

The Financial Structure of the CrowdFunding Companies And Its Impact On The Volume Of Financing Granted to SMEs

Analytical research of Lending Club

الهيكل المالي لشركات التمويل الجماعي وأثره في حجم التمويل الممنوح للمشاريع
الصغيرة والمتوسطة

بحث تحليلي لشركة Lending Club

م.د. امير علي خليل م.د. هدير خيون عاشور

جامعة كربلاء/ كلية الإدارة والاقتصاد

م.د. بشرى محمد علوان

جامعة كربلاء/ كلية التربية للعلوم الانسانية

المستخلص

يهدف البحث الى تحليل مكونات الهيكل المالي لأحدى شركات التمويل الجماعي والتعرف ما إذا كان التغيير في تكوين الهيكل المالي للشركة قد يؤثر في حجم تمويلها للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، إذ تم قياس درجة الرافعة المالية ونسبة الهيكل المالي الى حجم التمويل الممنوح للمدة من 2014 ولغاية الربع الثالث من عام 2018، واختيرت شركة Lending Club مكان اختبار لنموذج البحث وذلك كونها من أقدم شركات التمويل الجماعي العاملة في الولايات المتحدة الأمريكية وهي مرخصة من لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC)، كما وتتداول أسهمها المصدرة في السوق الموازية (ناسداك). وافترض البحث فرضية رئيسية واحده مفادها (لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمكونات الهيكل المالي في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة). وكانت أبرز الاستنتاجات الى ان الهيكل المالي لشركات التمويل الجماعي ليس له أثر معنوي في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة. اما اهم التوصيات فكانت التأكيد على ضرورة وضع تشريعات تحدد سقف لحجم مديونية شركات التمويل الجماعي يراعي خصوصيتها وفلسفة عملها. الكلمات الأساسية: الهيكل المالي، التمويل الجماعي، منصات الانترنت، المشاريع الصغيرة والمتوسطة

Abstract

The research aims to analyze the financial structure of CrowdFunding Company and to determine whether the change in the structure of the financial structure of the company may affect the volume of financing for SMEs. Measurement of Leverage and ratio of financial structure to the volume of funding granted for the period from 2014 until the third quarter of 2018, Lending Club as a test company for the research model as one of the oldest CrowdFunding companies operating in the United States. The Securities and Exchange Commission (SEC) licenses it and its shares rating on the NASDAQ market. The research assumes one main hypothesis: (There is no statistically significant effect of the components of the financial structure in the volume of funding granted to SMEs). The main result were that the financial structure of the CrowdFunding companies had no significant impact on the volume of financing granted to SMEs. The most important recommendations were to emphasize the need to develop legislation that sets a ceiling on the volume of the indebtedness of CrowdFunding companies taking into account their privacy and philosophy of work.

Keywords: financial structure, CrowdFunding, online platforms, SMEs

1. المقدمة Introduction

يقصد بالتمويل الجماعي عملية جمع الأموال عن طريق عدد كبير من الافراد بواسطة منصات رقمية مرخصة لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة (SMEs)، وبالرغم من أن المشروعات الصغيرة والمتوسطة تعد المحرك الرئيس لاقتصاديات الدول، وتصنف كواحدة من أهم آليات التوجه الاستراتيجي لدعم الهيكل الإنتاجي والتجاري الا ان طلبات التمويل التي تقدمها غالباً ما ترفض من قبل مؤسسات الاقراض والمصارف التقليدية بسبب طبيعتها موجوداتها وأصولها المحدودة، أو لعدم وجود سجل مؤكد لعمليات الشركة المالية، مما يصعب على هذه الشركات القيام بأعمالها التجارية، بالإضافة إلى شروط التمويل الباهظة وغير المرنة.

ان الهيكل المالي في شركات التمويل الجماعي Crowdfunding مختلف نوعاً ما عن المؤسسات المالية والمصرفية التقليدية من حيث مزيج التمويل ودرجة الرافعة المالية، كون الشركة لا تعتمد بشكل كبير على مصادر اموالها كحال الشركات التقليدية، اذ من الممكن ان يكون مجموع هيكلها المالي (1) مليون دولار الا ان حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة (SMEs) عبر منصتها قد يتجاوز (5) مليون دولار، ذلك كون شركة التمويل الجماعي Crowdfunding تنظم عملية جمع الأموال بواسطة عدد كبير من الافراد باستخدام منصات الانترنت online Platform ويكون اختيار المشروع عبر منصتها بحسب رغبة الافراد الممولين، و يتشارك ثلاثة أطراف في التمويل الجماعي Crowdfunding سواء كان بحقوق الملكية أو القروض الاستثمارية وهي: (الشركات التي ترغب في الحصول على الأموال، منصة التمويل الجماعي نفسها، الاشخاص المهتمون بتوفير الأموال)، وتحصل شركة التمويل الجماعي مقابل ذلك عمولة عن خدمة تقييم مخاطر كل مشروع فضلاً عن الأمور التنظيمية والإدارية. ونظراً لقيام شركة Lending Club بالميل الى الاقتراض بشكل كبير جداً ومشاركة الافراد الذين يوفرون الأموال اللازمة لتمويل المشاريع بهدف زيادة الأرباح، انطلق هذا البحث الى تحليل الهيكل المالي للشركة عن طريق قياس الرافعة المالية ومعرفة درجة تأثيره في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة (SMEs).

2. مراجعة الادبيات

1.1.2 الهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه

تتجلى أهمية الهيكل المالي في محاولة الوصول الى المزيج الأمثل بين قنوات التمويل لغرض الوصول الى اقل تكلفة ممكنة للحصول على الأموال، وفي الحقيقة من الصعب الوصول الى مثل هذا المزيج اذ غالباً ما تكون تكلفة الحصول على الأموال بمعدل غير ثابت ومتغير بين فترة وأخرى للشركة الواحدة نتيجة تغير العوامل التي تدخل في تركيب الهيكل المالي، وتتمثل بنية الهيكل المالي للشركات بمزيج من الديون والأسهم التي تستخدمها الشركات في تعزيز عملياتها، ومن هنا فإن المدير المالي لديه شاغلين في هذا المجال. الاول كم يجب أن تقترض الشركة لتحقيق المزيج الأفضل من الديون-حقوق الملكية؟ الثاني، ما هي أقل مصادر التمويل تكلفة بالنسبة إلى الشركة؟ (Ross,etal,2008 : 4).

