

## Developing Policies to Promote Crowdfunding Platforms in Iran's Economy

Mehrdad Choobdari<sup>\*1</sup>, Meysam Narimani<sup>2</sup>, Seyed Mohammad Sahebkar  
Khorasani<sup>3</sup>, Mohammad Mahdi Faridvand<sup>4</sup>

Received: 06/07/2024

PP: 1-44

Accepted: 13/09/2024

### Abstract

Financial mechanisms for innovative enterprises vary throughout their life cycles, encompassing personal resources, banking, venture capitalists, crowdfunding, and the stock market. Different actors employ various financing methods based on their situations, collectively shaping the innovation financing system.

This article aims to identify what policy changes are necessary for the development of crowdfunding platforms in Iran, given the various challenges. To this end, a qualitative research method based on semi-structured interviews is employed to gather the necessary data, and a content analysis method is pursued. Based on the research findings and literature review, seven integrated themes are identified: factors affecting financing from the investors' perspective; factors affecting financing from the entrepreneurs' perspective; marketing factors related to crowdfunding; risks associated with crowdfunding; institutional, organizational, and executive issues; legal issues, and environmental issues. Challenges in the development of platforms and corresponding solutions are derived from these seven dimensions, and appropriate policies for the development of crowdfunding platforms in Iran are proposed.

**Keywords:** Crowdfunding, Challenges, Issues, Innovation Financing, Financing policies, Challenges of innovation.

**Reference:** Choobdari, M., Narimani, M., Sahebkar Khorasani, S. M., Faridvand, M. M., (2024). Developing Policies to Promote Crowdfunding Platforms in Iran's Economy. *Innovation Management Journal*, 13(3), 1-44.

Doi: [10.22034/imj.2025.466466.2835](https://doi.org/10.22034/imj.2025.466466.2835)

1- PhD student in financial management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University (Email:choobdari@isu.ac.ir)

2- Assistant Professor, Department of Knowledge-Based Economics, Institute of Technology Studies, Tehran, Iran

3- Assistant Professor, Department of Innovation Policy and Foresight, Institute of Technology Studies, Tehran, Iran

4- PhD in Technology Management, Visiting Professor, Faculty of Entrepreneurship, University of Tehran, Iran

نوع مقاله: پژوهشی

## طراحی سیاست‌های ارتقای فعالیت سکوهای تأمین مالی جمعی در اقتصاد ایران

مهرداد چوبداری<sup>\*</sup>، میثم نریمانی<sup>۲</sup>، سیدمحمد صاحبکار خراسانی<sup>۳</sup>، محمدمهدی فریدوند<sup>۴</sup>

پذیرش: ۱۴۰۳/۰۶/۲۳

صص: ۴۴-۱

دریافت: ۱۴۰۳/۰۴/۱۶

### چکیده

روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های نوآور در مراحل مختلف دوره عمر بنگاه متفاوت است و از منابع شخصی تا بانکی، سرمایه‌گذاران خطرپذیر، تأمین مالی جمعی و بازار سهام را دربرمی‌گیرد. بازیگران مختلف بسته به موقعیت خود، روش‌های متفاوت تأمین مالی را به کار می‌گیرند و در کنار یکدیگر نظام تأمین مالی نوآوری را شکل می‌دهند. این مقاله، به دنبال پاسخ به این پرسش است که باتوجه به چالش‌های مختلف سکوهای تأمین مالی جمعی، چه تغییرات سیاستی برای توسعه فعالیت سکوها در ایران پیشنهاد می‌شود. به این منظور، روش تحقیق کیفی مبتنی بر مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته برای جمع‌آوری داده‌های موردنیاز و روش تحلیل محتوای مقوله‌محور، انتخاب شده است. بر اساس یافته‌های پژوهش و ادبیات موضوع، هفت مضمون یکپارچه‌ساز مشتمل بر عوامل مؤثر در تأمین مالی از دیدگاه سرمایه‌گذاران، عوامل مؤثر در تأمین مالی از دیدگاه کارآفرینان، عوامل مؤثر در بازاریابی تأمین مالی جمعی، خطرهای مرتبط با تأمین مالی جمعی، مسائل نهادی و بنگاهی و اجرایی، مسائل حقوقی و قانونی و مسائل محیطی، طراحی شده‌اند و بر اساس این هفت بُعد، چالش‌های توسعه سکوها و راه‌حل‌های این چالش‌ها، استخراج و سیاست‌های مناسب برای توسعه سکوهای تأمین مالی در ایران ارائه شده است.

**کلیدواژه‌ها:** تأمین مالی جمعی، چالش‌ها، مسائل، تأمین مالی نوآوری، سیاست‌های تأمین مالی، چالش‌های نوآوری.

**استناددهی (APA):** چوبداری، مهرداد، نریمانی، میثم، صاحبکار خراسانی، سیدمحمد، و فریدوند، محمدمهدی (۱۴۰۳). طراحی سیاست‌های ارتقای فعالیت سکوهای تأمین مالی جمعی در اقتصاد ایران، *نشریه علمی مدیریت نوآوری*، ۱۳(۳)، ۴۴-۱.

Doi: [10.22034/imj.2025.466466.2835](https://doi.org/10.22034/imj.2025.466466.2835)

۱- دانشجوی دکترای تخصصی مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع) (نویسنده مسئول): [m.choobdari@isu.ac.ir](mailto:m.choobdari@isu.ac.ir)

۲- استادیار گروه اقتصاد دانش‌بنیان، پژوهشکده مطالعات فناوری، تهران، ایران.

۳- استادیار گروه سیاست نوآوری و آینده‌نگاری، پژوهشکده مطالعات فناوری، تهران، ایران.

۴- دکتری مدیریت تکنولوژی، استاد مدعو دانشکده کارآفرینی، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

## مقدمه

فناوری و نوآوری، موتورهای اصلی ایجاد کارآفرینی و اشتغال هستند و تأمین مالی صحیح بنگاه‌های نوآور در مراحل مختلف چرخه عمرشان ضروری است. این تأمین مالی به شرکت‌ها کمک می‌کند تا مراحل رشد خود را به سلامت طی کنند. در غیر این صورت، کمبود منابع می‌تواند به مشکلات جدی و توقف فعالیت آنها منجر شود. کسب و کارهای فناورانه با تأثیر قابل توجه بر اقتصاد و سیاست کشورها، اهمیت زیادی پیدا کرده‌اند. دولت‌ها به توسعه این کسب و کارها و افزایش درآمد از فعالیت‌های فناورانه به دلیل ارزش افزوده بالای آنها، توجه ویژه‌ای دارند (ضیا<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). با وجود اهمیت این بنگاه‌ها در توسعه اقتصادها، شرکت‌های فناور نوپا با مشکلات و محدودیت‌های بیشتری در دسترسی پایدار و آسان به منابع مالی در مقایسه با بنگاه‌های بزرگ مواجه هستند (اوسوگی<sup>۲</sup>، ساکای<sup>۳</sup> و یاماشیرو گای ام<sup>۴</sup>، ۲۰۱۰) (یوشینو<sup>۵</sup> و تقی‌زاده حصار<sup>۶</sup>، ۲۰۱۹).

مسائل و چالش‌های مالی و اقتصادی به‌ویژه دسترسی محدود به منابع مالی یا به‌عبارتی کمبود و محدودیت منابع مالی و عدم کفایت سرمایه‌گذاری (تأمین مالی کافی) و با کارآمدی لازم و در زمان مناسب از یکسو و چگونگی تأمین مالی و نیز تخصیص بهینه آن از سوی دیگر، تأمین مالی شرکت‌های فناور را با مشکل مواجه کرده است (گلعلی‌زاده<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). افزون‌بر این، تأمین مالی شرکت‌های فناور نوپا به دلیل عدم اطمینان بالا در فعالیت‌های آنها، هزینه‌های عملیاتی بالاتر نزد نهادهای مالی، عدم تقارن اطلاعاتی و ضعف توان ارزیابی تخصصی نزد نهادهای مالی با هزینه مالی تمام‌شده بالاتر و درخواست وثایق سنگین‌تر انجام می‌شود که غالباً خارج از محدوده توان آنهاست (هانسن<sup>۸</sup> (هانسن<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۲) (گزی<sup>۱</sup> و اشموکلر<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). از سوی دیگر به دلیل

1. Zia
2. Uesugi
3. Sakai
4. Yamashiro Guy M
5. Yoshino
6. Taghizadeh-Hesary
7. Gollalazadeh
8. Hansen

به دلیل ماهیت فناورانه و خطر بیشتر شرکت‌های فناور نوپا، فعالیت و رشد این بنگاه‌ها متأثر از تأمین منابع مالی آنها با روش‌های مناسب، در زمان کوتاه و از طریق نهادهای مالی تخصصی است (سلطانی و شاوردی، ۲۰۱۹). در شرایط فعلی که اقتصاد ایران با مسائلی همچون پایین بودن تولید ناخالص ملی، پایین بودن رشد اقتصادی، ناترازی تجاری و ... دست‌وپنجه نرم می‌کند (آی‌ام‌اف<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳). ضرورت سرمایه‌گذاری و تأمین مالی در طرح‌های فناورانه و نوآورانه که می‌تواند در بهبود چنین شاخص‌هایی به اقتصاد کشور کمک کند، به وضوح قابل لمس است که سکوه‌های تأمین مالی جمعی به واسطه هدایت جریان نقدی به سمت تولید می‌توانند به عنوان یک ابزار در ایفای این مهم نقش داشته باشند. باتوجه به مرور ادبیات که در این مقاله انجام شده است، نوآوری اصلی این مقاله، ارائه یک چارچوب جامع و یکپارچه برای طراحی سیاست‌های ارتقای فعالیت سکوه‌های تأمین مالی جمعی در اقتصاد ایران است. برخلاف مطالعات پیشین که عمدتاً بر جنبه‌های خاصی از تأمین مالی جمعی تمرکز داشته‌اند، این پژوهش با استفاده از روش تحقیق کیفی مبتنی بر مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته و تحلیل محتوای مقوله محور، هفت بُعد کلیدی را شناسایی کرده است: عوامل مؤثر از دیدگاه سرمایه‌گذاران، عوامل مؤثر از دیدگاه کارآفرینان، عوامل مؤثر در بازاریابی، خطرهای مرتبط، مسائل نهادی و بنگاهی و اجرایی، مسائل حقوقی و قانونی و مسائل محیطی. این رویکرد چندبُعدی و جامع، به ارائه پیشنهادی سیاستی کاربردی در شش حوزه مختلف منجر شده است که می‌تواند به توسعه و بهبود عملکرد سکوه‌های تأمین مالی جمعی در بستر اقتصادی ایران کمک کند. همچنین، این مطالعه با در نظر گرفتن شرایط خاص اقتصاد ایران و چالش‌های موجود در زمینه تأمین مالی شرکت‌های نوآور، راه کارهای عملی و متناسب با شرایط بومی ارائه می‌دهد. این پژوهش باتوجه به آمار و اطلاعات موجود در مورد فعالیت سکوه‌های تأمین مالی جمعی در ایران به بررسی چالش‌های خاص این حوزه در کشور

---

1. Gozzi  
2. Sch mukler  
3. imf

پرداخته است. نوآوری دیگر این مقاله، ارائه پیشنهاد‌های سیاستی در شش حوزه مختلف شامل تنظیم‌گری و نظارت نهاد مالی، سکوه‌های تأمین مالی جمعی، نقش عامل، سرمایه‌گذار، سرمایه‌پذیر و محیط و زمینه است که باتوجه‌به شرایط خاص اقتصاد ایران و نیازهای بومی طراحی شده‌اند. در کل، تنظیم‌گری مؤثر می‌تواند به توسعه فین‌تک کمک کند، درحالی‌که خطرات مرتبط را کاهش می‌دهد (فرارینی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸).

پرسش تحقیق این است که باتوجه‌به چالش‌های مختلف توسعه سکوها، چه سیاست‌هایی برای توسعه فعالیت تأمین مالی سکوها در اقتصاد ایران پیشنهاد می‌شود. براین‌اساس، پژوهش کنونی با بهره‌گیری از روش تحقیق کیفی و از طریق مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته به جمع‌آوری داده‌های موردنیاز پرداخته و تحلیل محتوا را به صورت مقوله‌محور انجام داده است. در این مسیر باتوجه‌به مطالعات انجام‌شده و مصاحبه‌های صورت‌گرفته با ۲۰ نفر از مصاحبه‌شوندگان جامعه هدف، به ارائه پیشنهاد‌های سیاستی در شش حوزه تنظیم‌گری و نظارت نهاد مالی، سکوه‌های تأمین مالی جمعی، نقش عامل، سرمایه‌گذار، سرمایه‌پذیر و محیط و زمینه، پرداخته شده است.

بدین منظور، لازم است ابتدا بر مبنای ادبیات نظری، مسائل و نکات مهم و مؤثر در تأمین مالی سکوها مشخص شوند. این موضوع در بخش دوم با مرور پیشینه تحقیق و استخراج مسائل عمده فعالیت سکوها موردتوجه قرار گرفته است. در گام بعدی تلاش شده است مسائل احصاء‌شده در قالب پرسش‌های مصاحبه، طراحی و مصاحبه‌هایی نیمه‌ساختاریافته در حوزه فعالیت سکوها انجام شود. تشریح روش انجام تحقیق در بخش سوم انجام شده است. درنهایت نیز در بخش چهارم سیاست‌های مناسب مبتنی بر ابعاد مختلف مسئله برای توسعه سکوها ارائه شده است.

## پیشینه پژوهش

نظام تأمین مالی شامل افراد و نهادهای مختلف دولتی و خصوصی درگیر در تأمین مالی شرکت‌ها، نهادهای میانجی مالی، زیرساخت‌های مالی و سیاست‌گذاران مالی و تعاملات و شبکه‌های متشکل از آنهاست که تأمین مالی را فعالیت‌های نوآورانه با روش‌های مختلف را انجام می‌دهند و جریان‌های مالی را بین بازیگران شکل می‌دهند (سلطانی و شاوردی، ۲۰۱۹). سرمایه‌گذاری جمعی، فرصت‌های فوق‌العاده‌ای را برای تأمین سرمایه کارآفریان فراهم می‌آورد و همچنین روش جدیدی برای سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران می‌باشد (مورا کروز<sup>۱</sup> و پالوس سانچز<sup>۲</sup>، ۲۰۲۳). در یک تقسیم‌بندی کلی، تأمین مالی جمعی به چهار دسته تأمین مالی خیریه<sup>۳</sup>، تأمین مالی مبتنی بر پاداش<sup>۴</sup>، تأمین مالی مبتنی بر بدهی<sup>۵</sup> و تأمین مالی مبتنی بر سهام<sup>۶</sup> به شرح ذیل تقسیم‌بندی می‌شود.

### تأمین مالی جمعی خیریه

در این روش، افراد بدون انتظار بازگشت مالی، به پروژه‌ها کمک مالی می‌کنند و هدف آنها کمک به جامعه یا حمایت از یک هدف خاص است.

