

Equity Crowdfunding; Solutions and Structures

Amirali Moezzi ^{✉1} | Ehsan Chitsaz ²  | Hossein Sadeghi ³

1. MSc. Student in Entrepreneurship, Faculty of Entrepreneurship, Tehran University, Tehran, Iran.
Email: a.moezzi@ut.ac.ir
2. Department of Entrepreneurship Development, Faculty of Entrepreneurship, University of Tehran, Tehran, Iran.
Email: chitsaz@ut.ac.i
3. Department of Corporate Entrepreneurship, Faculty of Entrepreneurship, University of Tehran, Tehran, Iran.
Email: hosadeghi@ut.ac.ir

Article Info

Article type:
Research Article

Article history:

Received 19 November 2022
 Received in revised form 18
 March 2023
 Accepted 13 May 2023
 Published online 19 June 2023

Keywords:

Cryptocurrency, Casual
 conditions, Equity
 crowdfunding, Intervening
 conditions, Factor conditions

ABSTRACT

Objective: Purpose: To provide a low-risk and efficient use of this new method of financing in Iran, we identified challenges and complexities of this method and solutions to overcome them. There is a lack of experience and use of this model in the country, which indicates the importance of research. This study aims to fill the existing scientific and empirical gaps by gathering and integrating the experiences of applying this method in different countries and gathering expert advice in this field. In addition to the challenges associated with this method of funding, it has a much higher level of complexity than other crowdfunding methods, which naturally increases its risks.

Method: We conducted semi-structured interviews with experts in this field to accomplish this. After doing 9 deep and semi-structured interviews, theoretical saturation was obtained and categories were extracted after completing open, axial, and selective coding processes.

Findings: The data from these interviews were analyzed by the Strauss and Corbin paradigm method. The output results of the analysis were classified into 4 categories of causal conditions, context conditions, intervening conditions, and strategies. Factors such as the incompleteness of monitoring infrastructure and the problem of economic stability in the country were classified as context conditions, and risk of false accounting, price challenges, and exit problems was classified in the causal conditions category. Also, mental models of investor's decision making such as behavioral motivations and selection factors of crowdfunding projects were identified as intervening conditions.

Conclusion: This research showed that investor behavior can be affected by external factors such as other people and the economic environment significantly. The most important economic factors are market interest rate, credit ceilings of banks, parallel market conditions, and inflation rate. This research shows that the relationship between equity crowdfunding and parallel markets is inversely proportional to the inflation rate. One of the other solutions that this research has to reduce the existing challenges is to determine the ceiling of the amount of the project's value in proportion to the history of the platform's previous performance to prevent shaping obstacles for investors, entrepreneurs, and platforms. The results also showed that voluntary recommendation from platforms has a valuable role in the investors' success and promotion of equity crowdfunding. The main part of the research conducted in this field is based on existing methods and existing platforms. But what is rarely seen is an attempt to provide a new financing model, which can be may achieve a new way of financing by using various instruments and prior knowledge. The researcher can try to mix new theories such as cryptocurrency technology with the classic models of financing and investigate its optimal legal exigency to lead to the creation of a superior crowdfunding system.

Cite this article: Moezzi, A., Chitsaz, E., & Sadeghi, H. (2023). Equity Crowdfunding; Solutions and Structures. *Journal of Entrepreneurship and Innovation Research*. 2(1), 75-89.



© The Author(s).

Publisher: Scientific Association of Entrepreneurship & Innovation in IRAN.

تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام؛ راهکارها و ساختارها

امیرعلی معزی^۱، احسان چیت ساز^۲، حسین صادقی^۳

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد رشته کارآفرینی، دانشکده کارآفرینی دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: a.moezzi@ut.ac.ir
۲. گروه توسعه کارآفرینی، دانشکده کارآفرینی دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: chitsaz@ut.ac.ir
۳. گروه کسب و کار جدید، دانشکده کارآفرینی، دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: hosadeghi@ut.ac.ir

اطلاعات مقاله	چکیده
نوع مقاله: مقاله پژوهشی	هدف: در این پژوهش، هدف شناسایی چالش‌های موجود در تأمین مالی جمعی سهامی و ارائه راهکارهایی در راستای کاهش این مشکلات بود.
تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۸/۲۸ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۱/۱۲/۲۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۲/۲۳ تاریخ انتشار: ۱۴۰۲/۳/۲۸	روش: گردآوری داده‌ها از طریق مصاحبه صورت گرفت. پس از انجام ۹ مصاحبه عمیق و نیمه‌ساختاریافته با خبرگان این حوزه، اشباع نظری حاصل گشت و مقولات پس از تکمیل فرایند کدگذاری باز، محوری و گزینشی استخراج شدند. یافته‌ها: بر اساس تحلیل یافته‌ها، مقولات به ۴ دسته شرایط زمینه‌ای، مداخله‌گر، علی و راهبردها تقسیم شدند. عواملی مانند ناقص بودن زیرساخت‌های نظارتی و مشکل ثبات اقتصادی در کشور در دسته شرایط زمینه‌ای و ریسک حساب‌سازی، چالش‌های قیمت‌گذاری و مشکلات فروش سهام در دسته شرایط علی قرار گرفتند. همچنین الگوهای ذهنی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مانند محرک‌های رفتاری و عوامل انتخاب طرح‌های تأمین مالی جمعی، به‌عنوان شرایط مداخله‌گر شناسایی شدند.
کلیدواژه‌ها: تأمین مالی جمعی سهامی، رمزارز، شرایط زمینه‌ای، شرایط مداخله‌گر، شرایط علی.	نتیجه‌گیری: راهبردهایی که این پژوهش برای کاهش مشکلات و بهبود عملکرد ارائه کرده شامل اقداماتی چون افزایش عمق بازار ثانویه، بهره‌گیری از پتانسیل‌های فناوری رمزارز، وجود قراردادهای دقیق و کارا و تعیین سقف پذیرش سرمایه باتوجه‌به سابقه پلتفرم بوده است. همچنین این پژوهش نشان داد که توجه به عدم مانع‌تراشی نیز در کنار اجرای احکام نظارتی، باید در دستور کار نهادهای قانون‌گذار باشد.
استناد: معزی، امیرعلی؛ چیت ساز، احسان و صادقی، حسین (۱۴۰۲). تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام؛ راهکارها و ساختارها. پژوهش‌های کارآفرینی و نوآوری، (۲)، ۷۵-۸۹	

۱. مقدمه

در سال های اخیر، تأمین مالی جمعی^۱ به ابزاری مهم برای کارآفرینان در راستای تأمین مالی کسب و کارها بدل شده است. در گذشته بسیاری از این پروژه های کارآفرینانه، موفق به تأمین مالی نمیشدند زیرا مبلغ مورد نیاز برای تأمین مالی آنها بیش از حدی بود که قابل استقراض از خانواده و آشنایان باشد، از نظر بانک ها بیش از حد پر ریسک تلقی میشدند و یا بازده ایده آل آنان را برآورده نمی کردند (کلاهان و هرنف، ۲۰۱۲). تأمین مالی جمعی با فراهم آوری سرمایه مورد نیاز برای بسیاری از کسب و کارهای نوآورانه، میتواند برای پیدایش توسعه اقتصادی و اشتغال در کشورها کمک شایانی را انجام دهد (استانگلر و لیتان، ۲۰۰۹؛ هالیوانگر، ۲۰۰۹). تأمین مالی جمعی را میتوان شیوه ای جدید از تأمین مالی دانست که به واسطه آن بنگاه ها و کارآفرینان میتوانند سرمایه ی مورد نیاز خود را از یک جمعیت آنلاین بدست آورند (هو و جف، ۲۰۰۶).

باوجود اینکه عموم مردم عمدتاً از تأمین مالی جمعی به صورت امری کلی یاد می کنند؛ اما این پدیده به چهار گونه با سازوکارهای مختلف تقسیم بندی می شود (بردفورد، ۲۰۱۲):

۱. تأمین مالی جمعی مبتنی بر اهدا که در آن اهداکنندگان، مبلغی را بدون چشم داشت مالی به افراد و یا جنبش های گوناگون اهدا می کنند.
۲. تأمین مالی جمعی مبتنی بر پاداش^۲ که در آن اهداکنندگان، در قبال سرمایه گذاری خود انتظار پاداشی غیرمالی را دارند.
۳. تأمین مالی جمعی مبتنی بر وام^۳ که در آن اهداکنندگان، انتظار باز دریافت مبلغ اولیه سرمایه گذاری خود به اضافه مبلغ بهره در دوره های تعیین شده را دارند. لازم به ذکر است که بهره در تمامی موارد تأمین مالی جمعی مبتنی بر وام نقش ندارد.
۴. تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام^۴ که در آن، اهداکنندگان مبلغی را به عنوان سود سهام دریافت می کنند و در ازاء سرمایه گذاری اولیه، بخشی از سهام آن کسب و کار به آنها اهدا می شود. تعداد این سهام وابسته به این است که سرمایه گذار چه درصدی از کل مبلغ درخواستی را تأمین کرده باشد.

این چهار مدل از نظر پیچیدگی و میزان وجود عدم قطعیت با یکدیگر دارای تفاوت هایی هستند. مدل مبتنی بر پاداش از کمترین پیچیدگی برخوردار بوده و به علت عدم چشمداشت مادی اهداکنندگان، از کمترین میزان ریسک برخوردار است در صورتی که مدل مبتنی بر سهام از بالاترین پیچیدگی برخوردار است. از بعد حقوقی، اهداکننده به نحوی سهام کسب و کار مورد نظر را خریداری می کند و این سهام باید ارزش گذاری شود. از منظر عدم قطعیت نیز در بین مدل های دیگر بالاترین سطح آن را برخوردار است. دلیل این امر نیز وابستگی مستقیم سودآوری پروژه به توانایی کارآفرین است. پیچیدگی های ذکر شده دال بر این است که نهاد قانون گذار مربوطه باید توجه ویژه ای به این بخش داشته باشد (ویلسون و تستونی، ۲۰۱۴).

تأمین مالی جمعی در ایران به شیوه ای منحصر به خود انجام می شود که نمی توان آن را به طور خاص به هیچ کدام از چهار شیوه مرسوم آن منصوب نمود. با این حال می توان گفت که شیوه مرسوم در ایران شباهت بیشتری را با نوع مبتنی بر وام دارد، با این تفاوت که قرارداد با سرمایه گذار به صورت مضاربه صورت می گیرد، که این یعنی شخص سرمایه گذار در زیان و سود فعالیت شریک است. با وجود گذشت چندین سال از فعالیت اولین پلتفرم تأمین مالی جمعی در ایران، هنوز شاهد استفاده از مدل مبتنی بر سهام در کشور نیستیم. چرایی این امر می تواند ریشه در پیچیدگی های کارکردی و قانونی این روش داشته باشد.

