

Identifying the Obstacles to the Development of the Crowdfunding Industry in the Islamic Capital Market of Iran and Providing Policy Solutions¹

Mohammad Hosein Shariaty nia², Seyyed Mohammad Afghahi³,
Mostafa Soltani⁴, Mohammad Tohidi⁵, Hosein Hasanzadeh⁶

Received: 2024/07/07

Accepted: 2024/12/10

Research Paper

Abstract

Over the past years, the crowdfunding industry has grown significantly as one of the new methods of financial intermediation with the aim of quick and easy financing of projects and ideas around the world. The regulation of the crowdfunding industry in Iran is with the capital market supervisory body. Actors, stakeholders, policymakers and the supervisory body of the crowdfunding industry each have their own concerns to improve the performance and increase the productivity of the mentioned industry in the financial markets of Iran. The present research aims to identify and categorize the challenges of the crowdfunding industry in Iran's capital market, while providing the audience with a complete understanding of the current situation of the crowdfunding industry in Iran and its challenges, and also provide useful policy suggestions in this regard. For this purpose, in order to identify the relevant challenges by analyzing the themes extracted from the expert surveys, 23 unique challenges were identified and categorized under the 4 organizing themes. "Structural and technical inefficiencies", "Lack of efficiency in the areas of policy, regulation and market operations", "Unhealthy competitive environment in the crowdfunding industry" and "Non-compliance with Sharia" are four diverse areas under which the mentioned challenges can be classified as organizing themes; And according to the comparative studies, and sometimes the theoretical consensus of the experts, appropriate policy proposals have been presented in this direction at the end of the research.

Key Words: Crowdfunding, Regulation of the Capital market, Shariah Governance in Financial Markets, Islamic Finance, Small and Medium-Sized and Knowledge-Based Companies, Jurisprudence and Financial Law.

JEL Classification: G28, Z12, K22.

1. doi: 10.22034/JSE.2024.12416.2264

2. Ph.D. Student, Department of Financial Engineering, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadeq University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (mh.shariaty.nia@gmail.com).

3. Ph.D. Student, Department of Financial Engineering, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabatabai University, Tehran, Iran. (sm_afghahi@atu.ac.ir).

4. Ph.D. Student, Department of Financial Engineering, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadeq University, Tehran, Iran. (mo.soltani@isu.ac.ir).

5. Associate Professor, Department of Finance, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (tohidi@isu.ac.ir).

6. Assistant Professor, Department of Finance, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (hasanzadeh.hosein@gmail.com).



Copyright © 2025 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization.
This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال هفدهم، شماره ۶۸، زمستان ۱۴۰۳، صص ۱۵۰-۹۷

شناسایی موانع توسعه صنعت تأمین مالی جمعی در بازار سرمایه اسلامی ایران و ارائه راهکارهای سیاستی^۱

محمدحسین شریعتی نیا^۲، سید محمد افقهی^۳، مصطفی سلطانی^۴،

محمد توحیدی^۵، حسین حسن زاده^۶

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۴/۱۷

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۹/۲۰

مقاله پژوهشی

چکیده

در طول سال‌های گذشته صنعت تأمین مالی جمعی به عنوان یکی از روش‌های نوین واسطه‌گری مالی با هدف تأمین مالی سریع و آسان طرح‌ها و ایده‌ها در سراسر دنیا رشد چشمگیری داشته است. تنظیم‌گری صنعت تأمین مالی جمعی در ایران با نهاد ناظر بازار سرمایه است. بازیگران، ذینفعان، سیاست‌گذاران و نهاد ناظر صنعت تأمین مالی جمعی هر یک دغدغه‌های خاص خود را برای بهبود عملکرد و افزایش بهره‌وری صنعت یادشده در بازارهای مالی ایران دارند. پژوهش حاضر بر آن است تا با شناسایی و دسته‌بندی چالش‌های صنعت تأمین مالی جمعی در بازار سرمایه ایران، ضمن اینکه مخاطب را به شناخت کاملی از وضعیت موجود صنعت تأمین مالی جمعی در ایران و چالش‌های آن می‌رساند، پیشنهادها و سیاستی مفیدی نیز در همین راستا ارائه کند. به همین منظور برای شناسایی چالش‌های مربوط به تحلیل مضامین استخراج شده از پیمایش‌های خبرگانی صورت گرفته، ۲۳ چالش منحصر به فرد ذیل ۴ مضمون سازمان‌دهنده شناسایی و دسته‌بندی شد. «نارسایی‌های ساختاری و فنی»، «فقدان کارآیی در حوزه‌های سیاست‌گذاری، تنظیم‌گری و عملیات بازار»، «ناسالم بودن فضای رقابت در صنعت تأمین مالی جمعی» و «عدم تطابق با شریعت» چهار حوزه متنوعی هستند که چالش‌های یادشده را می‌توان ذیل آن‌ها بعنوان مضامین سازمان‌دهنده جای داد و با توجه به مطالعات تطبیقی صورت گرفته و گاه اجماع نظری خبرگان پیشنهادات سیاستی مناسبی نیز در همین راستا در انتهای پژوهش ارائه شده است.

واژه‌های کلیدی: تأمین مالی جمعی، تنظیم‌گری بازار سرمایه، حاکمیت شرعی در بازارهای مالی، مالی اسلامی، شرکت‌های کوچک و متوسط و دانش‌بنیان، فقه و حقوق مالی.

طبقه‌بندی موضوعی: K22 ، Z12 ، G28

doi: 10.22034/JSE.2024.12416.2264

۲. دانشجوی دکتری، گروه مهندسی مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران (توسنده مسئول). (mh.shariaty.nia@gmail.com).

۳. دانشجوی دکتری، گروه مهندسی مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (sm_afghahi@atu.ac.ir).

۴. دانشجوی دکتری، گروه مهندسی مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران. (sm.soltani@isu.ac.ir).

۵. دانشیار، گروه مالی دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران. (tohidi@isu.ac.ir).

۶. استادیار، گروه مالی دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران. (hasanzadeh.hosein@gmail.com).

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۳. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله

و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.

Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license

(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)



مقدمه

تأمین مالی کسب و کارهای نوپا و استارت‌آپ‌ها یکی از مهم‌ترین پیش‌نیازهای توسعه اقتصادی است که با بهبود فضای رقابت در بین واحدهای اقتصادی در نهایت شاخص‌های اقتصادی را در سطح کلان تقویت می‌کند. تأمین مالی جمعی از جمله راه‌های موجود و موثر در این زمینه است.

همانطور که بیان شد، دسترسی به منابع جدید تأمین مالی اهمیت زیادی در راه اندازی و توسعه کسب و کارهای نوپا و استارت‌آپ‌ها و به طور کلی در توسعه نظام اقتصادی کشور دارد. وقوع بحران‌های اقتصادی متعدد، سخت‌گیری در اعطای وام و نرخ بهره بالای بانکی زمینه‌ساز محدودیت بیشتر منابع مالی می‌شود و همه این عوامل باعث کاهش مشارکت اقتصادی در جامعه و افزایش درصد بیکاری می‌شود (میلز و مک‌کارتی، ۲۰۱۴، ص ۲۳).

عوامل بیان شده باعث مطرح شدن روش‌های جدید تأمین مالی مبتنی بر فناوری از جمله جمع‌آوری سرمایه‌های خرد به وسیله پلتفرم‌های اینترنتی شده است. لازم به اشاره است که این سازوکار دارای مزایا و معایبی است. تأمین سریع و سهل منابع مالی مورد نیاز برای شرکت‌ها و استارت‌آپ‌ها ضمن ارزیابی طرح، از جمله مزایای اصلی تأمین مالی جمعی است. به دلیل سرباز زدن بانک‌ها به جهت بروز بحران‌های اقتصادی از اعطای اعتبار به این گروه، تأمین مالی جمعی روش مناسبی برای تحصیل منابع مالی برای این گروه بوده و قادر است تا شکاف سرمایه موجود در این زمینه را پر کند (مولیک، ۲۰۱۴، ص ۳).

نخستین پژوهش‌های بین‌المللی در حوزه صنعت تأمین مالی جمعی از سال ۲۰۱۱ با انتشار دو مقاله علمی با این موضوع آغاز شده و هر ساله رشد چشمگیری داشته است. امروزه حجم چشمگیری از پژوهش‌های دانشگاه‌ها و مراکز علمی-پژوهشی مرتبط با حوزه کسب و کار، اقتصاد و مالی به پژوهش‌های مرتبط با این حوزه اختصاص دارد (تاجیک و همکاران، ۱۴۰۳، ص ۲۰۳).

با توجه به نوپا بودن تأمین مالی جمعی، وجود نارسایی‌های متنوع فقهی، حقوقی، مالی و اجرایی در حوزه تنظیم‌گری و همچنین ریسک‌ها و مخاطرات متعدد ناشی از فعالیت سکوها تأمین مالی جمعی که گاه اثرات کلان اقتصادی به دنبال دارد، به واقعیتی غیرقابل انکار در اتمسفر این صنعت تبدیل گشته است بنابراین انجام پژوهش‌های مستمر در رابطه با شناسایی و پیش‌بینی چالش‌های تأمین مالی جمعی را به ضرورتی غیرقابل انکار مبدل ساخته است.

از آنجا که تاکنون پژوهش جامع و کاملی در خصوص شناسایی چالش‌های فقهی-حقوقی و همچنین چالش‌های مالی-اجرایی تأمین مالی جمعی صورت نگرفته است، هدف از این پژوهش، شناسایی چالش‌ها و استخراج دلالت‌ها و رهنمودهای سیاستی با هدف توسعه تأمین مالی جمعی در ایران با توجه به جایگاه کنونی این صنعت در بازار سرمایه و نقش نظارتی و تنظیمی سازمان بورس و اوراق بهادار در همین زمینه است.

به این منظور در ابتدا مبانی نظری مقاله تبیین شده، سپس پیشینه پژوهش‌های انجام شده در این حوزه بررسی می‌شود. در ادامه نیز پس از شناسایی چالش‌های متنوع صنعت (حاصل از برگزاری جلسات گروه کانونی متعدد با مدیران عامل و خبرگان تأمین مالی جمعی، انجام مصاحبه‌ها، ثبت مشاهدات و اتمام پژوهش‌های کتابخانه‌ای) به اولویت‌بندی چالش‌های یادشده در دو گروه مجزای مالی-اجرایی و فقهی-حقوقی می‌پردازیم.

مبانی نظری

دسترسی به منابع مالی جدید اهمیت زیادی در راه اندازی و توسعه کسب و کارهای نوپا و استارت آپ‌ها و به طور کلی در توسعه نظام اقتصادی کشور دارد. اما از یک طرف تعداد زیادی از این نهادها قدرت مالی کافی جهت بازپرداخت تعهدات خود نداشته و از یک طرف دیگر قادر نیستند تا ارزش طرح و کیفیت کار جدید خود را برای دریافت منابع مالی به اثبات برسانند. وقوع بحران‌های اقتصادی متعدد، سخت‌گیری در اعطای وام و نرخ بهره بالای بانکی زمینه‌ساز محدودیت بیشتر منابع مالی می‌شود و همه این عوامل باعث کاهش مشارکت اقتصادی در جامعه و افزایش درصد بیکاری می‌شود (میلز و مک‌کارتی، ۲۰۱۴، ص ۲۳).

عوامل بیان شده باعث مطرح‌شدن روش‌های جدید تأمین سرمایه مبتنی بر فناوری از جمله جمع‌آوری سرمایه‌های خرد به وسیله پلتفرم‌های اینترنتی شده است. لازم به اشاره است که این سازوکار دارای مزایا و معایبی است. تأمین منابع مالی مورد نیاز برای شرکت‌ها و استارت آپ‌ها ضمن ارزیابی طرح، از جمله مزایای اصلی تأمین مالی جمعی است. به دلیل سرباز زدن بانک‌ها به جهت بروز بحران‌های اقتصادی از اعطای اعتبار به این گروه، تأمین مالی جمعی روش مناسبی برای تحصیل منابع مالی برای این گروه است و قادر است تا شکاف سرمایه موجود در این زمینه را پر کند (مولیک، ۲۰۱۴، ص ۳). به ویژه اینکه این روش بسیاری از هزینه‌های معمول سایر روش‌های تأمین منابع مالی را به جهت وجود فناوری اینترنت کاهش داده و روند تأمین منابع

مالی به صورت غیر حضوری و از طریق پلتفرم عامل شکل می‌گیرد. از جمله دیگر برتری این سازوکار پیش فروش محصول تولید در آینده در تأمین مالی مبتنی بر پاداش و تبادل نظر سرمایه‌گذاران و متقاضی در پلتفرم اینترنتی است که موجب رفع نقص‌های موجود در طرح و تبادل ایده‌های مالی و غیرمالی می‌شود. این امر منجر به افزایش روحیه تعاون و همکاری در خلق مشترک، بررسی بازخوردهای موجود نسبت به محصول تولیدی و بازاریابی بهتر محصول می‌شود (کامینگ، ۲۰۱۳، ص ۳۶۵).

تأمین مالی جمعی، یک روش ابتکاری برای تأمین مالی انجام یک طرح جدید است اگرچه مبلغی که تأمین‌کننده پرداخت می‌کند نسبت به روش‌های متعارف تأمین مالی، معمولاً کم و محدود است اما این منابع مالی از عده محدودی جمع‌آوری نخواهد شد و صاحبان این منابع از جمعیت انبوهی تشکیل شده‌اند (اوردینانی، ۲۰۰۹).

تأمین مالی جمعی از سه بازیگر جهت تسهیل فرایند تأمین سرمایه تشکیل می‌شود که عبارتند از (مچت و وترستون، ۲۰۱۴):

- **سرمایه‌پذیر یا متقاضی:** پیشنهاددهنده پروژه است که به سرمایه نیاز دارد. این بازیگر می‌تواند از بین افرادی از جمله کارآفرین، ایده‌پرداز، صاحب کسب و کار نوپا و ... باشد.
- **سرمایه‌گذار:** مردم عادی هستند که از یک ایده با سرمایه اندک حمایت می‌کنند.
- **پلتفرم:** یک سازمان ناظر و فراهم‌کننده زیرساخت است که مسئول جمع‌آوری افراد برای تأمین مالی و شروع پروژه است. پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی به طور معمول از دو سیاست کلی زیر پیروی می‌کنند (بامگاردنر و همکاران، ۲۰۱۷؛ داسچ و همکاران، ۲۰۱۷؛ زرنندی و همکاران، ۱۳۹۵):
- **سیاست همه یا هیچ (تضمین آستانه):** بدین معنی است که وقتی پروژه، در مدت زمان خود بتواند ۱۰۰٪ مبلغ هدف را جمع‌آوری کند، پروژه به عنوان یک پروژه موفق تلقی شده و مبلغ تأمین شده، به حساب فرد سرمایه‌خواه واریز خواهد شد. اما پروژه‌هایی که قادر نباشند ۱۰۰٪ مبلغ مورد هدف را تأمین کنند شکست خورده و همه مبالغ پرداختی حامیان، به حساب آنها بازگشت داده خواهد شد. لازم به اشاره است که غالب پلتفرم‌ها از این سیاست استفاده می‌کنند (بامگاردنر و همکاران، ۲۰۱۷؛ زرنندی و همکاران، ۱۳۹۵).

- **سیاست حفظ سرمایه (سرمایه‌گذاری انعطاف‌پذیر):** بدین معنی است که اگر با اتمام زمان کمپین ۱۰۰٪ هدف مالی تأمین نشود، فرد سرمایه‌خواه قادر است همان میزان سرمایه جمع شده را جذب کند. در این حالت غالباً هدف افزایش سرمایه است (بامگاردنر و همکاران، ۲۰۱۷؛ زرندی و همکاران، ۱۳۹۵).

ابتدا کارآفرین، ایده مدنظر خود را در صفحه‌ای اختصاصی در وبگاه پلتفرم تشریح کرده و بدین شکل کمپینی جدید را ایجاد می‌کند. بسته به نوع پروژه، بخشی از این اطلاعات تنها در دسترس پلتفرم واسط قرار گرفته و بخش دیگر به در معرض عموم مردم قرار داده خواهد شد. برخی پلتفرم‌ها در صورت لزوم، به صاحبان ایده مشاوره‌های لازم نیز ارائه می‌دهند. اطلاعاتی شامل ویژگی‌های پروژه، میزان سرمایه موردنیاز برای راه‌اندازی، تضامین ارائه شده توسط کارآفرین، مکان انجام پروژه، ارزش‌های پیشنهادی برای مشارکت‌کنندگان، مدت زمان تأمین سرمایه و همچنین چگونگی حمایت مالی از مواردی هستند که در دسترس عموم مردم قرار می‌گیرد. سایت واسط پس از تأیید، کمپین پروژه را بر روی وبگاه خود و در معرض عموم به نمایش می‌گذارد. از این به بعد صاحب ایده در مدت زمان تعیین‌شده و براساس مدل کاری سایت واسط، با استفاده از شبکه‌های اجتماعی و زیرساخت‌های موجود در سایت‌های واسط مانند انتشار فیلم تبلیغاتی به ترویج ایده خود می‌پردازد تا بتواند سرمایه اولیه موردنیاز خود را تأمین کند. پس از مدت تعیین‌شده، در صورتی که سرمایه موردنظر براساس مدل پیشنهادی تأمین شد، با گرفتن ضمانت‌هایی در اختیار صاحب ایده قرار می‌گیرد تا بتواند تعهدات خود را در قبال ارزش‌های موردنظر مشارکت‌کنندگان به نتیجه رساند (زرندی و همکاران، ۱۳۹۵).

الف. انواع روش‌های تأمین مالی جمعی

۱. تأمین مالی جمعی مبتنی بر بخشش (اهدای)

در این مدل، افراد مشارکت‌کننده، مبالغی را به عنوان هدیه در اختیار صاحبان طرح قرار می‌دهند و در مقابل آن چیزی دریافت نمی‌کنند. این مدل شهرت ویژه‌ای در تأمین مالی جمعی دارد (درس‌نر، ۲۰۱۴، ص ۳۹).

این نوع از اهدای جمعی به‌طور غالب شبیه به حمایت‌های خیریه‌ای هستند. پلتفرم گوفاند می‌که در سال ۲۰۱۰ راه‌اندازی شده است، پلتفرم پیشگام تأمین مالی مبتنی بر اهدا است. از جمله دیگر پلتفرم‌های برتر جهان که طبق مدل اهدا فعالیت می‌کنند می‌توان به کرینگ بریدج،

کرادرایز، اکت بلو، کازس، جاست گیوینگ، فاندلی، رازو و فاندراز اشاره کرد. برخی از این پلتفرم‌ها به طور تخصصی در یک حوزه خاص نظیر پزشکی و برخی دیگر نیز در چند موضوع فعالیت دارند (زرنندی و همکاران، ۱۳۹۵).

۲. تأمین مالی جمعی مبتنی بر بدهی

در این نوع از تأمین مالی جمعی، سرمایه‌گذاران انتظار در آمد به صورت دوره‌ای و بازگشت اصل سرمایه خود دارند (هاوریلچیک، ۲۰۱۸، ص ۱۴).
تأمین مالی مبتنی بدهی محور ابتدا به عنوان یک سرمایه‌گذاری انتفاعی در سال ۲۰۰۶ در آمریکا و یک سال قبل از آن به عنوان یک فعالیت خیریه در انگلستان به وجود آمد. تأمین مالی مبتنی بر بدهی یا قرض برای اولین بار با اهداف غیرمادی در سال ۲۰۰۵ شروع شد. سکوی تأمین سرمایه خرد «کیوا» با هدف اعطای وام به افراد فقیر و ناتوان در کشورهای جهان سوم راه‌اندازی شد. این مدل از تأمین مالی جمعی، که از آن با عنوان «قرض دهی فرد به فرد» نیز تعبیر می‌شود، به وام‌گیرندگان مستقل این امکان را می‌دهد که تقاضای وام بدون وثیقه داشته باشند و در صورتی که توسط سکو پذیرفته شوند، پول را از جامعه قرض بگیرند و در ادامه آن را با در نظر گرفتن بهره‌اش و یا بدون بهره بازپرداخت کنند. این نوع سکوی تأمین مالی جمعی، نیازهای افراد برای وام گرفتن را با دقت بررسی نموده و به طور معمول با درصد کمی از درخواست‌های وام موافقت می‌کرد. به طور مثال در خصوص سکوی دیگری با نام «لندینگ کلوب» می‌توان اشاره کرد که تنها ۱۰ درصد از درخواست‌های وام پذیرفته می‌شود (زرنندی و همکاران، ۱۳۹۵).

