خصائص الشركة الناشئة. وقد توصلت الدراسة الى ان التمويل الجماعي والتمويل باستخدام العملات المشفرة يمثلان اتجاهين واعدين في تمويل الشركات الناشئة اذا تم تخطي العقبات القانونية والتنظيمية.

الكلمات المفتاحية: تمويل جماعي، تقنية البلوكتشن، شركات ناشئة، عملات افتراضية، عروض العملات الأولية.

تصنيفات JEL: G32; O33, G23, G24, L26.

Abstract:

This study aims to explore and analyze the synergies between crowdfunding and virtual currencies as alternative funding methods for startups, replacing traditional mechanisms. Additionally, it seeks to elucidate the impact of crowdfunding platform campaigns and the blockchain technology revolution on the business operations of startups, with a particular focus on Initial Coin Offerings (ICOs), Initial Exchange Offerings (IEOs), and Security Token Offerings (STOs) as cryptographic currencies. Furthermore, the study aims to address the legal and regulatory considerations involved in integrating these two financing approaches. The research adopts a descriptive methodology to provide explanations regarding the challenges of this alternative financing model and its alignment with the characteristics of startups. The findings suggest that both crowdfunding and funding with cryptocurrencies represent promising and prospective trends in financing startups, contingent upon overcoming legal and regulatory obstacles.

Keywords: Crowdfunding; Blockchain technology; Cryptocurrency; Startups; Initial Coin Offerings (ICOs).

Jel Classification Codes: G32; O33; G23 ; L26 ; G24.

* المؤلف المراسل.

تواجه الشركات الناشئة مجموعة واسعة من التحديات والمشاكل التي يمكن أن تؤثر على نجاحها، وتتقدم هذه المشكلات عدم اليقين حيث تعمل الشركات الناشئة في بيئة غير مؤكدة، وبالتالي نجاح غير مضمون والفشل احتمال حقيقي. ويمكن أن يؤدي ذلك إلى التوتر والقلق وانعدام الثقة بين المؤسسين وأعضاء الفريق، ويأتي توظيف أفضل المواهب والاحتفاظ بها تحديا كبيرا للشركات الناشئة، لا سيما عند التنافس مع شركات أكبر على نفس السوق، واما افتقارها إلى الخبرة في المجالات الرئيسية مثل التمويل والتسويق والعمليات نابع من تحدي نقص الخبرة، مما قد يجعل من الصعب التغلب على التحديات المعقدة واتخاذ قرارات رشيدة، ويظهر جذر لجبل الجليد مشكل محدودية الموارد، فغالبا ما تمتلك الشركات الناشئة موارد مالية محدودة، مما يجعل من الصعب تمويل الأنشطة الرئيسية مثل تطوير المنتجات والتسويق وكذا التوظيف.

ومن المحتمل أن يتشكل مستقبل تمويل الشركات الناشئة من خلال ظهور تقنيات ونماذج تمويل جديدة غير تقليدية مثل التمويل الجماعي والعملات المشفرة كالبينكوين، او بما يجمع بينهما أي التمويل الجماعي بالعملات المشفرة .cryptocrowdfunding.

فقد يكون للتمويل الجماعي تأثير كبير على تمويل الشركات الناشئة، بحيث قد يسمح لأصحاب المشاريع بجمع الأموال من مجموعة واسعة من المستثمرين الأفراد دون الحاجة إلى الاعتماد على مصادر التمويل التقليدية، مثل البنوك وأصحاب رؤوس الأموال. مع تزايد شعبية منصات التمويل الجماعي، ويمكننا أن نتوقع أن نرى زيادة في عدد الشركات الناشئة التي تستخدم نموذج التمويل هذا في المستقبل.

كما ظهرت عملة البيتكوين والعملات المشفرة الأخرى كمصدر جديد لتمويل الشركات الناشئة، من خلال قبول مدفوعات العملة المشفرة، ويمكن للشركات الناشئة الاستفادة من مجموعة كبيرة من المستثمرين وتجاوز النظام المالي التقليدي. وهذا مع الأخذ في الحسبان تطايرية هذه العملات والشكوك التنظيمية المحيطة بها. وجاءت هذه الدراسة للإجابة عن الإشكالية التالية:

هل تناسب نماذج التمويل التي تجمع بين العملات المشفرة والتمويل الجماعي خصائص الشركات الناشئة وما هي

تحدياتها في ظل هذا النموذج كبديل لما تطوره الهندسة المالية؟

وتيسيرا للإجابة على هذه الإشكالية نطرح التساؤلات الثانوية التالية:

- فيما تتمثل اليات التمويل الجماعي المتاحة للشركات الناشئة؟
- هل تتجاوز العملات المشفرة مشاكلها مع السلطات التنظيمية والرقابية لتكون مصدر تمويل للشركات الناشئة؟
- كيف يمكن اعتماد التمويل الجماعي بالعملات المشفرة في هيكل التمويل للشركات الناشئة؟
- ما هي تحديات الشركات الناشئة باتخاذها التمويل الجماعي والعملات المشفرة كمصادر تمويل؟.

وتكمن أهمية موضوع الدراسة في كون ان الشركات الناشئة بعد ان أصبحت من وسائل خلق الثروة وفرص العمل وارض خصبة للابتكار، اصبح يطرح مشكل تمويل أنشطتها وخاصة في بدايتها الأولى، ولما تزامن توسع انشاء هذه الشركات مع توسع انتشار منصات التمويل الجماعي والبيتكوين وباقي العملات المشفرة كمصادر للتمويل غير التقليدي وهنا يظهر إن مستقبل تمويل الشركات الناشئة في ضوء التمويل الجماعي والعملات الافتراضية يمثل تحديات وشكوكا كبيرة، مثل عدم

اليقين التنظيمي، والمنافسة مع مصادر التمويل التقليدية، وكذا المخاطر والتقلبات المرتبطة بالعملات المشفرة، والتي يجب معالجة هذه التحديات من أجل ضمان استمرار الشركات الناشئة في الحصول على التمويل الذي تحتاجه لتحقيق النجاح. وكأهداف لهذه الدراسة:

- محاولة استكشاف التأثير المحتمل للتمويل الجماعي والعملات المشفرة على تمويل الشركات الناشئة؛
 - تحديد الفرص والتحديات التي تطرحها هذه النماذج الجديدة للتمويل كبديل للتمويل التقليدي؛
 - محاولة تبيان مزايا تبني التمويل الجماعي والعملات المشفرة؛
 - الوقوف على مخاطر هذه النماذج من التمويل وحدودها.
- وقد قسمنا هذه الدراسة الى المحاور التالية:

المحور الأول: اليات تمويل الشركات الناشئة؛

المحور الثاني: منصات التمويل الجماعي كبديل لتمويل الشركات الناشئة؛

المحور الثالث: البيتكوين والعملات المشفرة كمصادر تمويل للشركات الناشئة

المحور الرابع: الاعتبارات القانونية والتنظيمية لتمويل الشركات الناشئة.

2. الإطار النظري للدراسة

1.2. اليات تمويل الشركات الناشئة

نشكشف من خلال هذا المحور مفاهيم عن الشركات الناشئة خصائصها واهم تحدياتها خاصة المتعلقة بالتمويل وكيف يمكنها تجاوز الطرق التقليدية المتعلقة بمصادر التمويل والمرتبط بها صعوبات كثيرة مثل القروض المصرفية الى طرق تمويل بديلة يمكنها تجاوز هذه الصعوبات كالتمول الجماعي والبيتكوين وباقي العملات المشفرة لتكوين رأسمالها او زيادته.

❖ تعريف الشركات الناشئة

يعرف قاموس أكسفورد الشركات الناشئة بانها بداية عمل محفوف بالمخاطر او صفقة ذات طابع تجاري (Kateryna & Lyudmila, 2021, p. 111)، ان هذا النمط من الشركات يشاربه الى مشروع تجاري حديث يبدأ صغيرا مبني على فكرة منتج او خدمة ابتكارية تهدف الى حل مشكل معين او تلبية حاجة محددة في السوق، وتعتمد بشكل واسع على استخدام التكنولوجيا ونماذج اعمال إبداعية، وترتكز هذه الشركات على سرعة النمو والقابلية للتوسع، لكن في المقابل تواجه هذه الشركات عقبات كبيرة، فاعمالها مرتبطة بعدم اليقين ومنه تتعرض لمخاطر تصنف كمخاطر حرجة، وأيضا تواجه معضلة الاستقرار على نموذج اعمال مستدام تنفيذا لرؤية الملاك المستقبلية، واهم عقبة أيضا لها الوصول الى مصادر التمويل المثلى ويسجل تاريخ نجاح شركات ناشئة مثل Uber و Tesla وكذا Airbnb.

ومعظم تعريفات الشركات الناشئة تشير الى ان هذا النمط من الشركات يتميز بالتركيز على الابتكار والنمو، فضلا عن استعداداتها الى تحمل مخاطر وسعيها الدؤوب للبحث عن حلول غير تقليدية، وغالبا ما تعمل الشركات الناشئة في أسواق تنافسية، سريعة التغيير ويعتمد نجاحها على القدرة على التكيف بسرعة مع مستجدات المنافسة (Aija, 2018, p. 160).