در این پژوهش سعی بر آن شد تا چالش ها و پیچیدگی های این روش شناسایی شده و راهکارهایی در جهت بهبود آنها ارائه گردد تا زمینه استفاده کم ریسک و کارآمد از این شیوه نوین تأمین مالی در ایران فراهم آید. مهم ترین عاملی که نشان دهنده اهمیت پژوهش است، عدم وجود تجربه بهره گیری از این مدل تأمین مالی جمعی در کشور است. در شرایط فوق، سعی گشت تا در این پژوهش با جمع آوری و نتیجه گیری از تجربیات به کارگیری این روش در کشورهای گوناگون و جویایی نظر از خبرگان این حوزه، به خلأهای علمی و تجربی موجود پاسخ داده شود. عاملی که نیاز شناسایی چالش های این روش تأمین مالی و ارائه راهکار برای آن را جدی تر می کند، پیچیدگی به مراتب بیشتر آن نسبت به بقیه شیوه های تأمین مالی جمعی است که طبعاً مشکلات و ریسک های احتمالی آن را نیز افزایش می دهد.

1. Crowdfunding

2. Donation-based

3. Reward-based

4. Peer to peer lending, Crowd lending

5. Equity-based, Crowd investing

یکی از پدیده‌های تأثیرگذار بر مسئله تحقیق، الگوهای ذهنی بازیگران اصلی تأمین مالی جمعی است. این بازیگران شامل تعاریف فوق هستند (دستورالعمل تأمین مالی جمعی، ۱۳۸۸):

۱. تأمین‌کننده/سرمایه‌گذار: شخص حقیقی یا حقوقی تأمین‌کننده منابع مالی موردنیاز متقاضی.
۲. سرمایه‌پذیر: شخص حقوقی است که به‌منظور تأمین منابع مالی، به عامل مراجعه می‌کند.
۳. عامل: شخص حقوقی است که اقدام به تأمین مالی جمعی می‌نماید.

شناخت الگوهای ذهنی این بازیگران که شامل محرک‌های رفتاری (مانند تأثیرپذیری از محیط اقتصادی)، انگیزه اشخاص و عوامل انتخاب طرح و پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی هستند می‌تواند از این جهت سودمند باشد که بازیگران تأمین مالی جمعی را در اخذ تصمیمات بهتر راهنمایی می‌کند. اما شناخت دقیق‌تر این الگوهای تصمیم‌گیری ملزم به انجام تحقیق با مقیاس بالا بر روی بازیگران این حوزه است که با توجه به محدودیت‌های موجود، از عهده محققان این پژوهش خارج است. لذا از این جهت، شناسایی الگوهای ذهنی فوق را می‌توان از اهداف فرعی این پژوهش دانست که با دیدی نسبتاً اجمالی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

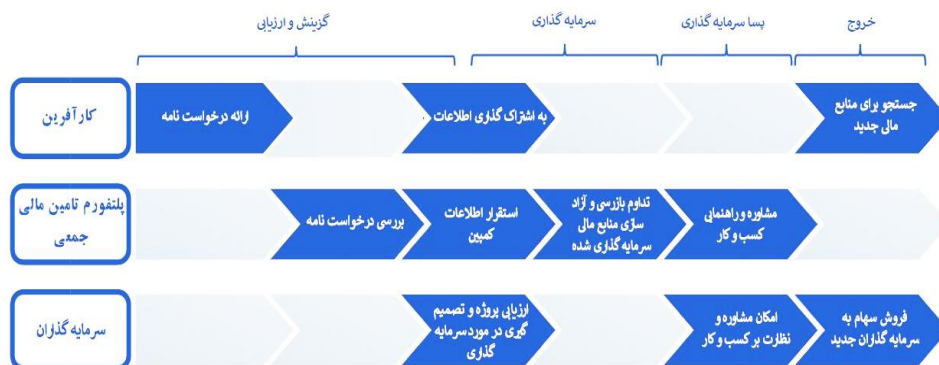
۲. پیشینه پژوهش

تأمین مالی نه تنها جزء لاینفک تمام فعالیت‌های کارآفرینانه است، بلکه تأمین منابع مالی مناسب یکی از مهمترین مراحل در فرایندهای راه‌اندازی کسب و کار است (چیت‌سازان، طالبی و محب‌علی، ۱۳۹۶). محققان، سیاست‌گذاران و فعالین این حوزه، از تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام به‌عنوان شیوه‌ای با پتانسیل بالا جهت جمع‌آوری منابع مالی برای کسب‌وکارهای نوپا یاد می‌کنند (آلیسون و همکاران، ۲۰۱۵؛ برتون و همکاران، ۲۰۱۵؛ مسولوشن، ۲۰۱۵) که پیشرفت روز افزون در این بازار سبب شده تا محققان زیادی نسبت به جوانب مختلف این روش، تحقیق به عمل آورده و جوانب مختلف آن را مورد بررسی قرار دهند. اما با وجود مطالعات نظری و کاربردی متعددی که در این حوزه انجام شده، تحقیقات در مورد این نوع از تأمین مالی هنوز به مرحله بلوغ کامل نرسیده است (شُرْت و همکاران، ۲۰۱۶؛ بلاک و همکاران، ۲۰۱۷؛ کامینگ و جوهان، ۲۰۱۳؛ مک‌کینی و همکاران، ۲۰۱۶).

دامنه موضوعی پژوهش‌های تأمین مالی جمعی بسیار گسترده است و در بسیاری از مقالات منتشر شده در این حوزه، مباحث و نظریات چندین حوزه مختلف دیگر مانند روانشناسی اجتماعی^۱ (چلکوا و کلاریس، ۲۰۱۵)، مدیریت فناوری اطلاعات (پوتس و شرایر، ۲۰۱۲)، بازاریابی (مویسیدو و اسپف، ۲۰۱۲)، مدیریت و حسابداری (اتلرز و همکاران، ۲۰۱۵؛ ویزمارا، ۲۰۱۸؛ ولکان و همکاران، ۲۰۱۶) ادغام شده اند که بیانگر ذات چند رشته‌ای این حوزه می‌باشد. همچنین، وجود پراکندگی و شکاف در مطالعات این حوزه (مشک‌آبادی و ولکمان، ۲۰۲۰) باعث گردیده تا انجام پژوهش حاضر که نیازمند آگاهی جامعی از دستاورد های مطالعات انجام شده است، دشوار باشد.

اولین قدم در مسیر این پژوهش، درک درست فرایند تأمین مالی جمعی سهامی است که لازمه اصلی شناخت چالش‌ها و ناکارآمدی‌های موجود در فرایند است. اگرچه کارکرد در پلتفرم‌های مختلف با یکدیگر تا حدی متفاوت است (پیراکیس و کالینز، ۲۰۱۲) اما فرایند کلی آن را به شکل ذیل میتوان تشریح کرد (شکل ۱).

^۱. Social psychology



شکل ۱. فرایند تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام (ویلسون و تستونی، ۲۰۱۴)

یکی از ضعف‌هایی که در این روش تأمین مالی جمعی وجود دارد، عدم تقارن اطلاعات بین بازیگران است (شین و کیبل، ۲۰۰۲) که خود میتواند زمینه‌ساز مشکلات متعددی مانند مشکلات نمایندگی (کامینگ و جوهان، ۲۰۲۰) و بروز رفتارهای گله‌ای در سرمایه‌گذاران شود (نیتانی و رای‌دینگ، ۲۰۱۷؛ برتشنایدر و لیمیستر، ۲۰۱۷؛ هرنوف، ۲۰۱۷). از راهکارهایی که برای کاهش مشکل فوق پیشنهاد شده میتوان به سیستم امتیاز دهی و درج نظر سرمایه‌گذاران (تُمبک، ۲۰۱۳)، آموزش به آنان و انتصاب یک نهاد ناظر اشاره کرد (توران، ۲۰۱۵) که علاوه بر کاهش مخاطرات برای سرمایه‌گذاران، احتمال موفقیت کمپین‌های تأمین مالی جمعی را نیز افزایش میدهد (ویزمارا، ۲۰۱۸). موفقیت کمپین‌های تأمین مالی جمعی امری است که بدون توجه به عوامل آن، نمیتوان به بهره‌وری کامل از آن دست پیدا کرد (ولکان و همکاران، ۲۰۱۶؛ مَسْلُو شِن، ۲۰۱۵). نشانه‌هایی که سرمایه‌گذاران از دیگر بازیگران و محیط پیرامون خود دریافت میکنند از عواملی هستند که بر نتیجه‌ی کمپین و موفقیت آن تأثیر بسزایی دارند. نظریه علامت‌دهی بیان میدارد که کسب و کارهای دارای کیفیت مطلوب میتوانند سرمایه‌گذاران بالقوه را از طریق نشانه‌هایی از ارزش بالای خودآگاه سازند (چیت‌ساز و بیگدلی، ۲۰۲۱). این نشانه‌های تأثیرگذار میتوانند میزان تحصیلات و سابقه‌ی اجرایی موسسین (پیوا و لاما ستر، ۲۰۱۸)، پیش‌بینی درآمد‌های آتی (اتلرز و همکاران، ۲۰۱۸)، گزارش پیشرفت پروژه (بلاک و همکاران، ۲۰۱۷؛ لی، ۲۰۱۶)، تعداد سرمایه‌گذاران و مبالغ سرمایه‌گذاری قابل توجه (ولکان و همکاران، ۲۰۱۶)، سطح نوآوری پروژه (پندون، ۲۰۱۶) و یا مجوزها و همکاری با نهاد‌های معتبر باشد (رالچوا و روزنیوم، ۲۰۱۶؛ بینا، ۲۰۱۷). حتی نزدیکی مکان پروژه به محل زندگی سرمایه‌گذار (والتر و بید، ۲۰۲۱) و همخوانی شعار و اهداف کمپین تأمین مالی با ارزش‌های فردی شخص (بایندر و نیلسون، ۲۰۲۱) میتواند برای او به منزله یک نشانه‌ی مثبت قلمداد شود. این تفاوتها از آنجا نشأت میگیرد که اهداف سرمایه‌گذاران با یکدیگر میتواند دارای تفاوت باشد. عمده‌مواقع در مدل مبتنی بر سهام، انگیزه افراد کسب منفعت مالی است (چالاکوا و کلاریس، ۲۰۱۵؛ مویسیدو، ۲۰۱۶) اما عوامل غیرمادی مانند دیده شدن توسط دیگران، لابی‌گری در جهت موفقیت پروژه و علاقه و هیجان نیز بر روند این تصمیم‌گیری میتوانند تأثیرگذار باشند (برتشنایدر و لیمیستر، ۲۰۱۷؛ نیکولاس و یو، ۲۰۱۷). در این میان، سرمایه‌گذاران با شرایطی مانند گستردگی مسئله، محدود بودن منابع اطلاعاتی در دسترس، محدودیت‌های شناختی ذهن و محدودیت زمانی در تصمیم‌گیری مواجه هستند که طبق نظریه عقلانیت محدود (سایمون، ۱۹۹۰)، این شرایط باعث میگردد تا آنها بجای راه حل بهینه، به دنبال راه حل رضایت بخش باشند و روند تصمیم‌گیری آنها از محیط بیرونی خود تأثیر بپذیرد. جریان‌های اطلاعاتی منتشر شده از سوی اشخاص ثالث مانند پیشنهادات متخصصان و حتی نظرات دیگر افراد بر روی رفتار سرمایه‌گذاران تأثیرگذار هستند (کُپوسوامی و بایوس، ۲۰۱۸؛ موریتز و بلاک، ۲۰۱۶؛ آگروال و همکاران، ۲۰۱۱؛ برم و واسانگ، ۲۰۱۴). به جز جریان‌های اطلاعاتی از سوی اشخاص، محیط اقتصادی پیرامون و سایر منابع تأمین مالی کارآفرینانه از عوامل تأثیرگذار در تصمیم‌گیری نه‌تنها سرمایه‌گذاران، بلکه کلیه بازیگران در تأمین مالی جمعی است.