۳. تأمین مالی جمعی مبتنی بر پاداش

در تأمین مالی مبتنی بر پاداش، فرد کارآفرین یا متقاضی و صاحب طرح متعهد می‌شود پس از پایان کمپین و تحویل سرمایه جمع‌آوری شده به متقاضی تأمین مالی جمعی پاداشی دهد که به طور معمول این پاداش کالا و محصول حاصل شده از تلاش متقاضی است. لازم به بیان است که این مدل از تأمین مالی جمعی برای تبلیغ و ترویج محصولات و اطلاع از استقبال و بازخورد عموم جامعه به محصول بسیار کاربرد دارد (همر، ۲۰۱۱، ص ۱۴).
در این روش از تأمین مالی جمعی، سرمایه‌گذاران پول و سرمایه خود را برای حمایت از یک ایده یا پروژه‌ای که به شکل خلاقانه طراحی شده است اختصاص می‌دهند، با این

تفاوت که در قبال این کار هدیه‌ای را دریافت می‌کنند که این هدیه به عنوان پاداشی غیرمالی شمرده می‌شود. از موفق‌ترین مثال‌های این مدل را می‌توان به مواردی از جمله ایندیگوگو (۲۰۰۸) و کیک‌استار (۲۰۰۹) اشاره کرد (گیشن، ۲۰۱۵، ص ۱۵). تأمین مالی جمعی مبتنی بر پاداش نسبت به سایر انواع تأمین مالی جمعی کاربرد بیشتری در تأمین مالی شرکت‌های نوپا در مراحل نخستین توسعه ایده، طراحی محصول و تولید انبوه و یا آثار هنری و اجتماعی دارد (افقهی، ۱۴۰۲، ص ۱۵).

۴. تأمین مالی جمعی مبتنی بر پیش خرید

در این روش از تأمین مالی جمعی، سرمایه‌گذاران قیمت محصولی که تمایل به حمایت دارند را پیش پرداخت می‌کنند. در ادامه هنگامی که محصول آماده شد، افراد سرمایه‌گذار کالا را قبل از عرضه به بازار، به قیمتی کمتر از قیمت فروش دریافت می‌کنند. شایان بیان است که در این روش، در اصل، سرمایه‌گذاران تولید آن محصول خاص را تأمین مالی می‌کنند (لمبرت و همکاران؛ ۲۰۱۴، ص ۵۸۷).

۵. تأمین مالی جمعی مبتنی بر مشارکت (سهام)

از جمله راه‌های تأمین مالی کسب و کارهای نوپا و بنگاه‌های خرد، استفاده از مدل مشارکت تأمین مالی جمعی است (نکویی و همکاران، ۱۴۰۰).

بیشتر شرکت‌های نوپا و بنگاه‌های خرد با مشکلاتی در جذب سرمایه بیرونی در مراحل اولیه فعالیت خود روبه‌رو هستند. زیرا قادر نیستند که سرمایه‌گذاران بالقوه را در خصوص ایده‌های خود متقاعد کنند، همچنین لازم به اشاره است که کسب و کارهای نوپا و بنگاه‌های خرد به طور معمول برای تأمین مالی خود از بانک‌ها و بازار سرمایه با مشکلات عدیده‌ای از جمله هزینه‌های بسیار و بروکراسی‌های زیاد روبه‌رو هستند. تأمین مالی جمعی مبتنی بر مشارکت می‌تواند پاسخی برای حل مشکل تأمین مالی شرکت‌های نوپا و بنگاه‌های خرد در مراحل ابتدایی فعالیت باشد. در این روش صاحبان ایده و افراد کارآفرین که فاقد سرمایه مالی برای شروع فعالیت خود هستند، می‌توانند با استفاده از زیرساخت‌های فناورانه و بدون صرف هزینه، سرمایه لازم برای شروع فعالیت را از عموم مردم تأمین کنند. این نوع از تأمین مالی، روشی نوین و اینترنت محور برای جذب منابع مالی است. در این روش، منابع مالی از تعداد زیادی از افراد

جمع‌آوری شده و سپس این منابع در اختیار صاحبان طرح یا ایده قرار داده می‌شود (کلیس و همکاران؛ ۲۰۱۲).

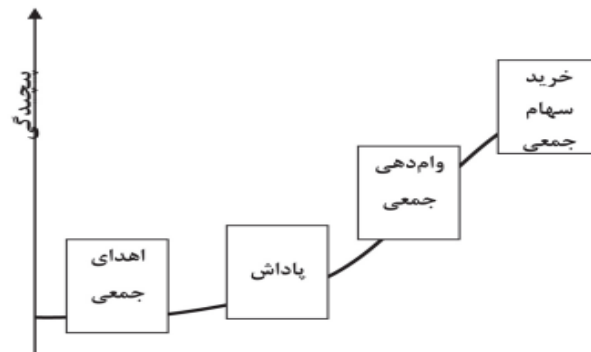
در تأمین مالی مبتنی بر سهام و مشارکت سرمایه‌گذاران در ازای سرمایه‌گذاری در سهام، سود سهام و یا حق‌رای سهام شامل آنها می‌شود و همچنین ممکن است حق شرکت و یا رأی‌دادن در مجامع تصمیم‌گیری را نیز داشته باشند (طهماسبی، ۱۳۹۶، ص ۵).

در پلتفرم مبتنی بر سهام یا اوراق‌بهادار، سرمایه‌گذار شرکت را خریداری می‌کند (حسینی و دیگران، ۱۳۹۳، ص ۸). این مدل از تأمین مالی جمعی در مقایسه با سایر روش‌های تأمین مالی جمعی، پیچیده‌تر است و با توجه به کاربرد مهم آن در حمایت از کسب‌وکارهای نوپا و همچنین رشد این مدل از تأمین مدل جمعی جهت جذب سرمایه جمعی، می‌بایست اقدامات لازم برای پیشبرد این مدل در کشور صورت گیرد. از حیث میزان پیچیدگی در بین مدل‌های تأمین مالی جمعی، روش اهداء ساده‌ترین و روش سهام و مبتنی بر مشارکت پیچیده‌ترین نوع تأمین مالی جمعی است (لمبرت و همکاران؛ ۲۰۱۰).

در مدل مشارکت تأمین مالی جمعی، چگونگی تأمین سرمایه به یکی از روش‌های «برداشت و استفاده از هر مبلغی که جمع شده است» یا «برداشت و استفاده از مبالغ جمع شده در صورت رسیدن به مبلغ معین» صورت می‌گیرد. در هر دو روش صاحب کسب و کار نوپا یا بنگاه خردی که به دنبال تأمین مالی است مبلغی را به عنوان هدف انتخاب می‌کند. در روش اول، افرادی که درصدد جذب منابع مالی هستند، حتی در شرایطی که به مقدار هدف دست پیدا نکرده‌اند، برای انجام پروژه تمام پول جذب شده را برداشت و استفاده می‌کنند. اما در روش دوم، در صورتی که مقدار هدف‌گذاری شده تأمین مالی محقق نگردد، پول سرمایه‌گذاران طرح به آنها برگردانده شده و به متقاضی تأمین مالی، پرداختی صورت نمی‌گیرد (کامینگ و همکاران، ۲۰۱۵، ص ۳).

همانطور که بیان شد، مدل مشارکت تأمین مالی جمعی در مقایسه با روش‌های دیگر، به نسبت پیچیده‌تر است و با توجه به کاربرد مهم آن در حمایت از کسب‌وکارهای نوپا و همچنین رشد و اهمیت این مدل برای جذب سرمایه جمعی، می‌بایست مجموعه‌ای از پیش‌نیازهای ساختاری از جمله کارگروه رتبه‌بندی اعتباری، سامانه جامع اطلاعاتی و کارگروه نظارت و ارزیابی فراهم شود و اقدامات لازم از جمله تدوین قوانین و مقررات مناسب و طراحی فرآیند عملیاتی دقیق در راستای پیشبرد مدل مشارکت جمعی در کشور موردنظر قرار گیرد (نکویی و همکاران، ۱۴۰۰).

به طور کلی اشکال مختلف تأمین مالی جمعی را می‌توان مطابق نمودار زیر رتبه‌بندی کرد که از فرآیند خیلی ساده اهدای جمعی آغاز شده و به فرآیند پیچیده‌تر و اشکال منظم‌تر در مدل‌های سرمایه‌گذاری منتهی می‌شود:



شکل ۱. انگیزه‌های شرکت‌کنندگان در تأمین مالی جمعی
(منبع: لمبرت و همکاران، ۲۰۱۰)

ب. تجربیات بین‌المللی

وقوع بحران مالی سال ۲۰۰۸ و تمایل اندک بانک‌ها به وام‌دادن، کارآفرینان را به فکر راه‌های جایگزین برای جذب سرمایه انداخت. مشکلاتی که صنعت‌گران، کارآفرینان و سرمایه‌گذاران خرد در جمع‌آوری سرمایه داشتند، باعث شد تا سرمایه‌گذاری‌های سستی که به وسیله دوستان و نزدیکان انجام می‌شد، به صورت تأمین مالی جمعی گسترش پیدا کند (زرنندی و همکاران، ۱۳۹۴، ص ۱۲۹).

در سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۰ بیشتر پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی طبق مدل اهدا راه‌اندازی شده بودند. این درحالی بود که بیشتر پلتفرم‌هایی که از سال ۲۰۱۱ تاکنون آغاز به کار کرده‌اند، برپایه مدل خرید سهام و مشارکت طراحی شده بودند. این تغییر در پلتفرم‌های برتر جهان نشان‌دهنده کارآمدی بیشتر مدل تأمین مالی مبتنی بر مشارکت (سهام) است و اشاره دارد که مردم از تأمین مالی بیشتر به دنبال سرمایه‌گذاری موثر و مشارکت در سود هستند (همان، ص ۱۴۶). در کشورهای اروپایی از جمله کشور انگلستان، آلمان، ایتالیا و ... اقدامات مقررات‌گذاری در خصوص تأمین مالی جمعی صورت گرفته است. به عنوان مثال قانون تأمین مالی جمعی مشارکت در ایتالیا، در سال ۲۰۱۳ تصویب شد. هدف اصلی این قانون، کمک به تأمین مالی

شرکت‌های کوچک از طریق ساده‌ترین روش با حضور سرمایه‌گذاران کوچک و غیرحرفه‌ای بود. به واسطه این قانون، تنها کسب‌وکارهای نوپایی قادر هستند در عملیات مشارکت تأمین مالی جمعی شرکت کنند که دارای نوآوری هستند و یا کسب و کارهایی که یک هدف اجتماعی را دنبال می‌کنند. در کشور ایتالیا بر خلاف آمریکا، انتقال مستقیم پول از سرمایه‌گذار به کارآفرین توسط پلتفرم صورت نمی‌گیرد بلکه پلتفرم، پول را به بانک یا شرکت سرمایه‌گذاری مشخصی واریز نموده و از آن طریق در اختیار کارآفرین قرار می‌دهد (نکویی و همکاران، ۱۴۰۰).

بازار تأمین مالی جمعی فرانسه به عنوان بازار دوم تأمین مالی جمعی اروپا ارزش آن به بیش از ۲۵۳ میلیون یورو می‌رسد و لازم به اشاره است که ۷۰ پلتفرم فعال در حال حاضر در این کشور در حال فعالیت هستند که لندسفور و لومو از جمله درخشان‌ترین و موفق‌ترین آنها هستند. از سال ۲۰۱۴ نظارتی جدید در فرانسه برای تأمین مالی جمعی اجرا شده که به پلتفرم‌های اینترنتی اجازه می‌دهد تا یک میلیون یورو برای تأمین مالی مشاغل از طریق تأمین مالی قرض‌محور و اعطای وام و تأمین مالی سهام‌محور از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام کنند. پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی قرض‌محور در این کشور باید جهت جذب سرمایه‌گذار و متقاضیان سرمایه با عنوان واسطه تأمین مالی جمعی نزد مقامات فرانسوی به ثبت شوند و پلتفرم‌های سهام‌محور که اوراق بهادار منتشر می‌کنند نیز می‌بایست به عنوان مشاور سرمایه‌گذاری از طریق تأمین مالی جمعی مجوزی دریافت کنند یا دارای مجوز به عنوان ارائه‌دهنده خدمات مالی باشند (صادقی و همکاران، ۱۴۰۰، ص ۴۸).

نخستین نمونه ثبت شده در خصوص استفاده از تأمین مالی جمعی، در سال ۱۸۷۶ برای ساخت مجسمه آزادی ایالت متحده آمریکا انجام شده است. فعالیت‌های جمع‌آوری پول با حمایت مالی پولیتزر شامل مسابقات بوکس، نمایشگاه‌های هنری، تئاتر و فروش نماد کوچک مجسمه‌های آزادی در اندازه شش اینچی به قیمت یک دلار و فروش نماد مجسمه‌های آزادی بزرگ به ارتفاع ۱۲ اینچ با قیمت ۵ دلار شروع شد. بالاترین اهداکنندگان نیز به عنوان یادبود، سکه‌های طلا دریافت می‌کردند. در مدت پنج ماه، روزنامه ورلد ۱۰۲ هزار دلار مساعدت مالی از ۱۲۵ هزار نفر را جمع‌آوری کرد. لازم به اشاره است که بیشتر این کمک‌های مالی حدود یک دلار یا کمتر بودند. در ادامه روزنامه ورلد به عنوان قدردانی از مشارکت کنندگان در پروژه، اسامی افراد را صرف نظر از مقدار کمکی که کرده بودند، منتشر کرد (ناتینگ و فریدمن، ۲۰۱۵).

ج. تأمین مالی جمعی در ایران

باتوجه به شرایط رکود اقتصادی و وجود مشکلات تأمین نقدینگی بانک‌ها و همچنین رشد روزافزون کسب‌وکارهای نوپا در کشور ایران، پرداختن به شیوه‌های تأمین مالی جمعی ضرورت دارد.

در ایران از یک طرف با رشد روزافزون شرکت‌های نوپای دانش‌بنیان و وجود مسئله تأمین مالی آنها به ویژه در شرایط رکود اقتصادی و وجود مشکلات تأمین نقدینگی بانک‌ها ضرورت استفاده از روش‌های جدید تأمین مالی بیش از پیش آشکار شده و از سوی دیگر در سال‌های اخیر زیرساخت‌های اینترنت در ایران رشد خوبی داشته و استفاده از شبکه‌های اجتماعی، کارآفرینی از این طریق و فعالیت رسمی و غیررسمی در آن رشد فزاینده‌ای داشته است. از این رو تأمین مالی جمعی می‌تواند یک جایگزین مناسب برای شیوه‌های سنتی تأمین مالی پروژه‌ها در ایران باشد. تأمین مالی جمعی به شکل امروزی و مبتنی بر وب در ایران تجربه‌ای جدیدی است که در چند سال اخیر شاهد آن بوده‌ایم. به‌طوری‌که در سال‌های اخیر چندین پلتفرم برای ارائه خدمات تأمین مالی جمعی با مدل‌های مختلف ایجاد شده‌اند که برخی موفق و برخی دیگر ناموفق بوده‌اند (حاجی‌غلام‌سریزدی و همکاران، ۱۳۹۷، ص ۳۱۰).

با توجه به روحیه و فرهنگ نیکوکاری جامعه ایران، تأمین مالی جمعی مبتنی بر اهدا در کشور ایران تاریخچه طولانی دارد. شاه عباس صفوی برای ساخت بنای سی‌وسه‌پل از عموم مردم تأمین مالی کرد. در گذر زمان آیین سنتی گل‌ریزان و ایجاد صندوق‌های قرض‌الحسنه برای کمک به ورشکستگان بازاری ترویج یافت و در نهایت با پیدایش تکنولوژی جدید در کنار روش‌های سنتی تأمین مالی پلتفرم‌هایی از جمله دونیت و سایه به عنوان تأمین مالی جمعی مبتنی بر اهدا در ایران شروع به فعالیت کردند. در بازار سرمایه کشور نیز با بروز بیماری کرونا اقدام به تأمین مالی مبتنی بر اهدا بر اساس نمادهای معاملاتی کرونا یک و کرونا دو جهت درمان و تجهیز مراکز درمانی و بهداشتی کرونا کرد که با استقبال سرمایه‌گذاران روبه‌رو شد. در حال حاضر پلتفرم‌های متعددی در زمینه تأمین مالی مبتنی بر اهدا به فعالیت می‌کنند. البته به دلیل عدم وجود قانون جامع در خصوص تأمین مالی جمعی در حال حاضر مشخص نیست که این پلتفرم‌ها بر اساس چه قانونی فعالیت دارند و این موضوع موجب عدم اطمینان در میان عموم جامعه به این پلتفرم‌ها خواهد شد. زیرا نبود قانون موجب افزایش امکان کلاهبرداری از طریق پلتفرم خواهد شد (طهماسبی، ۱۳۹۶، ص ۷۰).

در حال حاضر پلتفرم‌هایی همچون فاندوران، پول، فاندلی پول، راتا و حامی جو خدمات تأمین مالی جمعی مبتنی بر پاداش را ارائه می‌دهند. با این حال وجود خلاء قانونی در تأمین مالی جمعی مبتنی بر پاداش نیز از جمله دیگر چالش‌های حقوقی فعالیت تأمین مالی جمعی در ایران است. مفاد دستورالعمل تهیه شده توسط شورای عالی بورس واجد مقرراتی در خصوص تأمین مالی مبتنی بر مشارکت و سهام است. در صورتی که فرهنگ‌سازی لازم و تدوین قانون جامع در خصوص این مدل صورت پذیرد، می‌توان از آن برای حمایت از طرح‌های تولیدی استفاده کرد به این صورت که در ازای حمایت از طرح تولیدی به مشارکت‌کنندگان نمونه محصولات تولید شده اهدا شود (قربانی، ۱۳۹۴، ص ۲۸).

در حال حاضر پلتفرمی تحت عنوان تأمین مالی مبتنی بر قرض در ایران یافت نشد اما می‌توان با رعایت قوانین مربوط به ربا و انعقاد عقود اسلامی همچون مرابحه و مضاربه و صدور اوراق منفعت از این نوع از تأمین مالی جمعی نیز در ایران استفاده کرد. نمونه‌های سستی این نوع از تأمین مالی همچون صندوق‌های قرض الحسنه محلات و مساجد در ایران وجود دارد (محمدی اقدم، کریمی ریزی؛ ۱۳۹۶، ص ۱۸۰).

دستورالعمل تأمین مالی جمعی شورای عالی بورس مربوط به تأمین مالی جمعی مبتنی بر مشارکت (سهام) انجام می‌شود و همچنان که در ماده ۲ دستورالعمل، منابع مورد نیاز راه‌اندازی یا توسعه یک کسب‌وکار تأمین شده و تأمین‌کننده منبع، نقش مشارکت‌کننده در طرح را داشته و در سود و زیان طرح شریک خواهند بود. این نوع از تأمین مالی جمعی، از موثرترین روش‌ها برای توسعه کسب‌وکار است و موجب افزایش روحیه تعاون و همکاری و ریسک‌پذیری در جامعه می‌شود و سرمایه‌گذاران، خود را در سود و زیان کار سهیم می‌دانند.