### تأمین مالی جمعی مبتنی بر پاداش

در این روش، سرمایه‌گذاران در ازای مشارکت خود پاداشی دریافت می‌کنند. این پاداش می‌تواند شامل محصولات یا خدماتی باشد که پروژه تولید می‌کند.

### تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام

در این روش، سرمایه‌گذاران در ازای سرمایه‌گذاری خود، سهام یا حق

1. Mora-Cruz
2. Palos-Sanchez
3. donation-based
4. reward-based
5. lending-based
6. equity-based

مالکیت در پروژه یا شرکت دریافت می‌کنند. این نوع تأمین مالی به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهد که در سود و زیان پروژه شریک شوند و به‌نوعی مالکیت در پروژه داشته باشند.

### تأمین مالی جمعی مبتنی بر بدهی

در این روش، سرمایه‌گذاران به پروژه‌ها یا شرکت‌ها وام می‌دهند و در ازای آن سود دریافت می‌کنند (موریتز<sup>۱</sup> و بلاک<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶).

تأمین مالی جمعی به روشی تبدیل شده است که به شرکت‌ها در مرحله اولیه کمک می‌کند تا از منابع مالی بانکی استفاده نکنند (مارتینز-کلیمان<sup>۳</sup>، زوریو گریما<sup>۴</sup> و ریبریو-سوریانو<sup>۵</sup>، ۲۰۱۸). چرا که بیشتر شرکت‌های نوآور فاقد دارایی ثابت و صورت‌های مالی مورد قبول بانک‌ها بوده و تمرکز آنها بر دارایی نامشهود و پیش‌بینی‌های ناظر بر سودآوری آینده می‌باشد که تعامل بر مبنای این مبانی با بانک‌ها، بسیار دشوار یا بعضاً نشدنی می‌باشد. با توجه به آخرین آمار<sup>۶</sup> پرتال شرکت فرابورس، در حال حاضر بالغ بر ۳۱ سکوی تأمین مالی جمعی در ایران توانسته‌اند گواهینامه فرابورس برای فعالیت خود، اخذ کرده و بررسی‌ها نشان می‌دهد که تا انتهای مهرماه ۱۴۰۳، برای ۷۸۴ طرح، حدود ۹۱۳۰ میلیارد تومان تأمین مالی جمعی انجام شده است (تجارت نیوز) که غالب این طرح‌ها به صورت بدهی می‌باشد و کمتر از ظرفیت تأمین مالی مبتنی بر سهام استفاده شده است.

درباره توسعه فعالیت سکوهای تأمین مالی، افزایش مبالغ تأمین مالی، ابهام در قراردادهای و مسائل مرتبط با طرفین تأمین مالی در سکوها، مسائل و چالش‌های مختلفی پیش‌روی فعالیت سکوهای تأمین مالی قرار دارد که توسعه آنها را با دشواری مواجه کرده و ضرورت روزآمدسازی و ارتقای قوانین و

1. Moritz
2. Block
3. Martínez-Climent
4. Zorio-Grima
5. Ribeiro-Soriano

سیاست‌ها را نشان می‌دهد (کالونگا<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۳). در این مقاله، پس از مطالعه ادبیات پژوهش و دسته‌بندی آن توسط نویسندگان، مسائل مرتبط با توسعه سکوهای تأمین مالی از منظر سیاست‌گذاری و مقررات‌گذاری در ۷ بخش به شرح ذیل مورد توجه قرار گرفته است.

### الف. عوامل مؤثر در تأمین مالی از دیدگاه سرمایه‌گذاران

یکی از ابعاد مهم در هر تأمین مالی، طرف سرمایه‌گذار می‌باشد. بر اساس برآوردها، تا سال ۲۰۲۰، ۸۱ درصد از سرمایه جذب‌شده برای پروژه‌ها از طریق اعطای پاداش انجام می‌شود (زیگلر<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۰)؛ بنابراین، انتظار می‌رود که پاداش به‌عنوان یک عامل مهم برای سرمایه‌گذاری در تأمین مالی جمعی تأثیرگذار باشد. همچنین دریافت درصدی از سود پروژه‌ها، یکی از عوامل انگیزاننده در سرمایه‌گذاران در راستای تأمین وجه موردنیاز پروژه‌هاست (آیزمن<sup>۳</sup>، پارکر<sup>۴</sup> و ون آلستین<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶). از طرف دیگر، افزون‌بر موارد ذکرشده، ذکرشده، بازدهی مناسب طرح‌های سرمایه‌گذاری نسبت به بازارهای موازی و نسبت به سایر پروژه‌ها در دیدگاه سرمایه‌گذاران مؤثر خواهد بود (لی<sup>۶</sup>، یین<sup>۷</sup> و فو<sup>۸</sup>، ۲۰۱۶). در پروژه‌های تأمین مالی جمعی به‌طور همزمان مدت‌زمان جمع‌آوری وجوه و اجرای پروژه محاسبه و اعلام می‌شود (فریند<sup>۹</sup>، ۲۰۱۰) که این امر باعث شفافیت و مشخص شدن مدت‌زمان سرمایه‌گذاری‌ها خواهد شد. درحالی‌که این مهم در تأمین مالی‌های سنتی وجود نداشته است.

بیشتر اوقات تأمین‌کنندگان مالی دارای منافع و احساساتی در راستای کارآفرینان در پروژه‌های تأمین مالی جمعی هستند (شوین باخر<sup>۱۰</sup> و لارالد<sup>۱۱</sup>).

1. Kalunga
2. Ziegler
3. Eisenmann
4. Parker
5. Van Alstyne
6. Lee
7. Yen
8. Fu
9. Freund
10. Schwiendbacher
11. Larralde

۲۰۱۰) که آنان را از لحاظ روانی برای سرمایه‌گذاری در طرح‌ها و پروژه‌ها آماده می‌کند. باتوجه به اینکه دیدگاه سرمایه‌گذاران درباره مدت‌زمان سرمایه‌گذاری و تناسب آن با بازده، انتظاری تأثیرگذار است، دوره تأمین مالی طرح‌ها در سرمایه‌گذاری یا عدم سرمایه‌گذاری آنان در پروژه‌ها مؤثر است. افزون‌بر این تبلیغات مؤثر و قدرت دیده‌شدن طرح‌ها از جمله عواملی است که در کیفیت و موفقیت تأمین مالی مؤثر خواهد بود (کروستتو<sup>۱</sup> و رجندر<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴) و در انتها نیز داشتن و مشخص بودن یک راهبرد خروج برای سرمایه‌گذاری‌ها (مازوچینی<sup>۳</sup> (مازوچینی<sup>۳</sup> و لوکارلی<sup>۴</sup>، ۲۰۲۳) باعث ایجاد اطمینان‌خاطر و کمک به داشتن طرح سرمایه‌گذاری در تأمین‌کنندگان خواهد کرد.

### ب. عوامل مؤثر در تأمین مالی از نگاه کارآفرینان

فرایند تأمین مالی جمعی به دنبال آن است که بتواند بستری مطمئن برای تأمین مالی کارآفرینان و سرمایه‌پذیران باشد. پس لزوم توجه به نیازهای کارآفرینان روشن است. یکی از موارد اساسی برای تأمین مالی در سکوه‌های تأمین مالی جمعی، مقدار سرمایه موردنیاز سرمایه‌پذیران است (کوزومارانی<sup>۵</sup> و زو<sup>۶</sup>، ۲۰۱۹) (کوردوبا<sup>۷</sup>، دلچی<sup>۸</sup> و جیانفرات<sup>۹</sup>، ۲۰۱۵). به این صورت که سرمایه‌پذیران باتوجه به بلوغ کسب‌وکار و میزان سرمایه موردنیازشان از روش‌های تأمین مالی مختلفی استفاده می‌کنند. سرمایه‌پذیران برای جلب اعتماد سرمایه‌گذاران معمولاً نیاز به فراهم کردن ضمانت‌نامه دارند (چیت‌سازان، کولجی و باقری، ۱۳۹۸). یکی از چالش‌های تأمین مالی جمعی برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط، نیاز به دسترسی به منابع مالی بدون ارائه ضمانت است. به عبارت دیگر، این کسب‌وکارها به منابع مالی نیاز دارند که

1. Crosetto
2. Regner
3. Mazzocchini
4. Lucarelli
5. Kusumarani
6. Zo
7. Cordova
8. Dolci
9. Gianfrate

بدون نیاز به ضمانت یا تضمین‌های سنتی، قابل دسترس باشند. این چالش می‌تواند باعث محدودیت‌هایی در رشد و توسعه کسب‌وکارها شود، زیرا برخی از این کسب‌وکارها ممکن است نتوانند ضمانت‌های سنتی ارائه دهند (فطری<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳). برای ارزیابی سرمایه‌پذیر نیاز است که اطلاعاتی از آنان دریافت و مورد بررسی گیرد که صلاحیت سرمایه‌پذیر توسط آن مورد سنجش قرار می‌گیرد. در فرایند تأمین مالی، ارائه اطلاعات درخواستی توسط سرمایه‌پذیر، جزو عواملی است که فرایند تأمین مالی را دشوار می‌کند. این عوامل شامل اطلاعات سخت (مشخصات شرکت، اطلاعات مالی و ویژگی‌های کسب‌وکار) و اطلاعات نرم (سرمایه فکری، سرمایه انسانی، سرمایه اجتماعی و شبکه‌های رسانه‌ای اجتماعی) است که توسط کارآفرینان منتقل می‌شوند (مازوچینی و لارالدی، ۲۰۲۳). افزون‌بر سختی‌های انتقال اطلاعات، افشای ایده‌ها و اطلاعات محرمانه به جامعه ممکن است خطر دزدیده‌شدن ایده‌ها را افزایش دهد (شوین باخر و لارالد، ۲۰۱۰).

در طرح‌های تأمین مالی جمعی، انتخاب ساختار تأمین مالی و تعیین شرایط مشارکت سرمایه‌گذاران از جمله مواردی است که باید حتماً درباره آنها تصمیم‌گیری شود (شوین باخر و لارالد، ۲۰۱۰). از جمله این موارد، زمان تخصیص داده‌شده به پروژه برای تأمین منابع است. پروژه‌هایی که زمان بیشتری برای جمع‌آوری سرمایه دارند، احتمال موفقیت بیشتری دارند. به‌عبارت دیگر، زمان بیشتر به‌معنای افزایش فرصت برای جلب توجه و جمع‌آوری سرمایه است که می‌تواند به موفقیت پروژه کمک کند (کوردوبا، دلچی و جیانفرات، ۲۰۱۵).

### ج. عوامل مؤثر در بازاریابی تأمین مالی جمعی

بازاریابی، یکی از عوامل بسیار مهم در موفقیت هر کسب‌وکار است که عوامل متعددی بر آن تأثیرگذار است. در پروژه‌های تأمین مالی جمعی، کیفیت پروژه از دقت و صحت اطلاعات موجود در پروژه پیشنهادی مشخص می‌شود که این اطلاعات به همراه شبکه‌های شخصی افراد می‌تواند در رغبت

سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در طرح تأثیرگذار باشد (لیانگ<sup>۱</sup>، وو<sup>۲</sup> و هوانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹). سرمایه‌گذاران با مشاهده سطح حمایت دیگر سرمایه‌گذاران در رسکو، به سرمایه‌گذاری ترغیب می‌شوند و این موضوع در موفقیت یک پوشش سرمایه‌گذاری مؤثر خواهد بود (کوردوبا، دلچی و جیانفرات، ۲۰۱۵). سرمایه‌گذاران ممکن است به دلایل مختلفی از جمله عدم اطمینان درباره موفقیت پروژه، عدم شفافیت اطلاعات یا عدم اعتماد به کارآفرین، از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های تأمین مالی جمعی منصرف شوند (بوتیک<sup>۴</sup> و ویسمارا<sup>۵</sup>، ۲۰۲۲). ارزش‌گذاری نیز یک چالش در تأمین مالی جمعی است. معمولاً برای اوراق بهادار تأمین مالی جمعی، بازاری مشخص وجود ندارد که این امر می‌تواند تعیین قیمت مناسب برای سهام را دشوار کند (مورا کروز و پالوس سانچز، ۲۰۲۳) و باعث ایجاد عدم اطمینان در دیدگاه سرمایه‌گذاران شود. همچنین سکوه‌های تأمین مالی جمعی باید تجربه قبلی کارآفرینان را در صنعت و تلاش آنان برای بهبود کسب‌وکار را در ارزیابی‌های خود مدنظر قرار دهند (مورا کروز و پالوس سانچز، ۲۰۲۳) و نتایج آن را در ارزیابی‌های خود در سکوی تأمین مالی گزارش دهند.

#### د. خطرهای مرتبط با تأمین مالی جمعی

به‌عنوان یک موضوع مهم در تأمین مالی جمعی، شناسایی و مدیریت خطرها از اهمیت بالایی برخوردار است. خطرهای تأمین مالی جمعی را می‌توان در سه دسته خطر سرمایه‌پذیر، خطر سرمایه‌گذار و خط رسکو، طبقه‌بندی کرد. از خطرهای مربوط به سرمایه‌پذیر می‌توان به خطر عدم موفقیت تأمین مالی و خطر افشای اطلاعات اشاره کرد (سان توران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۵). خطرهایی که طرف سرمایه‌گذار با آن دست‌وپنجه نرم می‌کند، خطر مدیریت و عقب‌ماندگی عملیاتی طرح‌ها و خطر نقدشوندگی و نبود بازار ثانویه، عدم شفافیت اطلاعات

1. Liang
2. Wu
3. Huang
4. Buttice
5. Vincenzo
6. Son Turan

یا عدم اعتماد به کارآفرین (بوتیک<sup>۱</sup>، دی پیتر<sup>۲</sup> و تنکا<sup>۳</sup>، ۲۰۲۲) است. همچنین سکو هم در صورت شکست طرح‌ها، دچار خطر شهرت خواهد شد (سان توران، ۲۰۱۵).

ارزیابی ناکافی خطر از عواملی است که باید به‌درستی موردتوجه قرار گیرد. سرمایه‌گذاران اغلب آموزش رسمی یا ظرفیت لازم برای تحلیل خطرهای مرتبط با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های تأمین مالی جمعی را ندارند (صادقی، زرعی و ناصر، ۱۴۰۰). این می‌تواند به تصمیم‌گیری نامناسب و خسارت‌های مالی منجر شود (بایزر<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲). در صورتی که سرمایه‌گذاران نتوانند بازده سرمایه‌گذاری خود را در پروژه‌های تأمین مالی جمعی به‌دست آورند، ممکن است سرمایه خود را از دست بدهند (کوردوبا، دلسی و جیانفرات، ۲۰۱۵).