جدول 1. مقارنة بين المؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	المؤسسات الناشئة	الخصائص
نشاط تجاري صغير او متوسط الحجم	حديثة تسعى لنمو سريع من خلال منتجات وخدمات	التعريف
تحقيق الربح والعمل على المدى الطويل	نمو سريع والربحية	الاهداف
تقليدي	مبتكر	نموذج العمل
الكفاءة والربحية	القابلية للتوسع	التركيز
صغيرة او متوسطة مع عدد موظفين قليل	عادة في البداية صغيرة وعدد موظفين قليل	الحجم
مجموعة متنوعة من المصادر (تمويل ذاتي، البنوك، الحكومات، ... الخ)	يتم تمويلها عادة من أصحاب رؤس الأموال والمستثمرين	التمويل
مخاطر قليلة مع مستوى متوسط من العائد	مخاطر عالية مع عائد متوقع كبير	مستوى المخاطر الى العائد
التخطيط لتحقيق الأرباح على المدى المتوسط والطويل	التخطيط لتحقيق الأرباح على المدى القصير	الاطار الزمني
يقاس بالربحية والاستدامة	يقاس بالنمو والحصة من السوق	مقياس النجاح
هيكل تنظيمي هرمي أكثر تحديد	هيكل تنظيمي مسطح ومرن	الهيكل التنظيمي

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (ERICA, 2022)

❖ تحديات تمويل الشركات الناشئة

إن أحد أكبر التحديات التي تواجه الشركات الناشئة هو الوصول إلى مصادر التمويل، فقد يكون الحصول على قرض بنكي أمراً صعباً، خاصة بالنسبة لتلك التي في مراحلها المبكرة من نشأتها والتي ليس لها سجل حافل أو ضمانات، وحتى إن تمكنت شركة ناشئة من الحصول على قرض، فقد تكون أسعار الفائدة مرتفعة للغاية، ومن هنا يمكن أن تساعد الحكومات في ذلك من خلال توفير رأس مال المخاطرة من خلال صناديق رأس المال الاستثماري أو القروض بأسعار فائدة تفضيلية (Candice, 2023) وفيما يلي اهم التحديات المالية للشركات الناشئة:

- الفجوة المالية **Funding gaps**: هي مشكلة منتشرة في الشركات الناشئة ذات التوجه التكنولوجي، بحيث لا تستطيع الشركات ذات الإمكانيات الهائلة للنمو في الحصول على الأموال اللازمة لعملياتها، ومن ثمة عدم تحقق النمو المستهدف وتتطور هذه الفجوات في الشركات الناشئة نتيجة خصائصها، ففي بدايتها تكون هذه المؤسسات في مرحلة البحث والتطوير، وهي جديدة في السوق، وبالتالي لا تملك اية إيرادات ومن ثمة ضمانات كي تتمكن في الحصول على تمويل بنكي (Pasumarti & Patnaik, 2020, p. 8769)
- مخاطر الشركات الناشئة: يبحث المستثمرون دائماً عن عائد جيد لاستثماراتهم، لكنهم يبحثون أيضاً عن مستوى معين من الأمان، وتعتبر الشركات الناشئة عالية الخطورة لأنها أعمال جديدة ذات سجلات إنجازات غير مثبتة، وهذا يعني أن المستثمرين غالباً ما يترددون في الاستثمار في الشركات الناشئة لأن هناك فرصة أكبر لفشل الشركة وخسارة أموالهم.
- عدم تناسق المعلومات: وتشير إلى حالة يكون فيها لدى احد طرفي التمويل وهنا الشركات الناشئة معلومات أكثر من الطرف الاخر وهي الجهات الممولة حول المشروع، فيتردد أصحاب الشركات الناشئة في تقديم معلومات مفصلة عن أعمالهم للممولين بسبب الخوف من تسرب المعلومات الى المنافسين ويستخدمونها لصالحهم، هذا النقص في المعلومات يجعل من الصعب على الممولين تقييم إمكانيات الشركة وبالتالي منح التمويل ومنه صعوبة وصول الشركات الناشئة الى الأموال الخارجية (Marium & Muhammad, 2023, p. 198).

— متطلبات تمويلية مختلفة: غالبا ما يتعامل الممولين مع الشركات الناشئة مثل أي شركة أخرى، وهو أمر غير مبرر لأن الشركات الناشئة لديها احتياجات ومتطلبات مختلفة. فعلى سبيل المثال، للاستفادة من قرض مصرفي، يتعين على الشركات التعهد بالضمانات، والتي يمكن تلبيتها بسهولة من قبل الشركات القائمة التي لديها أصول مادية كافية في حين ان العديد من الشركات الناشئة، وخاصة الشركات الناشئة القائمة على التكنولوجيا، تفشل في تلبية هذا المطلب لأنها لا تملك أي أصول مادية يمكن التعهد بها كضمان، فقبل الوصول إلى أي مصدر محتمل للتمويل الخارجي، يجب على الشركات الناشئة إجراء بحث مسبق لفهم معايير التقييم الخاصة بها لتوفير الوقت والموارد. كما يجب على الممولين أيضا تصميم معيار تقييم منفصل للشركات الناشئة بدلا من معاملتها مثل أي عمل نموذجي آخر (Marium & Muhammad, 2023).

— صعوبة إيجاد الممول المناسب: وتواجه الشركات الناشئة أيضا تحديا كبيرا في العثور على التمويل لمشاريعها، والسبب الرئيسي هو أن معظمها تفتقر إلى سجل حافل أو تاريخ يبحث عنه الممولين كحافز للتمويل، ويفضل الممولين عموما الاستثمار في الشركات التي تعمل في مجال الأعمال التجارية منذ بضع سنوات مثبتتنا نجاحها (fastercapital, The Challenge of Finding Funding for Startups, 2023).

2.2. مصادر التمويل المتاحة للشركات الناشئة

❖ التمويل الذاتي، الأصدقاء والعائلة والمتحمسين: قبل أن تلجأ الشركات الناشئة إلى مصادر التمويل الرسمية الخارجية (ملائكة الأعمال، أو الصناديق المختلفة أو البنوك)، يجب ان تحاول جمع أموالها الأولية من الأشخاص الأقرب لملاكها والمألوفين لهم مثل الأصدقاء والعائلة (المصادر غير الرسمية ل التمويل) قبل أن يتحولوا إلى الاستثمارات الخارجية مثل رعاة الأعمال أو الصناديق أو البنوك المختلفة، هذا هو "الخط الأول" للمستثمرين وغالبا ما يطلق عليه "الحمقى" لأنهم يستثمرون أموالهم في الشركات المبتدئة على الرغم من أن جميع البيانات تظهر أن عددا كبيرا من الشركات المبتدئة تفشل خلال السنوات الثلاث الأولى من ممارسة الأعمال التجارية، ومع ذلك، قبل التحول إلى مستثمرين أكبر وأقوى فهو كذلك من المهم أن تتلقى الشركات الناشئة استثمارات أولية، هذا يدل على أن رائد الأعمال يؤمن بفكرته وأن عائلته وأصدقائه المقربين مستعدون أيضا لتحمل المخاطر والاستثمار في فكرته التجارية، المخاطر المحتملة لمثل هذا التمويل هي الخلافات التي قد تحدث في العائلات أو بين الأصدقاء إذا فشل المشروع في النهاية (Marina, Jelena, & Maja, 2014, p. 27).

❖ القروض المصرفية: بالنسبة لمستوى الفطنة المالية للشركات الناشئة التي تؤثر على تقدم الشركات الناشئة، فإن تعظيم الربح هو الهدف النهائي لكل شركة ويمكن للوعي المالي أن يزيد من فرص النجاح وتعتبر القروض من البنوك التجارية ضرورية لتمويل هذه الشركات لأسباب عديدة والتي لن توفر الأموال اللازمة وفق، بل تساعد أيضا على النمو بشكل أفضل (Candice, 2023, p. 8771) ويعتبر القرض المصرفي أحد أكثر مصادر التمويل المرغوبة للشركات الناشئة وتتطلع العديد من الشركات الناشئة إلى الاستفادة من هذه التسهيلات لسد احتياجات رأس المال بالكامل من وقت لآخر. ووضعت الحكومة أيضا سياسات مختلفة لتوفير منصة لتوفير التمويل للشركات الناشئة من خلال البنوك التجارية، لكن المشكلة لا تزال قائمة ويتعين على معظم مروجي الشركات الناشئة إما وضع أموالهم الخاصة أو البحث عن مصادر أخرى للحصول على تمويل لبدء تشغيلهم لا يثبط هذا النوع من الأعمال مروجي الشركات الناشئة فحسب بل يجبر أيضا رواد الأعمال في المستقبل على إعادة التفكير في قرارهم بشأن.