مطابق با دستورالعمل مصوب تأمین مالی جمعی در تاریخ ۲۵ اردیبهشت ماه سال ۱۳۹۷ توسط شورای عالی بورس اوراق بهادار، عامل (شخص حقوقی که اقدام به تأمین مالی جمعی می‌کند و پلتفرم مدل مشارکت تأمین مالی جمعی را ایجاد می‌کند) لازم است که به کارگروه ارزیابی مراجعه کرده تا مجوز تأسیس پلتفرم را در صورت داشتن شرایط خاص دریافت کند. مطابق این دستورالعمل، عامل همچنین موظف است گزارش عملکرد و صورت‌های مالی سالیانه حسابرسی شده خود را با ضمیمه اظهار نظر حسابرس حداکثر ۴ ماه پس از پایان سال مالی به

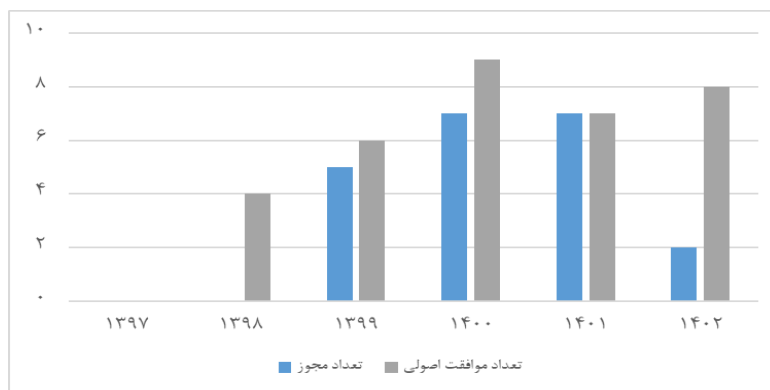
کارگروه ارزیابی ارسال کند. در دستورالعمل تأمین مالی جمعی افزون بر کارگروه ارزیابی، ناظر مالی-فنی معرفی می‌شود که برپایه این دستورالعمل، شخص حقیقی یا حقوقی مورد تایید سازمان بورس است که با توجه به درخواست عامل یا کارگروه ارزیابی، وظیفه نظارت بر حسن اجرای طرح توسط متقاضی را بر عهده دارد (نکویی و همکاران، ۱۴۰۰).

د. آمار و ارقام

از جمله مهم‌ترین آمار و ارقام مربوط به تأمین مالی جمعی به شرح زیر است:

۱. موافقت‌ها و مجوزهای صادرشده برای سکوهای تأمین مالی جمعی

دستورالعمل تأمین مالی جمعی در تاریخ ۱۳۹۷/۲/۲۵ توسط شورای عالی بورس اوراق بهادار به تصویب رسیده است. در ابتدای صدور دستورالعمل یعنی سال ۱۳۹۷ مجوز و موافقت اصولی برای سکوهای تأمین مالی جمعی صورت نگرفته است. اما در سال ۱۳۹۸، ۴ مورد موافقت اصولی صادر شده است. در سال ۱۳۹۹، تعداد مجوزها و تعداد موافقت‌های اصولی به ترتیب ۵ و ۶ مورد بوده که این آمار در سال ۱۴۰۰ به ترتیب به ۷ و ۹ مورد رسیده است. در سال ۱۴۰۱، تعداد موارد مجوز فعالیت و موافقت اصولی هرکدام ۷ مورد بوده است. لازم به اشاره است که تعداد مجوزها و موافقت‌های اصولی در سال ۱۴۰۲ تا پایان مهرماه به ترتیب ۲ و ۸ مورد است.

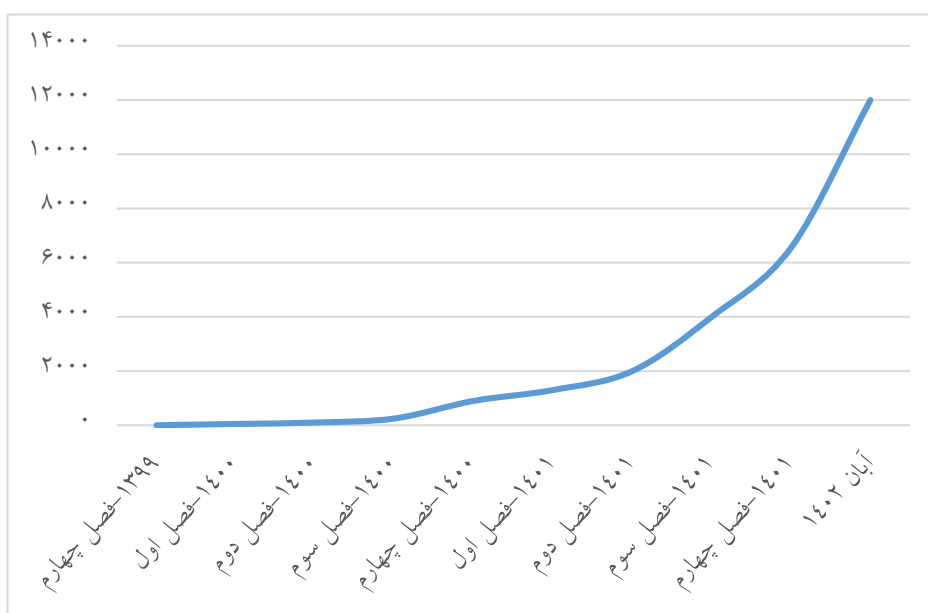


نمودار ۱. موافقت‌ها و مجوزهای صادرشده برای سکوهای تأمین مالی جمعی

(منبع: دبیرخانه کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی-فرا بورس)

۲. اندازه بازار تأمین مالی جمعی (غیر تجمیعی-میلیارد ریال)

مطابق نمودار زیر، اندازه این بازار از سال ۱۳۹۹ رشد چشم‌گیر و فزاینده‌ای داشته است.



نمودار ۲. موافقت‌ها و مجوزهای صادرشده برای سکوها‌ی تأمین مالی جمعی

(منبع: دبیرخانه کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی-فراپورس)

۳. وضعیت طرح‌ها

تاکنون ۱۰۴ مورد از طرح‌ها به مرحله اتمام رسیده که به ارزش ۴۰۰۷ میلیارد ریال است. ۱۴۸ مورد از طرح‌ها در مرحله پایان جمع‌آوری و تخصیص منابع با مبلغ ۱۵۳۹۰ میلیارد ریال قرار دارند. لازم به اشاره است که ۲ مورد از طرح‌ها در مرحله تعلیق قرار دارد که ۰٫۸ درصد از کل طرح‌ها را شامل می‌شود و ارزش آن‌ها ۵۰ میلیارد ریال است. ۷ مورد از طرح‌ها با عدم موفقیت در جمع‌آوری و یک مورد با شکست در طرح رو به رو شده که ارزش آن‌ها به ترتیب ۲۰۴ میلیارد ریال و ۵۹ میلیارد ریال است.

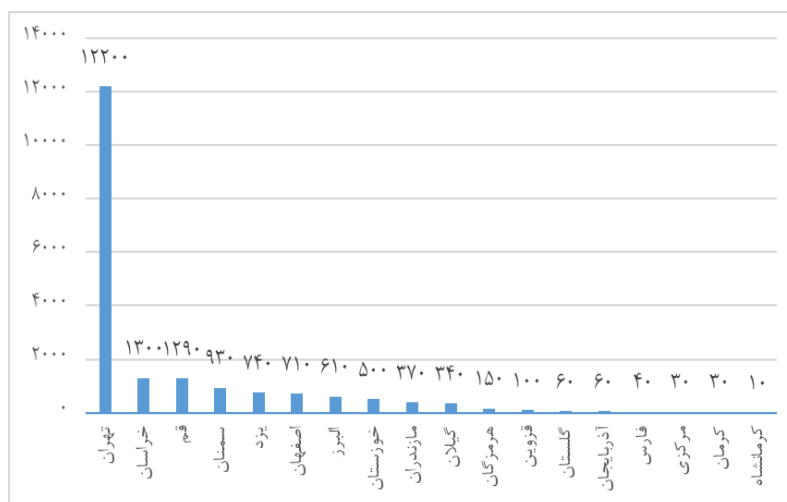
جدول ۱. وضعیت طرح‌های فراخوان شده تاکنون

وضعیت طرح‌های فراخوان شده تاکنون	تعداد	نسبت (درصد)	مبلغ (میلیارد ریال)	نسبت (درصد)
اتمام طرح	۱۰۴	۳۹,۷٪	۴۰۰۷	۲۰,۳٪
پایان جمع‌آوری و تخصیص منابع	۱۴۸	۵۶,۵٪	۱۵۳۹۰	۷۸,۱٪
تعلیق	۲	۰,۸٪	۵۰	۰,۳٪
عدم موفقیت در جمع‌آوری	۷	۲,۷٪	۲۰۴	۱٪
شکست در طرح	۱	۰,۴٪	۵۹	۰,۳٪
مجموع	۲۶۲	۱۰۰٪	۱۹۷۱۰	۱۰۰٪

(منبع: دبیرخانه کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی-فراپورس)

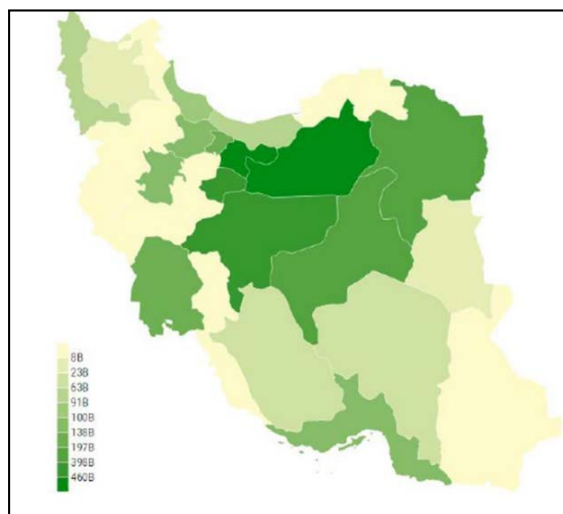
۴. پراکندگی جغرافیایی و وضعیت طرح‌های فراخوان شده (به تفکیک استان)

وضعیت طرح‌های فراخوان شده از حیث جغرافیایی تاکنون بدین صورت است که استان تهران با ۱۲۲۰۰ میلیارد ریال با اختلاف زیاد مبلغ در رتبه نخست است. استان‌های خراسان، قم، سمنان و یزد به ترتیب با ۱۳۰۰ میلیارد ریال و ۱۲۹۰ میلیارد ریال و ۹۳۰ میلیارد ریال و ۷۴۰ میلیارد ریال در جایگاه‌های بعدی قرار دارند. استان‌های اصفهان، البرز، خوزستان، مازندران، گیلان، هرمزگان، قزوین، گلستان، آذربایجان، فارس، مرکزی، کرمان و کرمانشاه نیز از دیگر استان‌هایی هستند که در خصوص طرح‌های تأمین مالی جمعی فعالیت داشته‌اند اما اندازه آنها به نسبت کمتر است.



نمودار ۳. وضعیت طرح‌های فراخوان شده تاکنون (به تفکیک استان)

(منبع: دبیرخانه کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی-فراپورس)

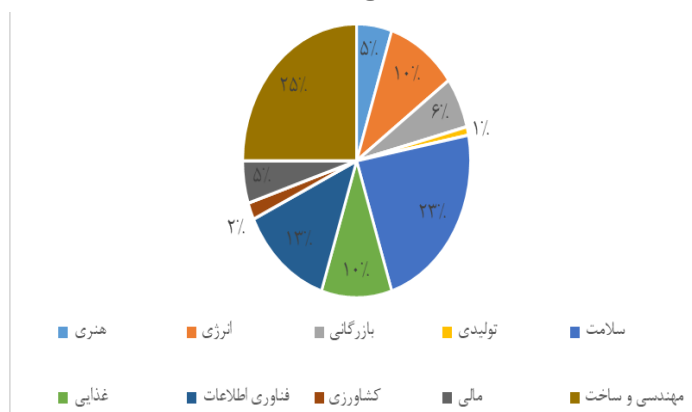


نمودار ۴. پراکنندگی جغرافیایی وضعیت طرح‌های فراخوان شده تاکنون (به تفکیک استان)

(منبع: دبیرخانه کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی-فراپورس)

۵. وضعیت طرح‌های تأمین مالی جمعی به تفکیک صنایع (بر حسب مبلغ)

وضعیت طرح‌های تأمین مالی جمعی از حیث مبلغ بدین صورت است که صنعت مهندسی و ساخت و صنعت سلامت به ترتیب با ۲۵ و ۲۳ درصد بیشترین قسمت از کل طرح‌ها را به خود اختصاص داده‌اند. صنایع فناوری اطلاعات، غذایی، انرژی، بازرگانی، مالی، هنری، کشاورزی و تولیدی به ترتیب با ۱۳، ۱۰، ۱۰، ۶، ۵، ۲ و ۱ درصد، سهمی در طرح‌های تأمین مالی جمعی داشته‌اند.

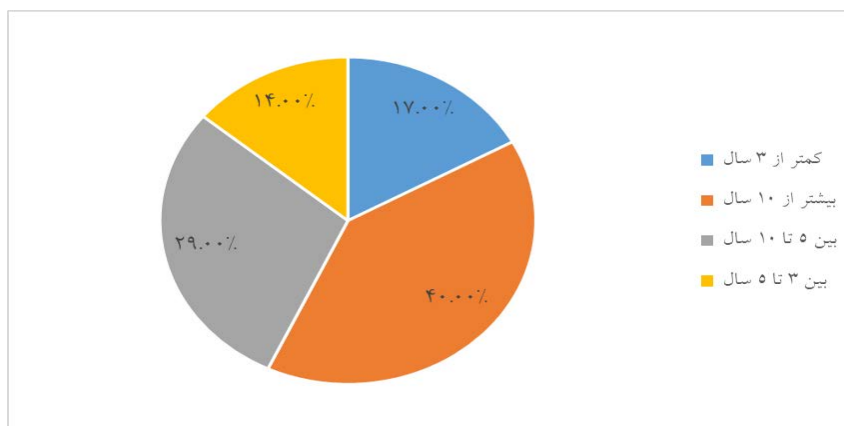


نمودار ۵. وضعیت طرح‌های تأمین مالی جمعی به تفکیک صنایع (بر حسب مبلغ)

(منبع: دبیرخانه کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی-فراپورس)

۶. وضعیت طرح‌های فراخوان‌شده (برحسب عمر شرکت متقاضی)

وضعیت طرح‌های فراخوان‌شده برای تأمین مالی جمعی بر حسب عمر شرکت متقاضی بدین است که حدود ۱۷ درصد از طرح‌ها مربوط به طرح‌هایی است که عمر شرکت متقاضی کمتر از ۳ سال بوده و ۴۰ درصد از طرح‌ها متعلق به طرح‌هایی است که عمر شرکت متقاضی بیشتر از ۱۰ سال می‌باشد. ۲۹ و ۱۴ درصد از طرح‌های فراخوان‌شده مربوط به طرح‌هایی است که که عمر شرکت متقاضی به ترتیب بین ۵ تا ۱۰ سال و بین ۳ تا ۵ سال است.

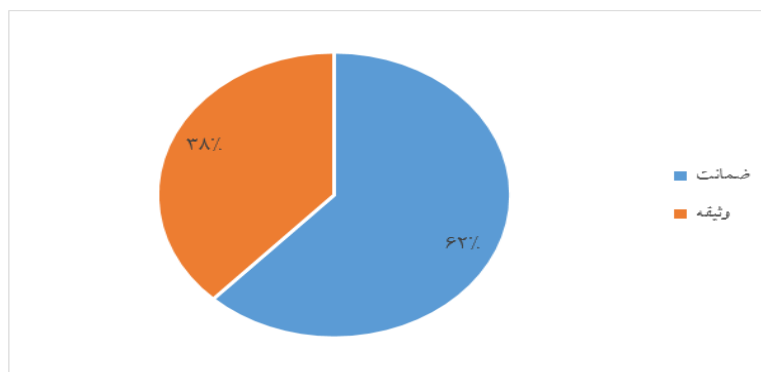


نمودار ۶. وضعیت طرح‌های فراخوان‌شده (برحسب عمر شرکت متقاضی)

(منبع: دبیرخانه کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی - فرا بورس)

۷. نوع وثایق طرح‌ها

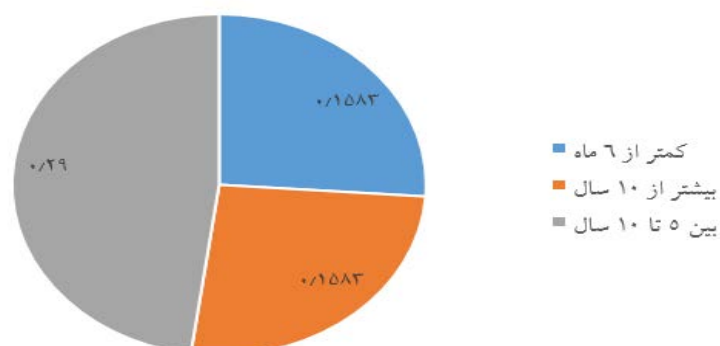
هر یک از طرح‌های تأمین مالی جمعی نیازمند وثیقه است. طبق آمار منتشرشده، ۶۲ درصد از وثایق طرح‌ها مربوط به ضمانت و ۳۸ درصد مربوط به وثیقه است. لازم به اشاره است که مطابق بند الف ماده ۱۷ قانون، صندوق نوآوری و شکوفایی و صندوق‌های پژوهش و فناوری غیردولتی مجازند به عنوان رکن ضامن برای تأمین مالی در بازار سرمایه فعالیت کنند. رکن ضامن در صورتی است که موضوع فعالیت ضمانت قید شده باشد.



نمودار ۷. نوع وثائق طرح‌ها

(منبع: دبیرخانه کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی - فرابورس)

به مانند سایر انواع تأمین مالی، از جمله ویژگی‌های تأمین مالی جمعی کشور، اتکای بالای این صنعت به ارائه تضامین گوناگون است. همانطور که مشخص است، بخش عمده‌ای از وثایق طرح‌های تأمین مالی شده مبتنی بر ضمانت‌نامه‌ها است که این مساله منجر به افزایش هزینه‌های تأمین مالی برای بنگاه‌های درخواست کننده منابع خواهد شد. همچنین ریسک حاصل از این پدیده که در حال حاضر در اقلام زیر ترازنامه^۱ بانک‌ها در تجمیع است، در حال انتقال به شبکه بانکی کشور است.



نمودار ۸. سررسید طرح‌ها

(منبع: دبیرخانه کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی - فرابورس)

بررسی وضعیت سررسید طرح‌ها نشان از غلبه طرح‌های کوتاه‌مدت با سررسید کمتر از یکسال در تأمین مالی جمعی کشور دارد. همانطور که از نمودار فوق مشخص است، ۱۱٪ از طرح‌های پذیرش شده تا اسفند ۱۴۰۱ سررسید کمتر از شش ماه و ۷۳٪ نیز سررسید بین شش ماه تا یکسال داشته است.

پیشینه پژوهش

پیشینه داخلی

زرنندی و همکاران (۱۳۹۴) مقاله‌ای را با هدف بررسی تطبیقی مدل‌های کسب و کار پلتفرم‌های برتر تأمین مالی جمعی در جهان و همچنین بررسی روند تغییرات انگیزه مشارکت کنندگان انجام داده‌اند. در این پژوهش با انتخاب ۱۰۰ سکوی برتر جهان مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل از پژوهش بیان‌کننده تغییر رفتار اجتماع است. مشارکت کنندگان تمایل دارند تا سرمایه‌گذاری‌های خرد آنها به شکل اثربخش باشد، بنابراین استقبال از پلتفرم‌های با مدل وام و خرید سهام افزایش یافته است. تغییر ترجیحات جامعه باعث تغییر مدل کسب و کار پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی از مدل‌های ساده اهدا و پاداش به سمت مدل‌های پیچیده‌تر وام و خرید سهام شده است.