### هـ مسائل نهادی، بنگاهی و اجرایی

مسائل نهادی، بنگاهی و اجرایی، تأثیر مستقیمی بر توسعه و پیشرفت کسب‌وکارها دارند و باید با دقت و توجه مورد بررسی قرار گیرند که این مهم در تأمین مالی جمعی نیز استثنا نیست. مدیریت روابط با سرمایه‌گذاران می‌تواند یک چالش برای کارآفرینان باشد. سکوه‌های تأمین مالی جمعی معمولاً تعداد زیادی سرمایه‌گذار جذب می‌کنند که می‌تواند باعث مشکلات در ارتباطات و اداره روابط شود (مورا کروز و پالوس سانچز، ۲۰۲۳). عدم شفافیت در فرایند جمع‌آوری سرمایه و نحوه استفاده از آن (مارتینز-کلیمان، زوریو-گریما و رببیرو-سوریانو، ۲۰۱۸) و عدم وجود اطلاعات کافی و عدم تقارن اطلاعاتی در مورد پروژه‌هایی که به دنبال تأمین مالی هستند، می‌تواند باعث کاهش اعتماد به سکوه‌های تأمین مالی جمعی شود (مورا کروز و پالوس سانچز، ۲۰۲۳) (شفاعی، ابراهیمی سروعلیا و پیمانی، ۲۰۲۱). بر اساس مطالعات صورت‌گرفته بین سن و جنسیت (محمدی و شافی، ۲۰۱۸)، مکان جغرافیایی

1. Buttice  
2. Di Pietro  
3. Tenca  
4. Buysere

پروژه (لئو<sup>۱</sup>، بنگ<sup>۲</sup> و ژانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۲۳) با نوع رفتار سرمایه‌گذار در سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، ارتباط وجود دارد که از این ویژگی‌ها می‌توان در ایجاد پویای‌های تأمین مالی متناسب با ذائقه تأمین‌کنندگان بهره برد.

### و. مسائل حقوقی و قانونی

بی‌گمان، توجه به مسائل حقوقی در کسب‌وکارها از اهمیت بالایی برخوردار است. در حوزه تأمین مالی جمعی، یکی از مسائلی که وجود دارد، نبود دستورالعمل‌ها و مقررات واضح برای حمایت از هر دو طرف، یعنی سرمایه‌گذاران و کارآفرینان است. این موضوع می‌تواند به خطرهای قانونی و مالی برای همه طرف‌های درگیر، منجر شود (مورا کروز و پالوس سانچز، ۲۰۲۳). یکی دیگر از مسائل موجود درباره این نوع از تأمین مالی، عدم رعایت یا عدم تطابق با قوانین و مقررات حاکم بر فعالیت‌های مالی است. در حوزه تأمین مالی جمعی<sup>۴</sup>، این موضوع به معنای عدم رعایت قوانین مربوط به جمع‌آوری سرمایه، انتشار اطلاعات مالی، حقوق سرمایه‌گذاران و سایر مقررات مربوط به فعالیت‌های مالی است. این موضوع می‌تواند به عدم اعتماد سرمایه‌گذاران، افزایش خطرهای حقوقی و مالی و ایجاد نامنی در بازار مالی منجر شود. (مارتینز-کلیمان، زوریو-گریما و ریبیرو-سوریانو، ۲۰۱۸). مشکلات مربوط به اعتماد و شفافیت نشان می‌دهد تأمین مالی جمعی نیازمند امنیت اجرا و اعتمادپذیری است (کالونگا و همکاران، ۲۰۲۳).

در بُعد اجتماعی، عدم شفافیت در فرایند جمع‌آوری سرمایه و نحوه استفاده از آن از جمله مواردی است که می‌تواند در روند تأمین سرمایه در سکوه‌های تأمین مالی جمعی مؤثر باشد که این مورد می‌تواند خطرهای مربوط به پول‌شویی را افزایش دهد (مارتینز-کلیمان، زوریو-گریما و ریبیرو-سوریانو، ۲۰۱۸). همچنین با رشد تأمین مالی جمعی و با تحلیل مسائل مالیاتی و قانونی

و مقررات در سراسر اروپا، می‌توان به اهمیت توجه به موارد قانونی در تأمین مالی جمعی پی برد (بایزر، ۲۰۱۲).

### ز. مسائل محیطی

تحلیل محیط کسب‌وکار برای پیشرفت و موفقیت در جهان تجاری بسیار حائز اهمیت است. عوامل روان‌شناختی و انگیزشی که در تأمین مالی جمعی تأثیرگذار است، شامل انگیزه‌ها، نیازهای روان‌شناختی و انگیزه‌های داوطلبانه سرمایه‌گذاران در حوزه تأمین مالی جمعی می‌باشد (کوردوبا، دلسی و جیانفرات، ۲۰۱۵).

برقراری بهترین شیوه‌های انجام کار برای اطمینان از مشروعیت و امنیت تراکنش‌های تأمین مالی جمعی در راستای شناسایی مشتری مهم است (بایزر، ۲۰۱۲). در موفقیت یک پویش تأمین مالی، سابقه فعالیت‌های پیشنهادی سرمایه‌پذیر نیز مورد توجه می‌باشد (کوردوبا، دلسی و جیانفرات، ۲۰۱۵). عدم تأیید پروژه توسط جامعه سرمایه‌گذاری جمعی و عدم تأمین مالی کافی برای پروژه، جزو مواردی است که از دیدگاه سرمایه‌گذار در پروژه‌های تأمین مالی جمعی مؤثر است (کوردوبا، دلسی و جیانفرات، ۲۰۱۵). همچنین سرمایه‌گذاران، رفتار سرمایه‌گذاری خود را از طریق هویت جغرافیایی خود مشخص می‌کنند و تمایل دارند نحوه رشد سرمایه‌گذاری‌های خود در حوزه کسب‌وکار مرتبط، توسط کارآفرینان را مشاهده کنند (بلفلم<sup>۱</sup>، لامبرت<sup>۲</sup> و شاین باخر<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴) و هر اندازه محبوبیت یک پروژه از نظر سرمایه‌گذار بیشتر باشد، تمایل به سرمایه‌گذاری در آن بیشتر می‌شود و محبوبیت پروژه می‌تواند از اعتقادات، باورها، فرهنگ و قانون جامعه برای سرمایه‌گذار نشئت گیرد (ازنب و همکاران، ۲۰۲۱). افزون‌بر نکات مطرح‌شده، باتوجه‌به جهت‌گیری حرکت جهانی به سمت دیجیتالی‌شدن، مسائل فناوری اطلاعات بیش‌ازپیش از درجه اهمیت بیشتری برخوردار هستند. سکوهاي تأمین مالی جمعی نیازمند

1. Belleflamme
2. Lambert
3. Schwienbacher

دسترسی به اینترنت و رسانه‌های اجتماعی برای انجام تأمین مالی برخط (آنلاین) است (کالونگا و همکاران، ۲۰۲۳) که فراهم‌سازی بستر مناسب آن جزو اولویت‌های هر سکویی می‌باشد.

بنابراین بر اساس بررسی‌های انجام‌شده در این مقاله، موضوعات مرتبط با توسعه سکوها از منظر سیاست‌گذاری و مقررات‌گذاری در ۷ دسته به شرح جدول ۱ استخراج شده است.

جدول ۱، دسته‌بندی موضوعات مرتبط با سکوها از منظر سیاست‌گذاری و مقررات‌گذاری

منابع	موضوعات مرتبط	محورهای اصلی
(شوبین باخر و لارالد، ۲۰۱۰) (آیزمن، پارکر و ون آلتستین، ۲۰۰۶) (فریند، ۲۰۱۰) (شوبین باخر و لارالد، ۲۰۱۰) (کروستتو و رجنر، ۲۰۱۴) (لی، یین و فو، ۲۰۱۶) (مازوچینی و لوکالری، ۲۰۲۳)	۱. پاداش به سرمایه‌گذاران ۲. دریافت درصدی از سود طرح‌ها- بازدهی پروژه ۳. مشخص بودن مدت‌زمان پروژه ۴. ویژگی‌های ارزشی مشترک میان سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر ۵. دوره تأمین مالی ۶. پیش‌بینی الگوی خروج	عوامل مؤثر در تأمین مالی از دیدگاه سرمایه‌گذاران
(کوزومارانی و زو، ۲۰۱۹) (فطری، ۲۰۲۳) (مازوچینی و لوکالری، ۲۰۲۳) (کوردوبا، دلسی و جیانفرات، ۲۰۱۵) (شوبین باخر و لارالد، ۲۰۱۰) (کوردوبا، دلسی و جیانفرات، ۲۰۱۵)	۱. حجم سرمایه موردنیاز ۲. مشکل در تأمین ضمانت‌نامه ۳. دشواری تهیه اطلاعات لازم توسط سرمایه‌گذار ۴. زمان موردنیاز تا تأمین سرمایه ۵. حفظ حقوق مالکیت فکری ۶. انتخاب ساختار مناسب برای جذب سرمایه ۷. عدم تأیید یا تأمین مالی موردنیاز پروژه	عوامل مؤثر در تأمین مالی از دیدگاه کارآفرینان
(لیانگ، وو و هوانگ، ۲۰۱۹) (کروستتو و رجنر، ۲۰۱۴) (کوردوبا، دلسی و جیانفرات، ۲۰۱۵) (مورا کروز و پالوس سانچز، ۲۰۲۳) (بوتیک، دی پیترو و تنکا، ۲۰۲۲)	۱. کیفیت طرح (پروژه) و شبکه شخصی افراد ۲. تبلیغات پروژه ۳. سطح حمایت دیگر سرمایه‌گذاران از طرح ۴. مدت‌زمان پویش تأمین مالی ۵. ارزیابی دقیق سرمایه‌پذیر ۶. ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها ۷. عدم اعتماد به کارآفرین (سرمایه‌پذیر)	عوامل مؤثر در بازاریابی تأمین مالی جمعی



<p>(سان توران، ۲۰۱۵)                      (بوتیک، دی پیتر و تنکا، ۲۰۲۲)                      (بایزر، ۲۰۱۲)                      (کوردوبا، دلسی و جیانفرات، ۲۰۱۵)</p>	<p>۱. خطر عدم موفقیت تأمین مالی                      ۲. خطر افشای اطلاعات طرح و ایده                      ۳. خطر مدیریتی و عقب‌ماندگی طرح                      ۴. خطر نقدشوندگی و نبود بازار ثانویه                      ۵. خطر شهرت سکو در صورت شکست طرح                      ۶. ارزیابی ناکافی خطرها</p>	<p>خطرهای مرتبط با تأمین مالی جمعی</p>
<p>(محمدی و شافی، ۲۰۱۸)                      (مورا کروز و پالوس سانچز، ۲۰۲۳)                      (بوتیک، دی پیتر و تنکا، ۲۰۲۲)                      (مارتینز- کلیمان، زوریو گریما و ریبریو- سوربانو، ۲۰۱۸)                      (لئو، بنگ و ژانگ، ۲۰۲۳)</p>	<p>۱. جنسیت و سن                      ۲. نظارت بر وجوه جمع‌آوری شده                      ۳. وجود رکن ضامن در تأمین مالی‌ها                      ۴. نبود اطلاعات کافی درباره پروژه‌هایی که به دنبال تأمین مالی هستند                      ۵. مدیریت روابط با سرمایه‌گذاران                      ۶. عدم شفافیت اطلاعات                      ۷. عدم شفافیت در فرایند جمع‌آوری سرمایه و نحوه استفاده از آن                      ۸. عدم تقارن اطلاعاتی</p>	<p>مسائل نهادی، بنگاهی و اجرایی</p>
<p>(مورا کروز و پالوس سانچز، ۲۰۲۳)                      (شفاعی و همکاران، ۲۰۲۱)                      (کالونگا و همکاران، ۲۰۲۳)                      (مارتینز- کلیمان، زوریو گریما و ریبریو- سوربانو، ۲۰۱۸)                      (بایزر، ۲۰۱۲)</p>	<p>۱. عدم وجود دستورالعمل‌ها و مقررات واضح                      ۲. امنیت اجرا و اعتمادسازی                      ۳. عدم تطابق با قوانین و مقررات مربوط به حوزه تأمین مالی                      ۴. مسائل مالیاتی                      ۵. مسائل مربوط به پول‌شویی و شناسایی مشتری</p>	<p>مسائل حقوقی و قانونی</p>
<p>(کالونگا و همکاران، ۲۰۲۳)                      (کوردوبا، دلسی و جیانفرات، ۲۰۱۵)                      (بایزر، ۲۰۱۲)                      (لئو، بنگ و ژانگ، ۲۰۲۳)                      (بلفلم، لامبرت و شاین باخر، ۲۰۱۴)</p>	<p>۱. دسترسی به اینترنت و رسانه‌های اجتماعی                      ۲. عوامل روان‌شناختی و انگیزشی                      ۳. تجربه سرمایه‌پذیران                      ۴. سرمایه‌گذاری در طرح‌های بومی                      ۵. عدم جلب توجه و حمایت از جانب سرمایه‌گذاران</p>	<p>مسائل محیطی</p>

به‌طور خلاصه، جدول ۱ مربوط به ادبیات نظری در حوزه موضوعات مرتبط با توسعه سکوهاست. در این جدول، تلاش شده است تا موضوعات اصلی مرتبط با توسعه سکوها از ادبیات نظری استخراج شده و دسته‌بندی شوند. این

دسته‌بندی‌ها می‌توانند به‌عنوان پایه‌ای برای طرح تحقیق در این حوزه مورد استفاده قرار گیرد.

## روش پژوهش

از آنجاکه موضوع تحقیق، طراحی سیاست‌های مناسب برای توسعه سکوهای تأمین مالی جمعی در ایران است، لازم است متناسب با شرایط کشور، طراحی ویژه‌ای انجام شود؛ با توجه به اینکه ارائه پیشنهادات باید متناسب با بسترها و زمینه‌های بومی کشور ارائه شوند و لازم است در عینیت موضوع مورد مطالعه و در تعامل مستقیم با ذی‌نفعان موجود، پژوهش سازماندهی شود، بنابراین راهبرد پژوهش کیفی در دستور کار قرار گرفته است. داده‌های اولیه پژوهش بر مبنای جمع‌آوری گزارشات سیاستی و گزارشات عملکردی نهادهای مرتبط جمع‌آوری و بررسی شد و در نهایت، داده‌های متنی به‌عنوان داده‌های اصلی پژوهش بر مبنای مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته در دستور کار قرار گرفته است. پرسش‌های مصاحبه بر اساس محورهای اصلی مستخرج از ادبیات نظری و نیز مطالعه تجارب سیاستی سایر کشورها طراحی شده است. از آنجاکه طراحی سیاست‌های مناسب نیازمند توجه به ابعاد مسئله و نظام قوانین و مقرراتی کشور است، در طراحی پرسش‌ها، هم ابعاد نظری مستخرج از پیشینه تحقیق و هم محورهای مرتبط در نظام قوانین و مقررات کشور مورد توجه قرار گرفته است.