ولمعرفة ذلك يجب الاخذ بنظر الاعتبار مجموعة من العوامل تؤثر في مزيج الهيكل المالي للشركات والتي على المدراء الماليين معرفتها، من اهمها: (Sekar & Ramya,2014:446)

أ- مخاطر العمل Business Risk

مخاطر العمل هي إمكانية أن تحقق الشركة أرباحاً أقل من المتوقع أو أن تتعرض لخسارة بدلاً من جني الأرباح. وتتأثر مخاطر العمل بالعديد من العوامل، بما في ذلك حجم النشاط، التكاليف التشغيلية، المنافسة، المناخ الاقتصادي العام والتشريعات الحكومية. اذ كلما زادت نسبة دين الى اجمالي الموجودات انخفضت قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية، بمعنى اخر ان مخاطر الأعمال هي المخاطر الأساسية الناتجة من عمليات الشركة، اذ كلما زادت مخاطر العمل انخفضت نسبة الدين الأمثل.

ب- الضرائب المفروضة على الشركة Company's Tax Exposure

مدفوعات الديون هي معفاة من الضرائب، اي إذا كان معدل ضريبة الشركة مرتفع فأنها تعتمد على استخدام الدين كوسيلة لتمويل مشاريعها كونه يوفر الحماية من الضرائب لجزء من دخل الشركة. اما في شركات التمويل الجماعي فخضوع أرباح الشركة الى الضرائب يختلف بحسب نموذج التمويل الجماعي، فلا ضرائب على نموذج التمويل المعتمد على التبرع او على المكافئة، اما باقي نماذج التمويل والمتمثلة بالتمويل المعتمد على الدين او على الملكية فتكون الأرباح المتحققة من كلا النموذجين خاضعة للضرائب.

ج- المرونة المالية Financial Flexibility

اي قدرة الشركة على زيادة رأس المال في الأوقات العصيبة. فعندما تحقق الشركة إيرادات ضخمة في الأوقات الجيدة فإن عملية زيادة رأس المال ليست صعبة. كون مركزها المالي جيد، الا انه في حال كون الشركة مثقلة في الديون فهنا تكمن الصعوبة في زيادة التمويل عن طريق الدين واللجوء الى طرق تمويل اخرى.

د- أسلوب الإدارة Management Style

تتراوح أساليب الإدارة من أسلوب مغامر إلى أسلوب محافظ. فالأسلوب المحافظ هو أقل ميلاً لاستخدام الدين كوسيلة للتمويل وزيادة الأرباح، بينما الإدارة المغامرة قد ترغب بتحقيق نمو سريع للشركة من خلال استخدام كميات كبيرة من الديون لزيادة معدل النمو في ربحية السهم الواحد (EPS).

٥- معدل النمو Growth Rate

الشركات التي هي في مرحلة النمو ترغب عادة بتمويل هذا النمو من خلال الديون، واقتراض الاموال لتحقيق نمو أسرع. الا ان الصراع الذي ينشأ من هذا الأسلوب هو أن إيرادات شركات النمو عادة ما تكون غير مستقرة وغير مؤكدة. وان الديون المرتفعة عادة ما تكون غير مناسبة لارتفاع معدل الخطر المرافق لها.

و- ظروف السوق Market Conditions

يمكن أن يكون لها تأثير كبير على حالة الهيكل المالي للشركة. فإذا كان السوق مُجهد فهذا يعني المستثمرين يحولون دون حصول الشركات على رأس المال بسبب مخاوف السوق وقد ينتج عن ذلك ارتفاع اسعار الفائدة على الاقتراض بشكل أعلى مما تريده الشركة.

2.2. التمويل الجماعي Crowdfunding

تعد شركات التمويل الجماعي ناشئة تقدم خدمات التمويل والاستثمار بخيارات متعددة لتلبي احتياجات الافراد والشركات الصغيرة والمتوسطة، ويرجع اصل التمويل الجماعي الى مفهوم التعهد الجماعي، وهو المفهوم الاوسع لفكرة تحقيق هدف معين من خلال تلقي مساهمات صغيرة من العديد من الأطراف والاستفادة منها ، اذ شاركت العديد من المنتديات في انشطة التمويل الجماعي على الرغم من انها لم تسميها في الواقع بالتمويل الجماعي على سبيل المثال في المناطق الريفية يتبرع الافراد ببعض الاموال لبناء جسر يربط بين القرى والمدسة اذ يعتبر هذا شكل من اشكال التمويل الجماعي، وبالتالي يمكن القول ان التمويل الجماعي موجود منذ زمن بعيد الا انه اخذ يتطور خاصة مع ظهور التكنولوجيا اذ اخذ اشكالا مختلفة عبر مواقع التواصل الاجتماعي المعروفة مثل الفيس بوك و تويتر وغيرها من اجل زيادة رأس المال لمشروع تجاري (Kabal,2017:182) ، واكتسب التمويل الجماعي الشهرة في الولايات المتحدة الامريكية عندما أطلقت مبرمجة الكمبيوتر في بوسطن بريان كاميليو Brian Camelio مشروع ArtistShare عام 2003. كما أنها بدأت موقع على شبكة الانترنت تمكن اصحاب المواهب جمع التبرعات من مشجعيهم لتحقيق مشاريعهم، وتطورت هذه الحملة لتصبح منصة لجمع تبرعات تمويل مشاريع التصوير الفوتوغرافي والأفلام القصيرة ومصممي الأزياء ومبرمجي التطبيقات الالكترونية وغيرها. (Freedman&Nutting,2015:1)

اذ تتمثل الفكرة الاساسية للتمويل الجماعي في تمويل مشروع من قبل مجموعة من الافراد بدلا من المصارف والتي تعمل كوسيط بين اولئك الذين لديهم والذين يحتاجون الى الاموال اذ يقوم الافراد بتمويل الاستثمارات بشكل غير مباشر من خلال مدخراتهم، اما في التمويل الجماعي فيعمل الافراد بدون وسيط في جمع الاموال (Rossi, 2014:8). وعرف التمويل الجماعي على انه منصات مفتوحة عبر الانترنت تهدف الى الجمع بين الافراد أصحاب المدخرات والافراد الراغبين في تمويل مشاريعهم الصغيرة والمتوسطة (Schwienbacher&Larralde, 2010:4). او هو عملية يقوم بها طرف واحد يطلب ويستلم الاموال والموارد الاخرى من العديد من الافراد لتمويل منتج او مشروع محدد مقابل عائد نقدي او غير نقدي على الاستثمار (Lau&Chew,2016:118).