- ❖ **التمويل لجماعي:** هو مفهوم جديد ظهر كوسيلة لتمويل المشاريع الجديدة وله دور في تنشيط أسواق رأس المال المخاطر في مراحل مبكرة، بحيث يتيح التمويل الجماعي لرواد الأعمال تلقي مساعدات أو اسهومات صغيرة من عدد كبير من الافراد عبر الانترنت، وذلك دون الحاجة الى وساطة مالية تقليدية (Mihaela, 2017, p. 66).
- ❖ **الأسواق المالية:** توفر الأسواق المالية للشركات الناشئة فرصا كثيرة لزيادة رأس مالها من خلال طرق مثل الاكتتابات الأولية والتمويل بالديون والأسهم الخاصة. وتوفر كذلك مزايا مثل الوصول إلى مبالغ أكبر من رأس المال، تنوع المخاطر والمرونة في شروط التمويل، وكذا تحسين الرؤية للشركات الناشئة، ويمكن أن يكون التمويل عبر الأسواق المالية مفيدا بشكل خاص للشركات الناشئة عالية النمو التي تتطلب تمويلا كبيرا (fastercapital, The Benefits of Market Financing for Startups, 2023).
- ❖ **راس المال المخاطر Venture Capital:** هو نوع من الاستثمار في الأسهم الخاصة الذي يوفر التمويل للشركات الناشئة والشركات في مراحلها المبكرة التي لديها تاريخ تشغيلي قصير أو معدوم ولكن لديها إمكانات كبيرة للنمو. بحيث تبيع الشركات الناشئة حصص الملكية لصناديق رأس المال المخاطر مقابل التمويل والدعم الفني والخبرة الإدارية، وعادة ما يشارك مستثمرو رأس المال المخاطر في الإدارة ويساعدون المديرين التنفيذيين للشركة الشابة على اتخاذ القرارات لدفع النمو. فهم يجلبون خبراتهم وتجربتهم إلى الطاولة لمساعدة الشركة الناشئة على النجاح، ويوفر رأس المال المخاطر لأصحاب المشاريع مزايا أخرى، مثل الوصول إلى شبكة الشركاء والخبراء في صندوق رأس المال المخاطر. ويمكن أن يساعد ذلك الشركة الناشئة على التواصل مع العملاء المحتملين والموردين وأصحاب المصلحة الآخرين (Rebecca & Benjamin, 2023).
- ❖ **ملائكة الاعمال:** إن أحد أبسط التعريفات لملائكة الاعمال هو أن المستثمرين الملاك هم من المستثمرين الأثرياء الذين يوفرون رأس المال لمشاريع تجارية جديدة، كما يشرح قاموس Farlex المالي، فإن angel هو فرد ذو ثروة كبيرة يوفر التمويل لشركة ناشئة، إما في مقابل ديون قابلة للتحويل أو حقوق ملكية. وبين الشركات الناشئة، ينظر إليهم على أنهم جسر بين القروض من العائلة والأصدقاء ورأس المال المخاطر، على الرغم من أن الملائكة أنفسهم غالبا ما يرتبطون شخصيا بالشركة، كما لوحظ بشكل عادل، يتحمل الملائكة قدرا كبيرا من المخاطرة عندما يستثمرون في هذه الشركات الناشئة، كما أنها تخضع للتخفيف عند الاكتتاب العام الأولي للشركة الناشئة. لذلك، عادة ما يتطلبون معدل عائد مرتفع مقابل تمويلهم - الخصائص التي يجب الاعتراف بها بشكل صحيح. ينص قاموس Collins English Dictionary على أن الملائكة مستثمرون في مشروع تجاري، خاصة في مراحله الأولى. يوفر التعريف الأكثر تنوعا لأصحاب الأعمال ليكونوا مستثمرين فرديين يستثمرون بشكل مباشر أو من خلال امتلاكهم لأموالهم الخاصة في الغالب في الشركات الأولية أو الشركات الناشئة التي ليس لها علاقات عائلية عرف ماسون وهاريسون ملائكة الأعمال على أنهم أفراد ذوو ثروة كبيرة، يتصرفون بمفردهم أو في نقابة رسمية أو غير رسمية، ويستثمرون أموالهم الخاصة مباشرة في عمل غير مدرج لا يوجد فيه أي اتصال عائلي، وبعد القيام بالاستثمار، يأخذ عموما مشاركة نشطة في العمل، على سبيل المثال كمستشار أو عضو (تقييم ...) قدم Avdeitchikov ملاحظة مهمة في عام 2008 قائلا، إن تضمين الاستثمارات المتعلقة بالأسرة، كجزء من سوق رجال الأعمال من شأنه أن يضيف إلى اتساع نطاق ما هو بالفعل مفهوم غير متجانس، في هذه المرحلة، سيكون من المفيد ملاحظة أن الفصل بين رعاية الأعمال والمستثمرين الأصدقاء والأقارب لم يتم تحديده بوضوح (Alina, 2015, p. 283) ان ملائكة الاعمال في المقام الأول ووفقا للعديد من الدراسات تهتم بعاملين عند اتخاذ

قرار التمويل وهما ربحية المشروع وكذا الصفات الشخصية لرائد الاعمال كتجربته في الصناعة، سجل نجاحه، شغفه والتزامه بالمشروع وكذا قدرته على التواصل بفاعلية واستعداده لتلقي المشورة والتموجيه من قبلهم (Ahmad & Firas, 2016, p. 110).

3.2. منصات التمويل الجماعي كبديل لتمويل الشركات الناشئة

نحصر من خلال هذا المحور اليات التمويل الجماعي ومنصاته واستخدامها لتمويل الشركات الناشئة، فهو يتمثل في عملية جمع الأموال من عدد كبير من الأشخاص والذي عبر الانترنت مقابل حصولهم على مكافآت او أسهم وقد يكون ذلك مجاناً، كما نستعرض مزايا وعيوب هذا النمط من التمويل.

❖ تعريف التمويل الجماعي

إن من ابرز اسباب اعتبار التمويل الجماعي من اهم طرق تمويل الشركات الناشئة هو انخفاض تكلفة هذا التمويل ومن هذه الناحية يدرك أهمية هذا الامر لاختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة، وهذا الانخفاض مقارنة بالوسائل التمويل التقليدية، ويعود السبب الى واقع تطابق اهداف واهتمام المستثمرين او الممولين من جهة وكذا الشركات المصدرة للاكتتاب من جهة أخرى (فادي، 2023، صفحة 100).

يعرف التمويل الجماعي على انه "الممارسات التي تستهدف جمع مبالغ بسيطة، من مجاميع كبيرة، من خلال المنصات الالكترونية، وذلك بهدف تمويل مشروع او مبادرة او فكرة. (فادي، 2023، صفحة 106)

كما يشير التمويل الجماعي الى شكل من اشكال التمويل والذي يتجه له العديد من أصحاب الأفكار والمشاريع الريادية من اجل الحصول على التمويل اللازم لمشاريعهم، من خلال طرح وعرض فكرتهم على مجموعة من الأشخاص من خلال مواقع الكترونية على شبكة الانترنت والمتقلة في منصات التمويل الجماعي وذلك خلال فترة زمنية محددة، ومنه سيقوم المستثمرين المعجبين بالفكرة المعروضة بالعمل على تمويلها او اقتنائها او الاستثمار فيها او حتى التبرع لها، الى ان يتم تحقيق هدف جمع المبلغ المراد للبدء في تنفيذ المشروع (لامية و مسعود امير، 2021، صفحة 125).

وتتضمن منصات التمويل الجماعي عددا من الأطراف الفاعلة بما يشمل (هبة، رامي، وانور، 2021، صفحة 7):

- الممولون: (Crowd funders) هم الأطراف المشاركون بالتبرع أو بالتمويل، وقد يكونون أفراداً أو مؤسسات.
- المستثمرون/المستفيدون: أي الأشخاص أو المؤسسات التي تسعى للحصول على أموال لشركة أو منتج أو مشروع أو مبادرة أو عمل خيري بما يشمل مجموعة واسعة من الجهات الفاعلة من الشركات الصغيرة، والمنظمات غير الحكومية والأفراد، والشركات الناشئة، ... إلخ.
- منصات التمويل الجماعي: منصات يتم تأسيسها عبر شبكة الانترنت ولاتي تربط بين الممولين/ المتبرعين والمستفيدين أو المستثمرين مقابل تقاضي عمولات على المشاركة و/أو الفائدة/الأرباح، ويمكن أن توفر المنصات مجموعة واسعة من الخدمات، بما في ذلك خدمات العناية المالية الواجبة، والتعاقد، وما إلى ذلك؛
- المدققون ومقدمو الخدمات الآخرون: يمكن للمنصات والمستفيدين/ المستثمرين الاعتماد على عدد من مقدمي الخدمات الاستشارية لتقييم المشروعات، وغيرها من الخدمات الأخرى لطرفي التمويل، قد تحتاج المنصات شراء الخدمات - على سبيل المثال شراء خدمات العناية المالية الواجبة أو الاستعانة بمصادر خارجية لتقييم النتائج الاجتماعية والبيئية للمشروعات والأفكار المطروحة.

– الرعاية: قد يحصل المستفيدون على دعم فيما يتعلق بتصميم وإدارة حملات التمويل الجماعي. يمكن تقديم هذه الخدمات مجاناً أو على أساس تجاري .

❖ أنواع التمويل الجماعي

هناك أربع أنواع رئيسية من التمويل الجماعي:

– التمويل الجماعي القائم على التبرع: ان هذا التمويل مثير للاهتمام يتعلق بالمشاركة المجتمعية، ويشار إليه أيضا باسم النموذج التعاوني. بموجب هذا النموذج، يتم جمع استثمارات الممولين لدعم مشروع مجتمعي. فيتم جمع الأموال واعطائها لطالب التمويل دون انتظار أي مقابل وعادة الممولون في هذه الحالة هم جمعيات، وعلى الرغم من أن بعض المشاريع المجتمعية المدرة للدخل لديها القدرة على سداد الممولين الراغبين في الحصول على حصصهم النقدية، فإن معظم الممولين يحفزهم الاستثمار في مجتمعهم المحلي بدلا من تحقيق عائدات مالية (Rotem, 2020, صفحة 26)

– التمويل الجماعي القائم على المكافأة: ان في هذا النموذج للتمويل الجماعي القائم على المكافأة، يقوم الممول او الداعم بتمويل المشروع للحصول عائد غير مالي، أي يحصل على تعويض رمزي مقابل مساندته للمبادرة او المشروع، مثل هدية شهادة تقدير، او عينة من السلعة او الخدمة، ويعتبر هذا التمويل وسيلة ممتازة لبيع المنتج مسبقا (قبل انتاجه) واستخدام نتيجة البيع لانتاج ذلك المنتج (زوبر، 2020، صفحة 40)

– التمويل الجماعي القائم على الإقراض: كان النموذج الأول للتمويل الجماعي عبر الإنترنت في الظهور قائما على الديون فيما يعرف باسم الإقراض من نظير إلى نظير (P2P) أو إقراض السوق، مع إنشاء منصات مثل Zopa في المملكة المتحدة و Prosper في الولايات المتحدة الأمريكية في 2005. في تصنيف CCAF، النماذج المستندة إلى الديون تشمل منصات لا تقبل الودائع بل تسهل الائتمان عبر الإنترنت (سواء في شكل قرض مضمون أو غير مضمون) للأفراد أو المقترضين التجاريين من الأفراد أو المستثمرين المؤسسيين، في هذا الصدد، تعمل المنصة كوسيط. في بعض الحالات، المعروفة باسم إقراض الميزانية العمومية، يمكن للمرء أن يلاحظ خروجاً عن التصور الأصلي للتمويل الجماعي القائم على الديون، حيث تعمل المنصة كمزود للقروض، بالاعتماد على الأموال في الميزانية العمومية للمنصة المخصصة، في هذا الصدد، تتجاوز المنصة دور الوسيط في تسهيل التبادلات بين المقرضين والمقترضين، وتعمل بنشاط على تمويل القرض وتقديم الخدمات له (Rotem, 2020, p. 23).