در مورد تأثیر عوامل اقتصادی مانند تورم بر بازار تأمین مالی جمعی پژوهش‌هایی بسیار اندک و با نتایجی نه‌چندان قابل اتکا موجود است. اما در مجموع، مسئله تأثیرپذیری بازار تأمین مالی جمعی از محیط اقتصادی سیاسی پیرامون خود، امری اثبات شده است.

(بناپارت و همکاران، ۲۰۱۷؛ رُی و همکاران، ۲۰۰۹). همچنین انتظار می‌رود که بازار تأمین مالی جمعی نیز باتوجه به وجود سرمایه‌گذاران هوشمند، در مواجهه با وقایع تأثیرگذار اقتصادی، رفتاری نسبتاً مشابه را با دیگر بازارهای مالی مانند بازار سهام نشان دهد. اما باتوجه به نوع شرکت‌های سرمایه‌پذیر در بازار تأمین مالی جمعی که عمده آنان را شرکت‌هایی فناورانه با سهمی کم از دارایی‌های مشهود تشکیل می‌دهند، این واکنش‌ها می‌تواند به نحوی متفاوت باشد.

در حوزه تأمین مالی جمعی در ایران پژوهش‌های نسبتاً اندکی صورت گرفته است که در بین آنها هیچ پژوهشی به طور مشخص با محوریت بررسی چالش‌های احتمالی شیوه مبتنی بر سهام در ایران وجود ندارد. از جمله پژوهش‌های صورت گرفته در این حوزه میتوان به پژوهش چیت‌سازان، کولجی و باقری (۲۰۱۹) اشاره نمود که با تمرکز بر جویندگان سرمایه، عوامل پیش‌برنده استفاده از تأمین مالی جمعی توسط کارآفرینان را در صنعت گردشگری، مورد بررسی قرار دادند. مورد دیگر که با تمرکز بر مشارکت‌کنندگان انجام شده است پژوهش زرنندی و همکاران (۲۰۱۵) میباشد که به شناسایی انگیزه‌های مشارکت‌کنندگان از شرکت در پروژه‌های تأمین مالی جمعی در پلتفرم‌های مطرح جهان پرداختند.

۳. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر مبنا و چارچوب آن جزو پژوهش‌های کیفی قرار می‌گیرد. جامعه آماری این تحقیق را نه نفر از خبرگان حوزه تأمین مالی جمعی و مالی تشکیل می‌دهند. از آنجاکه در این نوع تحقیق، تخصص و آشنایی فرد مصاحبه‌شونده چه از بعد نظری و چه عملی از اهمیت بالایی برخوردار است، تا جای ممکن سعی شده تا با مرتبط‌ترین و آگاه‌ترین افراد مرتبط با موضوع، مصاحبه به عمل آید و در فرایند تحقیق تقریباً با نمایندگان اکثر پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی مطرح و اثرگذار مصاحبه شده تا از نظر آنها آگاهی به عمل آید. اندازه نمونه‌ها در این‌گونه مصاحبه‌های کیفی باتوجه به موضوع و زمینه تحقیق، آزمودنی‌ها و نیز روش اجرایی مصاحبه متفاوت است و تعداد نمونه‌ها ممکن است به‌اندازه تعداد انگشتان دست باشد یا به چند صد نفر برسد (ذکایی، ۱۳۸۱). در این پژوهش نمونه‌گیری به صورت هدفمند از میان خبرگان حوزه تأمین مالی جمعی و مالی بوده. اندازه‌ی نمونه‌گیری باتوجه به رویکرد پژوهش که استقرایی است تا زمان رسیدن به اشباع نظری (نهمین مصاحبه) ادامه پیدا کرده است و کار تحقیق و نظریه‌سازی وقتی کامل گردید که اشباع نظری حاصل شد و ارزش‌نهایی اطلاعات جدید در حداقل سطح خود بودند.

در این پژوهش جهت جمع‌آوری داده از مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته استفاده شده. در این روش از پرسش‌نامه استفاده می‌شود؛ اما با این تفاوت که مصاحبه بسیار منعطف‌تر بوده و مصاحبه‌گر روند مصاحبه را به نحوی هدایت می‌کند تا اطلاعات وسیع‌تری از دامنه خود سؤال‌ات دریافت کند. برای تحلیل داده‌ها از شیوه تحلیل زمینه‌ای^۱ اشتراوس و کوربین استفاده شده. از این روش تحلیل برای نظریه‌پردازی در حوزه‌هایی به کار می‌رود که با رویه‌های کمی اثبات‌چندان ساده نیست. هدف از این روش قوی کردن رویکرد استقرایی در تحقیق است، زیرا به دنبال نظریه‌پردازی از طریق داده‌های جمع‌آوری شده است، نه از طریق بررسی ادبیات پژوهش و سپس آزمون نظریه تدوین شده (ابوالحسنی و سیدامیرحسین، ۲۰۱۹).

۴. یافته‌های پژوهش

در رویکرد زمینه‌ای اشتراوس و کوربین، داده‌های مصاحبه به مفاهیم کدگذاری شده تبدیل و طی مراحل کدگذاری باز، کدگذاری گزینشی (انتخابی) به هم متصل میشوند (مکسول، ۲۰۱۲). از دید کوربین و اشتراوس (۲۰۱۴)، نظریه‌ی زمینه‌ای رویکردی برای مفهوم‌بندی (کدگذاری باز^۲)، مقوله‌بندی و ارتباط دادن بین مقولات (کدگذاری محوری^۳)، ساخت روایت که مقولات را به یکدیگر مرتبط می‌سازد (کدگذاری انتخابی^۴) و پایان دادن به آن با مجموعه‌ای گفتمانی از قضایای نظری (مدل پارادایمی) است. طبق این

1. Grounded Theory

2. Open coding

3. Axial coding

4. Selective coding

شیوه، ابتدا با بررسی داده‌ها و طبقه بندی آنها در قالب داده های متنی و ارجاع به سوال تحقیق، تحلیل آغاز گشت. سپس مراحل کدگذاری به تفکیک سؤالات تحقیق شروع شد.

در مرحله اول یعنی کدگذاری باز، به بررسی متون مصاحبه‌ها برای دریافت مفاهیم پنهان در اطلاعات پرداخته شد و کوشیده شد تا با استفاده از رهیافت مقایسه‌های ثابت مفاهیم اشباع شوند. در حین بررسی متون، به دنبال مواردی گشته شد که مفاهیم را بازنمایی کنند و تا زمانی که اطلاعات جدیدی پیدا نشد این کار ادامه یافت. در مرحله کدگذاری باز، تلاش شد تا با حساسیت نظری مفاهیمی دنبال شود که در فرایند تحلیل، ارزش بازنمایی و تحلیلی بیشتری را داشتند. به مفاهیم برگرفته شده از این طریق نمونه گیری نظری گفته می‌شود (ابوالحسنی و سیدامیرحسین، ۲۰۱۹).

وقتی مجموعه‌ای از کدهای اولیه استخراج گردید، مفاهیم مشترک بر اساس تشابهات و تفاوت‌ها در قالب مقولات عمده دسته‌بندی شدند. سپس مقولات عمده بر اساس ابعاد شرایطی، فرایندی / تعاملی و پیامدی دسته‌بندی شدند و در یک خط داستان به یکدیگر مرتبط گشتند و به نگارش درآمدند. سعی گردید تا این خط داستان مقولات عمده را به صورت منطقی و تحلیلی به دنبال هم و فهرست‌وار توضیح دهد به طوری که ارتباطی یک‌سویه و سپس دوسویه بین آنها برقرار کند. این فرایند به تنظیم تحلیلی و منطقی داده‌ها کمک کرد و زمینه را برای کدگذاری گزینشی و استخراج مقوله محوری (هسته) فراهم ساخت. بعد از به‌تمام رسیدن خط داستان، مقوله محوری (هسته) استخراج شد. در این مرحله سعی گشت تا شرایطی که بر این پدیده مرکزی تأثیر می‌گذارد، راهبردهای عنوان شده در این پدیده، بستر و شرایط متداخل کننده‌ای که این شرایط را شکل می‌دهند و پیامدهای انجام این راهبردها را در قالب یک الگوی معنایی نمایش داده شود. در این مرحله که به آن کدگذاری گزینشی گفته می‌شود، محقق یک مدل نظری یا یک پارادایم کدبندی را ارائه می‌دهد که روابط متقابل این مقولات محوری به یکدیگر را نشان می‌دهد (کرزول، ۱۹۹۸). طبق این مدل، مفاهیم اولیه که در فرایند کدگذاری باز بدست آمده بودند در غالب یکی از مقوله های یعنی شرایط علی، شرایط مداخله‌گر، شرایط زمینه‌ای و راهبرد ها شناسایی شدند که در ادامه به دلایل انتخاب هر طبقه برای مفاهیم اشاره میشود:

۴-۱. شرایط علی: به مقوله‌هایی گفته می‌شود که به شرایطی مربوط هستند که بر مقوله محوری تأثیر می‌گذارند. این شرایط در اینجا عواملی هستند که پیش‌بینی می‌شود به نحوی در تضعیف عملکرد محیط تأمین مالی جمعی نقش داشته‌اند.