ويعد التمويل الجماعي جذابا لأصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة ليس لأنه يوفر الأموال فحسب ولكن ايضا يعد بمثابة اداة للتسويق عن مشاريعهم القائمة او المقترحة. والحكومات تقدر هذا المدخل لإثارة الايجابية على الاقتصاد من خلال خلق فرص عمل وتعزيز الابتكارات وبالتالي انعاش الاقتصاد اذ يعود بالفائدة على اصحاب المشاريع والمستثمرين والحكومات (Valancien&Jegeleviciute,2013:39). ويمكن تحديد تسعة أنواع من المخاطر التي تواجه صناعة التمويل الجماعي او ما تعرف بمنصات التمويل بين الافراد peer to peer هي:

أ- ضعف آلية التحقق من الوضع الائتماني للمقترض

ب- لا توجد وساطة وطرف ضامن

ج- ضعف السداد في الوقت المناسب

د- ضعف السيولة ودرجة الشفافية

هـ- امكانية الفشل التشغيلي والفني

و- المخاطر القانونية والرافعة المالية والمخاطر الأخلاقية.

الا انه بالرغم من ذلك فإن مخاطر الائتمان تعد أهم المخاطر التي يمكن السيطرة عليها في هذه المنصات الكترونية، وان عملية التحقق من الوضع الائتماني هو جوهر عمل شركات التمويل الجماعي التي تتمثل بمنصات الإقراض الالكترونية عبر الإنترنت (Chen, 2012:1136)، لذا هناك جملة من الامور التنظيمية الرئيسية التي يجب الاخذ بها والتي تخص التمويل الجماعي او منصات الإقراض بين الافراد P2P ، من أهمها: (Mills & McCarthy,2014:55)

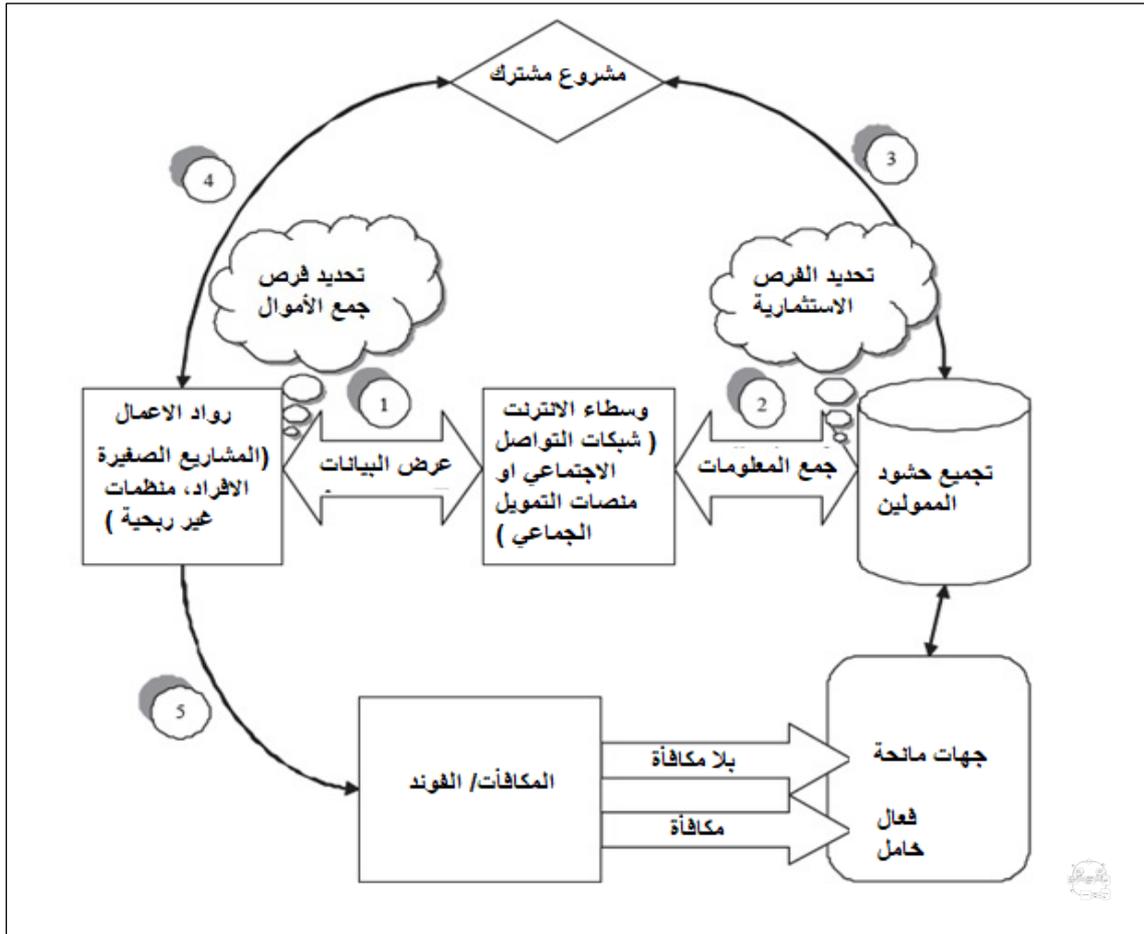
❖ الشفافية والافصاح فيما يتعلق بشروط صفقة الإقراض وتحديد الرسوم بشكل علني قبل الشروع بعملية الترويج للمشروع وجمع الاموال.

❖ توحيد الرقابة والمتابعة، كون تداخل الرقابة التنظيمية لعدة جهات يسبب ضعف في حماية الممول والمقترض، لذا يجب توحيد الرقابة التنظيمية في إطار هيئة تنظيمية واحده لمنع تداخل الصلاحيات الرقابية.