محمودی اقدام و کریمی‌ریزی (۱۳۹۶) به ارائه مدل کاربردی از تأمین مالی جمعی بر اساس عقود اسلامی اشاره کرده‌اند. مدل پیشنهاد شده توسط آنان الگویی مبتنی بر بدهی است که از قابلیت انطباق با شبکه بانکی برخوردار است.

حاجی غلام سریزدی و همکاران (۱۳۹۷) به طراحی سیستم تأمین مالی جمعی در ایران پرداخته و ۶ بازیگر کلان شامل سکو، سرمایه‌پذیر، سرمایه‌گذار، بانک‌ها، شبکه‌های اجتماعی، سازمان بورس و اوراق بهادار و سایر نهادهای نظارتی را به عنوان بازیگران این سیستم تعریف کرده است. همچنین پیمایش طرح‌های انجام شده در کشور نشان از آن داشته است که نرخ موفقیت تأمین مالی جمعی در ایران ۵۴ درصد بوده که پلتفرم‌های با مدل «اهدای» و «جایزه» بیشترین نرخ را دارا بوده است.

حاجی غلام سریزدی و همکاران (۱۳۹۹) اظهار دارند که مطالعات انجام شده درباره این روش تأمین مالی زیاد نبوده و بیشتر به شکل اکتشافی و جزءنگرانه برای فهم ابتدایی آن شکل گرفته است. آن‌ها نتیجه گرفته‌اند که درآمد پلتفرم‌ها با گسترش آنها، وجود سازوکارهای

نظارتی و غربالگری در پلتفرم‌ها در افزایش جذب سرمایه‌گذاران و سرمایه‌خواهان اثر معنی‌داری دارند اما فعالیت در شبکه‌های اجتماعی اثر معنی‌داری ندارد.

نکویی و همکاران (۱۴۰۰) مدل مشارکت تأمین مالی جمعی را برای حل مشکل تأمین مالی اولیه کسب‌وکارهای نوپا و بنگاه‌های خرد در اقتصاد ایران مورد بررسی قرار داده‌اند. آن‌ها نتیجه گرفته‌اند که مدل مشارکت تأمین مالی جمعی در مقایسه با سایر روش‌های دیگر تأمین مالی جمعی، پیچیده‌تر بوده و با توجه به کاربرد بااهمیت آن در حمایت از کسب‌وکارهای نوپا و همچنین رشد و اهمیت این مدل برای جذب سرمایه جمعی، می‌بایست مجموعه‌ای از پیش‌نیازهای ساختاری از جمله کارگروه رتبه‌بندی اعتباری، سامانه جامع اطلاعاتی و کارگروه نظارت و ارزیابی فراهم شده و اقدامات مورد نیاز از جمله تدوین قوانین و مقررات مناسب و طراحی فرآیند عملیاتی دقیق در راستای پیشبرد مدل مشارکت جمعی در کشور مدنظر قرار گیرد.

صادقی و همکاران (۱۴۰۰) بیان می‌کنند که سازوکار تأمین مالی جمعی با سه چالش اساسی شفافیت، حفظ امنیت تبادل و ذخیره اطلاعات و حفظ حریم خصوصی اشخاص روبرو است. راه‌حل ارائه شده در این زمینه پیاده‌سازی بسترهای نامتمرکز در یک کشور خواهد بود. اما این روند نیازمند برخی سیاست‌گذاری‌های تقنینی و اجرایی از جمله اعطای امضاهای دیجیتالی، اعتبارسنجی ارزهای مجازی و سازوکار استخراج و تبادل این ارزها، تصویب قوانین جامع در زمینه پیش‌بینی ابعاد عام حقوقی مرتبط با جمع‌آوری، پردازش و ذخیره اطلاعات خصوصی اشخاص و آگاهی بخشی به مردم است.

شفاعی و همکاران (۱۴۰۰) اظهار دارند که عدم تقارن اطلاعاتی میان صاحبان طرح‌ها و سرمایه‌گذاران، مشکلی در تمام سرمایه‌گذاری‌هاست. اما این مشکل در تأمین مالی جمعی سهامی به شکل قابل توجه‌تری بروز می‌کند زیرا سرمایه‌گذاران بالقوه در تأمین مالی جمعی سهامی، غالباً سرمایه‌گذارانی غیرحرفه‌ای هستند و زمان و تجربه کافی برای بررسی موشکافانه‌ی طرح‌های ECF ندارند و به همین جهت، بر اساس علائم و سیگنال‌های دریافتی نسبت به کیفیت طرح‌ها و نهایتاً مشارکت یا عدم مشارکت در آنها تصمیم‌گیری می‌کنند.

ناصری و سماواتیان (۱۴۰۱) یکی از رایج‌ترین روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط یعنی تأمین مالی جمعی را مورد بررسی قرار داده‌اند. با توجه به ماهیت این بنگاه‌ها و لوازم خاص، این روش از تأمین مالی مزایا و معایبی وجود خواهد داشت که به بررسی آن‌ها پرداخته شده است.

پاینده و افقهی (۱۴۰۲) به ارزیابی چالش‌های پیشروی توسعه سیستم فیتک در ایران پرداخته‌اند. در رابطه با چالش‌های توسعه تأمین مالی جمعی به چالش‌هایی چون توجه صرف به مدل مشارکت در دستورالعمل شورای عالی بورس، رویکرد محتاطانه نهادهای تنظیم‌گر در سایه شرایط اقتصادی-امنیتی و تجربه‌هایی چون موسسات اعتباری غیرمجاز، وجود حالت شبه انحصاری در اعطای مجوز تأمین مالی جمعی، آشنایی ناکافی سیاست‌گذاران و مراجع قضایی با فین تک و توجه ناکافی به مسائل فقهی فین تک‌ها از جمله تأمین مالی جمعی و همچنین برخی چالش‌های کلان نظام تأمین مالی همچون ضعف در نظام اعتبارسنجی افراد و کسب و کارها و میزان پایین سواد مالی جامعه اشاره کرده‌اند.

پیشینه خارجی

آبراهیم و تینا (۲۰۱۲) به بررسی نقش تأمین مالی جمعی در پشتیبانی از بنگاه‌های خرد و متوسط پرداخته‌اند. لازم به اشاره است که این پژوهش با آسیب‌شناسی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در دوره پسابحران مالی ۲۰۰۸ و محدودیت‌ها و کمبودهای مدل‌های متعارف، یک مدل جامعی را طبق تأمین مالی جمعی طراحی کرده است.

ون حنیف و همکاران (۲۰۱۹) به دوراهی تنظیم‌گر در حفاظت از سرمایه‌گذاران و تسهیل تأمین مالی اشاره کرده‌اند. در این مقاله به ابهام در ماهیت سهام، دشواری نظارت شرعی پیشینی و پسینی شرعی (در راستای عدم ورود شرکت به فعالیت‌های نامشروع)، امکان توسعه تأمین مالی تروریسم، دشواری مقابله با تخلفات ناشران و همچنین نقدشوندگی پایین پرداخته شده است. بررسی مطالعات موجود در ایران نشان می‌دهد که بیشتر مطالعات صورت گرفته به صورت کلی حوزه تأمین مالی جمعی را تبیین کرده و یا به طراحی ابزار در این حوزه پرداخته‌اند. همچنین هرچند اندک مطالعاتی به آسیب‌شناسی توسعه تأمین مالی جمعی در برخی کشورهای جهان اشاره داشته‌اند، چنین مطالعه‌ای در ایران به انجام نرسیده است. بنابراین با توجه شرایط ویژه اقتصادی از یک سو و ویژگی‌های بومی-اجتماعی کشور، لازم است تا مطالعه‌ای مستقل در این زمینه در ایران به انجام برسد.

روش‌شناسی پژوهش

قلمرو مکانی پژوهش حاضر سیستم تأمین مالی جمعی ایران است. بر اساس داده‌های موجود بیش از ۲۰ سکوی تأمین مالی جمعی در ایران فعال هستند. بسته به هدف و پرسش‌های پژوهش، این

مطالعه از رویکرد کیفی بهره برده و به صورت توصیفی و با راهبرد پژوهشی قیاسی طراحی شده است (بلیکی، ۲۰۰۹)^۱. به منظور تشریح الگوهای موجود در داده‌های کیفی از روش تحلیل مضمون^۲ استفاده شده است. تحلیل مضمون با بهره‌گیری از فرایند نظام‌مند کدگذاری مفاهیم، در استنباط اسناد مکتوب، مصاحبه‌ها و سایر منابع به پژوهشگران یاری می‌رساند. مضامین ویژگی‌های تکرار شونده و متمایزی در متن هستند که از نظر پژوهشگر نشان دهنده تجربه یا ایده‌ای خاص در رابطه با پرسش‌های اصلی پژوهش هستند. کدگذاری به فرآیند کشف مضامین مرتبط‌کننده کدها با واحدهایی از متن گفته می‌شود (گست و همکاران، ۲۰۱۲)^۳. فرایند تحلیل مضمون به صورت رفت و برگشتی در سه گام تجزیه و توصیف متن، تشریح و تفسیر متن و ترکیب و ادغام متن انجام می‌شود (عابدی جعفری، ۱۳۹۰). پیاده‌سازی روش تحلیل مضمون متناسب با طرح پژوهش حاضر در چهار گام اختصاصی طراحی شد که در شکل ۲ ارائه شده است.



شکل ۲. فرایند اجرای پژوهش (نویسندگان)

داده‌های مورد استفاده در این پژوهش از مقالات چاپ شده مرتبط با تأمین مالی جمعی در پایگاه‌های معتبر علمی، اسناد مکتوب موجود در منابع برخط و همچنین مصاحبه نیمه ساختارمند با خبرگان و فعالان تأمین مالی جمعی در ایران گردآوری شده است. در این رابطه، با استفاده از

۱. Blaikie, 2009
 ۲. Thematic Analysis
 ۳. Guest et al.

روش نمونه‌گیری گلوله‌برفی^۱ با ۴۵ نفر از فعالان تأمین مالی جمعی ایران به صورت نیمه‌ساختاریافته مصاحبه شد. منظور از فعالان صنعت تأمین مالی جمعی، مدیران عامل و یا اعضای محترم هیات مدیره سکوها، مدیران مربوطه در مراجع نظارتی و تنظیمی و دستگاه‌های اجرایی مرتبط، شخصیت‌های دارای تجربه سرمایه‌گذاری و شرکت‌های دارای تجربه سرمایه‌پذیری در سکوها، تأمین مالی جمعی و در نهایت پژوهشگران و اساتید دانشگاهی دارای تجربه کار علمی و پژوهشی بر روی این صنعت است. در جدول ۴ ویژگی‌های جمعیت‌شناختی مصاحبه‌شوندگان نمایش داده شده است. در نمونه‌گیری سعی شده است با توجه به تنوع بازیگران موثر در توسعه تأمین مالی جمعی (شامل سکوها، ارائه دهنده خدمات، تنظیم‌گران، سرمایه‌گذاران و کسب و کارهای سرمایه‌پذیر) مصاحبه به عمل آید.

در نهایت، استوار بر روش تحلیل مضمون، رویهم ۲۵ مضمون پایه و ۴ مضمون سازمان‌دهنده ذیل مضمون فراگیر چالش‌های تأمین مالی جمعی در ایران به دست آمد. نمونه‌ای از فرایند کدگذاری در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول ۱.۲ / اطلاعات جمعیت‌شناختی مصاحبه‌شوندگان

ردیف	عرصه فعالیت	جایگاه شغلی	تحصیلات		جنسیت	
			ارشد	دکتری	مرد	زن
۱	سکوها، تأمین مالی جمعی (۱۸ نفر)	رئیس هیئت‌مدیره انجمن صنفی فناوری‌های نوین مالی ایران، دبیر انجمن صنفی فناوری‌های نوین مالی ایران، مدیران عامل سکوها، تأمین مالی جمعی (۸ نفر)، کارشناسان سکوها، تأمین مالی جمعی (۷ نفر)، مشاور کسب و کار سکوها، تأمین مالی جمعی	۱۵	۳	۱۶	۲
۲	سیاست‌گذاران، دولت و تنظیم‌گران (۱۴ نفر)	معاون سابق نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار، دبیر کمیته تأمین مالی وزارت اقتصاد و دارایی، رئیس اداره نظارت بر نهادهای مالی خدمات دهنده سازمان بورس و اوراق بهادار، مدیران عامل سابق فرابورس ایران (۲ نفر)، معاون سابق نظارت و عملیات فرابورس ایران، مدیر ابزارهای نوین فرابورس ایران، مدیر دفتر منابع مالی وزارت صنعت، معدن و تجارت،	۹	۵	۱۳	۱

ردیف	عرصه فعالیت	جایگاه شغلی	تحصیلات		جنسیت	
			ارشد	دکتری	مرد	زن
		مدیر دفتر اقتصاد فرهنگ وزارت ارشاد، رئیس مرکز فناوری اطلاعات و اقتصاد هوشمند وزارت امور اقتصادی و دارایی، مدیر گروه‌های مرکز ملی فضای مجازی (۲ نفر)، مدیرعامل مرکز مالی ایران، کارشناس ارشد پارک فناوری پردیس				
۳	سرمایه‌گذاران، سرمایه‌پذیران (۴ نفر)	دو نفر از سرمایه‌گذاران تأمین مالی جمعی و دو کسب‌وکار سرمایه‌پذیر تأمین مالی جمعی در سال‌های ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲	۴	۰	۴	۰
۳	فعالان علمی (۹ نفر)	اعضای هیئت علمی پژوهشکده مطالعات فناوری، پژوهشگران بازارهای مالی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، کارشناس پژوهشکده امور اقتصادی، اعضای هیات علمی گروه مالی دانشگاه امام صادق علیه السلام، پژوهشگر مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار	۰	۹	۹	۰
جمع	۴۶ نفر	—	۲۸	۱۷	۴۲	۳

جدول ۳. نمونه‌ای از فرآیند کدگذاری

کد	متن	م. پایه	م. سازمان‌دهنده
N7	بدیهی است که بازیگران نوپا در سیستم تأمین مالی جمعی نوآوری بیشتری دارند و پویایی و رقابت را به سیستم هدیه می‌کنند. اما در سال‌های اخیر حضور نهادهای مالی بزرگ با امکانات گسترده و دسترسی به منابع مالی زیاد در این بازار رقابت را برای نهادهای کوچک‌تر دشوار و بلکه ناممکن کرده است.	عدم امکان رقابت سکوها نوپا با ورود نهادهای مالی بزرگ	ناکارآمدی فضای رقابت در صنعت تأمین مالی جمعی
	مشکل بعدی نبود سرمایه‌گذاران متخصص به میزان کافی در سیستم است. در اینجا نقش سرمایه‌گذاران متخصص بسیار مهم است که فهم فنی لازم را داشته و به تحلیل طرح‌های ارائه شده بپردازند و با حضور در طرح‌ها، به سایر سرمایه‌گذاران جهت بدهند. چرا که بازار تأمین مالی جمعی با توجه به سابقه و اندازه کمتر	تعداد پایین سرمایه‌گذاران متخصص در تأمین مالی جمعی	موانع ساختاری و فنی توسعه بهره‌وری صنعت تأمین مالی جمعی در بازار سرمایه ایران

کد	متن	م. پایه	م. سازمان‌دهنده
	و اتکای بر فناوری‌های پیشرفته سرمایه‌پذیران نسبت به بازار سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری دارد.		
	در بازار بانک و سرمایه، منابعی که سرمایه‌گذار می‌آورد قابل نقدشوندگی خوبی دارد. اما ما همچنان	نقدشوندگی پایین	موانع ساختاری و فنی توسعه و بهره‌وری
G4	با مشکل نبود نقدشوندگی در طرح‌های تأمین مالی جمعی روبرو هستیم و سرمایه‌گذاران احتمالی از ورود به بازار خودداری می‌کنند.	سرمایه‌گذاری در تأمین مالی جمعی	صنعت تأمین مالی جمعی در بازار سرمایه ایران

یافته‌های پژوهش

۲۵ چالش‌شناسایی شده در پیمایش‌های خبرگان و مطالعات کتابخانه‌ای صورت گرفته را می‌توان در قالب ۴ حوزه مجزای «نارسایی‌های ساختاری و فنی»، «فقدان کارآیی در حوزه‌های سیاست‌گذاری، تنظیم‌گری و عملیات بازار»، «ناسالم بودن فضای رقابت در صنعت تأمین مالی جمعی» و «عدم تطابق با شریعت» بعنوان مضامین سازمان‌دهنده در تحلیل مضمون انجام شده برای شناسایی موانع توسعه و بهره‌وری صنعت تأمین مالی جمعی در بازار سرمایه ایران دسته‌بندی کرد. در ادامه توضیحاتی در رابطه با هر یک از چالش‌های پایه شناسایی شده در قالب چهار حوزه یادشده ارائه می‌شود.

الف. عدم تطابق با شریعت در صنعت تأمین مالی جمعی

۱. عدم توسعه و تنوع عقود فقهی متناسب با شرایط هر طرح در قراردادهای مربوطه
تنوع نیاز سرمایه‌پذیران از یک طرف و تفاوت ریسک‌پذیری اشخاص سرمایه‌گذار از طرف دیگر منجر به توسعه الگوهای متنوع و متفاوتی در قراردادهای تأمین مالی جمعی شده است. در سمت سرمایه‌پذیران حقیقت این است که ترجیحات مدیران مالی شرکت‌ها در شرایط متنوع در رابطه با تأمین مالی پروژه‌های خود متفاوت است. در واقع پس از نقض نظریه میلر-مودیلیانی در واقعیت، یافتن نقطه بهینه در میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها - و یا به عبارت دیگر تصمیم‌گیری در تأمین مالی پروژه‌های شرکت مبتنی بر بدهی یا سهام (الگوهای مشارکتی) - به یکی از پرکاربردترین مباحث تخصصی در بین مدیران مالی تبدیل گشته است؛ بطوری که تا کنون نظریه‌های متعددی چون نظریه «معادله ایستا» و «نظریه سلسله مراتب» ناظر به تصمیم‌گیری در انتخاب روش درست تأمین مالی پروژه‌های شرکت‌ها مطرح شده است (مایرز،

۱۹۹۳). از سویی دیگر استفاده از هر یک از الگوهای مبتنی بر بدهی و یا مبتنی بر سهام نیز ناظر به موضوعات (نیازها) متعدد و متنوعی می‌تواند شکل گرفته باشد. به‌عنوان مثال نیاز سرمایه‌پذیر به منابع مالی گاه در راستای تأمین مالی خرید تجهیزات و دارایی ثابت برای احداث یک خط تولید جدید بوده و گاه با توجه به کمبود نقدینگی شرکت در جهت تأمین سرمایه در گردش برای پوشش هزینه‌های جاری بنگاه اقتصادی است.

عقود فقهی مستفاد در قراردادهای تأمین مالی نیز هر یک الزامات و ملاحظات اجرایی مخصوص به خود را می‌طلبد. بعنوان مثال عقد مرابحه برای خریدهای سرمایه‌ای، عقد بیع دین و اجاره به شرط تملیک برای تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌ها و عقد جعاله برای پیمانکاری پروژه‌ها بیش‌ترین تطابق را داشته و مورد استفاده قرار می‌گیرند.

بنابر ماده ۲ دستورالعمل تأمین مالی جمعی مصوب شورای عالی بورس «تأمین‌کننده منابع نقش مشارکت‌کننده در طرح را داشته و در سود و زیان طرح شریک است.» این مسئله یعنی اصرار تنظیم‌گر بر یک الگوی خاص (الگوی مشارکتی) برای تأمین مالی همه نیازهای سرمایه‌پذیران منجر به بروز برخی نارسایی‌های فقهی در قراردادهای تأمین مالی جمعی شده است. صوری شدن قراردادها، استفاده از شروط ضمن عقد متعارض با ماهیت عقد مشارکت و در نهایت عدم اتقان قراردادهای مورد استفاده در این صنعت، از جمله آسیب‌های فقهی اصرار نهاد ناظر بر یگانه الگوی مشارکتی در تأمین مالی جمعی پروژه‌ها بشمار می‌آیند.