جدول ۱. شرایط علی پژوهش

تعداد تکرار	۱. شرایط علی
۲	۱,۱ ریسک حساب‌سازی
۱	۱,۲ مشکلات نمایندگی
۲	۱,۲,۱ حساب آرایبی
۱	۱,۲,۲ عدم تلاش کافی از جانب سرمایه‌پذیر پس از تأمین مالی
۱	۱,۲,۳ عدم تمایل جهت بررسی کافی توسط عامل
۱	۱,۳ ریسک مواد اولیه
۱	۱,۴ مشکل فروش سهام در بازار ثانویه
-	۱,۵ رویکرد قیمت‌گذاری
-	۱,۵,۱ قیمت‌گذاری مبتنی بر تنزیل جریان‌های نقدی آتی
۱	۱,۵,۱,۱ در کوتاه‌مدت می‌تواند برای سرمایه‌پذیر زیان‌ده باشد
۱	۱,۵,۱,۲ به ارزش دارایی‌های مشهود و نامشهود توجهی نمی‌شود
-	۱,۵,۲ قیمت‌گذاری مبتنی بر ارزش دارایی
۱	۱,۵,۲,۱ ارزش دارایی‌ها لزوماً برای عمده سرمایه‌گذاران خرد اهمیتی ندارد
۱	۱,۵,۲,۲ تعیین ارزش دقیق دارایی‌های معنوی استارت‌آپ‌ها مشکل است
-	۱,۵,۳ قیمت‌گذاری چندمرحله‌ای
۱	۱,۵,۳,۱ می‌تواند باعث سردرگمی سرمایه‌گذاران شود

۴-۲. شرایط زمینه‌ای: شرایط خاصی هستند که بر راهبردها تأثیر گذارند. این شرایط بر عملکرد راهبردها تأثیرگذار هستند. جدول ۲. شرایط زمینه‌ای پژوهش

تعداد تکرار	۲. شرایط زمینه‌ای
۱	۲,۱ عدم ثبات اقتصاد کشور
۱	۲,۲ عدم مقیاس‌پذیری پروژه‌های تأمین مالی جمعی در ایران
۲	۲,۳ مشکلات سیستماتیک
۱	۲,۴ ناقص بودن زیرساخت‌های نظارتی
-	۲,۵ شکاف قوانین حوزه
۱	۲,۵,۱ یکسان بودن سقف تأمین مالی مجموع پروژه‌ها فارغ از پیشینه عامل
۱	۲,۵,۲ سقف محدود کننده سرمایه‌گذاری در هر پروژه

۴-۳. شرایط مداخله‌گر^۱: شرایط زمینه‌ای عمومی هستند که بر راهبردها تأثیر گذارند. این عوامل می‌توانند بر نتیجه به کارگیری راهبردها چه به نحو مثبت و چه منفی تأثیرگذار باشند و در اینجا عموماً مربوط به پارامترهای تصمیم‌گیری بازیگران حوزه است.

جدول ۳. شرایط مداخله‌گر پژوهش

تعداد تکرار	۳. شرایط مداخله‌گر
-	۳,۱ محرک‌های رفتاری سرمایه‌گذاران
-	۳,۱,۱ عوامل سوق‌دهنده به سمت رفتار گله‌ای
۲	۳,۱,۱,۱ سهیم بودن شخص عامل در پروژه
۱	۳,۱,۱,۲ تأثیر شبکه‌های اجتماعی و نظرات دیگر افراد
۲	۳,۱,۱,۳ مرحله پیشرفت و سرعت جمع‌آوری منابع مالی
۳	۳,۱,۱,۴ وجود سرمایه‌گذاران خاص
۲	۳,۱,۲ تأثیر محیط اقتصادی
۱	۳,۱,۲,۱ کاهش درخواست تأمین مالی باتوجه‌به وام‌دهی بانک‌ها
۶	۳,۱,۲,۲ همبستگی منفی با بازارهای موازی
-	۳,۲ عوامل انتخاب پلتفرم
۱	۳,۲,۱ سادگی کارکرد پلتفرم و مکانیزم سرمایه‌گذاری
۲	۳,۲,۲ بازده پیش‌بینی‌شده مناسب طرح‌ها نسبت به بازارهای موازی
۱	۳,۲,۳ ایجاد بستر ارتباطی مناسب برای پاسخگویی سوالات سرمایه‌گذاران
۳	۳,۲,۴ سابقه موفق در جمع‌آوری مبالغ و موفقیت پروژه‌ها
-	۳,۳ تفاوت‌های شخص حقیقی و حقوقی در سرمایه‌گذاری
۱	۳,۳,۱ اهداف مالکیتی برای شخص حقوقی از اهمیت بالایی برخوردار است
۳	۳,۳,۲ برای بسیاری از سرمایه‌گذاران حقوقی مشارکت جنبه حمایتی دارد
۲	۳,۳,۳ ریسک‌گریزی بالاتر اشخاص حقوقی نسبت به حقیقی
-	۳,۴ بررسی احتمال موفقیت پروژه از دید سرمایه‌گذار
۳	۳,۴,۱ موافقت عامل و نهاد ناظر می‌تواند خود به‌عنوان یک نشانه باشد
۱	۳,۴,۲ متحنی رشد
۱	۳,۴,۳ تنزیل جریان‌های نقدی آینده
۲	۳,۴,۴ وضعیت بازار
۲	۳,۴,۵ شفافیت برنامه فعالیت

^۱. Intervening conditions

۱	۳,۴,۶ نسبت ریسک به بازده
۲	۳,۴,۷ اهلیت و تجربه سرمایه‌گذار
۳	۳,۴,۸ اعتبارسنجی مالی
۲	۳,۴,۹ وجود سابقه فروش برای محصول
۲	۳,۴,۱۰ تیم اجرایی

۴-۴. راهبردها: به کنش‌ها یا برهم‌کنش‌های خاصی گفته می‌شود که از پدیده محوری منتج می‌شود. این مقولات در اینجا راهکارهایی هستند که می‌توانند برای بهبود عملکرد محیط تأمین مالی جمعی در ایران راه‌گشا باشند.

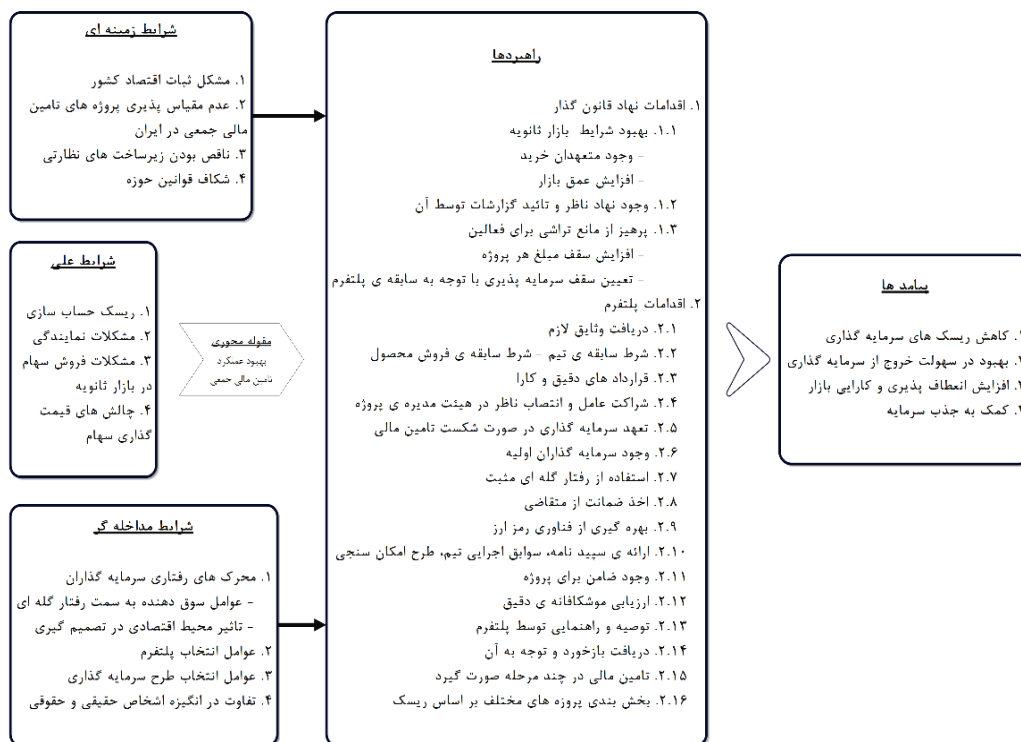
جدول ۴. راهبردهای پژوهش

تعداد تکرار	۴. راهبردها
-	۴,۱ اقدامات نهاد قانون‌گذار
۲	۴,۱,۱ بهبود شرایط بازار ثانویه
۲	۴,۱,۱,۱ وجود متعهدان خرید
۲	۴,۱,۱,۲ افزایش عمق بازار
۷	۴,۱,۲ وجود نهاد ناظر و تأیید گزارشات توسط آن
۲	۴,۱,۳ پرهیز از مانع‌تراشی برای فعالین
۱	۴,۱,۳,۱ افزایش سقف مبلغ هر پروژه
۱	۴,۱,۳,۲ تعیین مجموع سقف سرمایه‌پذیری باتوجه به سابقه پلتفرم
-	۴,۲ اقدامات پلتفرم
۱	۴,۲,۱ دریافت وثایق لازم
۲	۴,۲,۲ شرط سابقه تیم
۲	۴,۲,۳ شرط سابقه فروش محصول
۱	۴,۲,۴ قراردادهای دقیق و کارا
۲	۴,۲,۵ شراکت عامل و انتصاب ناظر در هیئت‌مدیره پروژه
۱	۴,۲,۶ تعهد سرمایه‌گذاری در صورت شکست تأمین مالی
۱	۴,۲,۷ وجود سرمایه‌گذاران اولیه
۳	۴,۲,۸ استفاده از رفتار گله‌ای مثبت
۱	۴,۲,۹ اخذ ضمانت از متقاضی
-	۴,۲,۱۰ بهره‌گیری از فناوری رمز ارز
۱	۴,۲,۱۰,۱ امکان فعالیت شبانه‌روزی
۱	۴,۲,۱۰,۲ تسهیل روند در بازار ثانویه
۱	۴,۲,۱۰,۳ جلوگیری از بروز تبانی و مفاسد اقتصادی
۱	۴,۲,۱۰,۴ کاهش هزینه تراکنش‌ها
۱	۴,۲,۱۰,۵ افزایش سرعت انجام و تسویه معاملات
۵	۴,۲,۱۱ ارائه سپید نامه، سوابق اجرایی تیم، طرح امکان‌سنجی و امیدنامه
۴	۴,۲,۱۲ وجود ضامن برای پروژه
۴	۴,۲,۱۳ ارزیابی موشکافانه دقیق
۱	۴,۲,۱۴ توصیه و راهنمایی توسط پلتفرم
۱	۴,۲,۱۵ دریافت بازخورد و توجه به آن
۲	۴,۲,۱۶ تأمین مالی در چند مرحله صورت گیرد
۱	۴,۲,۱۷ بخش‌بندی پروژه‌های مختلف بر اساس ریسک

۴-۵. مقوله محوری^۱: یک صورت ذهنی از پدیده ای که پایه فرایند است. در اینجا مقوله محوری همان هدف اصلی پژوهش یعنی بهبود عملکرد تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام در ایران است و این سیستم (محیط تأمین مالی جمعی ایران) را سیستمی با پتانسیل بهبودی بیشتر در نظر گرفته که منفعت بیشتری را برای بازیگران اصلی می‌تواند به همراه داشته باشد.