با توجه به میزان ارتباط مصاحبه‌شوندگان با موضوع پژوهش و حذف هر گونه سوگیری از سوی آنها، به‌منظور تضمین روایی پژوهش، افرادی در شش گروه برای مصاحبه انتخاب شده‌اند. بر این اساس، مصاحبه‌شوندگان از میان افراد مرتبط با سکوهای تأمین مالی جمعی و نیز سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران، افراد مرتبط با ساختار بازار سرمایه، انجمن‌های غیردولتی و نیز سیاست‌گذاران و مدیران دولتی مرتبط به شرح جدول ۲ انتخاب شده‌اند. اگرچه روش جمع‌آوری داده‌ها بر اساس مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته انجام شده است، اما به‌منظور حصول از جامعیت در فرایند انجام پژوهش، جمع‌آوری و بررسی

گزارش‌های سیاستی و نیز مصاحبه‌های انجام‌شده با افراد مرتبط نیز در نظر گرفته شده است. همچنین، فرایند تحلیل محتوای مصاحبه‌ها همزمان با انجام مصاحبه‌ها به صورت موازی انجام شده و نتایج آن در مصاحبه‌های بعدی مورد استفاده قرار گرفته است.

جدول ۲، معرفی مصاحبه‌شوندگان

ردیف	شناسه مربوط	دسته‌بندی حوزه فعالیت	تحصیلات	سابقه مرتبط در حوزه تأمین مالی / کسب‌وکار
۱	A1	مدیرعامل شرکت تأمین مالی جمعی (عامل) / نماینده سکوی تأمین مالی	کارشناسی‌ارشد	۸ سال
۲	A2		کارشناسی‌ارشد	۶ سال
۳	A3		کارشناسی‌ارشد	۷ سال
۴	A4		دکترا	۱۰ سال
۵	A5	مدیر نهاد سرمایه‌گذاری بازار سرمایه	دکترا	۱۲ سال
۶	A6		دکترا	۶ سال
۷	A7		دکترا	۱۴ سال
۸	A8	مدیر انجمن / اتحادیه صنفی	دکترا	۱۲ سال
۹	A9		کارشناسی‌ارشد	۸ سال
۱۰	A10	فعال حوزه سیاست‌گذاری و نهاد حاکمیتی	کارشناسی‌ارشد	۸ سال
۱۱	A11		دکترا	۲۰ سال
۱۲	A12		دکترا	۱۴ سال
۱۳	A13	مدیرعامل / عضو هیئت‌مدیره شرکت دانش‌بنیان (متقاضی جذب سرمایه)	کارشناسی‌ارشد	۱۰ سال
۱۴	A14		دکترا	۱۴ سال
۱۵	A15		کارشناسی‌ارشد	۱۱ سال
۱۶	A16		دکترا	۱۰ سال
۱۷	A17		دکترا	۱۶ سال
۱۸	A18	مدیرعامل صندوق ضمانت	کارشناسی‌ارشد	۱۴ سال
۱۹	A19		دکترا	۱۲ سال
۲۰	A20		کارشناسی‌ارشد	۸ سال

به‌منظور تحلیل داده‌ها، از روش تحلیل مضمون و الگوی کینگ و هاروکر استفاده شده است (کینگ و هوراکس، ۲۰۱۰) که تحلیل داده‌های هر مصاحبه بلافاصله پس از انجام مصاحبه انجام می‌شود. این روش شامل مراحل زیر می‌شود:

۱. شناسه‌بندی اولیه یا شناسه‌گذاری توصیفی: در این مرحله، داده‌ها به مضامین مختلف تقسیم می‌شوند. این شناسه‌بندی اولیه به توصیف دقیق داده‌ها کمک می‌کند.

۲. شناسه‌بندی ثانویه یا شناسه‌گذاری تفسیری: در این مرحله، مضامین شناسه‌گذاری شده به تفسیرهای مختلف مرتبط با موضوع موردنظر تبدیل می‌شوند.

۳. استخراج مقولات محوری: در انتها، مقولات محوری یا مضامین فراگیر و یکپارچه‌ساز استخراج می‌شوند که به‌عنوان نتیجه نهایی برای تحلیل استفاده می‌شوند. این مقولات می‌توانند موضوعات کلیدی را در داده‌ها نمایان کنند.

با بررسی چگونگی ایجاد شناسه‌های تازه در مصاحبه‌های جدید و نمایش عدم تولید شناسه تازه در آخرین مصاحبه‌ها، رسیدن به اشباع نظری، محقق شده و روند انجام مصاحبه‌های جدید متوقف شده است. در نهایت، ۲۰ مصاحبه انجام شد و تحلیل مضامین بر محتوای داده‌های به‌دست‌آمده انجام شده است. هدف در مرحله اول، شناسایی قسمت‌هایی از داده‌های پیاده‌شده بود که در پاسخ به پرسش تحقیق مؤثرتر بوده‌اند. بدین منظور تلاش شده است بدون اعمال هر گونه تفسیر در داده‌های خام اولیه، بخشی از عین عبارات یا کلمات نزدیک به متن اولیه که منظور مستقیم مصاحبه‌شونده است، استخراج شود. در مجموع، ۲۸ شناسه در این مرحله شناسایی شده است.

جدول ۳، جدول مقولات محوری

ردیف	مسائل و چالش‌ها	مصاحبه‌شونده
۱	نیاز به اصلاح و بهبود سازوکارهای تنظیم‌گری سازمان بورس	A1-A3-A5
۲	عدم وجود قراردادهای مشخص و مصوب بین بازیگران	A2
۳	نبود تشکل صنفی برای موضوع تأمین مالی جمعی	A7-A9
۴	نیاز به بهبود سیاست‌گذاری در حوزه تأمین مالی	A19
۵	محدود بودن رکن تصدی‌گری نهاد مالی در سکوها به نهادهای بورسی	A8
۶	محدود بودن تأمین مالی جمعی به منابع ریالی	A12
۷	محدودیت سقف تأمین مالی بر اساس سرمایه عامل	A8



A4-A6-A8-A10-A11-A12-A18	عدم شکل‌گیری تأمین مالی جمعی مبتنی بر مشارکت در سهام و چالش‌های اجرای آن (ناظر بر موضوعات مالی و حقوقی)	۸
A2-A8-A10-A13-A15-A16	عدم تنوع در وثایق و چالش تأمین ضمانت‌نامه تعهد پرداخت	۹
A4-A6-A8-A10-A11-A12-A18	چالش اجرای تأمین مالی جمعی مبتنی بر مشارکت در سهام	۱۰
A10	تمایل سکوها به تأمین مالی پروژه‌های کم‌خطر	۱۱
A11-A12-A17	نوپا بودن الگوی تأمین مالی جمعی در ایران و فعالیت پایین برخی از سکوها	۱۲
A19	سودآوری پایین سکوهایی تأمین مالی جمعی	۱۳
A2	انتظارات بالای سرمایه‌پذیران برای جمع‌آوری منابع	۱۴
A1-A5-A8-A15	محدودیت سقف تأمین مالی برای هر طرح از طرف سازمان بورس (تا سقف ۲۵۰ میلیارد ریال)	۱۵
A4-A5-A14-A16-A17	تأمین وثایق و تضامین مورد قبول سکوهایی تأمین مالی جمعی	۱۶
A8-A13	محدودیت سقف تأمین مالی هر شرکت تا سقف ۵۰۰ میلیارد ریال	۱۷
A13-A14-A15	طولانی‌بودن مدت‌زمان تأمین مالی از سکوها	۱۸
A14	عدم تأمین مالی برای شرکت‌های نوپا	۱۹
A16	دوره کوتاه‌مدت تأمین مالی	۲۰
A4-A13-A16	هزینه بالای تأمین مالی شامل سود سرمایه‌گذاران، کارمزد سکو و هزینه تأمین وثایق	۲۱
A2	عدم بلوغ الگوهای پوشش خطر	۲۲
A6-A17-A18-A19-A20	عدم ایفای نقش مناسب توسط نهادهای دولتی، حاکمیتی و سیاست‌گذاری برای ایجاد مشوق در حوزه تأمین مالی جمعی، پوشش خطر و ارائه تضمین و پوشش نقدینگی نهاد ضمانت در زمان نکول	۲۳
A1-A3-A5-A6-A7-A9	ایجاد بازار ثانویه (به‌منظور ایجاد نقدشوندگی پیش از سررسید)	۲۴
A11	وجود بازارهای غیررسمی موازی با بازدهی بالا	۲۵
A6-A10-A18	خطرپذیری پایین توسط سرمایه‌گذاران	۲۶
A1-A3-A11	نبود شناخت کافی در جامعه در حوزه تأمین مالی جمعی	۲۷
A2-A18-A20	عدم جذابیت صدور ضمانت‌نامه توسط نهادهای ذی‌ربط	۲۸

در مرحله دوم با شناسه‌گذاری تفسیری تلاش شده است تا از توصیف صرف فراتر رفته و بر تفسیر شناسه‌های توصیفی تمرکز شود. بدین منظور، شناسه‌های توصیفی دسته‌بندی شده و بر اساس نزدیکی محتوایی در قالب شناسه‌های تفسیری صورت‌بندی شده‌اند. در انتهای این مرحله، شناسه‌های تفسیری در قالب ۲۸ مضمون تفسیری، شناسه‌بندی شده‌اند. در مرحله آخر که

استخراج مضامین یکپارچه‌ساز بوده است، مضامین فراگیر شناسایی شدند که مفاهیم کلیدی تحقیق را بیان می‌نمودند. این مضامین بر پایه تفسیری شکل گرفته‌اند، اما در سطحی تجریدی‌تر و والاتر قرار گرفته‌اند. در این بخش، مقولات یکپارچه‌ساز و محوری شناسایی شده‌اند. در جدول ۴، شناسه‌های توصیفی، تفسیری و یکپارچه‌ساز و ارتباط موضوعی میان آنها نشان داده شده است.

برای تحقق روایی تحقیق از سه معیار روشی، داده‌ها و تحلیلی، استفاده شده است. از بُعد روش، مصاحبه‌ها بر اساس رهنمود (پروتکل) مصاحبه انجام شده است. براین اساس، محورهای پرسش‌های مصاحبه بر اساس ادبیات نظری طراحی شده و موضوعات محوری در فعالیت سگوها موردتوجه قرار گرفته است. در بُعد روایی تحلیلی هم در این تحقیق با زاویه‌بندی و توجه به تنوع ذی‌نفعان، هم مصاحبه‌شوندگان مرتبط با دستگاه‌های اجرایی از منظرهای مختلف و هم فعالین بخش خصوصی موردتوجه قرار گرفته‌اند. به‌منظور بررسی پایایی تحقیق از دو معیار تکرار شدن یافته‌ها و بازخورد مطلعین ارائه‌شده توسط میلز و هابرمین استفاده شده است (مایلز<sup>۱</sup> و هوبرمن<sup>۲</sup>، ۱۹۹۴).

بنابراین مصاحبه‌ها تا اشباع نظری دنبال شده و با رسیدن شناسه‌های تکراری و عدم‌مواجهه با شناسه‌های جدید، فرایند مصاحبه‌های جدید متوقف شده است. همچنین نتایج تحقیق در گروه خبرگان با شرکت نفرات جدید، خارج از مصاحبه‌شوندگان مطرح شده است. اعضای گروه خبرگی نیز همانند پرسش‌شوندگان از دستگاه‌های اجرایی مختلف و نیز شرکت‌های خصوصی بوده‌اند تا طیف نظرات مرتبط موردتوجه قرار گیرد. نتایج ارائه یافته‌های تحقیق در گروه خبرگی نشان داد که مقولات محوری و یکپارچه‌ساز استخراج‌شده با اصلاحات محدود، قابلیت تأیید دارد. در بخش بعد، نتایج نهایی و یافته‌های تحقیق ارائه شده است.

## یافته‌های پژوهش

بر اساس تحلیل محتوای مصاحبه‌های انجام‌شده با ۲۰ مصاحبه‌شونده و بررسی نتایج در قالب گروه خبرگانی، مقولات یکپارچه‌ساز در شش حوزه ذیل احصاء شده است (جدول ۴):

- ا. تنظیم‌گری و نظارت نهاد مالی؛
- ب. نقش عامل؛
- ج. سکوی تأمین مالی جمعی؛
- د. سرمایه‌پذیر؛
- ه. سرمایه‌گذار؛
- و. محیط و زمینه.

بر مبنای این شش محور اصلی، مقولات محوری تحقیق مشتمل بر مسائل و چالش‌ها و همچنین راه‌حل‌های سیاستی پیشنهادی برای رفع مسائل و چالش‌های یادشده از مصاحبه‌ها استخراج شده‌اند. در ادامه هر یک از این شش مقوله یکپارچه‌ساز و مقولات محوری مرتبط با هر یک به تفکیک تشریح شده‌اند.

### ا. تنظیم‌گری و نظارت نهاد مالی

تنظیم‌گری به معنای کنترل و تنظیم فرایندها و عملکردهای مالی است و از طریق قوانین و مقررات اعمال می‌شود. تنظیم‌گری یکی از اصولی‌ترین عوامل در نظام مالی است و نقش اساسی در حفظ ثبات و سلامت این نظام را دارد. این نهادها با استفاده از قوانین و مقررات لازم‌الاجرا، نظارت و کنترل بر ارائه‌دهندگان خدمات عمومی را انجام می‌دهند. باتوجه به گفته‌های مصاحبه‌شوندگان A1، A3 و A5، نیاز است که در سازوکارهای تنظیم‌گری سازمان بورس، اصلاح و بهبودسازی نسبت به گذشته انجام شود. به این دلیل که سکوهای تأمین مالی جمعی در نظام تأمین مالی، نقشی دنباله‌رو دارند و

سکوها ابتدا در مسیر جدید گام برمی‌دارند و سپس قانون‌گذار در راستای چارچوب‌مند کردن فعالیت آنها اقدام به تدوین قوانین جدید می‌کنند. همچنین مصاحبه‌شونده A2 در مصاحبه خود به نبود قراردادهای مشخص و مصوب بین بازیگران این حوزه به‌نحوی که بتواند به تمامی مراودات طرفین جامه عمل بپوشاند و از پراکندگی قراردادهای مختلف جلوگیری کند، اشاره کرده است که در راستای رفع موارد مطرح‌شده می‌بایست در جهت اصلاح و بهبود نظام سیاست‌گذاری و رگولاتوری سازمان بورس و استانداردسازی قراردادها و سازوکارهای تأمین مالی جمعی، گام برداشت.