۲. شبهه ربا و بیع‌العینه در امهال پروژه‌های تأمین مالی جمعی شده

از جمله چالش‌های فقهی فضای تأمین مالی مباحث مربوط به تمدید سررسید مطالبات/بدهی‌ها با در نظر گرفتن نرخ بهره است. یکی از دغدغه‌های سیاست‌گذار در بازارهای مالی ایران همواره طراحی الگویی مشروع برای امهال بدهی‌ها در فضای تأمین مالی بدون تشبیه به ربای جاهلی بوده است. در الگوی تأمین مالی جمعی مبتنی بر بدهی و یا حتی مشارکت‌محور نیز همین مسئله وجود داشته و دارد. فقدان روش‌های مشروع همواره یکی از چالش‌های موجود در زمینه امهال مطالبات چه در عقود مشارکتی و چه در عقود مبادله‌ای بوده است.

با توجه به اینکه شبکه بانکی کشور در این زمینه تجارب بیشتری در راستای دستیابی به الگوی امهال مطالبات در چارچوب شریعت دارد، در بازار پول مطالعات بیشتری در این حوزه انجام گرفته است. با الگوگیری از دستورالعمل‌ها و بخشنامه‌های ابلاغی از سوی بانک مرکزی

در حوزه امهال مطالبات در بازار پول، چهار روش متنوع شامل استفاده از قراردادهای جدید مشارکت احیا، خرید دین، اجاره به شرط تملیک و سلف در این حوزه مطرح شده است^۱ که هر یک از انواع این قراردادها برای شرایط بخصوصی کاربرد دارند.

مشارکت مدنی احیا: در رابطه با الگوهای مشارکتی استفاده شده در قراردادهای تأمین مالی جمعی، راهکارهایی مشابه آنچه تحت عنوان مشارکت مدنی احیاء در نظام بانکی مطرح شده قابلیت بررسی دارد. در این روش کل بدهی مشتری حال شده و به عنوان سهم الشرکه بانک (معادل تأمین مالی کننده/سرمایه گذار در تأمین مالی جمعی) در طرح اقتصادی دیگری در نظر گرفته می شود. به بیان دیگر با انعقاد قرارداد جدید در قالب مشارکت مدنی، طرح دوباره احیا شده تا از طریق آن مطالبات تأمین مالی کننده یا سرمایه گذار وصول و تسویه شود. شبهه شرعی مطرح شده در رابطه با این راهکار مشخص و واقعی نبودن کل سرمایه مشارکت و سهم الشرکه مشتری در هنگام انعقاد قرارداد و همچنین در طول قرارداد است. به عبارت دیگر در این روش تأمین مالی کننده/سرمایه گذار بدون ارزش گذاری کل طرح و بدون محاسبه سهم هر یک از دو طرف تنها به تجمیع اصل تسهیلات اعطایی سابق، سود مورد انتظار طرح و وجه التزام پرداخته سپس آن را به عنوان سهم الشرکه خود منظور کرده و با سود مورد انتظار جدید به مشارکت مدنی احیا می پردازد، در حالی که هیچ مبلغی دادوستد نمی شود. در واقع با توجه به این که در این روش امهال مشتری در مقابل افزایش مبلغ بدهی و دریافت سود بیشتر بدون پشتوانه فعالیت اقتصادی واقعی و تنها با بازتعریف یک مشارکت کاملاً مبهم، غیر واقعی و صوری صورت می گیرد، تمدید سررسید مطالبات/بدهی ها کماکان با شبهه ربای جاهلی روبرو است (ملاکریمی و راغبی، ۱۳۹۸).

خرید دین: آن دسته از واحدهای تولیدی که دارای اسناد تجاری مربوط به معاملات واقعی هستند، تأمین مالی کننده/سرمایه گذار می تواند با خرید اسناد مذکور در قالب خرید دین نسبت به قرارداد جدید اقدام کند. لازم به بیان است که اجرای صحیح راهکار یادشده با محدودیت استفاده از اسناد بدهی غیر واقعی روبرو است. تنزیل این اسناد که اسناد صوری یا دوستانه نامیده می شود، از نظر شرعی صحیح نیست. زیرا در چنین اسنادی به صورت واقعی دینی وجود ندارد یعنی در حقیقت ماهیت فروش دین را ندارند بلکه ماهیت قرض با بهره را دارند که ریاست.

۱. دستورالعمل اجرایی نحوه امهال مطالبات موسسات اعتباری مصوب مرداد ماه ۱۳۹۸ شورای پول و اعتبار

اجاره به شرط تملیک: برای شرکت‌هایی که دارایی معینی (مانند ساختمان اداری) دارند نیز به پیشنهاد متقاضی دارایی شرکت از سوی تأمین مالی‌کننده/سرمایه‌گذار به میزان بدهی خریداری شده و سپس با توجه به پرداخت اقساط در قالب اجاره به شرط تملیک در اختیار متقاضی قرار می‌گیرد. به بیان دیگر طلبکار برای تسویه بدهی‌های معوقه شرکت سرمایه‌پذیر، یکی از دارایی‌های آن را به صورت نقد خریداری کرده و با احتساب سود متناسب به صورت اجاره به شرط تملیک به خود بنگاه واگذار می‌کند، بنابراین سرمایه‌پذیر می‌تواند از محل منابع حاصل از فروش نقدی دارایی، بدهی معوقه خود را تسویه کند. از نقاط منفی این روش اینکه استفاده از این قرارداد افزون بر هزینه تشریفات اجرای دقیق عقد که در خیلی از موارد نیازمند ثبت در دفاتر اسناد رسمی است، به جهت ممنوعیت استفاده از آن در اموالی که طول عمر مفید آنها کمتر از دو سال باشد، محدود است. همچنین این مسئله که انتقال عین مستاجر به مستاجر باید در پایان مدت قرارداد و با پرداخت آخرین اجاره‌بها انجام گیرد، موجب کاهش انگیزه بنگاه‌های اقتصادی می‌شود. در عین حال با توجه به اینکه خرید دارایی در این الگو از ابتدا با پیش‌فرض انتقال نهایی آن به خود فروشنده در قالب اجاره به شرط تملیک انجام می‌شود، شبهه بیع‌العینه نیز در این رابطه بسیار جدی خواهد بود.

قرارداد سلف: از جمله راهکارهای امهال مطالبات برای شرکت‌های سرمایه‌پذیر تولیدی که محصولات خاصی تولید می‌کنند، این است که تأمین مالی‌کننده/سرمایه‌گذار در قالب معاملات سلف پیش خرید نقدی محصولات تولیدی واحد بدهکار را انجام می‌دهد. در عقد سلف طلبکار می‌تواند با انجام قرارداد سلف بخشی از محصول بنگاه را پیش‌خرید کرده و از این محل بدهی معوقه بنگاه را تسویه کند. محدودیت این ابزار عدم قابلیت استفاده در بخش‌های خدمات و بازرگانی است. همچنین در بخش تولید نیز بانک‌ها تنها می‌توانند محصولاتی را خریداری کنند که سهل‌البیع باشد، سریع‌الفساد نباشد و توسط خود فروشنده تولید شود، بنابراین استفاده از این ابزار در بخش تولید نیز با محدودیت‌های جدی روبرو است. ضمناً شبهه بیع‌العینه بیان شده در استفاده از مدل اجاره به شرط تملیک برای عقد سلف نیز عیناً مطرح می‌شود چون تأمین مالی‌کننده/سرمایه‌گذار قصد واقعی برای پیش‌خرید محصولات شرکت سرمایه‌پذیر ندارد مگر با این پیش‌فرض که محصولات خریداری شده را به خود متقاضی بفروشد.

بنابراین صوری شدن بسیاری از ابعاد قرارداد در روش‌هایی چون مشارکت مدنی احیا و خرید دین در چارچوب یک قرارداد جدید و همچنین محدودیت‌های اجرایی متعدد و ناگزیر

بودن از بیع‌العینه در استفاده از روش‌های عقد سلف و عقد اجاره به شرط تملیک در راستای امهال مطالبات در تأمین مالی جمعی از جمله نقدهای شرعی و اجرایی وارد بر روش‌های متعارف امهال است که تاکنون نیز کاملاً مرتفع نشده و که البته این مهم خود پژوهش‌های مجزای دیگری می‌طلبد.

۳. شبهه افعال فضولی عامل در مدیریت استخر منابع

مطالعات و مشاهدات میدانی از نهادهای تأمین مالی جمعی نشان می‌دهد همواره به دلیل عدم مطابقت سررسیدها، محدودیت طرح‌های سرمایه‌گذاری، تاخیر ناشی از عدم نقدشوندگی ضمانت‌نامه‌ها در زمان واخواست، ورود و خروج سرمایه‌گذاران در میانه‌ی اجرای طرح‌ها و... نهادهای تأمین مالی جمعی گاه ناچار به استفاده از برخی منابع جذب شده خارج از فرآیند مطرح در قرارداد سرمایه‌گذاری در راستای مدیریت وجوه و نقدینگی خود هستند. مدیریت منابع ورودی و خروجی شرکت از محل استخر منابع سرمایه‌گذاران نزد نهاد تأمین مالی جمعی نیازمند وسعت محدوده اختیارات عامل بعنوان وکیل سرمایه‌گذاران در قرارداد مربوطه است به گونه‌ای که در رابطه وکالت عامل با سرمایه‌گذار، اقدامات عامل (نهاد تأمین مالی جمعی) در حوزه مدیریت استخر نقدینگی، خارج از حوزه اختیارات وکیل نبوده و در اصطلاح از منظر فقهی ذیل افعال فضولی قلمداد نشود.

۴. ملاحظات و چالش‌های فقهی جایگزینی سرمایه‌گذاران و توسعه بازار ثانویه

عدم نقدشوندگی مناسب مبالغ سرمایه‌گذاری شده در طرح‌های تأمین مالی جمعی از جمله نقدها و نقاط ضعف تأمین مالی جمعی در مقایسه با سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود در بازار پول و سرمایه است. از این رو توسعه بازار ثانویه برای گواهی‌های شراکت در طرح‌های تأمین مالی جمعی همواره یکی از دغدغه‌های نهاد ناظر، فعالان و سکوها‌ی فعال در تأمین مالی جمعی بوده است.

آنچه دارای اهمیت است وجود برخی ملاحظات و محدودیت‌ها برای انجام معاملات ثانویه و چندباره با توجه به عقد پایه طراحی شده برای طرح است. بعنوان مثال در عقد اجاره طبق نظر مشهور فقهای امامیه و با توجه به روایات متعدد مرتبط، مستاجر امکان اجاره مجدد دارایی را به قیمت بالاتر بدون اینکه در عین مستاجر تغییر خاصی ایجاد کند، ندارد. همین ملاحظه فقهی محدودکننده می‌تواند توسعه بازار ثانویه برای بسیاری از ابزارهای مالی همچون طرح‌های تأمین

مالی جمعی که قرارداد پایه آن‌ها مبتنی بر عقد اجاره تنظیم شده و سرمایه‌گذار (تأمین مالی‌کننده) در قرارداد بعنوان مستاجر تعریف شده را با چالش‌های شرعی جدی روبرو سازد، کما اینکه در رابطه با انتشار اوراق منفعت در بازار سرمایه همین موضوع بعنوان یکی از چالش‌های شرعی توسعه بازار ثانویه آن مطرح شده است (مظاهری و یونسی، ۱۳۹۷). همچنین برای طرح‌های تأمین مالی جمعی که قرارداد آن‌ها مبتنی بر عقد بیع سلف (سلم) تنظیم شده نیز محدودیت شرعی معاملات ثانویه وجود دارد چراکه برپایه نظر فقهای امامیه فروش مبیع در بیع سلم تنها پس از حلول زمان تحویل مبیع جایز است.

۵. چالش‌های فقهی و حقوقی تثبیت نرخ در قراردادهای تأمین مالی جمعی

با توجه به الزام دستورالعمل تأمین مالی جمعی بر تأمین مالی همه‌ی پروژه‌ها در این صنعت مبتنی بر الگوی مشارکتی، عقود فقهی مستفاد در همه‌ی قراردادهای می‌بایست مبتنی بر عقود مشارکتی چون عقد شرکت تنظیم و تدوین شد. از سوی دیگر نیاز بنگاه‌های اقتصادی و سرمایه‌پذیران در بسیاری از پروژه‌ها و نیز ترجیح چیره سرمایه‌گذاران، استفاده از روش‌های تأمین مالی با نرخ بازده مشخص و ثابت است.

با بررسی موقعیت‌های مشابه در بازارهای مالی الگوهای متفاوتی برای تثبیت نرخ در عقود مشارکتی تاکنون مورد استفاده قرار گرفته‌است. استفاده از شروط ضمن عقد و عقود خارج لازم (مشابه آنچه در ماده ۱۱ قرارداد مشارکت مدنی و ماده ۸ قرارداد مضاربه در بازار پول مطرح می‌شود) بعنوان ضمیمه قرارداد تأمین مالی و نیز خرید سهم‌الشرکه‌ی تأمین مالی‌کننده/سرمایه‌گذار به قیمت ثابت و مشخص (مشابه آنچه در رابطه با قرارداد خرید اعتباری سهام توسط کمیته تخصصی فقهی بازار سرمایه پیشنهاد شده^۱) از جمله راهکارهای استفاده شده در راستای تثبیت نرخ سود در عقود مشارکتی بشمار می‌آیند.

البته که هیچ‌یک از راهکارهای یادشده بدون شبهات و اشکالات شرعی نبوده و تاکنون مقالات متعددی در رابطه با نارسایی‌های فقهی و حقوقی هریک از روش‌های بالا نگاشته شده است. بطور کلی بنابر آنچه ماهیت عقود مشارکتی ایجاب می‌کند، انتقال ریسک سرمایه به یک طرف بطور کامل، موجب از بین رفتن ماهیت عقد شرکت است؛ لذا شرط آن در ضمن عقود مشارکتی شرط خلاف مقتضای عقد بوده و عقد را باطل می‌کند (شاکری و توکلی، ۱۳۹۷).

۱. مطابق مصوبه مورخ ۱۳۹۸/۱۱/۲ مربوط به جلسه شماره ۲۰۲ کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار؛

بر همین اساس نظریه‌پرداز و ملاکریمی معتقد به لزوم اصلاح ماده یازده قراردادهای مشارکت مدنی^۱ استفاده شده در بازار پول و حذف شرط تضمین سود در تسهیلات مشارکتی شبکه بانکی هستند چرا که اقتضای عقود مشارکتی، مشارکت طرفین در سود و زیان طرح است. بنابراین صلح یادشده، شرط خلاف مقتضای عقد شرکت بوده و ماهیت قرارداد مشارکت را زیر سوال می‌برد (نظریه‌پرداز و ملاکریمی، ۱۳۹۴). این نقد عیناً در رابطه با ماده هشت قرارداد مضاربه^۲ استفاده شده در شبکه بانکی نیز همواره مطرح بوده است به طوری که بنابر پژوهش صورت گرفته توسط ملاکریمی و راغبی، از نظر بسیاری از فقها ماده هشت قراردادهای مضاربه موجود در بازار پول با مضمون و مفهوم حقیقی قرارداد متناقض بوده و وقوع عرفی آن را مخدوش می‌کند به گونه‌ای که عرف دیگر این عقد را مشارکتی نمی‌داند؛ بنابراین شروط یادشده خلاف مقتضای عقد محسوب می‌شوند (ملاکریمی و راغبی، ۱۳۹۸).

از منظر حقوقی نیز باید پذیرفت که شرط ناظر بر تعیین سود به نحو معین در قراردادهای مشارکتی، خلاف مقتضای ذات عقود یادشده بوده و به استناد بند ۱ ماده ۲۳۳ قانون مدنی باطل و مبطل است (سلطانی و حدادی، ۱۳۹۶).

در رابطه با راهکار خرید سهم شرکتی تأمین مالی کننده/سرمایه‌گذار نیز مصاحبه با برخی اعضای کمیته تخصصی فقهی بازار سرمایه بیانگر مخالفت جدی برخی اعضای کمیته با الگوی ارائه شده به دلیل تعارض آن با ماهیت عقد مشارکت و صوری شدن قرارداد اعتبار در قالب تسهیلات مشارکتی است.

بنابر استدلال‌ات و ملاحظات فوق، چالش تثبیت نرخ در قراردادهای تأمین مالی جمعی مبتنی بر الگوی مشارکتی، با وجود تجارب مشابه نسبتاً چشمگیر در بازار پول و سرمایه، موضوعی است که تاکنون به یک راهکار جامع و کامل بدون وجود شبهات و اشکالات فقهی-حقوقی نرسیده است.

۶. تعدد و تنوع جامعه سرمایه‌گذاران در تبعیت از مراجع تقلید با نظرات فقهی متمایز

از مهمترین چالش‌های تأمین مالی جمعی مبتنی بر شریعت تنوع نظرات فقهی مراجع تقلید جامعه سرمایه‌گذاران در جزییات عقود است. تعریف عقد بیع و گستره کاربرد آن در حوزه

۱. "... شریک ملزم و متعهد شد که سهم شرکت متعلقه بانک / مؤسسه اعتباری به همراه سود ابرازی موضوع مشارکت و ضرر و زیان وارده به بانک / مؤسسه اعتباری را صلح و تبرعا از اموال خود تأمین و پرداخت کند."

۲. "در صورتی که نتیجه عملیات مضاربه منجر به زیان شود، عامل با امضای این قرارداد و ضمن عقد خارج لازم دیگری متعهد گردید، اصل سرمایه متعلقه را به حساب بانک / مؤسسه اعتباری منظور نماید."

دارایی‌های نامشهود و اعتبارات از جمله مواضع مورد اختلاف مراجع و فقهای معاصر است. به‌خودی‌خود این موضوع در تأمین مالی شرکت‌های خدماتی، نگرش‌ها و موانعی را از منظر شریعت برای برخی سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند. تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی نیز مبتنی بر الگوهایی چون بیع دین و... از این موضوع جدا نبوده و جزییات قرارداد می‌تواند ملاحظات جدی و مهمی را متوجه سرمایه‌گذاران کند.

از سوی دیگر روشن است که اگر رابطه‌ای که مابین عامل و سرمایه‌گذاران برقرار است را رابطه وکالت در نظر بگیریم، وکیل یا نماینده اشخاص در سرمایه‌گذاری موظف است در چهارچوب مشروع موکلان خود اقدام به فعالیت اقتصادی و سرمایه‌گذاری کند. بنابراین در نظر گرفتن نظرات فقهی مراجع تقلید هر یک از اشخاص سرمایه‌گذار در طرح‌های تأمین مالی جمعی اهمیت پیدا می‌کند.

اینکه سکوی مربوطه چگونه این تنوع حوزه‌های مشروع سرمایه‌گذاری جامعه سرمایه‌گذاران را برای تمامی طرح‌ها و کلیه اشخاص رعایت کرده و یا با اجرای تمهیداتی مسئولیت‌های شرعی این موضوع را نپذیرد، از جمله مباحث مهمی است که باید در مطالعه ابعاد متنوع فقهی تأمین مالی جمعی به آن پرداخته شود.

۷. چالش‌های مربوط به تأمین سرمایه در گردش در الگوهای جمع‌سپاری مبتنی بر بدهی

گاهی نیاز به منابع مالی برای تأمین سرمایه در گردش بنگاه اقتصادی است، به گونه‌ای که مدیران شرکت سرمایه‌پذیر در راستای رفع ناترازی مابین منابع و مصارف خود در دوران بهره‌برداری، نیازمند تزریق نقدینگی از بیرون شرکت بوده و موضوع مصرف دقیقی نیز برای آن نمی‌توان متصور بود. در واقع در چنین شرایطی کمبود نقدینگی در حساب جاری شرکت برای پوشش هزینه‌های مصرفی مشهود است، اما موضوع دقیق هر یک از این هزینه‌ها و مصارف مشخص نیست.