– التمويل الجماعي القائم على الملكية: ان هذا النموذج يمكن المستثمرين المحتملين لتمويل الشركات الناشئة من شراء أسهمها والتي اختارت التمويل الجماعي عن طريق حقوق الملكية لتكوين او زيادة رأسمالها، ويسمح هذا النموذج لطالب التمويل بتحقيق هذا الهدف بسرعة لانها تصدر للمستثمر شعور بالامن، ويكتمل هذا الاستثمار بجمع الأموال المستهدفة، وهناك العديد من البلدان التي تسمح بهكذا نوع من التمويل وتذهب ابعده من ذلك باعطاء إعفاءات وتحفيزات ضريبية، وتضمن الشفافية وتقدم عديد الضمانات التي تزيد من الثقة في هذه المعاملات.

جدول 2. ملخص مقارنة لنماذج التمويل الجماعي

حافز الممول	طبيعة العائد	طبيعة المساهمة	التمويل الجماعي القائم على
دوافع ذاتية ومجتمعية	فوائد غير ملموسة	هبات	التمويل الجماعي القائم على التبرع
مزيج من الدوافع الذاتية والاجتماعية والرغبة في المكافأة	المكافآت ولكن أيضا الفوائد غير الملموسة	التبرع/ الشراء المسبق	التمويل الجماعي القائم على المكافأة
مزيج من الدوافع الجوهرية والاجتماعية والمالية	سداد القرض مع الفائدة. بعض الإقراض بدوافع اجتماعية خالي من الفوائد.	الإقراض	التمويل الجماعي القائم على الإقراض
مزيج من الدوافع الجوهرية والاجتماعية والمالية	عائد الاستثمار في الوقت المناسب إذا كان العمل يعمل بشكل جيد. كما تعرض المكافآت في بعض الأحيان. الفوائد غير الملموسة عامل آخر للعديد من المستثمرين	الاستثمار	التمويل الجماعي القائم على الملكية

Pazowski, P., & Czudec, W. (2014). Economic prospects and conditions of crowdfunding. In Management Knowledge and Learning International Conference (pp. 1079-1088).

❖ مزايا التمويل الجماعي

- يحقق التمويل الجماعي العديد من المزايا من أهمها (امير، هدير، وبشرى، 2019، صفحة 357):
- تعبئة الأموال اللازمة للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، المصغرة والشركات الناشئة: فالتمويل الجماعي يمنح فرصة للأفراد لتمويل مشاريعهم عندما تكون مصادر الأموال الأخرى غير متوفرة كالتمويل البنكي، على سبيل المثال إذا لم يكن من الممكن تأمين قرض بنكي من الأسهل ان تساهم مجموعة من الافراد في جزء صغير من الأموال المخصصة للمشروع بدلا من ان يقدم البنك قرضا ويخاطر بمبالغ كبيرة.
 - ربح الوقت: فالتمويل الجماعي يعد طريقة سريعة لجمع الاموال خلافا للقروض المصرفية والتي تتطلب مدة أطول للحصول على الأموال كون المؤسسات المالية والمصرفية التقليدية هي أكثر تعقيد في عملية تقييم المخاطر الانتمائية للمقترض (صاحب المشروع) كما انها تمول المشروع بالكامل على عكس منصات التمويل الجماعي اذ قد يمول المشروع الصغير مئات الافراد وبمبالغ بسيطة لكل منهم.
 - التسويق: كلما زاد عدد الممولين للمشروع في منصات التمويل الجماعي كلما زادت عمليات الترويج له، اذ يمكن ان يكون الاعلان عن مشروع عبر الانترنت شكلا قيما للتسويق، ويمكنه جذب انتباه وسائل الاعلام بالإضافة الى التعليقات وردود الافعال وكيفية تحسينها.
 - طريقة جيدة للتحقق من المشروع: توفر منصات التمويل الجماعي فرصة جيدة لتحديد مستوى الطلب والدعم لفكرة المشروع فاذا حصلت على الكثير من الاهتمام الايجابي فهذه اشارة على ان المشروع يحظى بفرصة أكبر للنجاح وبالعكس فهو اشبه باستطلاع للرأي.
 - ولاء المستثمرين: عادة ما يصبح الافراد الذين يمولون مشروعا معيننا مخلصين ويمولون مشاريع مستقبلية معا لنفس أصحاب المشروع الأول لكن بشروط أكثر ملائمة.
 - زيادة المنافسة في القطاع المالي: التمويل الجماعي يعزز المنافسة داخل صناعة الخدمات المالية كونه يوفر تمويل سهل وغير مكلف كثيرا لأصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة ما يدفع المؤسسات التقليدية الى تقليل كلف الإقراض او استثناء المشاريع الصغيرة من بعض الشروط مما يؤدي الى انخفاض في تكلفة الحصول على الأموال.

❖ تحديات التمويل الجماعي بالنسبة للشركات الناشئة

يمكن أن يكون التمويل الجماعي وسيلة رائعة للشركات الناشئة لتعبئة الأموال، ولكن هناك أيضا بعض التحديات التي تواجه الشركات الناشئة:

- عدم الوصول إلى الهدف التمويلي: هذا هو أكبر خطر للتمويل الجماعي، ويمكن أن يحدث لعديد من الأسباب، مثل عدم تحديد هدف واقعي، أو عدم تسويق الحملة بشكل فعال، أو عدم الاهتمام بما يكفي بمنتجات أو خدمات الشركة.
- عدم الوفاء: يمكن أن يؤدي هذا إلى فقدان الثقة والمصداقية مع الداعمين، وقد يجعل من الصعب جمع الأموال في المستقبل.
- إدارة الداعمين: يمكن أن تجتذب حملات التمويل الجماعي عددا كبيرا من الداعمين، ومن المهم أن تكون الشركة الناشئة على إدارتها بفعالية، يتضمن ذلك إبقائهم على اطلاع دائم بتقدم الشركة، والرد على أسئلتهم، وحل أي مشاكل.
- الامتثال القانوني والتنظيمي: هناك عدد من المتطلبات القانونية والتنظيمية التي يجب أن تكون على دراية بها الشركة الناشئة عند تشغيل حملة تمويل جماعي، تختلف هذه وفقا للبلد أو المنطقة التي تتواجد فيها، لذلك من المهم إجراء البحث والتأكد من الامتثال.

❖ منصات التمويل الجماعي

يستخدم التمويل الجماعي منصات الإنترنت، والتي يشار إليها أيضا باسم بوابات التمويل أو الوسطاء، لربط المساهمين برواد الأعمال، وأهم مواقع التمويل الجماعي الدولية هي Kickstarter و Indiegogo، ومقرهما في الولايات المتحدة الأمريكية، و CrowdCube، ومقرها في المملكة المتحدة. هدف الوسطاء هو ربط رأس المال بالأعمال التجارية، بينما يمكن لأصحاب الأعمال الصغيرة طلب رأس مال المشروع على موقع الشركة على الويب، يجب أن تولد الشركات الصغيرة كمية كافية من حركة المرور والمستثمرين إلى موقع الويب الخاص بهم، هذا يمكن أن يكون تحديا. لذلك، يوفر الوسطاء كميات أكبر من المستثمرين المهتمين، على الرغم من أن المستثمرين قد لا يكونوا عملاء مخلصين للشركة. (Melissa، 2017، صفحة 27)، ومن أشهر منصات التمويل الجماعي العالمية:

جدول 2. منصات تمويل جماعي للشركات الناشئة

الموقع الإلكتروني	سنة التأسيس	الفئة المستهدفة	طبيعة المساهمة	البلد	التسمية باللغة الانجليزية
https://www.indiegogo.com/	2008	الأفراد والشركات	التمويل مقابل السلع أو الخدمات أو التمويل	الولايات المتحدة	Indiegogo
https://www.kickstarter.com/	2009	الأفراد والشركات	التمويل مقابل السلع أو الخدمات	الولايات المتحدة	Kickstarter
https://www.rockethub.com/	2009	الأفراد والشركات	التمويل مقابل السلع أو الخدمات أو التمويل	الولايات المتحدة	RocketHub
https://www.gofundme.com/	2010	الأفراد والشركات	التمويل للمشاريع الشخصية أو الخيرية	الولايات المتحدة	GoFundMe
https://www.patreon.com/	2013	الأفراد والشركات	التمويل الشهري للمحتوى الإبداعي	الولايات المتحدة	Patreon
https://www.wefunder.com/	2011	الشركات الناشئة	التمويل مقابل الأسهم	الولايات المتحدة	WeFunder
https://www.seedinvest.com/	2011	الشركات الناشئة	التمويل مقابل الأسهم	الولايات المتحدة	SeedInvest
https://angel.co/	2010	الشركات الناشئة	التمويل مقابل الأسهم	الولايات المتحدة	AngelList
https://www.crowdcube.com/	2011	الشركات الناشئة	التمويل مقابل الأسهم	المملكة المتحدة	Crowdcube

المصدر: من أعداد الباحث.

4.2. البيتكوين والعملات المشفرة كمصادر تمويل للشركات الناشئة

نستكشف في هذا المحور البيتكوين والعملات المشفرة الأخرى كوسيلة لتمويل الشركات الناشئة، وكيفية استخدام هذه العملات الرقمية لجمع الأموال من خلال عروض العملات الأولية، حيث يشتري المستثمرون الرموز الرقمية التي تمثل حصة في الشركة أو الوصول إلى منتج أو خدمة.

❖ التمويل الجماعي بالعملات المشفرة: يعمل التمويل الجماعي بالعملات المشفرة بشكل مشابه للتمويل الجماعي التقليدي، وفي ظل المعطيات الحالية فإنه أكثر افادة للمانحين من جهة ومتلقي التمويل من جهة أخرى. هذا لأن العملات المشفرة تعامل عموماً كممتلكات، مما يعني أن دافعي الضرائب يمكنهم تأهيل التبرع بالعملات المشفرة كمساهمة خيرية معفاة من الضرائب، وقد أصبحت هناك العديد من المؤسسات والشركات الناشئة والأفراد الذي يسعون إلى تأمين التمويل باستخدام تقنية البلوكتشين، وتظهر منها: CoinStarter, Tallycoin, GameFi, RealBlocks, QuantmRE, Gitcoin ; واخيراً Tecra Space(DMYTRO , 2023).