مسئله دیگر در این حوزه، نبود تشکل صنفی در حوزه تأمین مالی است که مصاحبه‌شوندگان A7 و A9 به آن اشاره کرده‌اند. بر اساس تعریف موجود در قانون نحوه تشکیل و فعالیت تشکل‌های صنفی - تخصصی مصوب ۱۴۰۱/۱۲/۹، تشکل‌های صنفی یک سازمان مردم‌نهاد هستند که توسط افرادی با کسب، پیشه، حرفه، تخصص یا مهارت مشابه تشکیل می‌شود. اهداف تشکل‌های صنفی به صورت غیرسیاسی، غیردولتی، غیرتجاری و غیرانتفاعی در راستای منافع خاص مرتبط با آن صنف بوده و مطابق اساسنامه مصوب خود در سطح ملی یا استانی فعالیت می‌کنند. این تشکل‌ها می‌توانند با هدف حمایت از حقوق صنفی، ارتقای کیفیت و سطح استاندارد مجموعه‌ها، مقابله با تخلفات، اطلاع‌رسانی پیرامون تحولات مرتبط با حرفه و نیز اتخاذ تدابیری برای بهبود خدمات به مصرف‌کنندگان، نقش مؤثری ایفا کنند. با توجه به رشد سکوه‌های تأمین مالی جمعی در ایران و نیاز به پیگیری مسائل و مشکلات سکوها در نهادهای مختلف، لزوم تأسیس انجمن صنفی تخصصی در حوزه تأمین مالی جمعی بیش از پیش احساس می‌شود.

یکی دیگر از مسائل در حوزه تأمین مالی جمعی که مصاحبه‌شونده A8 بدان اشاره کرده است، محدود بودن رکن تصدی‌گری نهاد مالی در سکوها به نهادهای بورسی می‌باشد. با وجود اینکه به‌غیر از نهادهای بورسی، نهادهای مالی دیگری هم هستند که در حوزه‌های مالی مشغول به فعالیت هستند و مجوز خود را از سازمان‌های مختلفی به‌غیر از سازمان بورس اخذ کرده‌اند، این موضوع

باعث شده است که سایر بازیگرانی که می‌توانستند در این حوزه به صورت فعالانه نقش ایفا کنند، کنار گذاشته شوند و از طرفی دیگر نیز چون نهادهای مورد تأیید سازمان بورس در کنار سایر فعالیت‌هایشان به موضوع تأمین مالی جمعی نیز می‌پردازند و این موضوع مسئله اول آنان نیست، کمتر می‌توانند در راستای ارتقا آن فعالیت کنند. بدین جهت استفاده از ظرفیت سایر نهادهای مالی تخصصی غیربورسی از قبیل صندوق‌های پژوهش و فناوری در راستای تصدی‌گری نهاد مالی پیشنهاد می‌شود.

آخرین موضوعی که مصاحبه‌شونده A12 به آن اشاره کرده است، محدود بودن تأمین مالی جمعی به منابع ریالی است که باتوجه به شرایط اقتصادی کشور و وجود تورم‌های دورقمی سالانه، انگیزه تأمین سرمایه را برای سرمایه‌گذار به نسبت بازارهای سوداگرانه موازی کاهش می‌دهد و این باعث می‌شود منابعی که می‌توانست به تولید و در راستای کاهش تورم جذب شود، به سمت بازارهای موازی رفته و از کارکرد اصلی خود فاصله خواهد گرفت. درست است که منابع غیرریالی برای همه کسب‌وکارها مناسب نیست، ولی تنوع در منابع تأمین مالی می‌تواند با پوشش‌دادن علایق قشر بیشتری از سرمایه‌گذاران، منابع بیشتری را برای تأمین مالی کسب‌وکارها در سکوهای تأمین مالی جمعی، جمع‌آوری کند. بدین جهت تأمین مالی از طریق منابع غیرریالی، مثل دلار و ... پیشنهادی است که در این قسمت مطرح می‌شود.

### ب. نقش عامل

پیرو تعریفی که در دستورالعمل تأمین مالی جمعی درباره عامل آمده است، عامل، شخصی حقوقی است که بر اساس الزامات دستورالعمل تأمین مالی جمعی، اقدام به تأمین مالی جمعی می‌کند. بر اساس ضوابط سازمان بورس، محدودیت سقف تأمین مالی بر اساس سرمایه عاملین در نظر گرفته شده است. این موضوع باعث می‌شود رشد عاملین فعال در حوزه تأمین مالی با محدودیت مواجه شود که این موضوع در سخنان مصاحبه‌شونده A8 به آن پرداخته شده است. در راستای رفع چنین چالشی می‌توان با الزام به افزایش سرمایه عاملین و ایجاد مشوق و حمایت برای افزایش سرمایه عامل‌ها با استفاده از وجوه و

کمک‌های مالی و مالیاتی، زمینه را برای توسعه ظرفیت تأمین مالی جمعی ایجاد کرد.

یکی از موضوعات مهم در تأمین مالی جمعی که در ایران کمتر بدان توجه شده است و به‌نوعی فراموش شده است، عدم شکل‌گیری تأمین مالی جمعی مبتنی بر مشارکت در سهام و پرداختن به چالش‌های اجرای آن نظیر موضوعات مالی و حقوقی می‌باشد که مصاحبه‌شوندگان A4، A6، A8، A10، A11، A12 و A18 درباره آن طرح بحث کرده‌اند. موضوع اصلی در این باره آن است که تأمین مالی جمعی در ایران بیشتر به یک بُعد از چهار بُعد تأمین مالی جمعی (تأمین مالی مبتنی بر اهدا، تأمین مالی مبتنی بر پاداش، تأمین مالی مبتنی بر بدهی و تأمین مالی مبتنی بر سهام) پرداخته شده است. با توجه به مزیت‌های هر یک از روش‌های تأمین مالی جمعی در راستای پوشش‌دادن سلاقی مختلف به منظور تأمین سرمایه و سرمایه‌پذیر، ایجاد الگوی مناسب تأمین مالی مبتنی بر سهام و رفع چالش‌های مالی، حقوقی و اجرائی تأمین مالی جمعی بر مبنای سهام پیشنهادی است که مصاحبه‌شوندگان در این حوزه به آن اشاره کرده‌اند.

عدم تنوع در وثایق و چالش تأمین ضمانت‌نامه تعهد پرداخت برای تکمیل فرایند تأمین مالی جمعی و تأیید طرح توسط عامل، جز مواردی است که مصاحبه‌شوندگان A2، A8، A10، A13، A15 و A16 بدان اشاره کرده‌اند. سرمایه‌پذیران برای تکمیل فرایند تأمین مالی جمعی و اخذ تأییدیه لازم از عامل و همچنین جلب اعتماد سرمایه‌گذاران، به تأمین تضمین از قبیل ضمانت‌نامه تعهد پرداخت و ... نیاز دارند که تأمین آن امری دشوار و بعضاً هزینه‌بر می‌باشد. در راستای رفع این چالش، حرکت در مسیر ارائه راه‌کارهای تنوع در وثایق از قبیل وثیقه سهام بورسی و قراردادهای لازم‌الاجرا، مطرح می‌شود.

### ج. سکوی تأمین مالی جمعی

پیرو تعریفی که در دستورالعمل تأمین مالی جمعی آمده، سکو، بُن‌سازه‌ای است که برای تأمین مالی جمعی توسط عامل ایجاد شده است و اطلاعات لازم

بر اساس مفاد دستورالعمل تأمین مالی جمعی در آن منتشر می‌شود. بر اساس سخنان مصاحبه‌شوندگان A4، A6، A8، A10، A11، A12 و A18، آماده‌نبودن زیرساخت لازم در سکوها برای توسعه الگوی تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام می‌باشد. عاملین می‌بایست با توسعه سکوها مبتنی بر واگذاری سهام متقاضیان، زمینه را برای توسعه الگوهای تأمین مالی در کشور ایجاد کنند.

تمایل سکوها به تأمین مالی پروژه‌های کم‌خطر به منظور پوشش خطرهای شهرت و شکست طرح‌ها، موضوعی است که مصاحبه‌شونده A10 به آن پرداخته است. استفاده از ابزارهای حمایتی برای پوشش خطر پروژه‌های با اهمیت و پُرخطر ملی، روشی مؤثر است که می‌تواند انگیزه لازم را در سکوها برای تأمین مالی این نوع پروژه‌ها ایجاد کند.

مسئله دیگری که توسط مصاحبه‌شوندگان A11، A12 و A17 به آن پرداخته شده است، نوپا بودن الگوی تأمین مالی جمعی در ایران و فعالیت پایین برخی از سکوهاست. می‌توان با الزام به توسعه فعالیت‌های سکوها با فعالیت کمتر و همچنین انتقال دانش و تجربیات سکوه‌های فعال و بررسی و استفاده از تجارب جهانی و نمونه‌های موفق، زمینه را برای توسعه سکوه‌های جدیدتر فراهم کرد.

در آخر سودآوری پایین سکوه‌های تأمین مالی جمعی و انتظارات بالای سرمایه‌پذیران برای جمع‌آوری منابع، مواردی است که به ترتیب مصاحبه‌شوندگان A19 و A2 به آن پرداخته‌اند. سودآوری پایین سکوه‌های تأمین مالی جمعی با توجه به کارمزد محور بودن درآمد سکوها، می‌تواند از طریق توسعه ظرفیت سکوها تا حد زیادی برطرف شود. همچنین برای پوشش انتظارات بالای سرمایه‌پذیران می‌توان با ایجاد مسیر مشارکت نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری دارای مجوز از بیمه مرکزی، بانک مرکزی و سازمان بورس برای مشارکت در تأمین مالی جمعی، منابع پُر قدرت را در راستای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌پذیران وارد سکوها کرد.

## د. سرمایه‌پذیر

سرمایه‌پذیر یا متقاضی، شخصی حقوقی است که به‌منظور تأمین منابع مالی به عامل رجوع می‌کند. از طرف سازمان بورس، محدودیت سقف تأمین مالی برای هر طرح و برای هر شرکت وجود دارد که این باعث می‌شود پروژه‌های بزرگ در سکوه‌های تأمین مالی وارد فرایند جذب منابع نشود و همچنین شرکت‌های بالغ که به منابع بیشتری نسبت به شرکت‌های خرد نیاز دارند، نتوانند در سکوه‌های تأمین مالی جمعی اقدام به جذب منابع نمایند و به این صورت تعداد زیادی از شرکت‌های بزرگ از چرخه تأمین مالی کنار گذاشته می‌شوند. این موضوعی است که به ترتیب توسط مصاحبه‌شوندگان A1، A5، A8، A15 و A13 مطرح شده است. در راستای رفع چالش مطرح‌شده می‌توان با افزایش سقف تأمین مالی جمعی هر طرح برای سکوه‌های دارای فعالیت بیشتر (مثلاً بیش از ۲ سال) یا شرکت‌هایی که دارای حداقل ۲ طرح موفق تأمین مالی جمعی داشته‌اند، در کنار اخذ وثایق معتبر برای پوشش خطر قطعی (ضمانت‌نامه تعهد پرداخت) به افزایش سقف تأمین مالی طرح‌ها و شرکت‌ها مبادرت کرد.

مسئله مورد اشاره بعدی توسط مصاحبه‌شوندگان A4، A5، A14، A16 و A17، دشواری و هزینه‌بر بودن تأمین وثایق و تضامین مورد قبول سکوهاست که می‌توان با توسعه ابزار ضمانت در کشور تا حد قابل قبولی به رفع این مسئله پرداخت. همچنین طولانی‌بودن زمان تأمین مالی از زمان ارائه درخواست تا واریز وجه، موضوعی است که مصاحبه‌شوندگان A13، A14 و A15، به آن اشاره کرده‌اند که می‌توان با نظام‌مند کردن فرایندها و ایجاد هماهنگی حداکثری بازیگران تأمین مالی جمعی (فرا بورس، نهاد مالی، سکوی تأمین مالی جمعی و سرمایه‌پذیر) به رفع این موضوع مبادرت کرد.

و در آخر، عدم تأمین مالی برای شرکت‌های نوپا، کوتاه‌بودن دوره بازپرداخت وجوه و بالا بودن مجموع هزینه‌های تأمین مالی شامل سود سرمایه‌گذار، کارمزد سکو و هزینه‌های تأمین وثایق و ...، جز مواردی است که به‌عنوان چالش توسط مصاحبه‌شوندگان A13، A16، A14 و A4 در

مصاحبه‌های صورت گرفته مطرح شده است. طبیعی است که شرکت‌های نوپا برای تأمین مالی از طریق بدهی به واسطه نداشتن صورت‌های مالی مورد قبول نتوانند اعتبار کافی و لازم را کسب کنند که برای این دسته از شرکت‌ها می‌توان با توسعه تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام که در بالا بدان اشاره شده بود، بستر را برای تأمین مالی از طریق اعطای سهام برای سرمایه‌پذیران فراهم کرد. همچنین می‌توان با تشکیل بازار ثانویه برای ایجاد تمایل به منظور سرمایه‌گذاری بر روی پروژه‌های بلندمدت، زمینه را برای تأمین مالی‌های بلندمدت‌تر فراهم کرد. درباره مورد آخر نیز باتوجه به هزینه‌های بالای ارکان تأمین مالی جمعی، پیشنهاد کاهش سود، چندان عملی نخواهد بود. بدین منظور می‌بایست با ایجاد حمایت‌های یارانه‌ای از قبیل یارانه سود از طرف نهادهای سیاست‌گذار برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی (مشابه الگوی یارانه سود تسهیلات در قوانین بودجه سنواتی)، هزینه تأمین مالی نهایی را برای سرمایه‌پذیر کاهش داد.

#### ۵. سرمایه‌گذار

سرمایه‌گذار یا تأمین‌کننده، شخص حقیقی یا حقوقی است که منابع موردنیاز سرمایه‌پذیر را تأمین می‌کند و در واقع یکی از بازیگران اصلی تأمین مالی جمعی به‌شمار می‌آید، چرا که با تزریق منابع سرمایه‌گذار است که مفهوم سرمایه‌گذاری پدیدار می‌شود. سرمایه‌گذاران هم مانند سایر بازیگران این حوزه، دغدغه‌هایی دارند که برطرف‌شدن آن می‌تواند نقش مؤثری در افزایش وجوه سرمایه‌گذاری شده توسط آنها داشته باشد. در مصاحبه‌های صورت گرفته به سه مورد از مسائل و موضوعات مهم توسط سرمایه‌گذاران پرداخته شده است. مصاحبه‌شونده A2 در گام اول به عدم بلوغ و پختگی الگوهای پوشش خطر اشاره کرده است. موضوعی که می‌توان با ایجاد زمینه ورود بیمه‌ها و ورود بیشتر نهادهای ضمانت برای پوشش خطر، به تقویت آنها پرداخت. مسئله بعدی مورد بحث، عدم ایفای نقش مناسب توسط نهادهای دولتی، حاکمیتی و سیاست‌گذاری برای ایجاد مشوق در حوزه تأمین مالی جمعی، پوشش خطر و

ارائه تضمین، پوشش نقدینگی نهاد ضمانت در زمان نکول طرح‌هاست که می‌توان با دو پیشنهاد در راستای بهبود آن گام برداشت:

۱. حمایت از توسعه ابزار ضمانت برای سکوهای تأمین مالی جمعی از طریق تأمین بخشی از ودیعه و کارمزد سرمایه‌پذیران؛

۲. تأمین خط اعتباری برای سکوهای تأمین مالی جمعی برای پوشش نقدینگی در زمان نکول.