تنزیل دیون سرمایه‌پذیر و فروش آن به قیمت متفاوت به سرمایه‌گذاران^۱ و تأمین مالی از طریق قراردادهای فروش و اجاره به شرط تملیک^۲ از جمله پرکاربردترین الگوهای مطرح در راستای تأمین سرمایه در گردش شرکت‌های سرمایه‌پذیر است که البته هر یک با ملاحظات شرعی ظریفی در اجرا همراه‌اند.

۱. Bay Dain to the third party;

۲. Sale and Lease back;

امکان صوری شدن بسیاری از اسناد بدهی در الگوی تنزیل مطالبات سرمایه پذیر و نیز شبهه بیع‌العینه در الگوی فروش دارایی و اجاره مجدد آن به شرط تملیک از جمله چالش‌های پرونده‌های مربوط به تأمین سرمایه در گردش شرکت‌ها در تأمین مالی جمعی است که نگارنده تجربه عملیاتی برخورد با آن‌ها را در سکوها‌های تأمین مالی جمعی داشته است.

۸. ملاحظات مربوط به گرفتن جرائم دیرکرد ایفای تعهدات از متقاضی

جریمه سرمایه‌پذیر به علت تاخیر در تادیه تعهداتی که برپایه قرارداد تأمین مالی جمعی پذیرفته است از دیگر چالش‌های فقهی این صنعت است. این مسئله به علت شباهت چشمگیری که با ربای جاهلی دارد از نظر بسیاری از صاحب‌نظران فقه مالی از نظر شرعی مجاز نیست. با مطالعه مانند همین چالش در قراردادهای تسهیلات شبکه بانکی، الگوهای متعددی بعنوان راهکار پیشنهاد شده است. الگوهایی چون «استفاده از ساختار وثیقه و ضمانت»، «اشتراک به صورت شرط ضمن عقد» و «تعزیر مالی تاخیرکننده در تادیه مطالبات» از جمله راهکارهای پیشنهادی برای حل چالش فقهی یادشده در قراردادهای بازار پول بوده است. با مطالعه علل و عوامل تأخیر و اثرهای اقتصادی و اجتماعی آن و ارزیابی راهکارها ارائه شده در پژوهش‌های معاصر، آن‌چه روشن است اینکه به‌نظر می‌رسد برخی از راهکارها کماکان مشکل فقهی داشته و برخی ناکارآمد هستند بنابراین هنوز راه‌حلی که در عین مشروعیت کارایی مناسب را نیز داشته باشد، ارائه نشده است و این موضوع در قراردادهای تأمین مالی جمعی نیازمند راهکاری مشروع و کاربردی است که کار فشرده پژوهشگران حوزه مالی اسلامی را می‌طلبد.

ب. ناکارآمدی فضای رقابت در سیستم تأمین مالی جمعی

گرچه همواره تسهیل رقابت بعنوان یکی از اهداف بنیادین نظارت بر بازار سرمایه و پیشنهادی‌های کارایی تخصیصی بازار شناخته می‌شود (آرمور و همکاران، ۲۰۱۶)^۱ اما صنعت تأمین مالی جمعی بعنوان یکی از صنایع فعال در بازار سرمایه کشور با آسیب‌های جدی در حوزه رقابت روبرو است که ناشی از عدم تعادل بازیگران در دسترسی به منابع کافی، دسترسی به طرح‌های مناسب و حتی دسترسی به مجوز است.

1. Armour et al.

۱. عدم امکان رقابت سکوهای نوپا با ورود نهادهای مالی بزرگ

ورود نهادهای مالی بزرگ همچون موسسات تأمین سرمایه به بازار تأمین مالی جمعی با لحاظ امکان سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری در آمد ثابت در گواهی‌های مشارکت مطابق آئین‌نامه اجرایی بند (الف) ماده (۱۷) قانون جهش تولید دانش‌بنیان مصوب ۱۴۰۱/۰۶/۱۳، منجر به ناتوانی سکوهای کوچک و خروج آن‌ها از این بازار شده است. این در حالی است که با توجه به اهداف تأمین مالی جمعی و اقتضات آن در بررسی طرح‌های کوچک و دانش‌بنیان، خروج سکوهای کوچک که ارتباط مناسبی با بدنه کسب‌وکارهای کوچک و نوپای کشور دارند، به تأمین اهداف تأمین مالی لطمه خواهد زد.

۲. ورود شرکت‌های بزرگ و بالغ بعنوان طرف سرمایه‌پذیر و تعریف طرح‌هایی با اندازه و نرخ غیرقابل رقابت گرچه در سراسر دنیا تأمین مالی جمعی با هدف تأمین مالی مردمی طرح‌های کوچک و دانش‌بنیان توسعه یافته است، اما ورود برخی شرکت‌های بزرگ و تعریف طرح‌هایی با اندازه و نرخ متفاوت و غیرقابل رقابت و همچنین توانایی آن‌ها در ارائه انواع ضمانت‌نامه‌های بانکی، منجر به خروج سرمایه‌پذیران کوچک‌تر از این بازار شده است.^۱ این مساله مانع از تزریق منابع تأمین مالی جمعی به طرح‌های تولیدی در کسب‌وکارهای خرد و کوچک شده است.

۳. شرایط دشوار مجوز خدمات تأمین مالی جمعی

فعالیت تأمین مالی جمعی ترکیبی از فناوری و دانش مالی است. ازاین‌رو بسیاری از گروه‌های استارت‌آپی متکثر از فن‌ورزان علاقه‌مند به ورود به حوزه تأمین مالی جمعی هستند. از سوی دیگر، بسته به پیچیدگی بالای ارزیابی طرح‌های دانش‌بنیان، ارزیابی اقتصادی پروژه‌های دانش‌بنیان و شرکت‌های کوچک، بیش از دانش مالی، نیازمند فهم کافی از فناوری‌های نوین مورد نظر است. از سوی دیگر، نبود نهادهای مالی دارای مجوز در بسیاری از شهرستان‌ها منجر به معطل ماندن سکوهای تأمین مالی جمعی تاسیس شده در آن شهرستان‌ها خواهد شد. این در حالی است که تجربه‌هایی از موفقیت بالای تأمین مالی جمعی محلی (تأمین مالی جمعی برای کسب‌وکارهای محلی از مردم محلی)، حتی بدون وجود نظارت‌های مالی شدید وجود دارد (نوز، ۲۰۲۲).^۲ چرا که سرمایه‌گذاران و سکوهای محلی با شناخت مناسب از کسب‌وکارهای

۱. به چنین پدیده‌ای در ادبیات تأمین مالی، crowding-out گفته می‌شود.

خرد و کوچک فعال در منطقه خود، قادر به غلبه بر مساله اطلاعات نامتقارن بوده و با نظارت مستمر خود، قادر به جلوگیری از بروز مخاطرات اخلاقی هستند (افقهی و همکاران، ۱۴۰۲). گفتنی است که دشواری دریافت مجوز تأمین مالی جمعی برای گروه‌های فناور و گروه‌های محلی، منجر به کاهش نوآوری در بازار تأمین مالی جمعی و فاصله گرفتن آن از هدف بنیادین خود خواهد شد.

ج. فقدان کارآیی در حوزه‌های سیاست‌گذاری، تنظیم‌گری و عملیات بازار در صنعت تأمین مالی جمعی

۱. عدم نقدشوندگی سرمایه‌گذاری در تأمین مالی جمعی

نقدشوندگی همواره یکی از مهم‌ترین اصول مهندسان مالی در طراحی ابزارهای نوین بوده است. عدم نقدشوندگی مناسب مبالغ سرمایه‌گذاری‌شده در طرح‌های تأمین مالی جمعی از جمله نقدها و نقاط ضعف تأمین مالی جمعی در مقایسه با سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود در بازار پول و سرمایه است. تأمین مالی جمعی گرچه بنابر ماده ۸ دستورالعمل تأمین مالی جمعی با اشاره به لزوم فراهم کردن رویه‌هایی با هدف تسهیل انتقال گواهی مشارکت به غیر، زمینه قانونی موردنیاز برای توسعه بازار ثانویه ایجاد شده، سازمان بورس و اوراق بهادار دستورالعمل اجرایی نحوه انتقال گواهی شراکت در تأمین مالی جمعی در فروردین‌ماه ۱۳۹۸ تصویب کرده و فرابورس ایران در ابلاغیه به شماره ۲۳۷۷/و/۹۹ مورخ ۱۳۹۹/۰۹/۲۹ از سامانه‌های بکارگرفته شده برای راه‌اندازی بازار ثانویه و ضوابط داخلی خود برای توسعه این بازار سخن به‌میان آورده است، با این حال تاکنون اقدام عملیاتی برای حل این مساله صورت نگرفته است.

۲. اصرار دستورالعمل تأمین مالی جمعی بر الگوی مشارکتی

نخستین اقدام مقررات‌گذاری کشور در راستای توسعه و تنظیم‌گری تأمین مالی جمعی، دستورالعمل تأمین مالی جمعی مصوب اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۷ شورای عالی بورس است. این دستورالعمل ظرفیت را برای ایجاد تأمین مالی جمعی مبتنی بر مشارکت گشود. با این حال تاکنون در راستای مشروعیت‌بخشی، توسعه و تنظیم‌گری سایر انواع تأمین مالی جمعی در کشور صورت نگرفته است. این در حالی است که در بسیاری از کشورهای جهان از پایه تأمین مالی جمعی

مبتنی بر بدهی و تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام توفیق بیشتری نسبت به تأمین مالی مبتنی بر مشارکت داشته‌اند.

به عنوان مثال می‌توان به کشورهای فرانسه و آلمان اشاره کرد. درحالی‌که بیش از ۷۲٪ بازار تأمین مالی جمعی در فرانسه مبتنی بر سازوکارهای بدهی صورت گرفته است، سهم الگوهای مشارکتی تنها ۵٫۲٪ بوده است که از این میزان نیز بیش از ۹۵٪ به قراردادهای مبتنی بر سهام و تنها حدود ۵٪ به قراردادهای مشارکت در طرح‌های سرمایه‌گذاری (مشابه الگوهای مشارکت مدنی مورد استفاده در سکوهای تأمین مالی جمعی ایران) اختصاص داشته است (کلورلان و همکاران، ۲۰۲۱)^۱. تجربه توسعه سکوهای مشارکتی در کشور آلمان نیز بیانگر این واقعیت است. به طوریکه هرچند حجم بازار تأمین مالی مبتنی بر مشارکت با سرعت زیادی در سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۴ رشد کرد، بااین‌حال میزان پایین سودآوری و نرخ بالای شکست در پروژه‌ها منجر به توقف رشد این بازار شده است. به‌طوری‌که پس از مدت چند سال، بسیاری از سکوهای ایجاد شده در حوزه تأمین مالی جمعی مبتنی بر مشارکت، به استثنای دسته‌ای که به طور تخصصی در طرح‌های مشارکتی حوزه مسکن فعالیت کرده و همچنان مشتریان خود را حفظ کرده بودند، به کار خود خاتمه دادند (درفلاینتر و همکاران، ۱۳۹۹).

با آسیب‌شناسی این موضوع، رقابت نهادهای ناظر بازار پول و سرمایه برای دراختیار گرفتن قدرت تنظیم‌گری و نظارت بر تأمین مالی جمعی بعنوان یکی از صنایع پیشرو در اکوسیستم بازارهای مالی و عدم‌هماهنگی این دو نهاد نظارتی در اجرا و پیاده‌سازی کامل این صنعت در داخل کشور یکی از دلایل عمده بروز این چالش بوده است. در واقع با توجه به اینکه تأمین مالی جمعی طرح‌ها با استفاده از الگوهای مبتنی بر بدهی، نظارت بانک مرکزی را می‌طلبد^۲ و شورای عالی بورس نیز اختیار لازم را در حوزه نظارت بر تعهدات پولی (مشابه آنچه در تأمین مالی جمعی اتفاق می‌افتد) ندارد، ورود سریع‌تر شورای عالی بورس نسبت به شورای عالی پول و اعتبار به حوزه تنظیم‌گری و نظارت بر این صنعت و نگارش دستورالعمل برای آن بدون هماهنگی با شورای عالی پول و اعتبار و بانک مرکزی بعنوان نهاد ناظر بازار پول کشور منجر به محدود شدن حوزه فعالیت سکوهای تأمین مالی جمعی و طرح‌های آن به الگوهای مشارکتی شده است، این در حالی است که هم‌اکنون در بسیاری از طرح‌های تأمین مالی جمعی، در واقع

1. Kleverlaan et al.

۲. فصل دوم قانون پولی و بانکی کشور مصوب ۱۳۵۱؛

همان الگوهای مبتنی بر بدهی با چارچوب‌های به‌ظاهر مشارکتی اجرا می‌شوند که این مسئله خود ریشه اصلی بسیاری از چالش‌های بیان شده در بالا از جمله چالش‌های ۴،۵، ۴،۲، ۴،۳ و ۵،۴ است.

۳. ناکارآمدی سقف‌های سرمایه‌گذاری تعریف شده در نظر گرفته‌شده برای سرمایه‌گذاران

حقیقی و حقوقی

تأمین مالی تولید از محل منابع خرد مردمی برای هدایت مستقیم منابع خرد پس‌اندازکنندگان به سمت تولید و به نوعی مردمی‌سازی اقتصاد همواره به عنوان یکی از اهداف راهبردی تأمین مالی جمعی در اقتصاد ایران مطرح شده است بنابراین نگرش، تنظیم‌گر نسبت به مردمی و خرد ماندن سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران (طرح‌ها و پروژه‌ها) فعال در این صنعت، قابل درک و پذیرفتنی است. به همین منظور با تدوین الزاماتی چون تعریف سقف سرمایه‌گذاری برای هر یک از سرمایه‌گذاران بر آن است تا از جمعی بودن تأمین مالی‌های صورت گرفته در این صنعت اطمینان حاصل کند. نکته جالب توجه اما در عدم تعریف سقف سرمایه‌گذاری در طرح‌های یادشده برای شرکت‌های حقوقی است. تعارض سقف سرمایه‌گذاری تا ۵ درصد از ارزش کل طرح برای سرمایه‌گذاران حقیقی (مطابق ماده ۱۲ دستورالعمل تأمین مالی جمعی) و عدم تعریف سقف سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های حقوقی با اهداف نهایی و روح حاکم بر تأمین مالی جمعی که بالاتر اشاره شد از جمله چالش‌هایی است که خبرگان تأمین مالی جمعی همواره به آن اشاره کرده و می‌کنند.

مشاهده‌های میدانی و تجارب عملیاتی نویسندگان در این صنعت بیانگر آن است که ناکارآمدی یادشده در موضوع سقف سرمایه‌گذاری هم موجب بروز محدودیت‌هایی برای جذب منابع قابل توجه‌تر و در عین حال واقعی و کاملاً مردمی را با مشکل روبرو ساخته و هم با از بین بردن فضای رقابتی و ذات مردمی و جمعی این صنعت، زمینه ورود هلدینگ‌های بزرگ مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و استفاده از منابع قابل توجه آن‌ها برای پر کردن طرف سرمایه‌گذار تنها با یک شخصیت حقوقی - که هیچ تطابقی با ساختار، ماهیت و هدف تأمین مالی جمعی نداشته و گاهی تنها با اهدافی غیر از تأمین مالی واقعی همچون فرار مالیاتی صورت می‌گیرد - را فراهم ساخته است.

۴. ناکارآمدی نظام ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری

بی‌ثباتی شاخص‌های کلان اقتصادی و وجود ریسک‌های سیستماتیک تهدیدکننده اقتصاد در بیشتر زمان‌ها منجر به ترغیب سرمایه‌گذاران به الگوهای مبتنی بر بدهی با پشتوانه ضمانت تعهد پرداخت اصل و سود شده است. این مساله ضمن افزایش هزینه‌های تأمین مالی، سرعت تأمین مالی را کاهش داده و زمینه صوری شدن طرح‌های کسب‌وکار و مطالعات امکان‌سنجی پشتوانه طرح را فراهم می‌سازد. پرواضح است که با حرکت به سوی حذف ضمانت طرح‌ها و جایگزینی فرآیندهای ارزیابی و اعتبارسنجی پیش‌رفته شاهد کاهش هزینه‌ها، تسریع در فرآیند تأمین مالی و واقعی‌تر شدن مطالعات و مستندات مربوط به طرح‌های تأمین مالی جمعی خواهیم بود.

متأسفانه آنچه در مطالعات امکان‌سنجی طرح‌های سرمایه‌گذاری داخلی مورد توجه قرار نمی‌گیرد، مطالعه انواع متغیرهای محیطی اثرگذار بر درآمدها و هزینه‌های طرح و به عبارت دقیق‌تر تحلیل راهبردی آن است. همین مسئله سبب شده تا روایت گزارشات امکان‌سنجی و تخمین درآمدها، هزینه‌ها و در نهایت سودآوری طرح‌ها در ایران از نتایج واقعی آن‌ها بسیار متفاوت باشد (نادری و همکاران، ۱۳۹۹)، به گونه‌ای که گزارشات یادشده دیگر برای جامعه سرمایه‌گذاران قابل اعتماد نبوده و حتی سلیقه سرمایه‌گذاران را نیز به طرح‌های مبتنی بر بدهی با پشتوانه ضمانت‌نامه‌های تعهد پرداخت سوق داده است.

بنابراین الزام متقاضی به ارائه گزارش امکان‌سنجی برای طرح خود درحالی که ماهیت و واقعیت طرح مربوطه مبتنی بر عقود مبادله‌ای بوده - بعنوان مثال طرح‌های متعدد برای تأمین سرمایه در گردش کسب و کارها - و ضمانت‌نامه تعهدپرداخت نیز برای آن ارائه داده است نه تنها ریسک نکول را کاهش نمی‌دهد بلکه تنها منجر به افزایش هزینه تأمین مالی شده است.

۵. ایجاد تداخل در سیاست‌های بازار پول کشور

یکی از مخاطرات تأمین مالی جمعی در شرایط کنونی ایران، توسعه بی‌رویه الگوهای مبتنی بر بدهی با نرخ‌های قطعی و بالاست. به عبارت دیگر سکوهای تأمین مالی جمعی با گرفتن ضمانت‌نامه‌های تعهد پرداخت برای اصل و سود قطعی توافق شده بر روی نرخ‌های بالا، به طور عملی محصولی بدون ریسک را به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند که سود آن قطعی بوده و ریسک نکول آن با توجه به ضمانت‌نامه‌های تعهد پرداخت برای اصل و تمام سود کاملاً پوشش

داده شده است. گرچه نرخ بالاتر طرح‌های یادشده در تأمین مالی جمعی را می‌توان با توجه به دلایلی چون صدور بسیاری از ضمانت‌نامه‌های یادشده توسط صندوق‌های پژوهش و فناوری-که تعهدات آن‌ها در مقایسه با ضمانت‌نامه‌های بانکی کاملاً بدون ریسک نکول بشمار نمی‌آیند- و وجود ریسک نقدشوندگی برای منابع درگیر در طرح‌های تأمین مالی جمعی نسبت به سایر ابزارهای مالی بدون ریسک و نقدشونده همچون اوراق خزانه دولتی بعنوان صرف ریسک مورد انتظار سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های تأمین مالی جمعی یادشده در نظر گرفته و توجیه کرد اما با گسترده‌تر شدن تأمین مالی جمعی، ورود نقدینگی چشمگیر طرح‌های این صنعت، راه‌اندازی بازار ثانویه آن و تقویت صندوق‌های پژوهش و فناوری در طول زمان بی‌گمان ادامه این بی‌انضباطی در حوزه نرخ‌های قطعی برای طرح‌های تأمین مالی جمعی می‌تواند کف نرخ سود بدون ریسک مورد انتظار در فضای کلان اقتصاد را تحت تأثیر قرار داده و این مسئله خود به‌عنوان یک ریسک سیستماتیک نخستین بازاری را که تهدید می‌کند، بازار سرمایه خواهد بود.