وبالمثل، يمكن التمويل الجماعي المشفر رواد الأعمال والمؤسسات من الاستفادة من مجموعة أكبر من المانحين المحليين والدوليين الذين يفضلون التبرع عبر blockchain.

❖ عروض العملات الأولية ICOs كإلية لتمويل الشركات الناشئة

أصبحت ICO مصدراً رئيسياً لرأس المال، خاصة بالنسبة للشركات الناشئة في blockchain، وقد دفعت مليارات الدولارات إلى نظام blockchain البيئي، وهي تتحدى بذلك وسائل التمويل التقليدية مثل استثمارات البنوك أو الراسمال المخاطر، وهناك أربعة أبعاد لها تأثير على قرار إجراء (SCHÜCKES & GUTMANN, 2021, p. 1045):

– التمويل: يوصف التمويل بأنه الدافع الأساسي لإجراء ICO. الطريقة التي يتم بها جمع الأموال تجعل ICO أكثر جاذبية للمؤسسين وكذلك المستثمرين المعنيين.

– بناء المجتمع: يأتي المجتمع القوي بشكل طبيعي مع تطوير مشاريع مفتوحة المصدر وله تقليد طويل الأمد في تطوير البرمجيات، ينعكس هذا التقليد أيضاً في تطور النظام البيئي blockchain وتستخدمه الشركات الناشئة الممولة من ICO.

– الرموز: أنها القرارات المتعلقة بتصميم الرمز المميز، و blockchain الأساسي، والكيان الحاكم. تخلق تقنية Blockchain فرصاً لتصميم المؤسسات ونماذج الأعمال التي يقدرها المؤسسون والشركات الناشئة. في هذا المعنى، تعتبر الرموز المميزة أدوات متعددة الأغراض يمكن أن تستلزم وظيفة حاكمة داخل المنظمة. وبالتالي فإن توزيع هذا الرمز هو قرار حاسم في أي ICO.

– الدوافع الشخصية والأيدولوجية: في حين أن التمويل وبناء المجتمع والعلامات الرمزية تشير إلى المزايا والدوافع في الغالب على المستوى التنظيمي فإن الدوافع الشخصية والسلوكية تحفز بشكل فردي على إجراء ICO بغض النظر عن المزايا التنظيمية المتصورة. يمكن تصنيف هذه الدوافع - إلى حد كبير - على أنها دوافع أيدولوجية ونتيجة عن عدم الرضا عن النظام المجتمعي والنقدي.

ICOs تعني عروض العملات الأولية initial coin offerings، وهي طريقة لجمع التبرعات لشركات بلوكتشين الناشئة. وفيما تصدر الشركة الناشئة العملة المشفرة أو الرموز الخاصة بها للمستثمرين مقابل التمويل. ويمكن تداول هذه الرموز في بورصات العملات المشفرة، ويمكن أن تزيد قيمتها أو تنخفض بناء على طلب السوق. وقد أصبحت عمليات الطرح الأولى

للعملات وسيلة شائعة لشركات الناشئة لجمع الأموال بسرعة ودون الحاجة إلى رأس المال المخاطر التقليدي أو القروض المصرفية. ومع ذلك، فإن عمليات الطرح الأولي للعملات الرقمية غير منظمة إلى حد كبير، مما يعني أن المستثمرين بحاجة إلى توخي الحذر وإجراء أبحاثهم الخاصة قبل الاستثمار في الطرح الأولي للعملات الرقمية. بالإضافة إلى ذلك، تم انتقاد بعض عمليات الطرح الأولي للعملات الرقمية لكونها خدعة أو احتيالية، لذلك من المهم أن يكون المستثمرون على دراية بالمخاطر التي تنطوي عليها. وعلى الرغم من هذه المخاطر، جمعت عمليات الطرح الأولي للعملات الرقمية مليارات الدولارات لشركات الناشئة في السنوات الأخيرة، مما يجعلها خيارا قابلا للتطبيق لرواد الأعمال الذين يتطلعون إلى تمويل مشاريعهم (fastercapital.com، 2023).

❖ STO كطريقة لتمويل المؤسسات الناشئة

عروض رمز الأمان Security Token Offering هي طريقة يمكن للشركات الناشئة استخدامها للحصول على تمويل لمشاريعهم، جاءت بها تقنية blockchain وتقدم بدائل رمزية، فبينما عرضت ICO عملات رمزية في شكل سندات دين رقمية للمستثمرين، فإن STOs ترمز إلى أجزاء من الشركة الناشئة نفسها كالعقارات والسلع. ويمكن أن تقدم رموز الأمان التي قد تتلقاها مقابل الاستثمار عددا قليلا من الامتيازات المختلفة، فعندما تمتلك رمز أمان، فإنك تمتلك جزءا من الشركة، مما يجعلك فعليا أحد أصحاب المصلحة، لهذا السبب، يمكنك غالبا المساهمة بنشاط في القرارات التجارية للشركة وكذلك في مستقبلها ككل، ومن المفيد التفكير في أن STO تعمل بشكل مشابه لأسهم الشركة في شركة مطروحة للتداول العام (Streltsoff, 2019).

ان لعروض رمز الأمان (STO) العديد من المزايا والعيوب (Damilola, 2023)، فمن أهم مزاياها:

- سيولة أكبر: بحيث توفر STO سيولة أكبر مقارنة بأساليب جمع الأموال التقليدية، حيث يمكن تداول الرموز المميزة في مختلف تبادلات الأصول الرقمية.
- الوصول إلى مجموعة أكبر من المستثمرين: يمكن للشركات المتخصصة تمكين الشركات من زيادة رأس المال من مجموعة عالمية من المستثمرين، بما في ذلك المستثمرين المعتمدين وغير المعتمدين.
- انخفاض تكاليف المعاملات: يمكن أن تكون الـ STO أرخص من طرق جمع الأموال التقليدية، لأنها يمكن أن تلغي الحاجة إلى وسطاء مثل البنوك أو السماسرة.
- زيادة الشفافية: يمكن للشركات التجارية الكبرى توفير قدر أكبر من الشفافية مقارنة بأساليب جمع الأموال التقليدية حيث يمكن للمستثمرين الوصول إلى معلومات في الوقت الفعلي حول الأصول الأساسية وملكيته.
- الامتثال التنظيمي: تخضع STO لقوانين ولوائح الأوراق المالية، والتي يمكن أن توفر للمستثمرين حماية تنظيمية أكبر مقارنة بأساليب جمع الأموال الأخرى.

اما من عيوب الـ STO:

- اعتماد محدود في السوق: لا تزال STO طريقة جديدة نسبيا لجمع الأموال وقد لا يكون لديها اعتماد سوق واسع النطاق بعد؛
- التعقيد التقني: يمكن أن تكون التكنولوجيا الكامنة وراء الـ STO، مثل blockchain والعقود الذكية، معقدة وقد تتطلب خبرة متخصصة؛

- عدم اليقين التنظيمي: في حين أن STO تخضع لقوانين ولوائح الأوراق المالية، لا تزال البيئة التنظيمية تتطور، وقد يكون هناك عدم يقين حول كيفية تطبيق هذه القوانين.

- حماية محدودة للمستثمر: بينما يمكن أن توفر STO حماية تنظيمية أكبر مقارنة بأساليب جمع الأموال الأخرى، لا يزال هناك احتمال للاحتيال أو سوء الإدارة، مما قد يعرض المستثمرين للخطر.

❖ عرض التبادل الأولي (IEO) لتمويل الشركات الناشئة

يتم إجراء عرض التبادل الأولي، كما يوحي اسمه، على منصة تبادل العملات المشفرة، فهي على عكس عروض العملات الأولية (ICOs)، تتم إدارة IEO من خلال بورصة تشفير نيابة عن الشركة الناشئة التي تسعى إلى جمع الأموال من خلال الرموز المميزة الصادرة حديثاً، فهذا يؤدي إلى بعض الاختلافات، على عكس ICO، في بعض الحالات، يتعين على منظمي IEO دفع رسوم الإدراج، إلى جانب نسبة من الرموز المميزة التي تم بيعها خلال IEO، وتباع الرموز المميزة للشركات الناشئة المشفرة على منصات التبادل، ويتم إدراج عملاتها بعد انتهاء IEO، ولا يرسل المشاركون في IEO مساهمات في عقد ذكي، كما هو الحال أثناء ICO. وبدلاً من ذلك، يتعين عليهم إنشاء حساب على منصة التبادل حيث يتم إجراء IEO، ويقوم المساهمون بعد ذلك بتمويل محافظ الصرف الخاصة بهم واستخدام هذه الأموال لشراء الرموز المميزة لشركة جمع التبرعات (Benjamin, 2023).

وهناك مزايا وعيوب IEOs:

- الثقة: فهي إحدى المزايا الرئيسية لـ IEOs. نظراً لأن البيع الجماعي يتم على منصة تبادل العملات المشفرة، يقوم الأخير بفحص كل مشروع يسعى إلى إطلاق IEO على موقعه على الويب. وتقوم البورصات بذلك للحفاظ على سمعتها الجيدة من خلال فحص مصدري الرموز المميزة بعناية. لذلك، يمكن للمشاركين في IEOs الاعتماد على حقيقة أن النظام الأساسي الذي يستخدمونه قد فحص المشروع. هذا يقلل من احتمالية الخداع، ولكن هذا لا يعني أن المشروع لا يمكن أن يفشل. لا تزال هناك حاجة إلى إجراء بحث شامل - كما هو الحال مع أي استثمار؛

- الأمان: فلا قلق بشأن أمان البيع الجماعي لأن البورصة تدير عقد IEO الذكي، تتم أيضاً معالجة عملية KYC / AML من خلال تبادل التشفير، حيث يطلب معظم مزودي الخدمة KYC / AML على عملائهم بعد إنشاء حساباتهم.