❖ وضع إرشادات لتعليم المقترضين من أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة، اذ يفتقر قسم منهم الى الخبرة المالية وخيارات التمويل المتاحة.

1.2.2. كيف يعمل التمويل الجماعي ؟

يمكن توضيح عمل التمويل الجماعي من خلال مخطط مبسط لأداء عمل التمويل الجماعي الذي يحدد الجهات الفاعلة ودوافعها، ويقصد بالجهات الفاعلة رواد الاعمال من جهة وحشود الممولين من جهة اخرى ومنصات التمويل التي يتم التواصل من خلالها ، اذ ان التمويل الجماعي يتطلب تعاونا وثيقا بين ثلاثة انواع من المشاركين لكل واحد منهم مهمته التي تقوده الى تحقيق الهدف المنشود . ويمكن توضيح طريقة عمل التمويل الجماعي خطوة بخطوة (Golic,2014:43-45)



شكل(1)آلية عمل التمويل الجماعي

Source: Golic, Zorica, Advantages Of Crowdfunding As An Alternative Source Of Financing Of Small and Medium-Sized Enterprises, Proceedings of the Faculty of Economics in East Sarajevo, 2014, p:43.

الخطوة الاولى: يحدد صاحب المشروع فرصة لجمع الاموال لتمويل المشروع عن طريق التمويل الجماعي: عندما يكون لدى رواد الاعمال مشاريع مهمه واعدة وافكار تجارية مبتكرة وليس لديهم امكانية لتمويلها من المصادر التقليدية، الا انهم يدركون فرصة تحقيق مشاريعهم عن طريق التمويل الجماعي ويرسلون دعوة الى منصات التمويل الجماعي لجمع الأموال اللازمة لتمويل المشروع، على ان يقدموا في هذه المرحلة معلومات اقتصادية حول مشاريعهم الى منصة التمويل الجماعي لتوفير الوقت والمال اللذين يعدان عنصران مهمان للغاية لأصحاب المشروع.

الخطوة الثانية: يحدد المتعهد الفرصة للاستثمار من خلال التمويل الجماعي: المستثمرون /المتعهدون مستعدون لدعم الافكار الجديدة والبحث عن المشاريع المثيرة للاهتمام والتي يمكن ان يشاركون فيها وتكون مفيدة لهم، ففي هذه المرحلة عادة ما يستخدمون منصات التمويل لجمع المعلومات عن المشاريع المطروحة وتوسيع معارفهم ومهاراتهم ليكونوا مستعدين لتقديم الدعم من خلال تبادل آرائهم وافكارهم وخبراتهم مع اصحاب المشروع.

الخطوة الثالثة: اتخاذ القرارات الخاصة بالتمويل /الاستثمار: بعد إدراك المتبرعون بفرص الاستثمار عن طريق التمويل الجماعي يحددون المشروع الذي يمكن ان يشاركوا فيه لمعرفةهم بالتغيير والابداع الذي يمكن ان يحققه هذا المشروع ومن ثم يقررون مساعدته باتخاذ قراراتهم الخاصة بالتمويل.

الخطوة الرابعة: تنفيذ المشروع: عند جمع الاموال الكافية بواسطة منصات التمويل الجماعي واتخاذ القرار الخاص بتمويل المشروع يبدأ اصحاب المشروع بتنفيذ المشروع.

الخطوة الخامسة: المكافأة: المكافآت في التمويل الجماعي يمكن ان تكون مالية او غير مالية، فقد يدفع الممولون مدخراتهم لتمويل مشروع ما بدافع الايثار ولي الاستثمار نظرا لشعورهم بالرضا الشخصي في دعم المشروع.

2.2.2. مزايا التمويل الجماعي

يحقق التمويل الجماعي العديد من المزايا من أهمها: (Sadzius&Sadzius,2017:54-55)

- أ- توفير الأموال اللازمة للمشاركة الصغيرة والمتوسطة: يمنح التمويل الجماعي فرصة للأفراد لتمويل مشاريعهم عندما تكون مصادر الأموال الأخرى غير متوفرة، على سبيل المثال إذا لم يكن من الممكن تأمين قرض مصرفي من الاسهل ان تساهم مجموعة من الافراد في جزء صغير من الاموال المخصصة للمشروع بدلا من ان يقدم المصرف قرضا ويخاطر بمبالغ كبيرة.
- ب- كفاءة الوقت: يعد التمويل الجماعي طريقة سريعة لجمع الاموال خلافا للقروض المصرفية والتي تتطلب مدة اطول للحصول على الأموال كون المؤسسات المالية والمصرفية التقليدية هي أكثر تعقيد في عملية تقييم المخاطر الائتمانية للمقترض (صاحب المشروع) كما انها تمول المشروع بالكامل على عكس منصات التمويل الجماعي اذ قد يمول المشروع الصغير مئات الافراد وبمبالغ بسيطة لكل منهم.

ج- 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.

د- 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.

هـ- ولاء المستثمرين: عادة ما يصبح الافراد الذين يمولون مشروعاً معيناً مخلصين ويمولون مشاريع مستقبلية معاً لنفس أصحاب المشروع الأول لكن بشروط أكثر ملائمة.

و- 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 الاموال.

3.2.2. نماذج التمويل الجماعي

يوضح الجدول (1) نماذج التمويل التي تمارسها شركات التمويل الجماعي CrowdFunding، ففي النموذج القائم على التبرع يساهم الممولون بالأموال كمبادرة خيرية منهم دون توقع الحصول على تعويضات مالية، اذ يمكن لأصحاب المشروع ان يمنحوا الممولون بدلا من التعويض المالي او العيني تقدير واحترام من قبل المجتمع وعموما يستخدم هذا النموذج في المنظمات الخيرية (Pazowski&Czudec,2014:1082).