موضوع مهمی که در انتها به آن می‌پردازیم، لزوم ایجاد بازار ثانویه برای نقدشوندگی پیش از سررسید سرمایه‌گذاری‌هاست که توسط شمار زیادی از مصاحبه‌شوندگان (A1، A3، A5، A6، A7 و A9) به آن پرداخته شده است.

#### و. محیط و زمینه

محیط کسب‌وکار به‌عنوان جو یا شرایطی که یک شرکت کسب‌وکار را دربرمی‌گیرد، تعریف می‌شود. این شامل عوامل داخلی و خارجی است که بر نحوه عملکرد آن تأثیر می‌گذارد. وجود بازارهای موازی با بازدهی بالا، اولین موردی است که مصاحبه‌شونده A11 درباره آن سخن گفته است. به دلیل اینکه اغلب این بازارهای موازی از نوع سفته‌بازی هستند، هدایت نقدینگی به سمت آن، تبعات نامناسبی را برای اقتصاد به دنبال خواهد داشت و به همین دلیل هدایت آن به سمت تولید و اقتصاد مولد، از اولویت برخوردار خواهد بود که نهادهای اجرایی و متولی امر می‌بایست با ایجاد شفافیت در بازارهای غیررسمی، زمینه و انگیزه لازم را برای ورود سرمایه به بازارهای موازی از بین ببرند. مصاحبه‌شوندگان A6، A10 و A18 به فرهنگ عدم خطرپذیری در سرمایه‌گذاران ایرانی و مصاحبه‌شوندگان A1، A3 و A11 به نبود شناخت کافی در جامعه در حوزه تأمین مالی جمعی اشاره کرده‌اند که برای رفع این مورد در وهله اول می‌بایست در فرهنگ‌سازی سرمایه‌گذاری راستین و پذیرش ضرر و زیان در اذهان مردم و افزایش سواد مالی سرمایه‌گذاران گام برداشت و در وهله بعدی با توسعه ابزارهای بیمه و تضمین، تا جای ممکن خطرهای سرمایه‌گذاری را کاهش داد.

مورد آخری که مصاحبه‌شوندگان A2، A18 و A20 درباره آن سخن گفته‌اند، عدم جذابیت صدور ضمانت‌نامه توسط نهادهای ذی‌ربط به واسطه خطرهای فراوان طرح‌ها و زمان‌بر و هزینه‌بر بودن ارزیابی شرکت‌ها و طرح‌هاست که در مجموع صرفه ورود را برای بازیگران حوزه ضمانت از بین می‌برد که نهادهای متولی امر می‌بایست با ایجاد مشوق در نهادهای ضمانت برای صدور ضمانت‌نامه تعهد پرداخت، انگیزه را برای مشارکت صادرکنندگان ضمانت‌نامه افزایش دهند.

جدول ۴. مسائل و چالش‌های سیاستی سکوهای تأمین مالی و راه‌حل‌های پیشنهادی

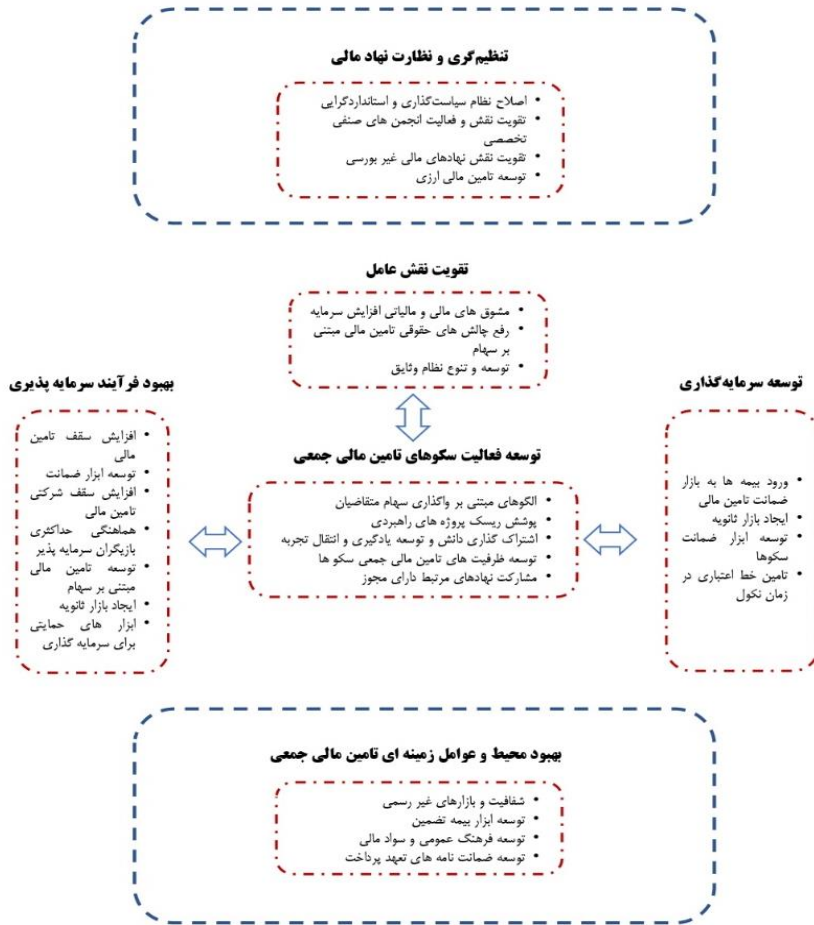
ردیف	مقولات یکپارچه‌ساز	مقولات محوری	
		پیشنهاد‌های سیاستی (شناسه‌بندی توصیفی)	مسائل و چالش‌ها (شناسه‌بندی تفسیری)
۱		اصلاح و بهبود نظام سیاست‌گذاری و رگولاتوری سازمان بورس، استانداردسازی قراردادهای و سازوکارهای تأمین مالی جمعی	نیاز به اصلاح و بهبود سازوکارهای تنظیم‌گری سازمان بورس
			عدم وجود قراردادهای مشخص و مصوب بین بازیگران
۲	تنظیم‌گری و نظارت نهاد مالی	تشکیل انجمن صنفی تخصصی سکوهای تأمین مالی جمعی و پیگیری و پیشنهاد قوانین و بخش‌نامه‌های موردنیاز در راستای رفع مطالبات صنفی	نبود شکل صنفی برای موضوع تأمین مالی جمعی
۳			نیاز به بهبود سیاست‌گذاری در حوزه تأمین مالی
۴		استفاده از ظرفیت سایر نهادهای مالی تخصصی غیربورسی از قبیل صندوق‌های پژوهش و فناوری	محدود بودن رکن تصدی‌گری نهاد مالی در سکوهای تأمین مالی جمعی به نهادهای بورسی
۵			محدود بودن تأمین مالی جمعی به منابع ریالی
۶		الزام به افزایش سرمایه عامل‌های سکوها/ ایجاد مشوق و حمایت برای افزایش سرمایه عامل‌ها (استفاده از وجوه و کمک‌های مالی و مالیاتی)	محدودیت سقف تأمین مالی بر اساس سرمایه عامل
۷			عدم شکل‌گیری تأمین مالی جمعی مبتنی بر مشارکت در سهام و چالش‌های اجرای آن (ناظر بر موضوعات مالی و حقوقی)
۸		رفع چالش‌های مالی، حقوقی و اجرائی تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام (ایجاد الگوی مناسب تأمین مالی مبتنی بر سهام)	عدم تنوع در وثایق و چالش تأمین
۹			ارائه راه‌کارهای تنوع در وثایق از قبیل وثیقه

ردیف	مقولات یکپارچه‌ساز	مقولات محوری	
		پیشنهاد‌های سیاستی (شناسه‌بندی توصیفی)	مسائل و چالش‌ها (شناسه‌بندی تفسیری)
		سهام بورسی و قراردادهای لازم‌الاجرا	ضمانت‌نامه تعهد پرداخت
۱۰	سکوی تأمین مالی جمعی	توسعه سکوها مبتنی بر واگذاری سهام متقاضیان	چالش اجرای تأمین مالی جمعی مبتنی بر مشارکت در سهام (ناظر بر توسعه سکوها و زیرساخت‌ها)
۱۱		پوشش خطر پروژه‌های پرخطر دارای اهمیت برای کشور از طریق ابزارهای حمایتی	تمایل سکوها به تأمین مالی پروژه‌های کم‌خطر
۱۲		الزام به توسعه فعالیت‌های سکوهای با فعالیت کمتر، انتقال دانش و تجربیات سکوهای فعال و بررسی و استفاده از تجارب جهانی	نوپا بودن الگوی تأمین مالی جمعی در ایران و فعالیت پایین برخی از سکوها
۱۳		توسعه ظرفیت تأمین مالی سکوهای تأمین مالی جمعی	سودآوری پایین سکوهای تأمین مالی جمعی
۱۴		تسریع در امکان مشارکت نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری دارای مجوز از بیمه مرکزی، بانک مرکزی و سازمان بورس برای مشارکت در تأمین مالی جمعی	انتظارات بالای سرمایه‌پذیران برای جمع‌آوری منابع
۱۵		افزایش سقف تأمین مالی جمعی هر طرح برای سکوهای دارای فعالیت بیشتر (مثلاً بیش از ۲ سال) یا طرح‌های دارای پوشش خطر قطعی (ضمانت‌نامه تعهد پرداخت)	محدودیت سقف تأمین مالی برای هر طرح از طرف سازمان بورس (تا سقف ۲۵۰ میلیارد ریال)
۱۶		توسعه ابزار ضمانت در کشور	تأمین وثایق و تضامین مورد قبول سکوهای تأمین مالی جمعی
۱۷	سرمایه‌پذیر	افزایش سقف تأمین مالی جمعی شرکت‌ها منوط به تأیید طرح توجیهی توسط نهاد مالی، دارای حداقل ۲ طرح موفق تأمین مالی جمعی و پوشش حداقل ۵۰ درصد خطر تأمین مالی با ابزار ضمانت تعهد پرداخت	محدودیت سقف تأمین مالی هر شرکت تا سقف ۵۰۰ میلیارد ریال
۱۸		هماهنگی حداکثری بازیگران تأمین مالی جمعی (فرا بورس، نهاد مالی، سکوی تأمین مالی جمعی و سرمایه‌پذیر)	طولانی بودن مدت‌زمان تأمین مالی از سکوها
۱۹		توسعه تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام	عدم تأمین مالی برای شرکت‌های نوپا
۲۰		ایجاد بازار ثانویه برای ایجاد تمایل برای سرمایه‌گذاری بر پروژه‌های بلندمدت	دوره کوتاه‌مدت تأمین مالی (یک‌ساله)



ردیف	مقولات یکپارچه‌ساز	مقولات محوری	
		پیشنهاد‌های سیاستی (شناسه‌بندی توصیفی)	مسائل و چالش‌ها (شناسه‌بندی تفسیری)
۲۱	سرمایه‌گذار	ایجاد حمایت‌های یارانه‌ای از قبیل یارانه سود از طرف نهادهای سیاست‌گذار برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی (مشابه الگوی یارانه سود تسهیلات در قوانین بودجه سنواتی)	هزینه بالای تأمین مالی شامل سود سرمایه‌گذاران، کارمزد سکو و هزینه تأمین وثایق
۲۲		ایجاد زمینه ورود بیمه‌ها و ورود بیشتر نهادهای ضمانت برای پوشش خطر	عدم بلوغ الگوهای پوشش خطر
۲۳	سرمایه‌گذار	حمایت از توسعه ابزار ضمانت برای سکوهایی تأمین مالی جمعی از طریق تأمین بخشی از ودیعه و کارمزد سرمایه‌پذیران تأمین خط اعتباری برای سکوهایی تأمین مالی جمعی برای پوشش نقدینگی در زمان نکول	عدم ایفای نقش مناسب توسط نهادهای دولتی، حاکمیتی و سیاست‌گذاری برای ایجاد مشوق در حوزه تأمین مالی جمعی، پوشش خطر و ارائه تضمین، پوشش نقدینگی نهاد ضمانت در زمان نکول
۲۴		ایجاد بازار ثانویه	نبود بازار ثانویه (به‌منظور ایجاد نقدشوندگی پیش از سرسید)
۲۵	محیط و زمینه	شفافیت در بازارهای غیررسمی	وجود بازارهای غیررسمی موازی با بازدهی بالا
۲۶		توسعه ابزارهای بیمه و تضمین	خطرپذیری پایین توسط سرمایه‌گذاران
۲۷		شناسایی مناسب برنامه‌های تأمین مالی جمعی از طریق کانال‌های مرتبط با مردم و افزایش سواد مالی	نبود شناخت کافی در جامعه در حوزه تأمین مالی جمعی
۲۸		ایجاد مشوق در نهادهای ضمانت برای صدور ضمانت‌نامه تعهد پرداخت	عدم جذابیت صدور ضمانت‌نامه توسط نهادهای ذی‌ربط

بر اساس آنچه تبیین شد، الگوی سیاستی پیشنهادی برای ارتقای فعالیت و رفع مسائل سکوهایی تأمین مالی جمعی در ایران در قالب شکل ۱ ارائه شده است.