- أسهل للمشاركة: تستفيد الشركات الناشئة المصدرة للرموز من العملية الخالية من العيوب لإطلاق IEOs على منصات التبادل - مقارنة بالقيام بعمليات الطرح الأولي للعملات "بمفردها" في حين أن منظمات جمع الأموال قد تضطر إلى دفع رسوم للإدراج ونسبة مئوية من الرموز المميزة الخاصة بها، فإن البورصة ستساعدهم في التسويق، علاوة على ذلك يمكن لمصدري الرموز الاستفادة من قاعدة عملاء البورصة المستقرة لتلقي المزيد من المساهمات في مشاريعهم.

- القائمة: فمن الطبيعي ان يتم تبادل العملة المشفرة حيث يتم إجراء IEO لإدراج العملة بعد انتهاء البيع الجماعي، في حين أن IEOs تبدو كبديل أكثر أماناً وفعالية لـ ICO، فإن التكاليف المرتبطة بمبيعات الرموز يمكن أن تكون عالية بالنسبة للشركات الناشئة.

❖ استخدام البلوك تشين في تمويل الشركات الناشئة

تعمل العملات المشفرة (مثل Bitcoin و EOS و Ethereum و Litecoin وغيرها) على تعطيل الأنظمة المصرفية والمالية التقليدية، وتطرح نفسها كبديل لها وتعتمد العملات المشفرة على مجموعة من التقنيات التي يشار إليها عادة باسم تقنية blockchain. فالتأثير المحتمل لتكنولوجيا blockchain على الاقتصاد المؤسسي عميق، وتعمل التطبيقات القائمة على تقنية

blockchain في إدارة سلسلة التوريد والتسويق والتمويل على تحقيق اللامركزية وتبسيط الوظائف المؤسسية الحيوية فافتصديات تقنيات blockchain لها صلة بتكاليف المعاملات في تمويل الشركات الناشئة.

❖ تقنية البلوكتشن وتدنية تكلفة المعاملات في المؤسسات الناشئة

تشير تكلفة المعاملات الى السعر المطروح في الاسواق وهي تتضمن تكاليف اكتشاف أسعار السوق وتكاليف الاكتتاب وكذا تنفيذ العقود، بحيث تقترح اقتصاديات تكلفة المعاملات التي تطرق إليها أولاً عالماً الاقتصاد كوس وويليامسون أن تنبثق المنظمات الاقتصادية من سلوك تخفيض التكاليف إلى أدنى حد (بالإضافة إلى تكاليف المعاملات) في عالم محدود المعلومات وعدم اليقين البيئي والانتهازية واللاعقلانية. تم استعمال تحليل تكلفة المعاملات لشرح الاندماج العامودي، والشركات المتعددة الجنسيات وحق الامتياز (unescwa، 2023) ان عدم اليقين البيئي والعقلانية المحدودة تؤدي إلى عقود غير مكتملة واتخاذ القرار سيكون دون المستوى. هذان العاملان يجعلان من المستحيل الحصول على عقود كاملة بشكل معلوماتي كما هو مقترح من قبل الاقتصاديات الكلاسيكية الجديدة، وفي حالة عدم وجود عقود كاملة، هناك احتمال أن يغمس كل من طرفي الصفقة في الانتهازية واستخراج الربوع الاقتصادية، وبالتالي، تصبح الثقة في المعاملات جزءاً حيوياً من العلاقة بين الطرفين، وتطرح تقنية Blockchain القدرة على التغلب على مشكلة الثقة باستخدام الخوارزميات الرياضية والشبكات اللامركزية (AHLUWALIA, MAHTO, & UERRERO, 2020, p. 6)

ان تقنية blockchain، تم تطويرها في البداية لتسجيل معاملات العملة الرقمية المشفرة (مثل Bitcoin) بطريقة مشفرة وأمنة وقابلة للتحقق ولا مركزية ومنخفضة التكلفة وبالتالي تقليل تكاليف التحقق وتكاليف الشبكات، وبالتالي، جعل المعاملات القائمة على blockchain أكثر فعالية من حيث التكلفة.

إن تطبيق تقنيات blockchain على مختلف الحملات المالية والمصرفية والتمويل الجماعي وسلسلة التوريد ووظائف الأعمال الأخرى على عملية تمويل المؤسسات الناشئة لها تأثير على تكاليف المعاملات والتي تشمل بالأساس:

- تكاليف البحث: يتم تكبد تكاليف البحث عندما يبحث أحد أطراف المعاملة عن الطرف المقابل؛
- تكاليف التحقق: يتم تكبد تكاليف التحقق للتحقق من أن الطرف المقابل المدرج في القائمة المختصرة لديه ما يلزم لإكمال المعاملة.
- تكاليف النقل: يتم تكبد تكاليف النقل عندما تتغير السلعة أو الخدمة المستبدلة؛
- تكاليف التتبع: يتم تكبد تكاليف التتبع لتتبع المعاملة وتتبع لحظة السلعة أو الخدمة إلى مكانها المحدد؛
- تكاليف النسخ المتماثل والتكاليف التعاقدية: يتم تكبد تكاليف النسخ والتعاقد لفحص العقد في المستقبل ولضمان صلاحيته للإجراءات المستقبلية.

إن تقنية blockchain يمكن ان تحسن تكاليف المعاملات من خلال بناء آلية ثقة أفضل في النظام، من خلال توفير وسائل للتحقق من المعاملات، وتقليل التكاليف المتعلقة بالوسطاء، وتبني تقنية Blockchain الثقة في الشبكة من خلال ضمان معاملة آمنة يمكن التحقق منها، لا تتطلب الطبيعة اللامركزية للتكنولوجيا أي ثقة في سلطة مركزية، يمكن الحد من الانتهازية في النظام من خلال الترميز من خلال وجود عقد ذكي يمكن التحقق منه، عند اكتمال الشروط الذكية، يمكن تخصيص الأصل للمستقبل، نظراً لأن الهياكل الأساسية في تقنية blockchain توفر جميع الخدمات المذكورة أعلاه، فقد تم التخلص من الحاجة إلى وسيط طرف ثالث للعمل كضمان أو ضمان للمعاملات (AHLUWALIA, MAHTO, & UERRERO, 2020, p. 11).

❖ البلوكتشن ودورها في تطوير وتمويل الشركات الناشئة

تساعد تقنية Blockchain في التغلب على عديد القيود، فيمكن بهايمن هيكلة المؤسسة الناشئة أو تطوير منتجاتها بحيث يتم ترميز المنتج أو المشروع الأساسي باستخدام blockchain. وتباع هذه الرموز المميزة للجمهور، على سبيل المثال من خلال حملات التمويل الجماعي. ويمكن أن تمثل هذه الرموز الطلبات المسبقة، حيث سيحصل العميل على المنتج عند تمويل المشروع، أو حتى يمكن أن تمثل حصة في رأس المال في الشركة. وقد أصبحت حصص الأسهم ممكنة الآن مع تنفيذ قانون "Jumpstart our Business Startups (JOBS)" لعام 2012 في الولايات المتحدة الذي يسمح لأصحاب المشاريع وأصحاب الأعمال الصغيرة بالمرونة لطلب الاستثمار من عامة الناس في كثير من الأحيان في شكل تمويل جماعي ويسمح القانون الجديد للشركات الناشئة بتقديم الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات مباشرة إلى المستهلكين طالما أنها تفي بمتطلبات تنظيمية محددة ومن ثم يمكن الآن أن تمثل الرموز المميزة بشكل قانوني حصة ملكية في الشركة، علاوة على ذلك، يمكن أن تحكم هذه الرموز الرقمية من خلال عقود ذكية تؤدي إلى إجراءات محددة عند استيفاء شروط معينة. على سبيل المثال، يمكن أن يشير الإكمال الناجح لمرحلة في تطوير المنتج أو المشروع إلى انخفاض في عدم اليقين وزيادة قيمة الرموز المميزة، وبالتالي فإنه يحفز المستثمرين الأوائل من خلال السماح لهم بالتجارة باستثماراتهم الأولية من أجل الربح، لم تكن مثل هذه الصفقات ممكنة في حملات التمويل الجماعي التقليدية، ويمكن أن تكون العقود الذكية شيئاً بسيطاً مثل عمل الرمز المميز كطلب مسبق، وعندما يكتمل التطوير والتصنيع، يتم تشغيل العقد الذكي، ويتم شحن المنتج النهائي لكل حامل رمز، تساعد تجارة الرموز أيضاً الشركة الناشئة على قياس اهتمام المستثمرين ودعمهم تماماً كما تساعد تحركات أسعار الأسهم في إدارة شركة عامة. علاوة على ذلك، يمكن أن تسمح هذه الرموز للمستثمرين بمراقبة تقدم الشركة الناشئة والتحكم فيها واتخاذ إجراءات تصحيحية بطرق مماثلة لمجلس الإدارة في شركة عامة، وبالتالي أن تقنية blockchain تمكن الشركات الناشئة والمستثمرين من إكمال تمويل وتطوير الشركة الناشئة بشكل أكثر فعالية (AHLUWALIA, MAHTO, & UERRERO, 2020, p. 16).

5.2. الاعتبارات القانونية والتنظيمية لتمويل الشركات الناشئة

من خلال هذا المحور نستعرض الاعتبارات التنظيمية والقانونية المرتبطة بالتمويل الجماعي وكذا البيتكوين كطرق بديلة لتمويل الشركات الناشئة، بحيث يخضع التمويل الجماعي والبيتكوين لأطر تنظيمية مختلفة، ويجب على رواد الأعمال والمستثمرين أن يكونوا على دراية بهذه اللوائح لتجنب المخاطر القانونية والتنظيمية، بالإضافة إلى ذلك، لا يزال الوضع القانوني للعمليات المشفرة يتطور في العديد من الأنظمة النقدية، وقد تواجه الشركات الناشئة التي تختار جمع الأموال من خلال العملات المشفرة تحديات قانونية إذا لم تمتثل للقوانين واللوائح المعمول بها.