اما النموذج المعتمد على المكافأة يحصل بموجبه الداعمون للمشروع على تعويضات عينية (مكافأة) مقابل مساهماتهم المالية ولكن ليس حصة مالية او حقوق ملكية بدلا من ذلك يمكن ان يكونوا الممولون كمستهلكين مبكرين اي يحصلون على وصول مبكر للمنتج او يحصلون عليه بسعر افضل او اي مزايا اخرى، وبالتالي فان استخدام التمويل المعتمد على المكافأة يمكن المنتجين من الحصول على معلومات حول السوق المستقبلية، وقد تختلف دوافع المساهمين عن اولئك الذين يدعمون التمويل المعتمد على التبرع قد يكون الدافع وراء ذلك هو فكرة مساعدة مشروع ما على النجاح، ولكن قد تظهر المنفعة الشخصية ايضا كحافز اضافي من المساهمة بفكرة تلقي المكافأة (Makysova,2017:19).

ويوضح ايضا الجدول (1) النموذج القائم على الدين عندما يقوم المستثمر بتمويل مشروع معين على ان يحصل على اصل مبلغ الدين مضافا له مبلغ الفائدة، وهذا النوع من التمويل مفضل جدا ويسعى اليه المبتكرون ورواد الاعمال الذين لا يملكون اوراق مالية او الضمانات اللازمة التي تتطلبها المصارف لكي تمنحهم القرض (Kabai,2017:183)

جدول (1) نماذج التمويل الجماعي

نوع النموذج	شكل المساهمة	الميزات
التمويل المعتمد على التبرع	التبرع	يتبرع الممولون دون ان يتوقعوا الحصول على تعويض نقدي في المقابل
التمويل المعتمد على المكافأة	التبرع/البيع المسبق	يتلقى الممولون مكافئات في شكل سلع ملموسة أو خدمات بدلا من ذلك، يحصلون على البيع المسبق للمنتجات/الخدمات.
التمويل المعتمد على الديون	الدين	الممولون يحصلون على ادوات الدين بمعدل فائدة ثابت
التمويل المعتمد على الملكية	الاستثمار	يحصل الممولون على حقوق ملكية الشركة او حصة من الارباح المستقبلية

Source: Makyšova, Lucia, Crowdfunding As Alternative Way of Raising funds For NGOs, Crowdfunding ako alternativna možnosť financovania NNO, Diploma thesis, 2017, p:19.

النموذج المعتمد على الملكية وفيه تقوم شركة خاصة ببيع اسهمها او حصة من ارباحها المستقبلية عبر الانترنت للجمهور يسمح هذا النموذج للشركات بعرض نسبة من اسهمها بسعر محدد مسبقا بحيث يمكن لأي شخص الحصول على حصة في الشركة الخاصة ، وهناك بعض اوجه التشابه مع أنشطة الاستثمار التقليدية اي يمكن تنظيم التمويل المعتمد على الملكية بنفس تشريعات الاستثمارات المالية التقليدية لأنها تنطوي على بيع المنتجات والاوراق المالية وترتبط مخاطرة التمويل الجماعي بالملكية الى الوضع المستقبلي للشركة اذ من الممكن ان تحقق الشركة ارباحا مستقبلية تزيد الاسهم او ان تكون الشركة غير ناجحة او تفلس (Makysova, 2017: 20).

3. منهجية البحث

3-1. أهمية البحث:

تولدت أهمية البحث من انها تناولت شركات التمويل الجماعي التي تعد شركات ناشئة تقدم خدمات التمويل والاستثمار بخيارات متعددة لتلبي احتياجات الافراد والشركات الصغيرة والمتوسطة مستندة في ذلك على التكنولوجيا المالية المتطورة ومن ثم توفير تمويل اكثر استقرارا فضلا عن تقديم خدماتها بشكل يتسم بالكفاءة والفاعلية. هذه الميزات التي اتسمت بها شركات التمويل الجماعي جعلها نواة مهمة وحيوية تساهم بشكل كبير في دعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة ضمن قيود تمويل اقل.

3-2. مشكلة البحث:

الهيكل المالي في شركات التمويل الجماعي Crowdfunding مختلف نوعا ما عن المؤسسات المالية والمصرفية التقليدية من حيث مزيج التمويل ودرجة الرافعة المالية، كما ان انشطتها لا تعتمد بشكل كبير على مصادر اموالها كحال الشركات التقليدية، اذ تعتمد شركات التمويل الجماعي على تقنية خاصة في تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة، ويمكن ان تتلخص مشكلة الدراسة بالتساؤل الاتي: (هل يؤثر التغيير في الهيكل المالي لشركات التمويل الجماعي في حجم التمويل الممنوح عن طريقها؟)

3-3. اهداف البحث:

3-3-1. التعرف على طبيعة عمل شركات التمويل الجماعي ونماذج الاعمال الخاصة بها فضلا عن مميزاتها.
3-3-2. وصف وتحليل الهيكل المالي ونسبته الى حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة بالنسبة للشركة عينة البحث.

3-3-3. معرفة أثر التغييرات في الهيكل المالي على حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة التي تم تمويلها.

4-3. فرضية البحث:

تبنى البحث فرضية رئيسة واحده مفادها (لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمكونات الهيكل المالي في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة)

5-3. منهج البحث:

استخدم البحث المنهج الوصفي والمنهج التحليلي للوقوف على متغيرات البحث لغرض قياس حجم الأثر بين المتغيرات في الشركة عينة البحث.

6-3. الحدود الزمانية والمكانية للبحث:

تم اختيار شركة Lending Club كمكان لقياس متغيرات البحث كونها من أقدم شركات التمويل الجماعي والعاملة في الولايات المتحدة الأمريكية وهي مرخصة من لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC)، وتقديم القروض التجارية في السوق الثانوية. وتعد أكبر منصة إلكترونية للإقراض تقدم خدماتها للمستثمرين المحليين والأجانب المسموح لهم في السوق الموازي Nasdaq ، اذ تدعي الشركة أن 15.98 مليار دولار من القروض قد نشأت من خلال نظامها الأساسي حتى 31 كانون الاول 2015، وتعد من الشركات القلائل التي تعتمد الشفافية المالية في الإفصاح عن حساباتها الختامية. وتمثلت الحدود الزمانية بالبيانات المالية الفصلية للشركة المبحوثة للمدة 2014-2018.

