

## Identifying Factors Influencing the Participation of Individual and Institutional Investors in Business Crowdfunding Campaigns

Hamed Bashokouh Ajirlou<sup>1✉</sup> | Mohammad Solgi<sup>2</sup>

1. Corresponding Author, Department of Financial Management, Faculty of Management and Economics, Imam Hossein (AS) University, Tehran, Iran. E-mail: [hamedbashokooh@gmail.com](mailto:hamedbashokooh@gmail.com)
2. Department of Financial Management, Faculty of Management and Economics, Imam Hossein (AS) University, Tehran, Iran. E-mail: [Kpmsolgi@ihu.ac.ir](mailto:Kpmsolgi@ihu.ac.ir)

### Article Info

### ABSTRACT

**Article type:**  
Research Article

**Article history:**

Received:  
23. 07. 2024  
Revised:  
15. 03. 2025  
Accepted:  
18. 03. 2025

**Keywords:**

Crowdfunding,  
Institutional Investors,  
Individual Investors,  
Start-up Ventures.

**Introduction:** Securing adequate financial resources remains one of the most critical challenges confronting start-up ventures. Crowdfunding has emerged as a novel entrepreneurial financing mechanism, the success of which is contingent upon the interplay of investor behavior, platform characteristics, and project owners' attributes. This study aims to identify and prioritize the factors influencing the participation of both individual (retail) and institutional investors in crowdfunding campaigns.

**Methodology:** A mixed-methods approach (qualitative-quantitative) was employed to identify the influencing factors. In the qualitative phase, initial factors were extracted through a comprehensive review of theoretical literature and prior research, followed by semi-structured interviews with domain experts. Subsequently, in the quantitative phase, the finalized factors were identified and ranked using a fuzzy Delphi technique administered via a survey strategy.

**Findings:** The analysis revealed 22 basic themes, which were organized into five overarching organizing themes: entrepreneurial characteristics, project characteristics, crowdfunding platform characteristics, investor characteristics, and the macroeconomic environment. These were identified as the primary influencing factors. Ultimately, 21 themes were validated for individual investors, while 18 themes were confirmed for institutional investors. The findings further indicated that project profitability, risk tolerance, and political conditions constitute the most salient factors affecting individual investor participation. In contrast, parallel market returns, inflation, project risk, and collateral requirements emerged as the predominant determinants of institutional investor engagement.

**Conclusion / Implications:** This research offers actionable insights for crowdfunding platform managers seeking to enhance the likelihood of campaign success. Given that geographic location does not significantly influence investor participation, platforms can effectively source projects from across the country and mobilize both individual and institutional capital. Moreover, the findings underscore that platform managers should tailor their negotiation strategies accordingly: when engaging with institutional investors, emphasis should be placed on collateral structures, parallel market returns vis-à-vis project profitability, and project risk assessments. Conversely, when negotiating with individual investors, managers should prioritize project profitability, investors' risk tolerance, and comparative returns from alternative investment channels. By adopting such differentiated strategies, crowdfunding platforms can substantially improve their prospects for successful capital mobilization.

### Cite this article:

Bashokouh Ajirlou, H., & Solgi, M. (2026). Identifying Factors Influencing the Participation of Individual and Institutional Investors in Business Crowdfunding Campaigns. *Journal of Entrepreneurship Research*, 5 (1), 25-44.  
DOI: <https://doi.org/10.22034/jer.2025.2034946.1152>



© The Author(s).

**Publisher:** Ilam University Press.

## شناسایی عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی کسب‌وکار

حامد باشکوه اجیرلو<sup>۱</sup> | محمد سلگی<sup>۲</sup>

۱. نویسنده مسئول، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه جامع امام حسین (ع)، تهران، ایران. رایانامه: Hamedbashokooh@gmail.com

۲. گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه جامع امام حسین (ع)، تهران، ایران. رایانامه: Kpmsolgi@ihu.ac.ir

### چکیده

### اطلاعات مقاله

**مقدمه:** یکی از مهم‌ترین چالش‌های کسب‌وکارهای نوپا، تأمین منابع مالی است. تأمین مالی جمعی به‌عنوان یکی از روش‌های نوین تأمین مالی کارآفرینانه، موفقیت خود را مرهون تعامل سه‌گانه‌ی سرمایه‌گذاران، سکوی تأمین مالی جمعی و صاحبان طرح می‌داند. بر این اساس، پژوهش حاضر با هدف شناسایی و بررسی عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی انجام شده است.