۴-۶ پیامدها^۲: خروجی‌ها (نتایج) حاصل از استخدام راهبردها هستند که در این تحقیق محیطی است که برای فعالان آن منفعت بیشتری را نسبت به شرایط قبل از استخدام این راهبردها به همراه دارد.

در نهایت پس از مطالعه و بررسی مجدد فرایندهای رفت‌وبرگشت بین مفاهیم و مقوله‌ها، الگو پارادایمی این پژوهش به صورت (شکل ۲) حاصل شد.



شکل ۲. مدل پارادایمی پژوهش (منبع: نویسنده)

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که تأثیر محیط اقتصادی بر روند تأمین مالی جمعی تا چه حد میتواند عمیق باشد. پژوهش صورت‌گرفته توسط بناپارت و همکاران (۲۰۱۷) و ری و همکاران (۲۰۰۹) به تأثیر شرایط اقتصادی و تورم بر تصمیم‌گیری افراد در بازار های مالی اشاره کرده است، امری که با نتایج این پژوهش نیز هم سو است. اما نکته ای که این تحقیق را با پژوهش های ذکر شده متمایز میکند، کاوش در پدیده رابطه بین بازار تأمین مالی جمعی و بازار های موازی است که نشان داده شد این رابطه به صورت همبستگی منفی میبا شد. هرنوف و نیونکرخ (۲۰۱۷) با بررسی رفتار سرمایه‌گذاران تأمین مالی جمعی در پلتفرم آلمانی اینووستمنت^۳ که از مکانیزم قیمت‌گذاری چندمرحله‌ای بهره میگیرد، نشان داد که سرمایه‌گذاران در شرایطی که بازار های

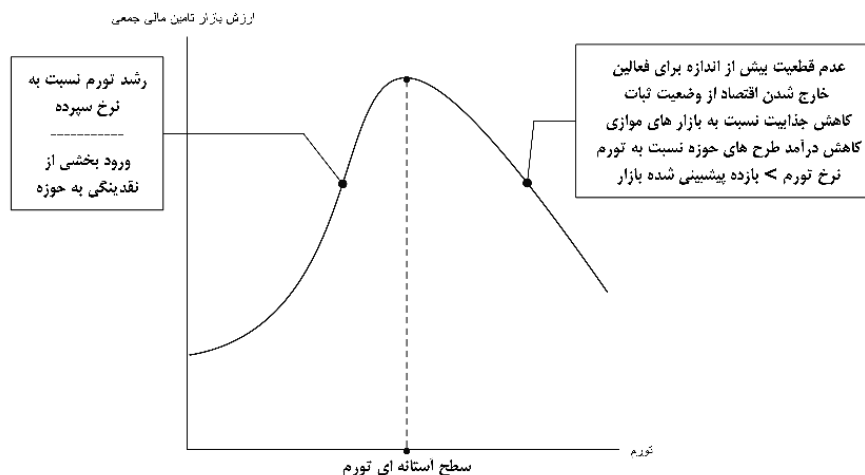
1. Core category or phenomenon

2. Consequences

3. Innovestment

مالی رقیب با تنش مواجه هستند، مبلغ صرف^۱ بیشتری را برای خرید هر سهم به طور متوسط میپردازند. نتیجه ی پژوهش انجام شده توسط ورمیولن (۲۰۱۳) نیز به طور غیر مستقیم یافته های پژوهش فوق را تأیید میکند که در آن نشان داده شده که در شرایط بحران مالی، افراد تمایل به سرمایه گذاری در دارایی های متنوع تری را پیدا میکنند. اگر بازار سهام و بازار تأمین مالی جمعی را به مثابه جانشین یکدیگر در نظر بگیریم، به نتیجه ی مشابه پژوهش حاضر دست می یابیم، یعنی با افت بازار سرمایه، واکنش بازار تأمین مالی جمعی به جهت عکس آن خواهد بود و بخشی از منابع مالی خارج شده از بازار رقیب را به خود جذب خواهد کرد. بخش دیگر تأثیرپذیری از محیط اقتصادی از جانب تورم، نرخ بهره ی بازار، سقف اعتباری بانک ها و صندوق های پژوهشی میباشد. داده های پژوهش نشان داد که سقف اعتباری بانک ها یکی از دلایل سوق دادن کارآفرینان به استفاده از ابزار تأمین مالی جمعی برای پروژه ها است. در مورد تأثیر تورم بر بازار تأمین مالی جمعی پژوهش های معتبری انجام نگرفته است اما مطالعات نشان میدهد که همبستگی تورم و بازار های مالی به صورت متغیر است و بسته به دوره ی زمانی و شرایط میتواند تفاوت داشته باشد. تأثیر تورم در یک کشور توسعه یافته میتواند متفاوت با یک کشور با اقتصاد در حال توسعه باشد. اما حتی اگر پدیده ی فوق را در مورد دو کشور مصر و ایران که اقتصاد هایی دچار چالش را دارند بررسی کنیم، شاهد این هستیم که در مصر، تورم و بازار بورس رابطه ای منفی با یکدیگر داشته (عمران و پینتن، ۲۰۰۱) اما تجربه کشور ایران در شرایط تورم کاملاً متفاوت بوده و شاهد این هستیم که با افزایش تورم، حجم زیادی نقدینگی وارد بازار بورس شده و باعث افزایش قابل توجه قیمت ها گردیده است (فلاحی و همکاران، ۱۳۹۰). دلیل وجود این واکنش متفاوت به طور کامل مشخص نیست اما در مورد کشور مصر احتمال میرود که این رابطه ی منفی به این علت بوده که سرمایه گذاران کاهش تورم را به عنوان نشانه ای از ثبات اقتصادی و بهبود شرایط برای شرکت ها در نظر گرفته بودند (عمران و پینتن، ۲۰۰۱). در مقابل آن احتمال میرود که افزایش ارزش بازار سرمایه در پی بالا رفتن تورم در کشور ایران به دلیل چشم انداز بی ارزشی پول ملی در آینده، ارزنده شدن دارایی های ثابت شرکت ها و عدم کفاف نرخ بازده بدون ریسک در مقابل تورم بوده باشد. اما مسئله حائز اهمیت این است که واکنش پذیری بازار تأمین مالی جمعی نسبت به افزایش تورم، احتمالاً تفاوت هایی را با بازار سهام دارا میا شد. اولین عاملی که میتوان پیشبینی کرد که منشاء این تفاوت باشد این است که عمده ی مبلغی که در تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام سرمایه گذاری میشود بجای دارایی های ثابت بر روی دانش فنی و ایده ی آن کسب و کار سرمایه گذاری میشود. از این رو ارزش شرکت، به خودی خود با بالا رفتن تورم افزایش پیدا نمیکند. عامل دیگری که میتواند این تفاوت را رقم بزند این است که معمولاً پروژه های تأمین مالی جمعی، در مرحله ی معرفی و سرمایه گذاری سود آور نیستند. در مقابل، بسیاری از شرکت های بورسی در هر دوره معمولاً مبلغ سودی را به سهامداران خود پرداخت میکنند. طبق تحقیقات پیندیک (۱۹۸۳) در شرایط بروز تورم اقتصادی، واریانس سود های پرداختی در آینده افزایش پیدا میکند و باعث کاهش بازده مورد انتظار سرمایه گذاران شده که ریسک بازار نیز به تبع آن افزایش پیدا میکند و به این ترتیب بازار افت را تجربه میکند. لذا اگر بخواهیم با علم بر این تفاوت ها و اشتراکات واکنش بازار تأمین مالی جمعی به تورم را پیش بینی کنیم، انتظار می رود که در شرایط تورمی و ثبات نرخ سود سپرده های بانکی، سپرده گذاران متوجه شوند که سپرده گذاری مدت دار نمیتواند انتظارات آنان را برای حفظ ارزش پول برآورده کند و مقداری از این مبالغ به بازار های دیگر مانند بازار تأمین مالی جمعی هدایت گردد. این رشد موازی با تورم تا زمانی میتواند دوام داشته باشد که ریسک های ناشی از نوسانات اقتصادی و عدم قطعیت آینده، از حد خود فراتر نروند. افزایش تورم بیش از سطح آستانه، با کاهش جذابیت بازار تأمین مالی جمعی در مقابل بازار هایی مانند طلا همراه خواهد بود و افت ارزش را به همراه خواهد داشت. لذا پیشبینی میشود واکنش بازار تأمین مالی جمعی به تورم به صورت غیر خطی و مانند الگو ذیل خواهد بود (شکل ۳):

^۱. Premia



شکل ۳. تأثیر تورم بر بازار تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام (منبع: نویسنده)

یافته‌های این پژوهش نشان داد که تأثیرپذیری از عوامل خارجی فقط از جانب محیط اقتصادی نیست و سرمایه‌گذاران در تأمین مالی جمعی به علت کمبود دانش و مهارت کافی در ارزیابی طرح‌ها، برای تصمیم‌گیری‌های خود تا حد زیادی نظرات بقیه افراد را مرجع قرار می‌دهند و از نظرات منتشره در شبکه‌های اجتماعی نیز تأثیر زیادی می‌پذیرند که در برخی موارد منجر به بروز رفتارهای گله‌ای در توده سرمایه‌گذاران می‌شود. یافته‌های آگراوال و همکاران (۲۰۱۱) و کپوسوامی و بایوس (۲۰۱۸) نیز اثر پذیری سرمایه‌گذاران تأمین مالی جمعی از بقیه‌ی سرمایه‌گذاران را تأیید می‌کند.

از دیگر یافته‌های این پژوهش، تأثیر و اهمیت وجود سرمایه‌گذاران خاص در ادامه روند کمپین است. هرنوف و شوانباخر (۲۰۱۷) با بررسی ۸۹ کمپین تأمین مالی جمعی سهامی به این نتیجه دست یافتند که سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری‌های قابل ملاحظه توسط دیگر افراد و نظرات آنها توجهی ویژه می‌کنند. تحقیقات ویزمارا (۲۰۱۹) نیز وجود این رفتار گله‌ای را تأیید می‌کند که با بررسی ۱۱۱ پروژه مختلف پلتفرم کراودکیوب^۱ نشان داد که وجود سرمایه‌گذاران اولیه باعث تشدید سیل رجوع بقیه سرمایه‌گذاران در ادامه مسیر تأمین مالی جمعی می‌شود.

اگر بخواهیم عوامل یافت شده ذهنی موفقیت پروژه‌های تأمین مالی جمعی از منظر سرمایه‌گذاران را با پژوهش‌های دیگر این حوزه بررسی کنیم، نتایج این پژوهش نشان داد که موفقیت عامل و نهادهای ناظر برای سرمایه‌گذاران می‌تواند به منزله یک سیگنال برای موفقیت پروژه باشد. پژوهش‌های انجام شده توسط پینا (۲۰۱۷) و رالچوا و روزنبوم (۲۰۱۶) نیز نشان داد که علاوه بر مجوزها، وجود سرمایه‌گذاران معتبر و شناخته شده نیز در موفقیت کمپین نقش بسزایی دارد. گزاره فوق، یافته‌ی پژوهش حاضر در زمینه تأثیر مجوزها به‌عنوان یک سیگنال موفقیت برای پروژه را تأیید می‌کند.