۶. سوءاستفاده از مزیت معافیت مالیاتی طرح‌های تأمین مالی جمعی

از دیگر حقایق تأمین مالی جمعی می‌توان به حضور یک ذینفع واحد - در قالب شخصیت‌های حقوقی متنوع به‌عنوان سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر بصورت همزمان برای سوءاستفاده از برتری معافیت مالیاتی گواهی شراکت اشاره کرد. مطابق بخشنامه ابلاغی معاونت حقوقی و فنی مالیاتی سازمان امور مالیاتی کشور مورخ اول تیرماه ۱۴۰۰، گواهی شراکت تأمین مالی جمعی نیز مشمول تبصره‌های ۱ و ۲ ماده ۱۴۳ مکرر قانون مالیات‌های مستقیم قرار گرفت. مشاهدات و تجربیات پژوهشگران از سواستفاده شخصیت‌های حقوقی از این موضوع بعنوان راهکاری برای فرار مالیاتی حکایت دارد.

۷. مداخله ناظر در سرمایه ثبتي سکوها و تدوین مقررات محدودکننده در رابطه با کفایت سرمایه آن‌ها

ابلاغیه شماره ۴ مصوبات کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی مصوب ۱۴۰۲/۰۴/۲۱ برای نخستین بار حجم فعالیت سکوها تأمین مالی جمعی را به میزان سرمایه ثبتي آنان گره زده است. این الگو مشابه الگوی تدوین چارچوب کفایت سرمایه برای نهادهای پولی و مالی است. این در حالی است که در ساختار حقوقی کنونی کارگروه مربوطه شایسته قانونی لازم را برای اعمال

محدودیت بر حجم فعالیت سکوهای تأمین مالی جمعی را ندارد؛ چراکه بسیاری از سکوهای یادشده بعنوان یک شرکت سهامی خاص ثبت شده و نهاد مالی نیستند. افزون بر نکته بالا، مداخله نهاد ناظر در سرمایه ثبتي سکوها و تدوین مقررات محدودکننده در رابطه با کفایت سرمایه آنها، فضای رقابت در این صنعت را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد.

د. موانع ساختاری و فنی توسعه و بهره‌وری صنعت تأمین مالی جمعی در بازار سرمایه ایران

۱. غلبه قراردادهای با سررسید کوتاه‌مدت در بازار تأمین مالی جمعی

همانطور که از نمودار ۹ مشخص است، عمده طرح‌های تأمین مالی جمعی در کشور با سررسید کوتاه‌مدت و کمتر از یکسال در حال انجام است. این در حالی است که با توجه به اهداف مطرح شده برای تأمین مالی جمعی در حوزه‌ی سیستم دانش‌بنیان و شرکت‌های کوچک و متوسط، از ریشه نیازمند تأمین سرمایه در سررسیدهای طولانی‌تر هستیم. این موضوع در بسیاری از کشورهای توسعه یافته نیز رعایت می‌شود. به طوری که میانگین سررسید قراردادهای تأمین مالی جمعی مبتنی بر بدهی در فرانسه ۳۳ ماه بوده است (کلورلان و همکاران، ۲۰۲۱)^۱. به نظر می‌رسد در کنار تسریع و تسهیل تأمین مالی برای حمایت از اقتصاد دانش‌بنیان و بنگاه‌های کوچک و متوسط، وجود سیاست‌های حمایتی در حوزه مدت‌زمان سررسید طرح‌ها از دیگر عواملی است که می‌تواند ریسک هر دو طرف سرمایه‌پذیر و سرمایه‌گذار را کاهش می‌دهد.

۲. عدم توسعه الگوهای تأمین مالی جمعی مبتنی بر مشارکت نسبت به الگوهای مبتنی بر بدهی

در حال حاضر عمده طرح‌های سرمایه‌گذاری تأمین مالی جمعی بر اساس قراردادهای مبتنی بر بدهی به انجام می‌رسد. این مساله منجر به عدم امکان جذب طرح‌ها و سرمایه‌های علاقه‌مند به حوزه مشارکت در سکوها تأمین مالی جمعی شده است.

گفتنی است که توسعه تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام و یا مشارکت با دشواری‌هایی مواجه خواهد بود. ابهامات موجود در رابطه با کیفیت حاکمیت شرکتی و قدرت نهاد ناظر در رسیدگی به تخلفات مدیران این شرکت‌ها در راستای پای مال نمودن حقوق سهامداران خرد از جمله این چالش‌ها است (حنیف و همکاران، ۲۰۱۹)^۲. همچنین، درحالی که شرکت‌های در حال رشد نیاز

1. Kleverlaan et al.

2. Haniff et al.

زیادی به تأمین مالی و افزایش سرمایه مکرر دارند، شرکت‌های با تعداد سهامداران بالا عموماً سرعت کمتری در فرآیند افزایش سرمایه دارند. گذشته از چالش‌های حقوقی در نقل و انتقال سهام شرکت‌ها، سطح بالای عدم تقارن اطلاعاتی میان شرکت‌های کوچک‌تر و سرمایه‌گذاران و دشواری تعریف الزامات نظارتی کافی به دلیل عدم صرفه به مقیاس، منجر به افزایش ریسک‌های این بازار می‌شود (جوهان و ژانگ، ۲۰۲۰).^۱

۳. کارکردهای ضمانت‌نامه‌های تعهد پرداخت در سیستم تأمین مالی جمعی و علامت‌دهی نامناسب به بازار پول
بی‌ثباتی شاخص‌های کلان اقتصادی و وجود ریسک‌های سیستماتیک تهدیدکننده اقتصاد در بیشتر زمان‌ها منجر به ترغیب سرمایه‌گذاران به الگوهای مبتنی بر بدهی با پشتوانه ضمانت تعهد پرداخت اصل و سود گردیده است. مشاهدات حاکی از آن است که سیاست‌های حمایتی حاکمیت از سیستم دانش‌بنیان در سال‌های اخیر و تزریق منابع قابل توجه به صندوق نوآوری و شکوفایی و صندوق‌های پژوهش و فناوری سراسر کشور، توانایی نهادهای یادشده را برای صدور ضمانت‌نامه‌های اشاره شده به شدت افزایش داده است اما متأسفانه به دلیل نبود نظارت صحیح بر چگونگی توزیع ضمانت‌نامه‌های مربوطه، به نام حمایت از اقتصاد شرکت‌های دانش‌بنیان، فناوری و بنگاه‌های کوچک و متوسط، شاهد بروز بی‌ثباتی‌های فزاینده‌ای در رابطه با هزینه پول در سیستم یادشده هستیم. گرچه تاکنون اقتصاد دانش‌بنیان و بنگاه‌های کوچک و متوسط بخش بسیار کوچکی از اقتصاد کشور را به خود اختصاص داده است، اما در چند سال گذشته سیاست‌های حمایتی حاکمیت و توسعه تأمین مالی جمعی سبب شده تا با شتاب بسیار زیادی رشد کرده و بزرگ شود. طبیعتاً زین پس هرگونه اهمال در نظارت بر ضمانت‌نامه‌های تعهد پرداخت پشتوانه طرح‌های تأمین مالی جمعی و نرخ‌های اعلامی توسط سکوها می‌تواند علامت‌های نامناسبی را به بازار پول داده و انتظارات در رابطه با هزینه پول در کل اقتصاد را افزایش دهد.

۴. عدم بازدارندگی سازکار نظارت در برخورد با فعالیت‌های غیررسمی شکل گرفته در صنعت تأمین مالی جمعی

هرچند امروزه حدود ۲۰ سکو با مجوز رسمی از فرا بورس ایران در صنعت تأمین مالی جمعی فعال هستند، با این حال تعدادی سکو فاقد مجوز بوده و در حال فعالیت‌اند، همچنین مشاهده‌ها از

1. Johan & Zhang

غیررسمی بودن بخشی از فعالیت‌های سکوها‌ی رسمی و دارای مجوز حکایت دارد، به گونه‌ای که با به هم‌رسانی سرمایه‌گذاران و متقاضی - خارج از نظارت فرابورس و بدون صدور گواهی شراکت - همین فعالیت را بدون هرگونه الزام به رعایت مقررات دستورالعمل تأمین مالی جمعی انجام می‌دهند.

سیاست‌گذار بازار سرمایه فعالیت تأمین مالی جمعی را تنها در قالب یک ابزار مالی جدید بنام «گواهی شراکت» به رسمیت شناخته و تنظیم‌گری می‌کند.

در همین راستا طبق تعریف ماده ۱ دستورالعمل تأمین مالی جمعی، «گواهی شراکت» بعنوان یک «ورقه بهادار» ذیل بند ۲۴ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار در نظر گرفته شده است. از طرفی مطابق ماده ۲۰ قانون بازار اوراق بهادار، عرضه عمومی اوراق بهادار تنها با مجوز و نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار امکان‌پذیر خواهد بود. مطابق بند ۴ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار «هر شخصی که بدون رعایت مقررات این قانون اقدام به انتشار آگهی یا اعلامیه پذیرهنویسی به منظور عرضه عمومی اوراق بهادار نماید»، به «حبس تعزیری از سه ماه تا یکسال یا به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود بدست آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات» محکوم خواهد شد.

مستندات قانونی یادشده بازدارندگی لازم را در رسیدگی به فعالیت سکوها‌ی فاقد مجوز ایجاد نکرده است. برخی علت آن را مسکوت بودن قانون در رابطه با چگونگی نظارت بر صنعت تأمین مالی جمعی می‌دانند. به نظر می‌رسد بخشی از این چالش مرتبط با عدم هماهنگی مناسب سازمان بورس و اوراق بهادار، بانک مرکزی، صندوق نوآوری و شکوفایی (به عنوان حامی مالی سیستم دانش‌بنیان و صندوق‌های پژوهش و فناوری) و وزارت ارتباطات و فناوری اطلاعات باز می‌شود.

۵. تعداد پایین سرمایه‌گذاران متخصص در تأمین مالی جمعی

حضور سرمایه‌گذاران متخصص منجر به حرفه‌ای‌تر شدن بازارها می‌شود. پژوهش‌ها نشان داده است که حضور سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در حوزه‌های «فنی» و «سرمایه‌گذاری» تاثیر معناداری در تأمین مالی پروژه‌ها داشته است. به گونه‌ای که پروژه‌هایی که با استقبال سرمایه‌گذاران حرفه‌ای روبرو شده است، با سرعت بیشتر تأمین مالی شده‌اند. همچنین بررسی‌ها بیانگر همبستگی بالا میان ورود سرمایه‌گذاران حرفه‌ای به یک پروژه و سودآوری آن بوده است (دانشگاه چینی هنگ‌کنگ و همکاران، ۲۰۱۹)^۱. باین حال بررسی بازار تأمین مالی جمعی

1. Chinese University of Hong Kong et al.

ایران نشان از عدم وجود سرمایه‌گذاران متخصص، به‌ویژه متخصصین دانش فنی و صنعتی، به میزان کافی دارد.

۶. مسئله نمایندگی مدیران سکوهای تأمین مالی جمعی

مشاهدات میدانی از سکوهای فعال در صنعت تأمین مالی جمعی بیانگر وجود نشانه‌هایی از کژگزینی متقاضیان و اختیار عمل مدیران سکوها در همین زمینه است. هم‌راستا نبوده منافع مدیران سکو و مالکان آن می‌تواند منجر به بروز جریان‌ات درآمدی جنبی برای مدیران و تصمیم‌گیران سکو شده که افزون بر افزایش هزینه تأمین مالی برای متقاضیان، امنیت سرمایه‌گذاری در این صنعت را نیز تهدید می‌کند.

۷. ابهام در رابطه با ماهیت حقوقی و ثبتی سکوها

همواره از مهم‌ترین چالش‌های سیاست‌گذار در روبرویی با کسب‌وکارهای نو، چگونگی تنظیم‌گری آن در چارچوب‌های حقوقی پیش ساخته بوده است. سکوهای تأمین مالی جمعی نیز ماهیتی نوین در حوزه صنعت واسطه‌گری مالی بشمار می‌آید که محول شدن مسئولیت تنظیم‌گری آن به نهاد ناظر بازار سرمایه می‌بایست در چارچوبی که قانون برای سازمان بورس تعیین کرده است، جای گیرد. ناهماهنگی بین نهاد ناظر و تشکلهای خودانتظام و لزوم بازنگری در ساختار تنظیم‌گری و نظارتی سازمان بورس و اوراق بهادار و فراپورس ایران با توجه به نیازهای روز از جمله نکاتی است که باید بدان توجه داشت (شریفی و همکاران، ۱۴۰۳، ص ۲۸۳). تعریف سکوها بعنوان نوع جدیدی از نهادهای مالی، نهاد واسطه، عضو بورس‌ها و یا شبکه‌های معاملاتی جایگزین از جمله پیشنهادی مطرح در رابطه با تعیین تکلیف ماهیت حقوقی و ثبتی سکوها تأمین مالی جمعی در راستای توفیر مبنای قانونی لازم برای نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار بر صنعت مربوطه است که البته هر یک از آن‌ها مزیت‌ها و نقاط ضعف خاص خود را دارد.

بحث و نتیجه‌گیری

در این مطالعه به بررسی چالش‌های پیش‌روی تأمین مالی جمعی در ایران و ارائه دلالت‌های سیاستی توسعه آن پرداخته شده است. همچون مطالعات گذشته، بخش بزرگی از چالش‌های

بیان شده در این مطالعه نیز چالش‌های مرتبط با سیاست‌گذاری و تنظیم‌گری سکوهای تأمین مالی جمعی است. در این زمینه حنیف و همکاران (۲۰۲۰) به «نبود قدرت قانونی کافی در نظارت بر سرمایه‌پذیران» و «سقف پایین حداکثر اندازه طرح‌های تأمین مالی جمعی» و افقهی و پاینده (۱۴۰۲) به «توجه صرف به مدل مشارکت در دستورالعمل شورای عالی بورس»، «تکثر نهادهای تنظیم‌گر» و «آشنایی ناکافی سیاست‌گذاران و مراجع قضایی با فناوری مالی» اشاره کرده‌اند. افزون بر چالش‌های بالا، از جمله چالش‌های مطرح شده در مطالعه حاضر، چالش «دشواری دریافت مجوز تأمین مالی جمعی»، «ناکارآمدی سقف‌های سرمایه‌گذاری تعریف شده برای سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی»، «عدم بازدارندگی اعمال نظارت در برخورد با سکوهای فاقد مجوز» و «مداخله ناظر در سرمایه‌ی ثبتي سکوها و تدوین مقررات محدودکننده در رابطه با کفایت سرمایه‌ی آن‌ها» می‌توان اشاره کرد.

چالش‌های ناظر به ناکارآمدی فضای رقابت در زیست‌بوم تأمین مالی جمعی، دسته‌ای دیگر از چالش‌های استخراج شده در مطالعه حاضر است. افقهی و پاینده (۱۴۰۲) در این رابطه به «رویکرد محتاطانه نهادهای تنظیم‌گر در سایه شرایط اقتصادی-امنیتی و تجربه‌هایی چون موسسات اعتباری غیرمجاز» و «وجود حالت شبه انحصاری در مجوز فعالیت تأمین مالی جمعی» پرداخته‌اند. در این مطالعه به «عدم امکان رقابت سکوهای نوپا با ورود نهادهای مالی بزرگ»، «ورود شرکت‌های بزرگ و بالغ به عنوان طرف سرمایه‌پذیر و تعریف طرح‌هایی با اندازه و نرخ غیرقابل رقابت» و «شرایط دشوار مجوز فعالیت تأمین مالی جمعی» اشاره شده است.

دسته دیگری از چالش‌ها به مساله چالش‌های ساختاری و فنی در صنعت تأمین مالی جمعی بر سکوهای تأمین مالی جمعی تاکید کرده‌اند. در این رابطه حنیف و همکاران (۲۰۲۰) به «چالش نقدشوندگی سرمایه‌گذاری در تأمین مالی جمعی»، صادقی و همکاران (۱۴۰۰) به «خطر نشت اطلاعات از سکوها» و «خطر سوءاستفاده سکوها از اطلاعات مشتریان در سایه نبود قوانین حفاظت از داده‌های خصوصی»، عسگری و مروت و همکاران (۱۳۹۹) به «خطر گسترش تأمین مالی تروریسم» و نکویی و همکاران (۱۴۰۰) به «امکان کلاهبردی از مسیر ایجاد سکوهای غیرمجاز» و شفاعی و همکاران (۱۴۰۰) به چالش عدم تقارن اطلاعاتی در سایه حجم پایین مبالغ و عدم تخصیص سرمایه‌گذاران را مورد اشاره قرار داده‌اند. در پژوهش حاضر

افزون بر چالش‌های یادشده، به «غلبه قراردادهای با سررسید کوتاه‌مدت در بازار تأمین مالی جمعی»، «عدم توسعه الگوهای تأمین مالی جمعی مبتنی بر مشارکت نسبت به الگوهای مبتنی بر بدهی»، «کژکارکردهای ضمانت‌نامه‌های تعهدپرداخت در زیست‌بوم تأمین مالی جمعی و علامت‌دهی نامناسب به بازار پول»، «عدم بازدارندگی سازکار نظارت در برخورد با فعالیت‌های غیررسمی شکل گرفته در صنعت تأمین مالی جمعی»، «تعداد پایین سرمایه‌گذاران متخصص در تأمین مالی جمعی» و «مسئله نمایندگی مدیران سکوها تأمین مالی جمعی» مورد توجه قرار گرفته است.

«ایجاد تداخل در سیاست‌های بازار پول کشور»، «ناکارآمدی نظام ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری»، «ناکارآمدی سقف‌های سرمایه‌گذاری تعریف شده در نظر گرفته شده برای سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی»، «اصرار دستورالعمل تأمین مالی جمعی بر الگوی مشارکتی»، «عدم نقدشوندگی سرمایه‌گذاری در تأمین مالی جمعی»، «سوء استفاده از مزیت مالیاتی» و «ابهام در رابطه با ماهیت حقوقی و ثبتی سکوها» از دیگر چالش‌های ساختاری و فنی هستند که در این پژوهش به گسترده‌گی توضیح داده شده است.

چالش‌های تطابق شرعی دسته دیگری از چالش‌ها هستند. حنیف و همکاران (۲۰۲۰) به «ابهام در ماهیت سهام و اوراق بهادار مبتنی مشارکت در تأمین مالی جمعی» و «ابهام در چارچوب فعالیت و قدرت ناظر شرعی» اشاره کرده‌اند. در این پژوهش ما به «عدم توسعه و تنوع عقود فقهی متناسب با شرایط هر طرح در قراردادهای مربوطه»، «شبهه ربا و بیع‌العینه در امهال پروژه‌های تأمین مالی جمعی شده»، «شبهه افعال فضولی عامل در مدیریت استخر منابع»، «ملاحظات و چالش‌های فقهی جایگزینی سرمایه‌گذاران و توسعه بازار ثانویه»، «چالش‌های فقهی و حقوقی تثبیت نرخ در قراردادهای تأمین مالی جمعی»، «تعدد و تنوع جامعه سرمایه‌گذاران در تبعیت از مراجع تقلید با نظرات فقهی متمایز» و «چالش‌های مربوط به تأمین سرمایه در گردش در الگوهای جمع‌سپاری مبتنی بر بدهی» اشاره کرده‌ایم.