4. تحليل النتائج

لغرض تحقيق اهداف البحث والمتمثلة بوصف وتحليل الهيكل المالي لشركة Lending Club وتحديد نسبته الى حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، فضلا عن معرفة أثر مكونات الهيكل المالي للشركة عينة البحث في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة (SMEs)، تم تقسيم هذه الفقرة الى قسمين: الأول يهتم بالتحليل المالي لكل من الرافعة المالية ونسبة هيكل التمويل الى اجمالي التمويل الممنوح فضلا عن معرفة الوسط الحسابي والانحراف المعياري واعلى وادنى قيمة لكل من مكونات الجدول (2) ، اما القسم الثاني يهتم بجانب التحليل الاحصائي واختبار فرضية البحث الرئيسية.

1.4. الرافعة المالية ونسبة الهيكل المالي الى اجمالي حجم التمويل الممنوح

يوضح الجدول (2) الهيكل المالي وحجم التمويل الممنوح عن طريق شركة التمويل الجماعي Lending Club للمدة من 2014 ولغاية الربع الثالث من عام 2018، اذ بلغ الوسط الحسابي لأجمالي الديون (3,739,627,000) دولار بانحراف معياري بلغ (928778365.8) وكلاهما اكبر بكثير من الوسط الحسابي والانحراف المعياري لجمالي حق الملكية والذي بلغ وسطه الحسابي (955,796,600) وبانحراف معياري (65853578.01) ما يعني ان اجمالي الديون هو المكون الاكبر للهيكل المالي وبفارق كبير عن حق الملكية، وشهد عام 2015 اعلى هيكل مالي للشركة ولكلا المكونين بينما شهد عام 2018 اقل هيكل مالي خلال سنوات الدراسة بالرغم من ان هذه السنة حققت اعلى حجم تمويل ممنوح وفي ثلاث فصول فقط. وهذا يعزز فكرة عمل هذه الشركات التي لا تعتمد كثيرا على هيكلها المالي في تقديم الخدمات.

جدول (2)

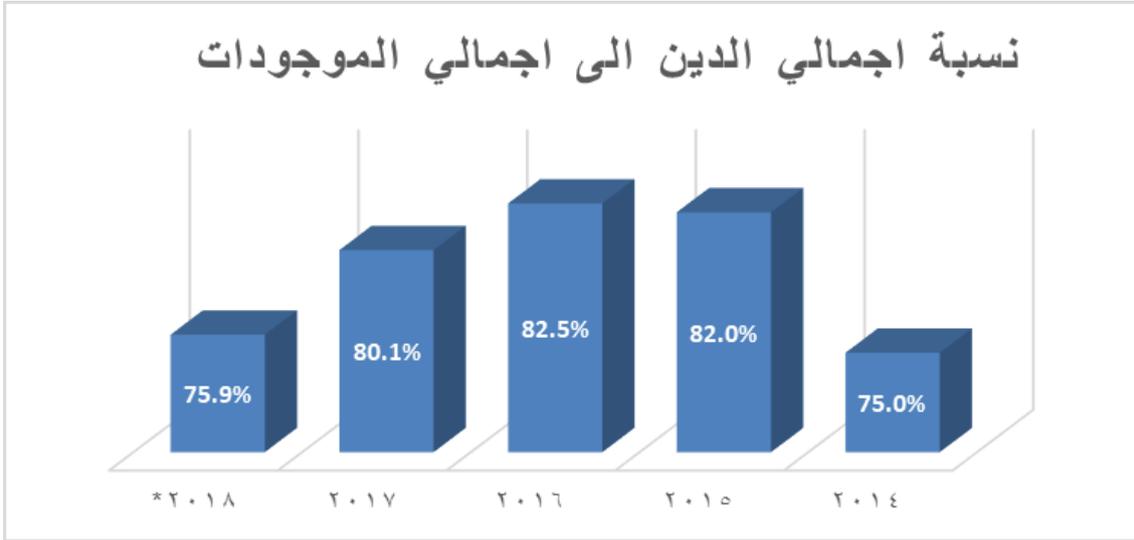
الرافعة المالية ونسبة الهيكل المالي الى اجمالي حجم التمويل الممنوح

نسبة الهيكل المالي الى حجم التمويل الممنوح	حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة بالدولار	الهيكل المالي			السنة
		نسبة الرافعة المالية	حق الملكية بالدولار	اجمالي الديون بالدولار	
51.0%	7,620,357,465	75.0%	973,219,000	2,916,835,000	2014
36.3%	15,982,054,451	82.0%	1,041,860,000	4,751,774,000	2015
22.6%	24,646,800,629	82.5%	975,770,000	4,586,861,000	2016
13.8%	33,634,009,971	80.1%	922,495,000	3,718,336,000	2017
8.6%	41,644,786,863	75.9%	865,639,000	2,724,329,000	2018*
0.265	24,705,601,876	0.79	955,796,600	3,739,627,000	Mean
0.173	13552322430	0.03	65853578.01	928778365.8	STD
0.086	7,620,357,465	0.75	865,639,000	2,724,329,000	MIN
0.510	41,644,786,863	0.82	1,041,860,000	4,751,774,000	MAX

المصدر/ اعداد الباحثون بالاعتماد على التقارير المالية السنوية لشركة Lending Club

<https://www.lendingclub.com/info/statistics.action>

ويوضح الشكل (2) نسبة الدين الى اجمالي الموجودات (الرافعة المالية) اذ نلاحظ ان عام 2016 شهد اعلى نسبة دين بلغت (82.5%) وبفارق طفيف عن عام 2015 (82%)، وكان ذلك لرغبة الشركة في زيادة أرباحها وتحقيق إيرادات أخرى خارج الرسوم المتحصلة من خدمة تقييم المخاطر الائتمانية للراغبين في الحصول على التمويل، وذلك عن طريق المشاركة في تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة عبر منصاتها الالكترونية، الا ان ذلك انعكس سلبا على القيمة السوقية لأسهمها وعادت الى تخفيض اجمالي هيكلها المالي بشكل متتابع وبنسب بسيطة اذ يمكن ملاحظة هذا التغيير في عام 2018 اذ بلغت الرافعة المالية (75.9%).