از دیگر عوامل ذهنی در زمینه موفقیت پروژه‌های تأمین مالی جمعی یافته شده در این پژوهش تأثیر تیم اجرایی پروژه است که با یافته‌های آتلرز و همکاران (۲۰۱۲) و پیوا و لاماسترا (۲۰۱۸) مبنی بر اهمیت سرمایه‌انسانی از جایگاه سرمایه‌گذاران مطابقت دارد.

این پژوهش نشان داد که افراد به سرمایه‌گذاری در طرح‌های متناسب با تخصص و دانش خود رغبت بیشتری نشان می‌دهند، امری که نتیجه مشابه آن در پژوهش انجام شده توسط (زونینو و همکاران، ۲۰۱۷) بدست آمد.

یکی از معضلاتی که تأمین مالی جمعی با آن روبروست و نتایج پژوهش نیز بر اهمیت آن تأکید می‌کند، مشکلات نمایندگی^۲ میباشد، امری که حاصل از عدم تقارن اطلاعات و تضاد منافع بین بازیگران تأمین مالی جمعی میباشد (کامینگ و جوهان، ۲۰۲۰، ویلسون و تستونی، ۲۰۱۴). اگر چه مطالعات نشان می‌دهد، امکان فائق آمدن به طور کامل بر آن وجود ندارد (فارمر و وینتر، ۱۹۸۶) اما

^۱. Crowdcube

^۲. Agency problems

راهکارهایی نیز برای تقلیل بخشیدن به آن در برخی مقالات پیشنهاد شده که میتوان آن‌ها را به این صورت دانست: تعیین نسبت منطقی ساختار سرمایه (به نحوی که منجر به انفعال سرمایه‌پذیر بعد از تأمین مالی پروژه نشود)، استفاده از قرارداد های حق رای^۱ برای سرمایه‌گذاران و قوانین نظارتی کشوری. راهکارهایی که پژوهش حاضر برای کمک به غلبه بر مشکل فوق پیشنهاد میکند به این شرح است: ۱- انتصاب ناظر در هیئت مدیره (به نحوی که ساختار مالکیت تغییری نکند) ۲- سرمایه‌گذاری شخص عامل در پروژه (از انفعال عامل در مرحله ارزیابی پروژه جلوگیری میکند و باعث ایجاد حس اطمینان خاطر در سرمایه‌گذار میشود) ۳- بخش‌بندی تأمین مالی (برای اطمینان از صرف گردیدن صحیح منابع مالی در طول پروژه). کاهش مشکلات نمایندگی بجز کاهش ریسک سرمایه‌گذاری باعث افزایش ارزش پیشبینی شده شرکت از دید سرمایه‌گذاران نیز میشود (جنسن، ۲۰۰۱؛ جنسن، ۱۹۸۶؛ مک‌کلینگ، ۱۹۷۶)، از این رو احتمال میرود که راهکارهای پیشنهاد شده بتوانند بهبودبخش باشند.

در مورد نقش نهاد قانون‌گذار در بهبود فضای تأمین مالی جمعی، پرهیز از اقدامات محدودیت‌زا برای فعالین، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. اگر چه خود بازار و فضای رقابتی آن، عاملین را عمدتاً به اتخاذ بهترین اقدامات سوق میدهد (ویلسون و تستونی، ۲۰۱۴)، اما در برخی موارد به دلیل عدم داشتن دید بلند مدت، نداشتن روحیه رقابتی و یا برخی علل پنهان دیگر، ممکن است که خلاف این رویه پیش گرفته شود (گریفین، ۲۰۱۲). این امر در مورد شهرت و آوازه عاملین نیز صادق است اما در برخی موارد که اهداف بلند مدت برای عامل از اهمیت کمتری نسبت به اهداف بلند مدت برخوردار است، ممکن است که طرح‌ها به خوبی مورد بررسی قرار نگیرند و حتی از طرف عامل، سرمایه‌گذاری‌هایی کم‌ریسک جلوه قرار گیرند. لذا از قانون‌گذاری به نحوی که از بروز معضلات فوق جلوگیری نماید نمیتوان غافل گشت. عمده مشکلات فوق به این دلیل اتفاق می‌افتد که کارمزد عامل معمولاً در غالب درصدی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده بر روی طرح میباشد و هیچ‌گونه وابستگی به سودآوری طرح نداشته. نتیجه پژوهش حاضر نشان داد که برای کاهش ریسک‌های فوق به نحوی که در عین حال برای فعالین موجب مانع‌تراشی نشود باید رویه‌ای متناسب با سابقه عاملین اتخاذ نمود. برای نمونه، اگر لازم است تا محدودیتی بر روی سقف مبلغ پروژه‌های سرمایه‌پذیر لحاظ گردد، این چهارچوب باید باتوجه به سابقه‌ی سودآوری و شکست طرح‌های قبلی عامل تعیین شود. از دیگر تصمیمات مهمی که قانون‌گذار باید اتخاذ کند، امکان و یا عدم امکان توصیه و مشاوره به سرمایه‌گذاران از جانب عاملین است. برای مثال، در کشور آلمان این اجازه به پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی داده نشده است و عاملین صراحتاً اعلام میدارند که مسئولیتی را در قبال مشاوره به سرمایه‌گذار و توصیه در جهت موفقیت آنان نخواهند داشت (دب و لاسکاو، ۲۰۱۴). اما این وضعیت در کشور های فرانسه و بریتانیا متفاوت است. در فرانسه برخی پلتفرم‌ها به‌عنوان مشاور مالی ثبت شده‌اند، زیرا مشاوره در امر تأمین مالی جزو فعالیت‌های تعریف شده آنان است (هورنوف و شوانباخر، ۲۰۱۴). نتیجه پژوهش حاضر نشان میدهد که توصیه داوطلبانه به سرمایه‌گذاران و متقاضیان، میتواند نقش مفیدی را در پیشبرد توسعه‌ی بازار تأمین مالی جمعی و همچنین موفقیت سرمایه‌گذاران ایفا کند.

چالش‌های ارزش‌گذاری از دیگر مواردی است که موضوعاتی مانند وجود دارایی‌های مشهود و نامشهود، وجود سرمایه‌گذاران بدون تخصص در ارزش‌یابی و عدم وجود روش مناسب قیمت‌گذاری را تحت پوشش قرار می‌دهد (چکلوویکیوت و والنسین، ۲۰۱۴). عامل اصلی مشکل ارزش‌گذاری در تأمین مالی جمعی، نوع شرکت‌های آن است که عمدتاً شرکت‌هایی فن‌آور هستند و ارزش‌گذاری آنها با روش‌های سنتی، امری دشوار میباشد. اما مسأله‌ای که امروزه با آن مواجه هستیم عدم جوابگویی روش‌های سنتی مانند پیش است. این پژوهش نشان داد که قیمت‌گذاری پروژه‌های تأمین مالی جمعی چه بر مبنای دارایی‌ها و چه بر مبنای درآمد، نواقص خود را به همراه دارد. با وجود نواقص روش‌های سنتی ارزش‌گذاری، وبسایت‌هایی مانند اکویدام^۲ گزارش‌های ارزش‌گذاری از استارت‌آپ‌های متعددی را با چندین روش مختلف در اختیار قرار میگذارد که تعدادی از آنها به روش‌های سنتی میباشد و در انتها میانگینی از روش‌های گوناگون را به‌عنوان گزارش در اختیار سرمایه‌گذاران میگذارد. برخی پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی مانند اینووستمنت از نوعی مکانیزم قیمت‌گذاری چندمرحله‌ای بهره میگیرند که قیمت سهم از طریق مکانیزم حراج تعیین میگردد. البته

1. Contractual voting rights

2. Equidam

در این روش قیمت‌گذاری نیز وجود یک مبنای اولیه برای قیمت‌گذاری است، اما طبعاً حساسیت قیمت‌گذاری اولیه در آن کمتر است زیرا عرضه و تقاضا تعیین‌کننده قیمت نهایی است. لازم به ذکر است که در صورت استفاده از این مکانیزم قیمت‌گذاری به جای روش معمول آن (فروش با نرخ ثابت اولیه)، سرعت و زمان جذب منابع مالی نیز دستخوش تغییر میشود. در مکانیزم عادی بیشتر سرمایه‌گذاری در روزهای اول کمپین اتفاق می‌افتد، در صورتی که در مکانیزم حراج هر چه به آخر کمپین نزدیک‌تر می‌شویم با تقاضای بیشتری مواجه می‌شویم. علت این امر میتواند در این نهفته باشد که گذاشتن سفارش خرید در روزهای اول میتواند باعث افزایش تقاضای کلی و در نتیجه بالا رفتن قیمت واحد‌های سرمایه‌گذاری شود که برای سرمایه‌گذاران امری نامطلوب است (هورنوف و شوانباخر، ۲۰۱۴). در مورد بررسی تفاوت در موفقیت استفاده از این دو روش تا به امروز تحقیقی انجام نشده است اما روش معمولی به شتاب گرفتن سرمایه‌گذاری در روزهای اول کمک میکند و روش مبتنی بر حراج در صورت استقبال زیاد میتواند هزینه‌های تأمین مالی را برای سرمایه‌پذیر کاهش دهد.

از دیگر راهکارهایی که برای بهبود در حوزه تأمین مالی جمعی مطرح شد، استفاده از سیستم‌های درج نظرات افراد است، یافته‌های تامبک (۲۰۱۳) نشان داد که استفاده از سیستم‌های درج نظر باعث کاهش ریسک‌های مرتبط با عدم تقارن اطلاعات میگردد. از دیگر راهکارهایی که در این پژوهش جهت کاهش ریسک‌های مرتبط با این شیوه تأمین مالی مطرح گشت بهبود شرایط بازار ثانویه، توصیه داوطلبانه به سرمایه‌گذاران و انتصاب یک نهاد ناظر بود. مشابه هر سه این راهکارها توسط توران (۲۰۱۵) نیز مطرح شده‌اند.

در مورد اقدامات نهاد قانون‌گذار جهت بهبود عملکرد تأمین مالی، پژوهش‌ها نشان داد که افزایش سقف مبلغ تأمین مالی می‌تواند به گسترش دامنه عملکرد فعالین این حوزه کمک کند. پژوهش اورانبرگ (۲۰۱۵) نیز نشان داد که سقف بالاتر تأمین مالی میتواند سبب بهبود کاربرد های تأمین مالی جمعی سهامی شود. البته نکته‌ای که نتایج تحقیق حاضر بر آن تأکید میکند این است که این سقف باید به تناسب عملکرد مثبت پیشین پلتفرم تأمین مالی جمعی تعیین شود. چنین راهکاری علاوه بر صیانت از حقوق سرمایه‌گذاران، منجر به افزایش انگیزه‌ی عاملین جهت بهبود عملکرد خود نیز میشود.