❖ المخاطر المرتبطة بالتمويل الجماعي للشركات الناشئة

— الاحتيال: وهو أكبر تهديد لحملات التمويل الجماعي، مما يعني أن البعض قد يحاولون خداع الآخرين من خلال تقديم معلومات كاذبة أو وعود للحصول على أموال، وقد لا تعمل الطرق التقليدية لفرض السمعة والعواقب القانونية في سياق التمويل الجماعي بسبب إخفاء الهوية على الإنترنت وعدم جمع التبرعات المتكرر، ففي البيع التقليدي، يريد البائعون حماية سمعتهم وحسن نيتهم لأنهم يريدون عملاء دائمين. ومع ذلك، في التمويل الجماعي، قد لا تعمل الحوافز لتجنب السمعة السيئة بسبب عدم وجود ضمان لتكرار جمع التبرعات، وقد لا يكون الباحثون عن الأموال طالبين متكررين، ولكن المنصات ستكون كذلك. فستعمل المنصات على تجنب السمعة السيئة كسوق وتجنب المخططات

الاحتياطية، ويقومون بإجراء العناية اللازمة لكل مشروع وطوال الحملة للتأكد من شرعية المشروع، وقد ترتبط المنصات بالبنوك التي لديها خبرة في تقييم المشاريع الاحتياطية لمساعدتها على تحديد ومنع المخططات الاحتياطية، ويمكن للمنصات أن تقوم بترتيب الإفراج عن الأموال لمنشئ المشروع للتأكد من أنهم يحققون أهدافهم ويوفون بوعودهم قبل الإفراج عن جميع الأموال، كما يمكن للمنصات أيضا استخدام خدمات الضمان للاحتفاظ بالأموال حتى اكتمال المشروع، مما يضمن عدم إساءة استخدام الأموال أو سرقتها، وتلعب الأسواق أيضا دورا في منع الاحتيال، فيمكن للمستثمرين استخدام معرفتهم وخبراتهم الجماعية لتحديد الأنشطة الاحتياطية المحتملة والإبلاغ عنها إلى السلطات المختصة، وقد لا يكون الإنفاذ القانوني فعالا دائما في منع الاحتيال في التمويل الجماعي، وذلك لأن المبالغ الصغيرة التي يستثمرها المستثمرون الأفراد لا توفر لهم حافزا كافيا لرفع دعوى قضائية بتهمة الاحتيال أو خرق العقد. (Garry, 2015, p. 17)

— مخاطر الوفاء: وهو خطر أساسي يتعرض له المستهلكون من التمويل الجماعي المستند إلى التبرعات هو فقد تجمع بعض الشركات الأموال من خلال التمويل الجماعي دون التفكير في قضايا الإنتاج والشحن والضرائب والأساسيات الأخرى لنموذج أعمالها، وكانت هناك أيضا أمثلة على مخاطر الفشل الفني، والتي تتضمن عادة البيع المسبق للبرامج، في هذه الحالات، تلقت الشركات أموالا مقابل منتجات كانت تنوي تصنيعها، لكن المشاكل التقنية منعتهم من شحن المنتج ومن هنا يصعب على المانحين التمييز بين "نية الإنتاج" و"القدرة على الإنتاج"، لذلك يجب مراجعة سياسات المنصات لتحديد المسؤول عن التعامل مع المبالغ المستردة الجزئية أو الهدايا البديلة.

— الضرائب: ان التمويل الجماعي وسيلة لتلقي عوائد، وبالتالي فإن التمويل الجماعي يخضع للضرائب، ففي دول الاتحاد الأوروبي مثلا، هناك ثلاثة مجالات رئيسية للضرائب تفرض على التمويل الجماعي: - ضريبة المبيعات أو ضرائب القيمة المضافة - ضريبة الدخل - ضريبة الأرباح الرأسمالية (David & Karsten, 2011, p. 27) والأشكال هنا بالنسبة لمنصات التمويل الجماعي هو عدم استفادتها من الائتمان أو النييزات الضريبية كون ان بعض حملاتها عبارة عن تبرعات وهناك من الدول من يعطي هذا الانر على حملات التبرع. ومع ذلك، قد لا تتمكن من القيام بذلك لأن منصات التمويل الجماعي غالبا ما تكون منظمات ربحية وتتقاضى رسوما تؤثر هذه التخفيضات الضريبية على المشاريع والابتكارات التي يتم تمويلها. أيضا في العديد من البلدان، يختلف الإعفاء الضريبي حاليا اعتمادا على ما إذا كانت الشركات تمول أبحاثها وتطويرها من خلال الأرباح أو الأسهم أو الديون، قد تؤثر هذه المعالجات الضريبية المتباينة على الطلب على الأموال وكيف يتطور التمويل الجماعي، وكيف يؤثر المستثمرون والباحثون عن التمويل حملاتهم (Garry, 2015, p. 19).

— عدم الكفاءة: بصرف النظر عن الاحتيال المتعمد، قد تفشل المشاريع عن غير قصد لأن رواد الأعمال غير أكفاء أو أخطأوا في معايرة مشاريعهم. إن حكمة الجماهير ونموذج "كل شيء أو لا شيء" تخفف من مشكلات عدم الكفاءة لأن الحشد ينجذب نحو المشاريع التي ترسل الإشارات الصحيحة ويجب أن يدرك عدد كافٍ من المستثمرين نفس الإشارات حتى يصبح المشروع قابلا للتطبيق (104)، كما هو الحال مع الاحتيال، فإن مستوى الاستثمار من الأصدقاء والعائلة يرسل إشارات حول جودة رائد الأعمال. (Garry, 2015, p. 18)

❖ التمويل الجماعي وحماية المستثمرين

تتم معظم حملات التمويل الجماعي في الصناعات الإبداعية في أشكال التمويل الجماعي القائم على التبرعات إلى جانب المكافآت غير المالية، مثل الأقراص المدمجة أو القمصان، ومع ذلك، يستخدم التمويل الجماعي أيضا لوصف العمليات المختلفة التي تدعو المستثمرين المحتملين إلى البدء والتمويل المبكر للشركات. فهنا يمكن للشركات الناشئة عرض

دراسة الجدوى الخاصة بهم، وأحيانا يتم تطبيق مصطلح التمويل الجماعي أيضا على هذه العمليات، إلا أنها لا تمثل تحديات جديدة للتشريعات، لأنها ببساطة تسهل الاستثمار التقليدي في الشركات الناشئة ولا تتحمل أي مسؤولية عن أي من علاقات العمل التي تنشأ في الحدث (David & Karsten, 2011, pp. 28-29).

❖ موقف السلطات المالية من تمويل الشركات الناشئة عن طريق العملات المشفرة

بالنظر الى التطور في استخدام العملات الافتراضية، كان من اللازم على السلطات النقدية والمالية العمل على تحديد الاطار القانوني لهذه المعاملات، بما في ذلك استخدامها في تمويل الشركات الناشئة، وقد قامت العديد من الأقطار باستصدار تحذيرات بشأن المخاطر التي يوجهها مستخدمي العملات الافتراضية، وبالأخص غسل الأموال، تمويل الإرهاب والاحتيال، لكن ما يلاحظ انه لا اجماع حول طبيعة تدخل المشرع، فثقت اعتبرت بعض البلدان ان تنظيم الموضوع قد يفهم منه انه بمثابة تشريع، وبالتالي تشجيع استخدام العملات المشفرة، وحذرت بلدان على غرار ألمانيا، كندا، مستخدمي البيتكوين من أنهم يتصرفون على مسؤوليتهم الخاصة، كما تبنت فرنسا منهجا ليبراليا حذرا من خلال عدم حظر العملات المشفرة ولكن من خلال اخضاع المنصات للقانون المؤطر لخدمة الدفع، اما البنك المركزي الأوروبي فبالرغم من تشجعه لتقنية "البلوكتشن" فانه لا يشاطر نفس الرؤية فيما يتعلق بالبيتكوين، من جانبها إرادة اللجنة الأوروبية، تعزيز القيود المفروضة على مشغلي العملة المشفرة عن طريق تعميم الضوابط التي يتم تطبيقها على المشاركين على غرار تلك المطبقة على البنوك، وفي الولايات المتحدة الأمريكية وعقب افتتاح لجنة العملات المشفرة في مجلس الشيوخ، اعلن الاحتياطي الفدرالي انه ليس الجهة الأفضل للاشراف او تنظيم هذا النوع من العملات (العربية، 2019، صفحة 11)

ان الهدف من تقنية blockchain هو السماح بتبادل لامركزي للأموال أي لا يجب أن يمر عبر البنوك أو الكيانات الحكومية فعندما تقوم بتحويل الأموال إلى صديق باستخدام الوسائل التقليدية، على سبيل المثال، تتم المعاملة بالكامل من خلال بنك أو اتحاد ائتماني أو مؤسسة مالية أخرى مع blockchain، يتم التخلص من وجود المؤسسة المالية تماما. في حين أن التبادل البسيط للعملة يمكن أن يفلت من تحريره في بعض الحالات، فإن الاستثمار قصة مختلفة، نظرا للمخاطر الكامنة في الاستثمار واحتمالية عمليات الاحتيال، ويتم تنظيم الاستثمار بشكل كبير من قبل معظم الحكومات بطريقة أو بأخرى. نظرا لأن STO عبارة عن استثمار مدعوم من blockchain، فقد وضعت العديد من الحكومات مثل الولايات المتحدة وسويسرا لوائح بشأن هذه الاستثمارات. (Streltsoff, 2019)

3. خاتمة:

بالإضافة إلى التمويل الجماعي والعملات المشفرة، يمكننا أيضا أن نتوقع رؤية التطور المستمر لنماذج التمويل التقليدية عبر ما تقدمه الهندسة المالية، مثل رأس المال الاستثماري والاستثمار الملائكي. من المرجح أن تستمر هذه النماذج في لعب دور مهم في تمويل الشركات الناشئة، لا سيما للشركات عالية النمو في صناعات مثل التكنولوجيا والتكنولوجيا الحيوية.