شکل ۱. الگوی سیاستی پیشنهادی برای رفع مسائل سکوهاي تأمین مالی جمعی

چالش‌های شناسایی‌شده از طریق خبرگان حوزه تأمین مالی جمعی تا حد زیادی با پیگیری و اجرای پیشنهادهاي سیاستی ارائه‌شده در جدول ۴، قابل رفع خواهد بود و تأثیر زیادی در توسعه این ابزار مهم در کشور خواهد داشت. نظام سیاست‌گذاری، رگولاتوری و راهبردی تأمین مالی جمعی از طریق کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی که دبیرخانه آن مستقر در فرابورس می‌باشد، انجام می‌شود. سیاست‌گذاری در این حوزه باید با بهره‌گیری از نظرات و مشورت‌های فعالان و ذی‌نفعان این عرصه انجام شود. تصمیم‌گیری‌های عجولانه و بدون

توجه به منافع و دیدگاه‌های این افراد می‌تواند فرآیند توسعه این الگو در کشور را با چالش‌های جدی مواجه کند. در بخش عاملین سکوها، ضروری است که تلاش‌ها به طراحی یک الگوی کارآمد تأمین مالی مبتنی بر سهام معطوف شود. برای دستیابی به این هدف، ابتدا باید موانع مالی، حقوقی و اجرایی برطرف شوند. همچنین، شناسایی سرمایه‌پذیرانی که بتوانند منابع مالی را از طریق واگذاری بخشی از سهام خود جذب کنند، اهمیت ویژه‌ای دارد. در این میان، عاملین باید نقش واسطه را در مدیریت سهام و نظارت بر عملکرد سرمایه‌پذیر ایفا کنند که تحقق این امر نیازمند توسعه، رشد و بلوغ عاملین است. سکوهاي تأمین مالی جمعی نیز به‌عنوان ابزاری در اختیار عاملین، نیازمند اصلاح و بهبود در زمینه‌هایی مانند تقویت زیرساخت‌ها و ایجاد تعامل حداکثری با سرمایه‌پذیران و سرمایه‌گذاران هستند تا اجرای الگوی تأمین مالی جمعی به شکل بهینه‌تری امکان‌پذیر شود. در این حوزه قطعاً استفاده از تجربیات جهانی در حوزه تأمین مالی جمعی کارساز خواهد بود. در بخش سرمایه‌پذیران که عملاً جامعه هدف ابزار تأمین مالی جمعی هستند، رفع چالش‌ها و مشکلات آنها نیازمند شکل‌گیری ابزارهای متنوع در بخش تضامین و وثایق می‌باشد. باتوجه به اینکه عملاً تداوم فعالیت سکوها و توسعه آنها از دیدگاه سرمایه‌گذاران نیازمند ایجاد سابقه در موفقیت طرح‌های تأمین مالی شده و استرداد اصل و سود وجوه سرمایه‌گذاران می‌باشد، به‌ناچار سکوها اقدام به اخذ تضامین از سرمایه‌پذیران می‌کنند و باتوجه به ضعف ابزارهای تضمین از قبیل قراردادهای لازم‌الاجرا، چک و سفته در نقدشوندگی و بازه زمانی طولانی برای وصول مطالبات، سکوها اقدام به اخذ ضمانت‌نامه تعهد پرداخت از بانک‌ها و نهادهای ضمانت از قبیل صندوق‌های پژوهش و فناوری می‌کنند که پیچیدگی‌های اخذ این نوع ضمانت و نیاز به اعتبار مناسب و داشتن وثایق کافی برای اخذ آن از بانک‌ها و نهادهای مالی، عملاً امکان اخذ سرمایه برای سرمایه‌پذیران دارای طرح مناسب اما فاقد اعتبار مالی و تضامین را محدود می‌کند. در این راستا شکل‌گیری تنوع در تضامین و وثایق و همچنین به‌کارگیری سازوکارهای بیمه و ضمانت از طرف نهادهایی از قبیل بیمه و پوشش خطر تأمین مالی از طرف

نهادهای تسهیل‌گر و حامی از قبیل معاونت علمی، فناوری و اقتصاد دانش‌بنیان، صندوق نوآوری و شکوفایی یا منابع و سازوکارهای حمایتی وزارت اقتصاد و وزارت صمت می‌تواند راه‌کار مناسبی برای حل این چالش باشد. در بخش سرمایه‌گذاران، بازدهی مناسب این الگو در مقایسه با بازارهای موازی از قبیل سپرده بانکی یا اوراق بهادار بازار سرمایه، مشوق مناسبی برای سرمایه‌گذاری ایجاد کرده است اما نبود بازار ثانویه و عدم نقدشوندگی تا انتهای پروژه، محدودیت بزرگی برای توسعه سرمایه‌گذاری در این حوزه ایجاد کرده است که پیشنهاد ایجاد بازار ثانویه برای اوراق گواهی مشارکت تأمین مالی جمعی، جزو سیاست‌های پیشنهادی پژوهشگران می‌باشد. قطعاً یکی از عوامل مهم در توسعه الگوی تأمین مالی جمعی، محیط حاکم بر این الگوست که همان‌گونه که مطرح شد، ایفای نقش از سوی سایر بازیگران برای مدیریت خطر این تأمین مالی و توسعه سرمایه‌گذاری در این الگو می‌بایست انجام شود که برای تحقق این موضوع، همکاری و پیگیری عاملین سکوها و نهاد رگولاتور تعیین‌کننده می‌باشد.

### بحث و بررسی

در مقایسه یافته‌های پژوهش کنونی در اکوسیستم ایران با ادبیات جهانی تأمین مالی جمعی، همگرایی‌های قابل‌توجهی مشاهده می‌شود. این همسویی در چندین حوزه کلیدی نمایان است. نخست، مسئله مدیریت نقدشوندگی و فقدان الگوی خروج مناسب از طرح‌ها در ادبیات جهانی مطرح شده است (مازوجینی و لوکالرلی، ۲۰۲۳) (بوتیک و ویسمارا، ۲۰۲۲). پژوهش کنونی نیز ضرورت ایجاد بازار ثانویه را به‌منظور بهبود نقدشوندگی در سکوه‌های تأمین مالی مورد تأکید قرار داده است. دوم، خطر نقدشوندگی و عدم موفقیت طرح‌ها از دیگر موضوعات مشترک است (فطری، ۲۰۲۳). در ادبیات جهانی، پیشنهاد ایجاد رکن ضامن در تأمین مالی‌ها مطرح شده است. مصاحبه‌های این پژوهش نیز بر اهمیت تأمین وثایق و تضامین مورد قبول سکوه‌های تأمین مالی جمعی تأکید دارند که نشان‌دهنده همگرایی در این زمینه است. سوم، حجم سرمایه موردنیاز

طرح‌ها از دیگر موضوعات مشترک است (کوسومارانی و زو، ۲۰۱۹) (کوردوبا، دلسی و جیانفرات، ۲۰۱۵). یافته‌های پژوهش حاکی از انتظارات بالای سرمایه‌پذیران برای جمع‌آوری منابع و محدودیت‌های سقف تأمین مالی برای هر پروژه و شرکت است که با ادبیات مرسوم تأمین مالی جمعی در سطح جهانی مطابقت دارد. چهارم، خطرهای مرتبط با تأمین مالی جمعی از جمله خطر عدم موفقیت تأمین مالی، افشای اطلاعات طرح، مدیریت و عقب‌ماندگی طرح، شهرت و ارزیابی ناکافی طرح، در هر دو ادبیات و یافته‌های پژوهش مورد توجه قرار گرفته‌اند (شوین باخر و لارالد، ۲۰۱۰) (سان توران، ۲۰۱۵) (مورا کروز و پالوس سانچز، ۲۰۲۳). عدم بلوغ الگوهای پوشش خطر در ایران، ضرورت توسعه ابزارها و راه‌کارهای مناسب را برجسته می‌سازد. در نهایت، مدت‌زمان مناسب برای پویش‌های تأمین مالی نیز از موضوعات مشترک است که در یافته‌های پژوهش با عناوینی چون طولانی‌بودن مدت‌زمان تأمین مالی و دوره کوتاه تأمین مالی به آن اشاره شده است (مورا کروز و پالوس سانچز، ۲۰۲۳). این همگرایی‌ها نشان می‌دهد که چالش‌ها و موضوعات مطرح در حوزه تأمین مالی جمعی در ایران، به میزان قابل‌توجهی با مسائل مطرح در سطح جهانی همخوانی دارد که این امر می‌تواند زمینه‌ساز بهره‌گیری از تجارب جهانی در راستای توسعه و بهبود این حوزه در کشور باشد.

یافته‌های پژوهش کنونی به بررسی و تحلیل مسائل و چالش‌های مرتبط با سکوی تأمین مالی جمعی در ایران پرداخته است. این یافته‌ها به‌طور خاص شامل موارد زیر می‌باشد:

۱. بررسی ادبیات جهانی درباره تأمین مالی: در این مطالعه، پس از بررسی جامع و نظام‌مند ادبیات موجود در زمینه تأمین مالی جمعی، پژوهشگران به تحلیل و طبقه‌بندی عوامل مؤثر بر این پدیده پرداخته‌اند. با استفاده از روش تحلیل محتوا، پژوهشگران توانستند هفت مقوله اصلی را شناسایی و تبیین کنند. این دسته‌بندی هفت‌گانه، چارچوبی جامع برای درک بهتر عوامل تأثیرگذار بر موفقیت و اثربخشی پویش‌های تأمین مالی جمعی ارائه می‌دهد.

۲. تحلیل محتوای مصاحبه‌ها: با انجام ۲۰ مصاحبه با بازیگران مختلف این حوزه، محتوای مصاحبه‌ها تحلیل شده و شش محور اصلی شناسایی شد. این محورها شامل نقش عامل، نهاد تنظیم‌گر، سکوی تأمین مالی جمعی، سرمایه‌پذیر، سرمایه‌گذار و محیط و زمینه فعالیت سکوهاست. این تحلیل به درک عمیق‌تری از نیازها و چالش‌های موجود کمک کرده است.

۳. توسعه سیاست‌های مناسب: بر اساس یافته‌ها، پژوهش به ارائه سیاست‌های مناسب برای تقویت سکوی‌های تأمین مالی جمعی پرداخته است. این سیاست‌ها شامل پیشنهادها برای بهبود تنظیم‌گری، افزایش شفافیت و ایجاد بسترهای حمایتی برای سرمایه‌گذاران و تأمین‌کنندگان مالی می‌باشد.

۴. دانش‌افزایی: این پژوهش به دانش‌افزایی در حوزه تأمین مالی جمعی کمک کرده است. با شناسایی چالش‌ها و ارائه راه‌کارها، پژوهش می‌تواند به سیاست‌گذاران و نهادهای مرتبط در طراحی و اجرای سیاست‌های مؤثر کمک کند. همچنین، این یافته‌ها می‌تواند به‌عنوان مبنایی برای پژوهش‌های آینده در این حوزه مورد استفاده قرار گیرد.

### ارائه پیشنهادهاى سیاستى

بر اساس یافته‌های پژوهش کنونی در زمینه تأمین مالی جمعی و چالش‌های آن در اقتصاد ایران، پیشنهادهاى سیاستى زیر می‌تواند به توسعه و بهبود فعالیت سکوهاى تأمین مالی جمعی کمک کند:

#### ۱. تقویت چارچوب قانونی و نظارتی

۱. تدوین مقررات شفاف: لازم است قوانین و مقررات مشخصی برای حمایت از سرمایه‌گذاران و کارآفرینان تدوین شود. این مقررات باید شامل نحوه جمع‌آوری سرمایه، الزامات افشای اطلاعات مالی و حقوق سرمایه‌گذاران باشد تا از بروز خطرهای قانونی جلوگیری شود.

۲. ایجاد نهاد نظارتی مستقل: تأسیس یک نهاد مستقل برای نظارت بر فعالیت سکوه‌های تأمین مالی جمعی می‌تواند به افزایش شفافیت و اعتماد در این بازار کمک کند. این نهاد باید مسئولیت بررسی و تأیید سکوها را بر عهده داشته باشد.

#### ب. توسعه زیرساخت‌های فناوری

۱. ایجاد سکوه‌های امن و کارآمد: توسعه سکوه‌های تأمین مالی جمعی با استفاده از فناوری‌های نوین، مانند بلاک‌چین، می‌تواند به افزایش شفافیت و کاهش تقلب در فرایند تأمین مالی کمک کند. این سکوها باید قابلیت ارائه اطلاعات دقیق و روزآمد درباره پروژه‌ها را داشته باشند.

۲. تسهیل دسترسی به اطلاعات: ایجاد یک پایگاه داده مرکزی برای ثبت اطلاعات پروژه‌ها و سکوه‌های تأمین مالی جمعی می‌تواند به سرمایه‌گذاران کمک کند تا تصمیمات آگاهانه‌تری اتخاذ کنند.

#### ج. آموزش و توانمندسازی ذی‌نفعان

۱. برگزاری دوره‌های آموزشی: برگزاری کارگاه‌ها و دوره‌های آموزشی برای کارآفرینان و سرمایه‌گذاران درباره فرایند تأمین مالی جمعی، مدیریت خطر و ارزیابی پروژه‌ها می‌تواند آگاهی و توانمندی آنها را افزایش دهد.

۲. ایجاد برنامه‌های مشاوره‌ای: ارائه خدمات مشاوره‌ای برای کارآفرینان به منظور کمک در تهیه طرح‌های تجاری مناسب و جذب سرمایه‌گذاران می‌تواند نقش مهمی در موفقیت پروژه‌ها ایفا کند.

#### د. تسهیل دسترسی به منابع مالی

۱. حمایت دولتی از پروژه‌های نوآورانه: دولت باید با ارائه تسهیلات مالی، یارانه‌ها یا مشوق‌های مالی، دسترسی کارآفرینان به منابع مالی را تسهیل کند. این امر می‌تواند شامل کاهش هزینه‌های تأمین مالی یا ارائه ضمانت‌های دولتی باشد.

۲. تشویق سرمایه‌گذاران به مشارکت: ایجاد مشوق‌هایی مانند معافیت‌های مالیاتی برای سرمایه‌گذارانی که در پروژه‌های تأمین مالی جمعی مشارکت می‌کنند، می‌تواند انگیزه آنان را برای سرمایه‌گذاری افزایش دهد.

#### ۵. تقویت شبکه‌های همکاری

۱. تشویق همکاری بین سکوها: ایجاد شبکه‌ای از سکوهایی تأمین مالی جمعی مختلف برای تبادل تجربیات و بهترین شیوه‌ها می‌تواند به ارتقای کیفیت خدمات این سکوها کمک کند.

۲. حمایت از اکوسیستم کارآفرینی: ایجاد یک اکوسیستم حمایتی شامل نهادهای دولتی، دانشگاه‌ها، مراکز تحقیقاتی و بخش خصوصی برای تقویت کارآفرینی و نوآوری در کشور ضروری است.

#### ۶. مدیریت خطرها

۱. ایجاد ابزارهای مدیریت خطر: توسعه ابزارهایی برای شناسایی و مدیریت خطرهای مرتبط با تأمین مالی جمعی، مانند بیمه پروژه‌ها یا صندوق‌های حمایتی، می‌تواند به کاهش نگرانی سرمایه‌گذاران کمک کند.

۲. آموزش سرمایه‌گذاران در زمینه خطر: برگزاری دوره‌هایی برای آموزش سرمایه‌گذاران درباره تحلیل خطرها و نحوه ارزیابی پروژه‌ها می‌تواند به اتخاذ تصمیمات آگاهانه‌تر منجر شود.

#### نتیجه‌گیری

جذب سرمایه و تأمین مالی در شرکت، یکی از عوامل کلیدی تأثیرگذار بر موفقیت کسب‌وکارها بوده و تأمین مالی این کسب‌وکارها، نقشی بسزا در مسیر دستیابی به رشد اقتصادی مدنظر سیاست‌گذاران دارد. روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های نوآور در مراحل مختلف دوره عمر بنگاه، متفاوت است و از منابع شخصی تا بانکی، سرمایه‌گذاران خطرپذیر و تأمین مالی جمعی را دربرمی‌گیرد.

بازیگران مختلف بسته به موقعیت خود، روش‌های متفاوت تأمین مالی را به کار می‌گیرند و در کنار یکدیگر، نظام تأمین مالی نوآوری را شکل می‌دهند. این مقاله به بررسی چالش‌ها و سیاست‌های پیشنهادی برای توسعه فعالیت سکوه‌های تأمین مالی جمعی در اقتصاد ایران می‌پردازد. با توجه به اهمیت تأمین مالی برای بنگاه‌های نوآور، این تحقیق به شناسایی عوامل مؤثر بر تأمین مالی از دیدگاه سرمایه‌گذاران و کارآفرینان، خطرهای مرتبط و مسائل نهادی و قانونی پرداخته است.