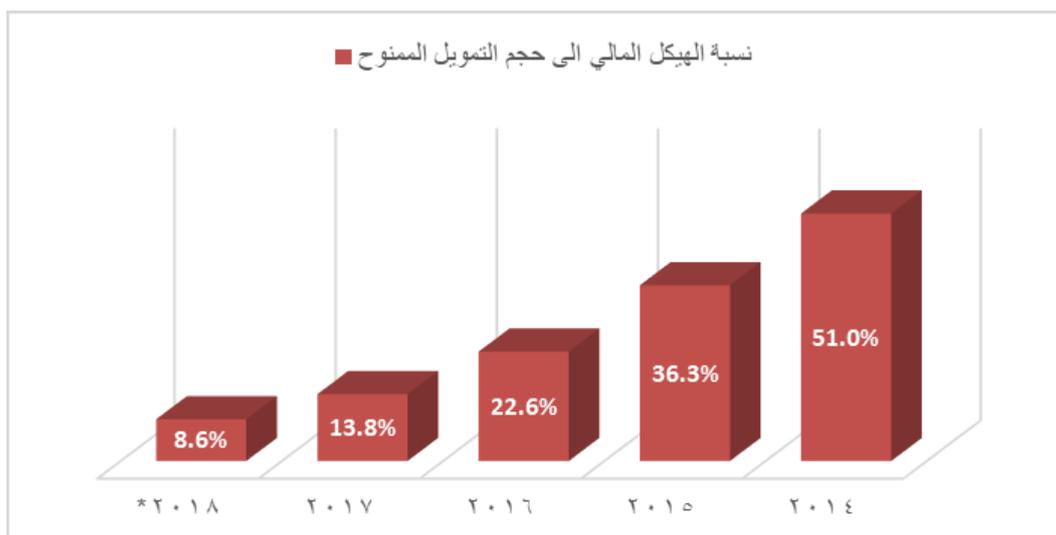


شكل (2) نسبة الرافعة المالية لشركة Lending Club للمدة من 2014 ولغاية الربع الثالث من عام 2018

المصدر/ اعداد الباحثون بالاعتماد على بيانات جدول 2

ويظهر الجدول (2) ان الوسط الحسابي لحجم التمويل الممنوح بلغ (24,705,601,876) دولار وبانحراف معيار (13552322430) وهذه القيم اعلى بكثير من كلا مكونات الهيكل المالي، الا ان عام 2014 شهد اقل حجم تمويل ممنوح بواسطة الشركة بلغ (7,620,357,465) دولار ليتضاعف بشكل كبير خلال مدة الدراسة الى اكثر من ثلاثة اضعاف ما يدل على زيادة التعامل مع شركات التمويل الجماعي وبالتالي زيادة معدل نمو هذه الشركات والتي هي احدى شركات التكنولوجيا المالية FinTech او ما يسمى بقطاع التكنولوجيا المالية.

ويوضح الشكل (3) نسبة الهيكل المالي الى اجمالي التمويل الممنوح بواسطة شركة Lending Club للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، اذ يلاحظ الانخفاض الكبير والمستمر لحجم الهيكل المالي مقارنة بحجم التمويل الممنوح ففي عام 2014 حقق اعلى نسبة بلغت (51%) أي ان حجم التمويل الممنوح بواسطة الشركة كان ما يقارب ضعف هيكلها المالي، بينما في عام 2018 بلغت (8.6%) فقط، ما يعني ان حجم التمويل الممنوح فاق (12) ضعف من اجمالي الهيكل المالي للشركة وهذا الامر غير ممكن في الشركات المالية والمصرفية التقليدية. ان ما يسمح بهذا الامر هو ان شركة التمويل معنية فقط بتقييم مخاطر المشروع المدرج في منصتها الالكترونية وتنظيم عمليات التمويل دون منح الضمان للمولين الراغبين في استثمار أموالهم ضمن المشاريع الصغيرة والمتوسطة بعودة أموالهم والتي تعد قليلة نسبة الى اجمالي المبلغ المخصص لتمويل المشروع.



شكل (3) نسبة الهيكل المالي الى اجمالي التمويل الممنوح للمدة من 2014 ولغاية الربع الثالث من عام 2018

المصدر/ اعداد الباحثون بالاعتماد على بيانات جدول 2

2.4. اختبار فرضية البحث

تم الاعتماد على البيانات الفصلية لمتغيرات الدراسة للمدة من كانون الثاني 2014 ولغاية أيلول 2018، واستخدم تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Linear Regression) فضلا عن استخدام معامل التحديد (R^2) لتفسير مقدار تأثير المتغيرات المستقلة (اجمالي الديون X_1 واجمالي حق الملكية X_2) للتغيرات التي تطرأ على المتغير المعتمد (حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة Y) اضافة الى المعامل المعياري للانحدار BETA والذي يقيس مدى استجابة المتغير المعتمد عندما يتغير المتغير المستقل بدرجة معيارية واحده. والمعادلة الخطية للانحدار الخطي المتعدد والتي تم اعتمادها ضمن برنامج SPSS21 هي:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + e$$

وبهدف إعطاء قرار دقيق بشأن ثبوت صحة فرضية البحث من عدمه والتي مفادها (لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمكونات الهيكل المالي في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة)، تم التأكد من ان جميع البيانات المعتمدة في التحليل هي موزعة توزيع طبيعي من خلال اختبار Kolmogorov-Smirnov لقياس اعتدالية التوزيع الاحتمالي وكانت قيمة $p.value$ لكل من حجم التمويل الممنوح واجمالي الديون هي أكبر من مستوى المعنوية والبالغ 5%. وكما في الجدول (3)

جدول (3) اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات الداخلة في الانموذج

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
F.Granted equity liabilities	.105	19	.200*	.949	19	.383
	.230	19	.093	.803	19	.091
	.184	19	.090	.914	19	.089

المصدر/ اعداد الباحثون باستخدام برنامج SPSS_{v.21}

ويوضح جدول (4) نتائج تحليل التباين لمعادلة الانحدار المتعدد

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + e$$

وان معادلة الانحدار التقديرية هي:

$$\bar{Y} = 14164209078.40 + 7.845111X_1 - 21.304461X_2$$

تفسر مامقدار 2.55% فقط من العلاقة بين حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة (Y) والمتغيرات التوضيحية وهما اجمالي الديون (X₁) وحق الملكية (X₂) في شركة التمويل الجماعي Lending Club عينة البحث.