بشكل عام، من المرجح أن يتشكل مستقبل تمويل الشركات الناشئة من خلال مزيج من التقنيات الجديدة ونماذج التمويل، فضلا عن التطور المستمر لمصادر التمويل التقليدية، إن رواد الأعمال الذين يبقون على اطلاع دائم بهذه الاتجاهات وقادرون على تكييف استراتيجيات التمويل الخاصة بهم وفقا لذلك سيكونون في وضع جيد للنجاح في السنوات القادمة.

وقد توصلنا الى النتائج التالية:

- إن التمويل الجماعي أداة قيمة للشركات الناشئة التي تتطلع إلى مواجهة التحديات المالية وتأمين التمويل الذي تحتاجه للنمو والنجاح؛
- إن التمويل الجماعي ليس حلا واحدا يناسب جميع الشركات الناشئة، فيجب عليها النظر بعناية الى احتياجاتها وأهدافها المحددة عند اتخاذ قرار بشأن متابعة التمويل الجماعي كاستراتيجية تمويل؛
- يتطلب إطلاق حملة تمويل جماعي ناجحة التخطيط الدقيق والتنفيذ، بالإضافة إلى فهم واضح للاعتبارات القانونية والأخلاقية؛
- لا يمكن للشركات الناشئة التي تستفيد من التمويل الجماعي بنجاح زيادة رأس المال فحسب، بل يمكنها أيضا بناء مجتمع من المؤيدين والمدافعين الذين يمكنهم المساعدة في دفع نموها ونجاحها؛
- بشكل عام، تلعب منصات التمويل الجماعي دورا مهما في النظام البيئي للشركات الناشئة، حيث توفر مصدرا جديدا للتمويل وإضفاء الطابع الديمقراطي للوصول إلى رأس المال للمشاريع في المرحلة المبكرة. ومع ذلك، يجب على الشركات الناشئة التعامل مع التمويل الجماعي باستراتيجية واضحة وفهم للمخاطر والفوائد التي ينطوي عليها ذلك.
- على الرغم من أن التمويل الجماعي بالعملات المشفرة لا يزال صناعة ناشئة، إلا أن المستقبل يبدو بالتأكيد مشرقا للمشاريع الممولة من المجتمع حيث يستمر الجيل القادم من الإنترنت في النمو.

4. قائمة المراجع:

1. Ahmad, S., & Firas, R. (2016, 08 29). Solving the Financial Barriers of New Innovative Startups in Jordan. (C. C. Education, Ed.) The Journal of Men's Studies, 06(03), 106-113. doi:10.5539/JMS.V6N3P106
2. AHLUWALIA, S., MAHTO, R., & UERRERO, M. (2020, 02). lockchain technology and startup financing: A transaction cost economics perspective. Technological Forecasting and Social Change, 151. doi:DOI: 10.1016/j.techfore.2019.119854
3. Aija, V. (2018, 09 18). Start-ups – an element for economic growth and innovativeness. (R. A. Technologies, Ed.) Latgale National Economy Research, 1(10), 159-167. doi: doi={ 10.17770/LNER2018VOL1.10.3458 }
4. Alina, D. (2015). Business angel investments: risks and opportunities. (E. Ltd., Ed.) Procedia - Social and Behavioral Sciences, 280-289. Retrieved 07 28, 2023, from <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>.
5. Benjamin, V. (2023, 05 10). What Is an Initial Exchange Offering (IEO) and How It Differs From ICO? Retrieved 08 01, 2023, from cryptopotato.com: <https://cryptopotato.com/what-is-an-initial-exchange-offering-ieo-and-how-it-differs-from-ico/#>
6. Candice, G. (2023, 01 13). What Challenges Do Startups Face And How Can You Overcome Them? (forbes, Editor, & forbes, Producer) Retrieved 07 27, 2023, from [forbes](https://www.forbes.com/sites/theyec/2023/01/13/what-challenges-do-startups-face-and-how-can-you-overcome-them/?sh=253c115a772c): <https://www.forbes.com/sites/theyec/2023/01/13/what-challenges-do-startups-face-and-how-can-you-overcome-them/?sh=253c115a772c>
7. Damilola , L. (2023, 05 09). 4 Innovative Methods of Funding Your Blockchain Startup. Retrieved 08 01, 2023, from [cryptopolitan.com](https://www.cryptopolitan.com/): https://www.cryptopolitan.com/4-proven-methods-fundingr-blockchaistartup/#Security_Token_Offering_STO
8. David, R., & Karsten, W. (2011). Crowdfunding Schemes in Europe. [europen expert network on cultur](https://www.europecrowdfunder.com/).
9. DMYTRO , S. (2023, 01 06). 7 Decentralized Platforms for Cryptocurrency Crowdfunding. Retrieved 06 04, 2023, from [makeuseof](https://www.makeuseof.com/decentralized-platforms-crypto-crowdfunding/): <https://www.makeuseof.com/decentralized-platforms-crypto-crowdfunding/>

10. ERICA, D. S. (2022, 12 01). What's the Difference Between a Startup and a Small Business? Retrieved 08 03, 2023, from entrepreneur.com:
<https://www.entrepreneur.com/starting-a-business/whats-the-difference-between-a-startup-and-a-small/439411>
11. fastercapital. (2023, 03 18). The Benefits of Market Financing for Startups. Retrieved 07 28, 2023, from fastercapital.com: <https://fastercapital.com/content/The-Benefits-of-Market-Financing-for-Startups.html>
12. fastercapital. (2023, 03 22). The Challenge of Finding Funding for Startups. Retrieved 07 27, 2023, from fastercapital.com: <https://fastercapital.com/content/The-Challenge-of-Finding-Funding-for-Startups.html>
13. fastercapital.com. (2023, 03 02). Funding your blockchain startup options. Récupéré sur fastercapital.com: <https://fastercapital.com/content/Funding-your-blockchain-startup--options.html>
14. Garry, G. A. (2015). Understanding Crowdfunding and its Regulations How can Crowdfunding help ICT Innovation? Institute for Prospective Technological Studies, Joint Research Centre. Spain: European Commission. Retrieved 08 02, 2023, from <https://ec.europa.eu/jrc/en/institutes/ipts>
15. Kateryna, K., & Lyudmila, P. (2021, 01 01). The importance of startups in entrepreneurship. (I. U. Law, Ed.) 63(2), 110-114. doi:doi: 10.32847/BUSINESS-NAVIGATOR.63-19
16. Marina , K. Č., Jelena, H., & Maja , L. (2014). ANALYSIS OF FINANCING SOURCES FOR START-UP COMPANIES. Management, 19(02), 19-44. Retrieved from <https://hrcak.srce.hr/133218>
17. Mariam, S., & Muhammad , A. (2023, 06 30). CHALLENGES FACED BY STARTUPS IN ACCESSING EXTERNAL FINANCING. International Journal of Business and Management Sciences, 04(02), 193-202. Retrieved 07 27, 2023, from <https://www.ijbms.org/index.php/ijbms/article/view/416>
18. Melissa , C. (2017). Crowdfunding as a Financing Resource for Small Businesses. (W. University, Éd.)
19. Mihaela, H. (2017). Financing Small Businesses: From Venture Capital to Crowdfunding. (Sciendo, Ed.) Studies in Business and Economics, 12(02), 63-69. doi:10.1515/SBE-2017-0022
20. Pasumarti, S., & Patnaik, A. (2020, 05-06). Challenges in Attaining Bank Finance for Startups. Test Engineering and Management, 83, 8768 - 8777.
21. Rebecca, B., & Benjamin, C. (2023, 06 08). Understanding Venture Capital. Retrieved 07 27, 2023, from forbes.com: <https://www.forbes.com/advisor/investing/venture-capital/>
22. Rotem , S. (2020). Crowdfunding Models, Strategies, and Choices Between Them. In: Shneor, R., Zhao, L., Flåten, BT. (eds) Advances in Crowdfunding. Palgrave Macmillan, Cham. Norway: Rotem Shneor, Liang Zhao, Bjørn-Tore Flåten. doi:https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0_2
23. SCHÜCKES, M., & GUTMANN, T. (2021). Why do startups pursue initial coin offerings (ICOs)? the role of economic drivers and social identity on funding choice. (sprenger, Ed.) Small Business Economics, 57(2), 1027-1052. doi:<https://doi.org/10.1007/s11187-020-00337-9>
24. Streltsoff, D. (2019, 02 19). Funding your start-up with an STO? Retrieved 08 01, 2023, from linkedin.com: <https://www.linkedin.com/pulse/funding-your-start-up-sto-david-streltsoff>
25. unescwa. (2023, 07 30). Transaction costs. Récupéré sur unescwa: <https://www.unescwa.org/sd-glossary/transaction-costs>
26. امير، ع. خ.، هدير، خ. ع.، & بشرى، م. ع. (2019). الهيكل المالي لشركات التمويل الجماعي وأثره في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة بحث تحليلي لشركة Lending Club. مجلة جامعة كربلاء. 17(1), 353-364.
27. زوبر، ب. (2020). تحديات التمويل الجماعي المتوافق مع الشريعة دراسة حالة منصة "شكرة". الممجة الدولية للمالية الريادية , 3(1), 4.

28. فادي، ت. (2023). التمويل التشاركي crowdfunding باستخدام البلوك تشين (blockchain) وفقا للنظام القانوني الاماراتي). ن. ق. مصر (Éd.)، المجلة الدولية للفقهاء والقضاء والتشريع (DOI:10.21608/IJDJL.2022.170833.1181: 97-143, 4(1) ,
29. فريق عمل الاستقرار المالي في الدول العربية. (2019). مخاطر وتداعيات العملات المشفرة على القطاع المالي. صندوق النقد العربي، امانة مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، ابوظبي-الامارات.
30. لامية، ع & مسعود امير، م. (2021). التمويل الجماعي اداة مستحدثة في الجزائر لتمويل المشاريع الريادية (عرض تجارب تمويل المؤسسات الناشئة عن طريق التمويل الجماعي الناجحة عالميا مع الاشارة الى نموذج الجزائر). مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة. 05(02), 119-136.
31. هبة، ع.، رامي، ع & انور، ع. (2021). مرصد التقنيات المالية الحديثة في الدول العربية: منصات التمويل الجماعي. ابوظبي: صندوق النقد العربي.