بخشی از راهبردهایی که معرفی شده مربوط به استفاده از فناوری رمز ارز میباشد. اگر بخواهیم کاربرد این فناوری در تأمین مالی جمعی را در مقالات مختلف جست و جو و با یافته‌های این پژوهش مقایسه کنیم، اکثر فواید ذکر شده آن به این شرح است: ۱. ثبت سهام: این مساله از آن جایی اهمیت دارد که در تأمین مالی جمعی سهامی، تعداد سهامداران شرکت میتواند بسیار زیاد باشد، امری که در دیگر شرکت‌های سهامی خاص رخ نمیدهد. همچنین سرمایه‌گذاران میتوانند از هر نقطه‌ای مشارکت نمایند. استفاده از این فناوری باعث میشود تا اطلاعات مالکیت سهامداران در شبکه‌ای غیر متمرکز و بدون امکان دستکاری ثبت شود (ژ و ژوو، ۲۰۱۶). البته در ایران شرکت فرابورس بر امور فوق نظارت میکند و برای سهامداران گواهی الکترونیکی صادر میکند، اما در برخی کشورها یک نهاد مرکزی برای ثبت اطلاعات سهامداران وجود ندارد و قابلیت فوق میتواند برای آنها بسیار راهگشا باشد. همچنین وجود یک میزبان مرکزی برای ثبت و پردازش اطلاعات خود نیازمند هزینه مالی و انسانی زیادی است و در مواقعی که این سیستم دچار اختلال شود میتواند باعث توقف کلیه‌ی امور شود. در مواردی که نیاز به ارسال گواهی سهامداری وجود دارد نیز استفاده از فناوری رمز ارز از هزینه و هدر رفت زمان چاپ و ارسال پستی جلوگیری میکند.

۲. انتقال سهام: ضعف در نقدپذیری دارایی باعث افزایش ریسک‌های مرتبط با آن و انصراف سرمایه‌گذاران میشود (لو و همکاران، ۲۰۱۷). بهره‌گیری از فناوری رمز ارز میتواند سرعت انجام معاملات را افزایش دهد و همچنین با قابلیت انجام تراکنش‌های نقطه به نقطه^۱، باعث حذف واسطه‌گردها، قابلیت فوق همچنین امکان معاملات شبانه‌روزی را فراهم می‌آورد. لذا از طریق موارد ذکر شده، چالش‌های بازار ثانویه تا حدی تعدیل میگرددند.

۳. مدیریت سرمایه: یکی از معضلاتی که تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام با آن روبرو است صرف‌گرددن سرمایه جذب شده توسط عامل به نحو صحیح است و تاکنون یک مکانیزم کامل و درست برای حل جدی مشکل فوق معرفی نشده است (بانگ و

^۱. Peer to peer

لونگا، ۲۰۱۴). با استفاده از فناوری رمز ارز میتوان مکانیزمی را طراحی کرد که نگرانی‌ها نسبت به عدم اختصاص صحیح منابع مالی توسط پلتفرم به حداقل رسد.

۴. مسائل حاکمیتی شرکت: در شرکت‌های سهامی خاص به علت کم بودن تعداد سهامداران و سادگی فرآیند رای‌گیری، مشکل چندانی از باب دفاع از حقوق سرمایه‌گذاران وجود نخواهد داشت. اما در تأمین مالی جمعی سهامی که تعداد سرمایه‌گذاران میتواند بسیار زیاد و از نقاط گوناگون باشد، خلل نبود یک مکانیزم کاربردی برای رای‌گیری و لحاظ‌گردیدن نظرات تمامی سرمایه‌گذاران، به طور جد حس میشود و میتواند منجر به تشدید مشکلات ناشی از تضاد منافع و تضییع حقوق سرمایه‌گذاران خرد گردد (دنگ و همکاران، ۲۰۱۴). حل مشکلات حاکمیتی شرکت و دفاع از حق سرمایه‌گذاران خرد، به حفظ ارزش سرمایه‌گذاری کمک میکند و نیز باعث تشویق بقیه‌ی افراد به سرمایه‌گذاری در شرکت میشود (لا پورتا و همکاران، ۲۰۰۲). قابلیت اطمینان بالا، غیر قابل دستکاری بودن و قابل برنامه‌ریزی بودن رمز ارز، آن را به ابزاری مناسب برای رای‌گیری الکترونیکی تبدیل نموده است (پیلکینگتون، ۲۰۱۶).

۵. نظارت و سیاست‌های ضد پولشویی: پیاده‌سازی سیاست‌های مبارزه با مفاسد اقتصادی مانند پولشویی، نیازمند اطلاعات دقیق از وضعیت تراکنش‌ها و اطلاعات سهامداران است که بهره‌گیری از قابلیت‌های فناوری رمز ارز میتواند به نظارت در امور فوق کمک کند (ژ و ژوو، ۲۰۱۶).

بخش عمده پژوهش‌های صورت‌گرفته در این حوزه بر روی روش‌های موجود و بر روی پلتفرم‌های مطرح این حوزه صورت‌گرفته است. اما چیزی که به ندرت دیده شده، تلاش برای ارائه‌ی یک مدل تأمین مالی جمعی جدید است که با استفاده از ابزارهای گوناگون و دانش پیشین، به یک شیوه جدید در تأمین مالی دست پیدا کرده باشد. پژوهشگر می‌تواند فناوری‌های نوینی مانند دفترکل توزیع شده^۱ را با مدل‌های کلاسیک تأمین مالی جمعی آمیخته کند و بر روی موجبات قانونی بهینه آن تفحص کند تا در نهایت این تلاش‌ها به خلق یک مدل تأمین مالی جمعی برتر منجر شود.

منابع

ابوالحسنی، سیدامیرحسین. (۲۰۱۹). درآمدی بر روش تحقیق: رویه‌های استاندارد تحلیل داده‌های کیفی. *سیاست نامه علم و فناوری*. ۹(۲)، ۶۷-۹۶.

چیت ساز، ا. بیگدلی، م. (۲۰۲۱). عوامل مؤثر بر موفقیت تأمین مالی جمعی به‌روش عرضه‌ی اولیه‌ی بهامهر از طریق صرافی‌های آنلاین. *توسعه کارآفرینی*. ۱۴(۲)، ۲۲۱-۲۴۰. <https://doi.org/10.22059/jed.2021.312183.653490>.

چیتسازان، هستی؛ طالبی، کامبیز و محب‌علی، امیر (۱۳۹۶). شناسایی و اولویت‌بندی رایجترین روشهای تأمین مالی خودراه و اندازه در کسب کارهای نوپای حوزه IT. *توسعه کارآفرینی*. ۱۰(۱)، ۸۰-۶۱.

چیتسازان، هستی، کولجی، ساره و باقری، افسانه (۱۳۹۸). شناسایی عوامل پیشبرنده استفاده از تأمین مالی جمعی توسط کارآفرینان (مورد مطالعه: صنعت گردشگری). *توسعه کارآفرینی*. ۱۲(۱)، ۲۱-۴۰.

ذکایی، س. (۱۳۸۱). نظریه و روش در تحقیقات کیفی. *In فصلنامه اجتماعی*. ۹(۱۷)، ۴۱-۶۹.

زرنندی، س؛ عساکره، س و افشارپور، م (۲۰۱۵). مطالعه تطبیقی مدل‌های کسب‌وکار پلتفرم‌های برتر تأمین مالی جمعی در جهان. *فصلنامه مدیریت توسعه فناوری*. ۳(۳)، ۱۲۷-۱۳۴. <https://doi.org/10.22104/jtdm.2016.384150>.

فلاحتی، علی؛ سهیلی، کیومرث و نوری، فرزاد. (۱۳۹۱). اثر تورم بر عملکرد بازارهای مالی در ایران. *پژوهش‌های رشد و توسعه پایدار (پژوهش‌های اقتصادی)*. ۱۲(۳)، ۱۳۳-۱۶۳.

^۱. Distributed Ledger Technology (DLT)

- Abolhasani & Seyedamirhossein. (2019). Introduction to Research Methodology: Standard procedures for qualitative data analysis. (in Persian)
- Agrawal, A. K., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2011). *The geography of crowdfunding*. National bureau of economic research.
- Ahlers, G., Cumming, D. J., Guenther, C., & Schweizer, D. (2012). Signaling in Equity Crowdfunding. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2161587>
- Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding: 39(4), 955–980. <https://doi.org/10.1111/ETAP.12157>
- Allison, T. H., Davis, B. C., Short, J. C., & Webb, J. W. (2015). Crowdfunding in a Prosocial Microlending Environment: Examining the Role of Intrinsic versus Extrinsic Cues. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 53–73. <https://doi.org/10.1111/etap.12108>
- Bade, M., & Walther, M. (2021). Local preferences and the allocation of attention in equity - based crowdfunding. In *Review of Managerial Science* (Issue 0123456789). Springer Berlin Heidelberg. <https://doi.org/10.1007/s11846-020-00429-6>
- Bapna, S. (2017). Complementarity of Signals in Early-Stage Equity Investment Decisions: Evidence from a Randomized Field Experiment. <https://doi.org/10.1287/Mnsc.2017.2833>, 65(2), 933–952. <https://doi.org/10.1287/MNSC.2017.2833>
- Block, J. H., Colombo, M. G., Cumming, D. J., & Vismara, S. (2017). New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics*.50(2), 239–250. <https://doi.org/10.1007/S11187-016-9826-6>
- Bonaparte, Y., Kumar, A., & Page, J. K. (2017). Political climate, optimism, and investment decisions. *Journal of Financial Markets*, 34, 69–94.
- Bradford, C. S. (2012). Crowdfunding and the Federal Securities Laws. *Columbia Business Law Review*, 2012. <https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/colb2012&id=3&div=&collection=>
- Brem, A., & Wassong, N. (2014). Wer investiert warum. *Eine Analyse von Investmententscheidungen Bei Crowdfunding-Projekten*. *ZfKE–Zeitschrift Für KMU Und Entrepreneurship*, 62, 31–55.
- Bretschneider, U., & Leimeister, J. M. (2017). Not just an ego-trip: Exploring backers' motivation for funding in incentive-based crowdfunding. *Journal of Strategic Information Systems*, 26(4), 246–260. <https://doi.org/10.1016/j.jsis.2017.02.002>
- Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D., & Wright, M. (2015). New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations: <https://doi.org/10.1111/Etap.12143>, 39(1), 9–26. <https://doi.org/10.1111/ETAP.12143>
- Chitsaz, E., & Bigdeli, M. (2021). Identifying the Success Factors Affecting Entrepreneurial Finance using Initial Dex Offering. *Journal of Entrepreneurship Development*, 14(2), 221–240. <https://doi.org/10.22059/jed.2021.312183.653490>
- Chitsazan, H., Koolaji, S., & Bagheri, A. (2019). Identifying drivers of Using Crowdfunding by Entrepreneurs (The Case of Tourism Industry). *Journal of Entrepreneurship Development*, 12(1), 21–40. <https://doi.org/10.22059/jed.2018.261899.652659>
- Chitsazan, H., Talebi, K., & Mohebbi, A. (2017). Identifying and Prioritizing the Most Common Methods of Bootstrap Financing in IT-based Start-ups. *Journal of Entrepreneurship Development*, 10(1), 61–79. <https://doi.org/10.22059/jed.2017.62291>
- Cholakova, M., & Clarysse, B. (2015a). Does the Possibility to Make Equity Investments in