در انتهای پژوهش بعنوان جمع‌بندی می‌توان چالش‌های صنعت تأمین مالی جمعی در بازار سرمایه ایران را در قالب مضامین پایه و سازمان‌دهنده بصورت جدولی که در ادامه ارائه می‌شود، توضیح داد:

جدول ۴. جدول مضامین سه‌گانه تحلیل مضمون

مضمون فراگیر	مضامین سازمان‌دهنده	مضامین پایه
موانع توسعه و بهره‌وری صنعت تأمین مالی جمعی در بازار سرمایه ایران	موانع ساختاری و فنی در صنعت تأمین مالی جمعی	مسئله‌ی نمایندگی مدیران سکوها تأمین مالی جمعی
		تعداد پایین سرمایه‌گذاران متخصص در تأمین مالی جمعی
		عدم بازدارندگی سازکار نظارت در برخورد با فعالیت‌های غیررسمی شکل گرفته در صنعت تأمین مالی جمعی
		عدم توسعه الگوهای تأمین مالی جمعی مبتنی بر مشارکت نسبت به الگوهای مبتنی بر بلدی
		غلبه قراردادهای با سررسید کوتاه‌مدت در بازار تأمین مالی جمعی
		کژکارکردهای ضمانت‌نامه‌های تعهدپرداخت در سیستم تأمین مالی جمعی و علامت‌دهی نامناسب به بازار پول
		سو استفاده از مزیت معافیت مالیاتی طرح‌های تأمین مالی جمعی
	فقدان کارایی در حوزه‌های سیاست‌گذاری، تنظیم‌گری و عملیات بازار در صنعت تأمین مالی جمعی	عدم تقدشوندگی سرمایه‌گذاری در تأمین مالی جمعی
		اصرار دستورالعمل تأمین مالی جمعی بر الگوی مشارکتی
		ناکارآمدی سقف‌های سرمایه‌گذاری تعریف شده در نظر گرفته‌شده برای سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی
		ناکارآمدی نظام ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری
		ایجاد تداخل در سیاست‌های بازار پول کشور
		شرایط دشوار مجوز خدمات تأمین مالی جمعی
		ناکارآمدی فضای رقابت در سیستم تأمین مالی جمعی

مضمون فراگیر	مضاین سازمان‌دهنده	مضامین پایه
		عدم امکان رقابت سکوهای نو یا با ورود نهادهای مالی بزرگ
		ورود شرکت‌های بزرگ و بالغ بعنوان طرف سرمایه‌پذیر و تعریف طرح‌هایی با اندازه و نرخ غیر قابل رقابت
	عدم تطابق با شریعت در صنعت تأمین مالی جمعی	عدم توسعه و تنوع عقود فقهی متناسب با شرایط هر طرح در قراردادهای مربوطه
		شبهه ربا و یع‌العینه در امهال پروژه‌های تأمین مالی جمعی شده
		شبهه افعال فضولی عامل در مدیریت استخر منابع
		ملاحظات و چالش‌های فقهی جایگزینی سرمایه‌گذاران و توسعه بازار ثانویه
		چالش‌های فقهی و حقوقی تثبیت نرخ در قراردادهای تأمین مالی جمعی
		تعدد و تنوع جامعه سرمایه‌گذاران در تبعیت از مراجع تقلید با نظرات فقهی متمایز
		چالش‌های مربوط به تأمین سرمایه در گردش در الگوهای جمع‌سپاری مبتنی بر بدهی
		ملاحظات مربوط به اخذ جرائم دیرکرد ایفای تعهدات از متقاضی

پیشنهادهای سیاستی

بر اساس تحلیل یافته‌های حاصل از بررسی اسناد بالادستی، قوانین و مقررات مرتبط با تأمین مالی جمعی، مصاحبه با خبرگان و فعالان زیست‌بوم و همچنین تحلیل متون سیاستی، راهکارهای زیر برای رفع موانع عملکردی و توسعه تأمین مالی جمعی در ایران پیشنهاد می‌شود. گفتنی است که با توجه به اهمیت کم و بیش همه خط‌مشی‌ها در تحول سیستم‌های اجتماعی، بایستی

آمیخته‌ای از راهکارهای کلان و پویایی‌های تعاملات میان آنها مورد توجه قرار گیرد. در راهکارهایی که به شرح زیر ارائه می‌شود از نظرات خبرگان در پاسخ به پرسش‌های مصاحبه، ادبیات موضوع و البته نظر تخصصی محققین در حوزه تأمین مالی جمعی استفاده شده است:

۱. شناسایی سکوهای تأمین مالی جمعی بعنوان ششمین نوع از انواع نهادهای مالی تحت نظارت سازمان بورس؛
۲. اتخاذ رویکرد چند سطحی در عوض انحصارگرایی در تأمین مالی جمعی؛
۳. جایگزینی الگوی امین یا حسابرس برای نظارت پیشینی و پسینی بر گزارشات امکان‌سنجی طرح‌های مشارکتی و بدون ضمانت و نحوه‌ی اجرای آن‌ها در مقابل الزام به همکاری با نهادهای مالی تنها برای نظارت پیشینی بر مطالعات امکان‌سنجی همه‌ی طرح‌ها؛
۴. تدوین استانداردهای لازم در رابطه با موضوعات طرح، حداکثر میزان فروش، حداکثر سود ناخالص و حداکثر تعداد نیروی انسانی شاغل برای شرکت‌های سرمایه‌پذیر برای بدست آوردن اطمینان از تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط و دانش‌بنیان و عدم انحراف منابع خرد مردمی به شرکت‌ها و پروژه‌های بزرگ و غیردانش‌بنیان؛
۵. الزام نهادهای مالی ارزیابی‌کننده طرح‌های مشارکتی به ایفای نقش بعنوان سرمایه‌گذار متخصص پیش از سایر سرمایه‌گذاران با هدف ایجاد مسئولیت برای نهادهای ارزیابی‌کننده و افزایش کیفیت طرح‌های مشارکتی؛
۶. الزام متقاضی به ارائه تحلیل راهبردی در گزارش امکان‌سنجی طرح و الزام سکوها به اعلام ریسک‌های سرمایه‌گذاری با هدف افزایش اطلاع سرمایه‌گذاران و سرمایه‌گذاری آگاهانه؛
۷. سامان‌دهی ضمانت‌نامه‌های تعهد پرداخت و تدوین بسته مقرراتی در رابطه با الزامات و ملاحظات نهادهای صادرکننده، نرخ و سازوکار تنزیل و حد مجاز پوشش تعهدات سرمایه‌پذیر؛
۸. توسعه ارزش‌گذاری تخصصی و پذیرش انواع دارایی‌های مشهود و نامشهود کسب‌وکارهای کوچک، متوسط و دانش‌بنیان با هدف تسهیل و افزایش دسترسی این کسب‌وکارها به ضمانت‌نامه‌های اعتباری؛
۹. ظرفیت‌سازی حضور موسسات بیمه در ارائه بیمه‌های اعتباری جهت تنوع‌بخشی سازوکارهای مدیریت ریسک در بازار تأمین مالی جمعی؛

۱۰. طراحی بازار معامله ثانویه برای گواهی‌های سرمایه‌گذاری در طرح‌های تأمین مالی جمعی بر بستر سامانه معاملاتی متمرکز فرابورس ایران و یا در قالب خود سکوها (به عنوان مثال در مالزی) (Haniff et al; 2019) و فنلاند (Lukkarinen & Schwienbacher, 2023) بازارهای ثانویه بر بستر خود سکوها شکل گرفته است.؛
۱۱. اصلاح دستورالعمل تأمین مالی جمعی در راستای تعریف الگوهای تأمین مالی جمعی مبتنی بر بدهی با نرخ معین و ثابت و رفع الزام به استفاده از الگوهای مشارکتی در طرح‌های مربوطه و همچنین تغییر نام گواهی شراکت به گواهی سرمایه‌گذاری؛
۱۲. توسعه ابزاری و تدوین قراردادهای متنوع برای انواع نیازهای بنگاه‌های اقتصادی بویژه الگوهای مبتنی بر عقود مبادله‌ای با هدف تأمین سرمایه در گردش شرکت‌ها؛
۱۳. تدوین بسته فقهی شامل رهنمودها، ملاحظات و الزامات مبتنی بر شریعت برای قراردادهای تأمین مالی جمعی؛
۱۴. تدوین دستورالعمل ناظرین شرعی در بازار سرمایه، تصویب و ابلاغ آن برای نظارت شرعی نزدیک‌تر به واقعیت قراردادهای و همچنین تقویت نظارت پیشینی و پسینی در قراردادهای تأمین مالی جمعی بویژه در رابطه با نوع نیاز سرمایه‌پذیر و چگونگی مصرف منابع توسط آن؛
۱۵. برگزاری دوره‌های آموزشی مالی اسلامی برای متولیان و کارکنان سکوهای تأمین مالی جمعی؛
۱۶. ایجاد بستر قراردادهای مبتنی بر بدهی بلندمدت توسط سازمان بورس و اوراق بهادار (با توجه به صلاحیت این سازمان در تنظیم‌گری بازار بدهی)؛
۱۷. اعمال محدودیت برای ورود صندوق‌های درآمد ثابت، سهامی و مختلط سهامی برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های تأمین مالی جمعی با هدف کاهش اثرات جانبی طرح‌های مربوطه بر سیاست‌های پولی دولت و بانک مرکزی و همچنین افزایش رقابت‌پذیری و مردمی‌سازی صنعت تأمین مالی جمعی؛
۱۸. تسهیل نقش‌آفرینی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر، بخش خصوصی و بخشی در تأمین مالی جمعی با هدف افزایش تخصّص‌گرایی در سرمایه‌گذاری منابع، افزایش منابع ورودی به بازار تأمین مالی جمعی و همچنین سیگنال دهی درست به سرمایه‌گذاران خرد؛

۱۹. افزایش سقف مجاز سرمایه‌گذاری اشخاص حقیقی از ۵ درصد به ۱۰ درصد کل مبلغ تأمین مالی؛

۲۰. اعمال محدودیت برای سقف مجاز سرمایه‌گذاری اشخاص حقوقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی به اندازه‌ی ۱۰ درصد کل مبلغ تأمین مالی با هدف حفظ مردمی و خرد ماندن زیست‌بوم تأمین مالی جمعی؛

۲۱. برگزاری حراج پایانی گواهی‌های سرمایه‌گذاری (شراکت) پس از گذشت سه هفته از ارائه عمومی طرح و عدم تأمین کل مبلغ مورد نیاز متقاضی، بدون اعمال هرگونه سقف سرمایه‌گذاری برای اشخاص حقیقی و حقوقی با اولویت اشخاص حقیقی؛

۲۲. اعمال محدودیت مقرراتی برای حضور بیش از ۳۰ درصدی ذینفع واحد با متقاضی در طرف سرمایه‌گذار با هدف جلوگیری از فرار مالیاتی اشخاص و هلدینگ‌های حقوقی؛

۲۳. توسعه الگوهای بوم‌محور با استفاده از ظرفیت واسطه‌گری نهادهای محلی همچون شهرک‌های صنعتی، مناطق آزاد، پارک‌های علم و فناوری و مراکز رشد دانشگاهی؛

۲۴. ورود سکوهای تأمین مالی جمعی به بازار «پیش از عرضه اولیه»^۱.

References

- Abedi Jafari, H; Taslimi, M. S; Faqihi and Sheikhzadeh, M. (1390). Theme analysis and theme network: a simple and efficient way to explain patterns in qualitative data. *Strategic Management Thought*, 10(2), 151-198. (In Persian).
- Afghahi, Seyyed Mohammad (2023). Financing companies from idea to maturity. Islamic Council Research Center (In Persian).
- Afghahi, Seyyed Mohammad, Shahidi Nasab, Mostafa and Mohammad Hossein Qavam (2023). Pathology and presentation of the supply chain model of non-bank microfinance in the country, scientific and research quarterly of Islamic economics (In Persian).
- Armour, J; Awrey, D; Davies, P; Enriques, L; Gordon, J. N; Mayer, C. P; Payne, J; & Davies, P. L. (2016). Principles of financial regulation (First edition). Oxford University Press.
- Belleflamme, p. lambert & schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: tapping the right crowd. *Journal of business venturing*, 29(5), 585-609.
- Blaikie, N. W. H. (2009). Designing social research: The logic of anticipation (2nd ed). Polity Press.
- Chinese University of Hong Kong, Keongtae, K; Visawanathan, S; & University of Maryland. (2019). The Experts in the Crowd: The Role of Experienced Investors in a Crowdfunding Market. *MIS Quarterly*, 43(2), 347-372. <https://doi.org/10.25300/MISQ/2019/13758>
- Cumming, D; & Johan, S. (2013). Demand-driven securities regulation: Evidence from crowdfunding. *Venture Capital*, vol 15, issue 4, pp361- 379
- De Buysere, K, Gajda, O, Kleverlann, R, Marom, D & Klase, M. (2012). A framework for European crowdfunding, European crowdfunding network, 31-34.
- Derfleitner, J; Hornoff, L; Schmidt and Weber, M. (2019). Fintech in Germany. Imam Sadiq University, peace be upon him. (In Persian).
- Dresner, S. (2014). Crowdfunding: a guide to raising capital on the internet. John Wiley & Sons
- Freedman, David M; Nutting, Matthew. R. (2015). Equity crowdfunding for investor. New Jersey: Wiley.
- Gabison, Garry. A. (2015), understanding crowdfunding and its regulation, JRC science and policy report: European commission.
- Ghorbani Kutnai, Nasteri (2014). Studying and investigating the factors affecting the success of crowdfunding projects, under the guidance of Reza Samizadeh, master's thesis in the field of industries, Faculty of Engineering, Al-Zahra University. (In Persian).
- Guest, G; MacQueen, K; & Namey, E. (2012). Applied Thematic Analysis. Sage Publications.

- Haji Gholam Saryazdi, Ali; Rajabzadeh Qatari, Ali; Mashayekhi, Alinaghi; Hasanzadeh, Alireza (2017). Presenting the ecological model of crowdfunding business in Iran. *Scientific Research Journal of Business Management Explorations*, 10th year, 19th issue, spring and summer, 307-342 (In Persian).
- Haji Gholam Saryazdi, Ali; Rajabzadeh Qatari, Ali; Mashayikhi, Alinaghi; Hassanzadeh, Alireza (2019). Designing the dynamics model of the collective financing system in Iran. *New Researches in Decision Making*, Volume 5, Number 2, Summer, 49-80 (In Persian).
- Haniff, W. A. A. W; Halim, A. H. A; & Ismail, R. (2019). Equity Crowdfunding in Malaysia: Legal and Sharia Challenges. *International Journal of Asian Social Science*, 9(8), 450-460. <https://doi.org/10.18488/journal.1.2019.98.450.460>
- Hemer, Joachim.(2011). A Snapshot on Crowdfunding. Germany: Fraunhofer Institute for Systems and Innovation Research ISI No. R2/2011 - Havrylchuk, Olena(2018), Regulatory framework for the loan-based crowdfunding platforms,OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) Economics Department Working Papers No. 1513 .
- Higher Institute of Banking Education (In Persian).
- Johan, S; & Zhang, Y. (2020). Quality revealing versus overstating in equity crowdfunding. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101741. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101741>
- King, N; & Horrocks, C. (2010). Interviews in qualitative research. Sage Publications.
- Kleverlaan, R; Wenzlaff, K; Zhao, Y; van de Glind, P; & Roux, E. (2021). Current State of Crowdfunding in Europe. CrowdfundingHub.
- Lukkarinen, A; & Schwienbacher, A. (2023). Secondary market listings in equity crowdfunding: The missing link? *Research Policy*, 52(1), 104648. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2022.104648>
- Mazaheri, Masouma; Younis Lashgari, Azam (2017). The transfer of interest bonds in the financial markets: critiques and providing new solutions by mentioning Imam Khomeini's jurisprudential opinions. *Matin Research Journal*, 20th year, number 81, winter, 115-141 (In Persian).
- Mohammadi Aghdam, Saeed and Karimiriz (2016). Designing a collective financing model based on bank debt in the framework of the usury-free banking model. *Bi-Quarterly Journal of Iranian Economic Studies*, Year 14, Number 28, Fall and Winter, 173-204. (In Persian).
- Mollakrimi, fereshteh; Raghebi, Mohammad Ali (2018). The criteria for identifying the conditions contrary to the contract in partnership contracts. *Scientific Research Quarterly of Islamic Economics*. 19th year No. 74. Summer, 113-89. (In Persian).
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of business venturing*, Vol29, Issue 1, 1-16

- Naderi, Morteza; Shirazi's gaze, Atusa; Rafia, Reza (2019). The principles of studying the feasibility of investment plans. Tehran. (In Persian).
- Naseri Manshadi, Amir Mohammad; Samavatian, Ali Akbar (2022). Collective financing of small and medium enterprises; Advantages, disadvantages and challenges. The 3rd National Conference on Management, Economics and Islamic Sciences, Khordad, Tehran (In Persian).
- Nazarpour, Mohammad Naqi; Malakrimi, Angel. (2014). Examining the civil partnership contract of the central bank from the point of view of jurisprudence. *Islamic Economy*, 15(57), 137-166 (In Persian).
- Nekui, Vahid; Hasanzadeh Sarvestani, Hossein; Soleimani, Muhammad (1400). Investigating the collective financing participation model of start-up businesses and micro-enterprises in Iran's economy. *Development Strategy Quarterly*, 17th year, number 1 (65 consecutive), Spring, 194-219. (In Persian).
- Nows, D. (2022). The Local Nature of Equity Crowdfunding. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 24 (2).
- Ordanini,A, Miceli,L, Pizzetti,M & Parasuraman,A.(2011). Crowdfunding: transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of service management*, 22(4), 443-470.
- Payandeh, Reza and Afghahi, Seyyed Mohammad (2022). Governance of fintech ecosystems: systemic issues and development solutions in Iran. *Science and Technology Policy*, 57(16), 17-34. (In Persian).
- Sadeghi, Hossein; Azari, Hamida; Nasser, Mehdi (1400). Legal frameworks of crowdfunding of start-up businesses and solutions to its challenges: requirements and policies. *Development Strategy Quarterly*, 17th year, number 1 (65 consecutive), Spring, 41-78. (In Persian).
- Shafai, Reza; Ebrahimi Sarovalia, Mohammad Hassan; Peymani, Muslim (2021). Signals motivating participation in equity crowdfunding in Iran. *Scientific journal of innovation management*, 10th year, number 2, summer, 113-138 (In Persian).
- Shakeri Shamsi, Mohammad Jamal; Tawakli; Mohammad Javad. (2017). Analysis of the nature of partnership contracts. The twenty-seventh year. Number ten Consecutive 253. D. 51-60 (In Persian).
- Sharifi, Masoud, MohamadHosein Ghavam, and Ali Salehabadi. 2024. "The Regulatory Framework of the Securities and Exchange Organization in Relation to Selfregulatory Organizations in the Capital Market of the Islamic Republic of Iran." *Journal of Securities Exchange* 16 (special issue): 247–86. <https://doi.org/10.22034/jse.2024.12341.2213>. (In Persian).
- Soltani, Mohammad; Haddadi, Shahrazad. (2016). Legal and economic analysis of certain profit in banking mudaraba. *Judicial Law Journal*, 81(99), 169-199. (In Persian).

- Stewart C. Myers, 1993. "Still Searching for Optimal Capital Structure," *Journal of Applied Corporate Finance*, *Morgan Stanley*, vol. 6(1), pages 4-14, March
- Tahmasebi, Farhad (2016). A comparative study of the rules governing crowdfunding in order to support innovative and entrepreneurial companies in selected countries and offer a proposal for Iran. Saeed Zarandi, master's thesis in the field of entrepreneurship, organizational orientation, Allameh Tabatabai University, *Faculty of Management and Accounting*. (In Persian).
- Tajik, Amir, Asef Karimi, mohammad ghaffari, and hamidreza yazdani. 2023. "Investigating Crowdfunding Research Evolution Using Bibliometric Analysis and Visualization." *Journal of Securities Exchange* 16 (63): 195–222. <https://doi.org/10.22034/jse.2022.11974.1985>. (In Persian).
- Zarandi, Saeed; Afsharpour, Mohsen; Asakere, Sajad (2014). A comparative study of the business models and work of the top crowdfunding platforms in the world. *Technology Development Management Quarterly*, Volume 3, Number 2, Autumn, 127-150 (In Persian).