جدول (4) علاقة الاثر للهيكل المالي في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة لشركة Lending Club

متغير حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة Y						المتغير المعتمد
القرار	R ²	مستوى دلالة F	قيمة (F) المحسوبة	Beta (b)	a	المتغير المستقل
قبول فرضية H ₀	2.55%	0.095	2.743	X ₁ اجمالي الديون 7.845111	14164209078.40	متغير الهيكل المالي
				X ₂ حق الملكية 21.304461-		

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج SPSS_{v21}

وهي نسبة ضعيفة لا يمكن الاعتماد عليها بدعم ذلك باحتمالية رفض فرضية العدم وهي صحيحة التي تشير الى عدم وجود علاقة بين حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة (Y) والمتغيرات التوضيحية وهما اجمالي الديون (X₁) وحق الملكية (X₂) في شركة التمويل الجماعي Lending Club اذا كان مستوى دلالة (F)=0.095 وهذه يعطي رفض وجود علاقة ذات تأثير معنوي بين حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة (Y) والمتغيرات التوضيحية وهما اجمالي الديون (X₁) وحق الملكية (X₂) في شركة التمويل الجماعي Lending Club. مما تقدم يتضح قبول فرضية البحث والتي مفادها (لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمكونات الهيكل المالي في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة).

5. الاستنتاجات والتوصيات

1.5. الاستنتاجات

- أ- تعددت نماذج التمويل الجماعي في الية منح المشاريع الصغيرة والمتوسطة التمويل الكافي في سبيل تنفيذ هذه المشاريع وبعض نماذج التمويل لا تهتم بالعوائد بقدر اهتمامها بالسمعة المتحصلة من التمويل خصوصا في عملية تمويل المشاريع غير الربحية.
- ب- تتميز شركات التمويل الجماعي عن باقي الشركات المالية والمصرفية التقليدية في كونها لا تعتمد بشكل أساسي على هيكلها المالي للممارسة نشاطها في الوساطة وتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة.
- ج- تتجه شركة Lending Club الى تقليص حجم هيكلها المالي بالتزامن مع توسعا في نشاطها المتمثل في تقييم المخاطر الائتمانية للمشاريع الراغبة في الحصول على تمويل ما ساهم في زيادة كبيرة في حجم التمويل الممنوح بواسطتها الى اكثر من (12) ضعف من حجم الهيكل المالي.
- د- ان الهيكل المالي لشركات التمويل الجماعي ليس له أثر معنوي في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة.

2.5. التوصيات

- أ- الاهتمام أكثر بالبحث في طبيعة عمل شركات التمويل الجماعي ودعمها حكوميا بما يتلاءم والدور الذي تلعبه في توفير التمويل اللازم لقامة المشاريع الصغيرة والمتوسطة.
- ب- التأكيد على ضرورة وضع تشريعات تحدد سقف لحجم مديونية شركات التمويل الجماعي يراعي خصوصيتها وفلسفة عملها.
- ج- تحديث نماذج تقييم المخاطر سواء كانت الائتمانية او غيرها بشكل مستمر ويتلاءم مع التغيرات في مجال التكنولوجيا المالية كون أي قصور في عملية تقييم المخاطر من قبل شركات التمويل الجماعي معناه ضياع الغرض الأساسي من وجود هذه الشركات.
- د- مطالبة الجهات التشريعية والرقابية شركات التمويل الجماعي بالأفصح عن بياناتها المالية بما يساهم في تعزيز ثقة جمهور المتعاملين معها ويسهل عملية البحث العلمي.

Reference:

1. Ahsan, Mohammad Kamrul , "Measuring Financial Performance Based on CAMEL: A Study on Selected Islamic Banks in Bangladesh", Senior Lecturer, Department of Business Administration, Metropolitan University, Sylhet, BANGLADESH , Asian Business Consortium , 2016.
2. Chen H, Chiang Rh, Storey Vc ; "Business Intelligence And Analytics: From Big Data To Big Impact,". Springer, 2012.
3. Freedman ,David M. , Nutting ,Matthew R. ;" A Brief History of Crowdfunding Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA", Freedman and Nutting,2015.
4. Golić, Zorica,; "Advantages Of Crowdfunding As An Alternative Source Of Financing Of Small and Medium-Sized Enterprises", Proceedings of the Faculty of Economics in East Sarajevo, 2014.
5. Kabai, Michael, : "Twist and Turns of Crowdfunding Regulation", Journal of Public Administration, Finance and Law,2017.
6. Lau, Keng Liang& Chew, Boon Cheong,; " Crowdfunding for Research: A Case Study in Research Management Centre in Malaysia", International Journal of Industrial Engineering and Management (IJIEM), Vol. 7 No 3, 2016.
7. Makyšova,Lucia,;" Crowdfunding As Alternative Way of Raising funds For NGOs, Crowdfunding ako alternativna možnosť financovania NNO", Diploma thesis,2017.
8. Mills ,Karen Gordon ,McCarthy, Brayden ;"The State Of Small Business Lending: Credit Access During The Recovery And How Technology May Change The Game", Harvard Business School,2014.

9. Pazowski, Piotr& Czudec, Witold,;"**Economic Prospects and Conditions of Crowdfunding**", ISBN/978-961,2014.
10. Ross ,Stephen ,Westerfield Randolph , Jordan Bradford; " **Fundamentals Of Corporate Finance** " .9th,Mcgraw-Hill Companies , New York, Usa,2008.
11. Rossi, Matteo, ;"**The New Ways to Raise Capital: An Exploratory Study of Crowdfunding**", International Journal of Financial Research, Vol. 5, No. 2, 2014.
12. Sadzius, Linas& Sadzius,Tomas,;"**International Journal of Business, Humanities and Technology**", Vol. 7, No. 3, September 2017.
13. Schwienbacher, Armin& Larralde, Benjamin;" **Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures**", International Journal of Financial Research, 2010.
14. Sekar . M, Gowri, G. Ramya ; " **A Study On Capital Structure And Leverage Of Tata Motors Limited: Its Role And Future Prospects**", Procedia Economics And Finance Volum 11, 2014 .
15. Valanciene, Loreta& Jegeleviciute, Sima,; "**Valuation of Crowdfunding: Benefits and Drawbacks**", Journal of Economics and Management , ISSN 2029-9338 ,2013.