- Crowdfunding Projects Crowd Out Reward Based Investments? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 145–172. <https://econpapers.repec.org/RePEc:sae:entthe:v:39:y:2015:i:1:p:145-172>
- Cholakova, M., & Clarysse, B. (2015b). Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-Based Investments?: <https://doi.org/10.1111/Etap.12139>, 39(1), 145–172. <https://doi.org/10.1111/ETAP.12139>
- Corbin, J., & Strauss, A. (2014). *Basics of qualitative research: Techniques and procedures for developing grounded theory*. Sage publications.
- Creswell, J. W. (1998). *Qualitative inquiry and research design: Choosing among five traditions*. SAGE Publications, Incorporated.
- Crowdfunding guideline.(1388). Iran Fara Bourse Co.(in Persian)
- Cumming, D. J., & JOHAN, S. A. (2020). *CROWDFUNDING Fundamental Cases, Facts, and Insights*.
- Cumming, D., & Johan, S. (2013). Demand-driven securities regulation: evidence from crowdfunding. *Venture Capital*, 15(4), 361–379. <https://doi.org/10.1080/13691066.2013.847635>
- Dapp, T. F., & Laskawi, C. (2014). Crowdfunding–Does crowd euphoria impair consciousness? *Deutsche Bank Research*, URL: https://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000335563/Crowdfundin%3A_Does_crowd_euphoria_impair_risk_cons.Pdf
- Dong, L. F., Mei, Y. M., Zhou, C., Liu, Z. L., Zhang, B., & Yuan, K. (2014). Research on legislation and related practice problems of equity crowdfunding in securities industry. *Securities Association of China Paper Collections: Innovation and Development. Beijing, China*.
- Farmer, R. E. A., & Winter, R. A. (1986). The role of options in the resolution of agency problems: a comment. *Journal of Finance*, 1157–1170.
- Felahati & Soheili & Nouri. (1390). Effect of inflation on Iran's financial markets. (in Persian)
- Griffin, Z. J. (2012). Crowdfunding: fleecing the American masses. *Case W. Res. JL Tech. & Internet*, 4, 375.
- Haltiwanger, J. (2009). *Who Creates Jobs? Small vs. Large vs. Young**.
- Hornuf, L., & Neuenkirch, M. (2017). Pricing shares in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 48(4), 795–811. <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9807-9>
- Hornuf, L., & Schwienbacher, A. (2014). *Should Securities Regulation Promote Crowdfunding?*
- Hornuf, L., & Schwienbacher, A. (2017). Market Mechanisms and Funding Dynamics in Equity Crowdfunding. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2612998>
- Hornuf, L., & Schwienbacher, A. (2018). Market mechanisms and funding dynamics in equity crowdfunding. *Journal of Corporate Finance*, 50, 556–574. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.08.009>
- Howe, & Jeff. (2006). The Rise of Crowdsourcing. *Wired*, 14.
- Jegeleviciute, S., & Valanciene, L. (2014). Crowdfunding: an overview of valuation problems. *European Conference on Innovation and Entrepreneurship*, 246.
- Jensen, M. (2001). Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *European Financial Management*, 7(3), 297–317. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/1468-036X.00158>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C. (2004). *The agency cost of overvalued equity and the current state of corporate finance*.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Klöhn, L., & Hornuf, L. (2012). Crowdfunding in Deutschland. *Zeitschrift Für Bankrecht Und Bankwirtschaft*, 24(4), 237–266. <https://doi.org/10.15375/ZBB-2012-0401>
- Kuppuswamy, V., & Bayus, B. L. (2018). Crowdfunding creative ideas: The dynamics of project backers. In *The economics of crowdfunding* (pp. 151–182). Springer.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170.
- Li, J. (2016). Equity Crowdfunding in China: Current Practice and Important Legal Issues. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2842752>
- Lu, W., Lai, Y., & Liu, Y. (2013). An Empirical Study of Liquidity Premium Based on Multiple Models. *2013 International Conference on Computational and Information Sciences*, 388–391.
- Massolution. (2015). Massolution-The Crowdfunding Industry Report - 2015CF. *Massolution*, 1–97. <http://www.crowdsourcing.org/editorial/2013cf-the-crowdfunding-industry-report/25107>
- Maxwell, J. A. (2012). *Qualitative research design: An interactive approach*. Sage publications.
- McKenny, A. F., Allison, T. H., David J. Ketchen, J., Short, J. C., & Ireland, R. D. (2016). How Should Crowdfunding Research Evolve? A Survey of the Entrepreneurship Theory and Practice Editorial Board: *41*(2), 291–304. <https://doi.org/10.1111/ETAP.12269>
- Mochkabadi, K., & Volkmann, C. K. (2020). Equity crowdfunding: a systematic review of the literature. *Small Business Economics*, 54(1), 75–118. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0081-x>
- Moritz, A., & Block, J. H. (2016). Crowdfunding: A literature review and research directions. *Crowdfunding in Europe*, 25–53.
- Moysidou, K., & Spaeth, S. (2016). Cognition , emotion and perceived values in crowdfunding decision making. *Undefined*.
- Nielsen, K. R., & Binder, J. K. (2021). I Am What I Pledge: The Importance of Value Alignment for Mobilizing Backers in Reward-Based Crowdfunding. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 45(3), 531–561. <https://doi.org/10.1177/1042258720929888>
- Nikolaos, D., & Yue, W. (2017). *User 's Perceptions of Motivations and Risks in Crowdfunding with Financial Returns User 's Perceptions of Motivations and Risks in Crowdfunding with Financial Returns Research in progress*. 1–18.
- Nitani, M., & Riding, A. (2017). On Crowdfunding Success: Firm and Owner Attributes and Social Networking. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2945081>
- Omran, M., & Pointon, J. (2001). *Does the inflation rate affect the performance of the stock market? The case of Egypt*.
- Oranburg, S. C. (2015). Bridgefunding: Crowdfunding and the Market for Entrepreneurial Finance'(2015). *Cornell Journal of Law and Public Policy*, 25, 397.
- Pendeven, B. Le. (2016). *ICIE 2016 Proceedings of the 4th International Conference on Innovation and ... - Dr Kenneth A. Grant and Dr Sean Wise - Google Books*. <https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=xiWeDAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA335&dq=in+fo:05qMtov3IKsJ:scholar.google.com&ots=nPLfW-RAZw&sig=7iyff1C7A3BPnyHE4K4DdnidZ5I#v=onepage&q&f=false>
- Pierrakis, Y., & Collins, L. (2012). The venture crowd: Crowdfunding equity investment into business. *Nesta*.
- Pilkington, M. (2016). Blockchain technology: principles and applications. In *Research handbook on digital transformations*. Edward Elgar Publishing.
- Pindyck, R. S. (1983). *Risk, inflation, and the stock market*. National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.

- Piva, E., & Rossi-Lamastra, C. (2018). Human capital signals and entrepreneurs' success in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 51. <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9950-y>
- Poetz, M. K., & Schreier, M. (2012). The Value of Crowdsourcing: Can Users Really Compete with Professionals in Generating New Product Ideas? *Journal of Product Innovation Management*, 29(2), 245–256. <https://doi.org/10.1111/J.1540-5885.2011.00893.X>
- Ralcheva, A., & Roosenboom, P. (2016). On the Road to Success in Equity Crowdfunding. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2727742>
- Roy, A., Maiti, M. K., Kar, S., & Maiti, M. (2009). An inventory model for a deteriorating item with displayed stock dependent demand under fuzzy inflation and time discounting over a random planning horizon. *Applied Mathematical Modelling*, 33(2), 744–759. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.apm.2007.12.015>
- Saeed Zakai.(1381). Theory and Method in Qualitative Research. (in Persian)
- Shane, S., & Cable, D. (2002). Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures. *Http://Dx.Doi.Org/10.1287/Mnsc.48.3.364.7731*, 48(3), 364–381. <https://doi.org/10.1287/MNSC.48.3.364.7731>
- Short, J. C., David J. Ketchen, J., McKenny, A. F., Allison, T. H., & Ireland, R. D. (2016). Research on Crowdfunding: Reviewing the (Very Recent) past and Celebrating the Present: 41(2), 149–160. <https://doi.org/10.1111/ETAP.12270>
- Simon, H. A. (1990). Bounded rationality. *Utility and Probability*, 15–18.
- Stangler, D., & Litan, R. E. (2009). Where Will the Jobs Come from? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.1580139>
- Tomboc, G. F. (2013). Journal of Information Technology & Privacy Law Volume 30 | Issue 2 Article 2 2013 The Lemons Problem In Crowdfunding, 30. *J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy L*, 253(2). <http://ssrn.com/abstract=1578175>.
- Turan, S. S. (2015). Stakeholders in Equity-Based Crowdfunding: Respective Risks Over the Equity Crowdfunding Lifecycle. *Journal of Financial Innovation*, 1(2), 1–6. <https://ideas.repec.org/a/jfi/journal/v1y2015i2p6.html>
- Vermeulen, R. (2013). International diversification during the financial crisis: A blessing for equity investors? *Journal of International Money and Finance*, 35, 104–123. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2013.01.003>
- Vismara, S. (2018). Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding: <https://doi.org/10.1111/ETAP.12261>
- Vismara, S. (2019). Sustainability in equity crowdfunding. *Technological Forecasting and Social Change*, 141, 98–106.
- Vulkan, N., Åstebro, T., & Sierra, M. F. (2016). Equity crowdfunding: A new phenomena. *Journal of Business Venturing Insights*, 5, 37–49. <https://doi.org/10.1016/J.JBVI.2016.02.001>
- Wilson, K. E., & Testoni, M. (2014). Improving the Role of Equity Crowdfunding in Europe's Capital Markets. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2502280>
- Yang, D., & Lunga, S. (2014). Business model and risk prevention of equity crowdfunding platform. *J National Procurators College*, 22(4), 157–168.
- Zhu, H., & Zhou, Z. Z. (2016). Analysis and outlook of applications of blockchain technology to equity crowdfunding in China. *Financial Innovation*. <https://doi.org/10.1186/s40854-016-0044-7>
- Zunino, D., van Praag, M., & Dushnitsky, G. (2017). *Badge of honor or scarlet letter? Unpacking investors' judgment of entrepreneurs' past failure.*