در این پژوهش، پژوهشگران با استفاده از روش تحقیق کیفی و مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته با ۲۰ نفر از ذی‌نفعان، داده‌های مورد نیاز را جمع‌آوری کرده و تحلیل محتوای مقوله‌محور انجام داده‌اند. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که سکوه‌های تأمین مالی جمعی می‌توانند به‌عنوان ابزاری مؤثر برای هدایت جریان نقدی به سمت طرح‌های نوآورانه عمل کنند. در این پژوهش، هفت مضمون کلیدی شناسایی شده‌اند که شامل عوامل مؤثر در تأمین مالی از دیدگاه سرمایه‌گذاران و کارآفرینان، بازاریابی، خطرها، مسائل نهادی و اجرایی، مسائل حقوقی و قانونی و مسائل محیطی می‌باشد. این ابعاد به‌طور جامع به چالش‌های موجود در توسعه سکوه‌های تأمین مالی جمعی پرداخته و راه‌کارهای عملی برای غلبه بر این چالش‌ها ارائه می‌دهند.

در نهایت، مقاله پیشنهادهایی در شش حوزه مختلف شامل تنظیم‌گری و نظارت نهاد مالی، نقش عامل، سرمایه‌گذار، سرمایه‌پذیر و محیط ارائه می‌دهد. این پیشنهادها می‌توانند به توسعه و بهبود عملکرد سکوه‌های تأمین مالی جمعی کمک کنند. همچنین، تأکید بر شفافیت اطلاعات و مدیریت خطرها به‌عنوان عوامل کلیدی برای جذب سرمایه‌گذاران و کارآفرینان در این حوزه مطرح شده است. به‌طور کلی، این تحقیق با توجه به چالش‌های خاص تأمین مالی جمعی در ایران، راه‌کارهایی عملی و متناسب با شرایط بومی ارائه می‌دهد که می‌تواند به توسعه پایدار سکوه‌های تأمین مالی جمعی کمک کند. نوآوری اصلی این مقاله در ارائه یک چارچوب جامع و یکپارچه برای طراحی سیاست‌های ارتقای فعالیت سکوه‌های تأمین مالی جمعی در اقتصاد ایران است که با در نظر گرفتن

شرایط خاص اقتصادی کشور و نیازهای بومی طراحی شده است. البته با اینکه چارچوب سیاستی ارائه شده در این مقاله، تلاش دارد عمده چالش‌های سیاستی مرتبط با سکوها را مورد توجه قرار دهد و از جامعیت لازم برخوردار باشد، اما در پاسخگویی دقیق به چگونگی تغییرات سیاستی مورد ادعا، به مطالعات تکمیلی و پژوهش‌های بیشتر نیاز دارد.

### محدودیت‌های پژوهش و پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

باتوجه به نوپا بودن سازوکارهای تأمین مالی جمعی در ایران، داده‌های آماری زیادی در اختیار پژوهشگران قرار نگرفت. همچنین نوپا بودن این الگو در ایران نبود یا فعال نشدن بخش زیادی از سکوهایی تأمین مالی جمعی، به محدود شدن جامعه هدف برای مصاحبه منجر شد. باتوجه به اهمیت تأمین مالی جمعی در تأمین منابع برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط و همچنین امکان ایفای نقش این ابزار در هدایت منابع خرد به طرح‌های تولیدی دارای بازدهی مناسب و ایجاد مشارکت مردم در بخش اقتصادی کشور، انجام پژوهش‌هایی در حوزه‌های ذیل پیشنهاد می‌شود:

۱. مدیریت خطر تأمین مالی جمعی؛
۲. نقش سایر ابزارها و نهادها از قبیل: بانک‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، نهادهای ضمانت و سایر نهادها در توسعه تأمین مالی جمعی؛
۳. آسیب‌شناسی عدم اجرای الگوی تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام و ارائه الگوی بومی تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام؛
۴. بررسی سازوکارهای مالی و حقوقی برای مشارکت در سود و زیان پروژه‌ها از طرف سرمایه‌گذاران.

## منابع

- ازنب، الهام، محمدیان، بهزاد، و کریمی، آصف (۲۰۲۱). شناسایی خطاهای شناختی مذاکرات کارآفرینانه با تمرکز بر پروژه‌های تأمین مالی جمعی. مدیریت نوآوری، ۱۱۳-۸۹. [https://www.nowavari.ir/article\\_139194.html](https://www.nowavari.ir/article_139194.html).
- چیت‌سازان، هستی، کولجی، ساره، و باقری، افسانه (۱۳۹۸). شناسایی عوامل پیش‌برنده استفاده از تأمین مالی جمعی توسط کارآفرینان (مورد مطالعه: صنعت گردشگری). توسعه کارآفرینی، ۴۳(۱۲)، ۴۰-۲۱. <https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/1488388>.
- سلطانی، بهزاد، و شاوردی، مرضیه (۲۰۱۹). تأمین مالی علم، فناوری و نوآوری. سیاست علم و فناوری، ۱۲(۲)، ۳۱۴-۲۹۷. [https://jstp.nrisp.ac.ir/article\\_13701.html](https://jstp.nrisp.ac.ir/article_13701.html).
- شفاعی، رضا، ابراهیمی سروعلیا، محمدحسن، و پیمانی، مسلم (۲۰۲۱). سیگنال‌های برانگیزاننده‌ی مشارکت در تأمین مالی جمعی سهمی در ایران. مدیریت نوآوری، ۱۰(۲)، ۱۵۳-۱۲۵. [https://www.nowavari.ir/article\\_134313.html](https://www.nowavari.ir/article_134313.html).
- صادقی، حسین، زرعی، حمیده، و ناصر، مهدی (۱۴۰۰). چارچوب‌های حقوقی تأمین مالی جمعی کسب‌وکارهای نوپا و راه‌کارهای حل چالش‌های آن: بایسته‌ها و سیاست‌گذاری‌ها. راهبرد توسعه، ۶۵(۱۷)، ۷۸-۴۱. <https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/1790690>.
- گلعلی‌زاده، محمدرضا، طباطبائی‌ان، سیدحبیب‌الله، و زمردیان، غلامرضا (۲۰۲۲). شناسایی و دسته‌بندی چالش‌های تأمین مالی شرکت‌های دانش‌بنیان در ایران. مدیریت نوآوری، ۱۰(۴)، ۲۷-۱. [https://www.nowavari.ir/article\\_144772.html](https://www.nowavari.ir/article_144772.html).
- BELLEFLAMME, Paul, LAMBERT, Thomas, SCHWIENBACHER, Armin (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585–609.
- BUTTICÈ, Vincenzo, DI PIETRO, Francesca, TENCA, Francesca (2022). They do not look alike: what kind of private investors do equity crowdfunded firms attract? *The Journal of Technology Transfer*, 47 (6), 1707–1736. <https://doi.org/10.1007/s10961-021-09895-w>
- BUTTICÈ, Vincenzo, VISMARA, Silvio (2022). Inclusive digital finance: the industry of equity crowdfunding. *The Journal of Technology Transfer*, 47 (4), 1224–1241. <https://doi.org/10.1007/s10961-021-09875-0>
- BUYSERE, K De (2012). *A framework for european crowdfunding*.
- CORDOVA, Alessandro, DOLCI, Johanna, GIANFRATE, Gianfranco (2015). The Determinants of Crowdfunding Success: Evidence from Technology Projects. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 181, 115–124.
- CROSETTO, Paolo, REGNER, Tobias (2014). Crowdfunding: Determinants of success and funding dynamics. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:jrp:jrpwrp:2014-035>.
- EISENMANN, Thomas R., PARKER, Geoffrey, VAN ALSTYNE, Marshall W. (2006). Strategies for Two Sided Markets. <https://papers.ssrn.com/abstract=2409276> [19.11.2023]

- FERRARINI, G.(2018). Regulating FinTech: Crowdfunding and Beyond.
- FITRI, Winda(2023). The Legal Protection for Security Crowdfunding Based on Sharia Investment in MSMEs Economic Recovery. *International Journal of Law Reconstruction*, 7 (1), 39–53 .  
<https://jurnal.unissula.ac.id/index.php/lawreconstruction/article/view/30917>
- FREUND, Robert(2010). How to overcome the barriers between economy and sociology with open innovation, open evaluation and crowdfunding. *International Journal of Industrial Engineering and Management*, 1 (3), 105–109,  
[https://www.researchgate.net/publication/268061255\\_How\\_to\\_Overcome\\_the\\_Barriers\\_Between\\_Economy\\_and\\_Sociology\\_With\\_Open\\_Innovation\\_Open\\_Evaluation\\_and\\_Crowdfunding](https://www.researchgate.net/publication/268061255_How_to_Overcome_the_Barriers_Between_Economy_and_Sociology_With_Open_Innovation_Open_Evaluation_and_Crowdfunding)
- GOZZI, Juan Carlos, SCHMUKLER, Sergio(2016). Public Credit Guarantees and Access to Finance.
- HANSEN, Angela, KIMERIA, Ciku, NDIRANGU, Bilha, OSHRY, Nadia, WENDLE, Jason(2012). Assessing Credit Guarantee Schemes for SME Finance in Africa Evidence from Ghana, Kenya, South Africa and Tanzania. [www.dalberg.com](http://www.dalberg.com).
- IMF(2023). *Report for Selected Countries and Subjects*.  
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/October/weo-report>.
- KALUNGA, Prudence, NEENE, Victor, JERE, Bob, PHIRI, Mwiza, CHEMBE, Christopher(2023). Challenges of Crowdfunding (Village Banking) in Zambia: Solutions and Opportunities. *Zambia ICT Journal*, 7 (1), 38–46, <https://ictjournal.icict.org.zm/index.php/zictjournal/article/view/131>
- KING, Nigel, HORROCKS, Christine(2010). Interviews in Qualitative Research (Google eBook).. 256,  
[https://books.google.com/books/about/Interviews\\_in\\_Qualitative\\_Research.html?id=iOsnTKC48gC](https://books.google.com/books/about/Interviews_in_Qualitative_Research.html?id=iOsnTKC48gC)
- KUSUMARANI, Riri, ZO, Hangjung(2019). Why people participate in online political crowdfunding: A civic voluntarism perspective. *Telematics and Informatics*, 41, 168–181,  
[https://www.researchgate.net/publication/332758662\\_Why\\_people\\_participate\\_in\\_online\\_political\\_crowdfunding\\_A\\_civic\\_voluntarism\\_perspective](https://www.researchgate.net/publication/332758662_Why_people_participate_in_online_political_crowdfunding_A_civic_voluntarism_perspective)
- LEE, Yi Chieh, YEN, Chi Hsien, FU, Wai Tat(2016). Improving donation distribution for crowdfunding: An agent-based model. *Lecture Notes in Computer Science (including subseries Lecture Notes in Artificial Intelligence and Lecture Notes in Bioinformatics)*, 9708 LNCS, 3–12,
- LIANG, Ting Peng, WU, Shelly Ping Ju, HUANG, Chih chi(2019). Why funders invest in crowdfunding projects: Role of trust from the dual-process perspective. *Information and Management*, 56 (1), 70–84,
- LIU, Zhunzhun, BEN, Shenglin, ZHANG, Ruidong(2023). Factors Affecting Crowdfunding Success. *Journal of Computer Information Systems*, 63 (2), 241–256,  
<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/08874417.2022.2052379>
- MARTÍNEZ-CLIMENT, Carla, ZORIO-GRIMA, Ana, RIBEIRO-SORIANO, Domingo(2018). Financial return crowdfunding: literature review and



- bibliometric analysis. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 14 (3), 527–553, <https://doi.org/10.1007/s11365-018-0511-x>
- MAZZOCCHINI, Francesco James, LUCARELLI, Caterina(2023). Success or failure in equity crowdfunding? A systematic literature review and research perspectives. *Management Research Review*, 46 (6), 790–831.
- MILES, M B, HUBERMAN, A M(1994). Qualitative Data Analysis. *An expanded sourcebook*, 3, 338. [https://books.google.com/books/about/Qualitative\\_Data\\_Analysis.html?id=U4IU\\_-wJ5QEC](https://books.google.com/books/about/Qualitative_Data_Analysis.html?id=U4IU_-wJ5QEC).
- MOHAMMADI, Ali, SHAFI, Kourosh(2018). Gender differences in the contribution patterns of equity-crowdfunding investors. *Small Business Economics*, 50 (2), 275–287. [https://www.researchgate.net/publication/312554697\\_Gender\\_differences\\_in\\_the\\_contribution\\_patterns\\_of\\_equity-crowdfunding\\_investors](https://www.researchgate.net/publication/312554697_Gender_differences_in_the_contribution_patterns_of_equity-crowdfunding_investors).
- MORA-CRUZ, Alexandra, PALOS-SANCHEZ, Pedro R(2023). Crowdfunding platforms: a systematic literature review and a bibliometric analysis. *International Entrepreneurship and Management Journal* , <https://doi.org/10.1007/s11365-023-00856-3>
- MORITZ, Alexandra, BLOCK, Joern H.(2016). Crowdfunding: A Literature Review and Research Directions. In: *Crowdfunding in Europe - State of the Art in Theory and Practice* , 25–55.
- SCHWIENBACHER, Armin, LARRALDE, Benjamin(2010). Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. *SSRN Electronic Journal*, [https://www.researchgate.net/publication/228252861\\_Crowdfunding\\_of\\_Small\\_Entrepreneurial\\_Ventures](https://www.researchgate.net/publication/228252861_Crowdfunding_of_Small_Entrepreneurial_Ventures).
- SON TURAN, Semen(2015). Stakeholders in Equity-Based Crowdfunding: Respective Risks Over the Equity Crowdfunding Lifecycle. *Journal of Financial Innovation*, 1 (2) .
- UESUGI, Ichiro, SAKAI, Koji, YAMASHIRO GUY M., G. M.(2010). The Effectiveness of Public Credit Guarantees in the Japanese Loan Market. *Journal of the Japanese and International Economies*, 24 (4), 457–480.
- YOSHINO, Naoyuki, TAGHIZADEH-HESARY, Farhad(2019). Optimal credit guarantee ratio for small and medium-sized enterprises' financing: Evidence from Asia. *Economic Analysis and Policy*, 62, 342–356.
- ZIA, Bilal(2008). Export incentives, financial constraints, and the (mis)allocation of credit: Micro-level evidence from subsidized export loans. *Journal of Financial Economics*, 87 (2), 498–527. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:87:y:2008:i:2:p:498-527> .
- ZIEGLER, Tania, SHNEOR, Rotem, WENZLAFF, Karsten, WANG, Britney, KIM, Jaesik, ODOROVIC, Ana, u. a.(2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*.