**روش‌شناسی:** برای شناسایی عوامل اثرگذار، از رویکرد ترکیبی (کیفی-کمی) بهره گرفته شد. بر این اساس، در بخش کیفی ابتدا با مطالعه ادبیات نظری و پیشینه پژوهش و سپس مصاحبه با خبرگان، عوامل اولیه شناسایی شدند. در بخش کمی نیز با استفاده از راهبرد پیمایشی از نوع دلفی فازی، عوامل اثرگذار نهایی شناسایی و رتبه‌بندی گردیدند.

**یافته‌ها:** نتایج، ۲۲ مضمون پایه را در قالب پنج مضمون سازمان دهنده شامل ویژگی کارآفرین، ویژگی طرح، ویژگی سکوی تأمین مالی جمعی، ویژگی سرمایه‌گذاران و محیط کلان اقتصادی، به‌عنوان عوامل اثرگذار اولیه معرفی می‌کند. در نهایت، ۲۱ مضمون برای سرمایه‌گذاران حقیقی و ۱۸ مضمون برای سرمایه‌گذاران حقوقی تأیید شد. همچنین نتایج نشان داد که سود طرح، ریسک‌پذیری و اوضاع سیاسی از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی و بازدهی بازارهای موازی، تورم، ریسک طرح و تضامین از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقوقی هستند.

**نتیجه‌گیری / دستاوردها:** این پژوهش می‌تواند حاوی پیشنهادهای کاربردی برای مدیران سکوهای تأمین مالی جمعی در جهت افزایش احتمال موفقیت طرح‌های تأمین مالی جمعی باشد. از آنجا که عامل جغرافیا بر مشارکت سرمایه‌گذاران در طرح‌های تأمین مالی جمعی تأثیری ندارد، سکوها می‌توانند از نقاط مختلف کشور، طرح‌ها را با کمک سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی تأمین مالی کنند. افزون بر موارد گفته شده، با توجه به اینکه عوامل تضامین، بازدهی بازارهای موازی، ریسک طرح و تورم از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقوقی و عوامل سود طرح، ریسک‌پذیری، اوضاع سیاسی، بازدهی بازارهای موازی و تورم مؤثرترین عوامل تأثیرگذار بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی هستند، مدیران سکوها می‌توانند در مذاکره‌های خود با اشخاص حقیقی و حقوقی برای سرمایه‌گذاری، این موارد را مد نظر قرار دهند تا مذاکرات به مشارکت سرمایه‌گذاران در طرح‌های تأمین مالی جمعی بینجامد؛ بنابراین، در مذاکرات سکوها تأمین مالی جمعی با اشخاص حقوقی باید بیشتر به نوع ضمانت، بازدهی بازارهای موازی و مقایسه آن با سود طرح و ریسک‌های طرح پرداخته شود. در مقابل، در مذاکره با اشخاص حقیقی، مدیران سکوها باید توجه خود را بیشتر بر میزان سود طرح، ریسک‌پذیری آنان و بازدهی بازارهای موازی معطوف سازند تا از این طریق بتوانند موفقیت سکوها را در تأمین مالی موفق طرح‌ها رقم بزنند.

### نوع مقاله:

مقاله علمی- پژوهشی

### تاریخ دریافت:

۱۴۰۳/۰۵/۰۲

### تاریخ بازنگری:

۱۴۰۳/۱۲/۲۵

### تاریخ پذیرش:

۱۴۰۳/۱۲/۲۸

### کلیدواژه‌ها:

تأمین مالی جمعی،  
سرمایه‌گذاران حقوقی،  
سرمایه‌گذاران حقیقی،  
کسب‌وکارهای نوپا.

باشکوه اجیرلو، حامد. و سلگی، محمد. (۱۴۰۵). شناسایی عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی کسب‌وکار. *مجله پژوهش‌های کارآفرینی*، ۵ (۱)، ۴۴-۲۵.

DOI: <https://doi.org/10.22034/jer.2025.2034946.1152>

ناشر: انتشارات دانشگاه ایلام

© نویسندگان.



## مقدمه

دسترسی به منابع مالی، همواره یکی از چالش‌های بنیادین کارآفرینان بوده است. بر اساس گزارش دیدبان جهانی کارآفرینی<sup>۱</sup> (۲۰۲۱)، نرخ شکست کسب‌وکارهای نوپا در ایران به ۱۷/۷ درصد رسیده و مطالعات بانک مرکزی ایران<sup>۲</sup> نشان می‌دهد که تأمین مالی، ۳۶ درصد از مشکلات بنگاه‌های کوچک و متوسط را تشکیل می‌دهد (Shah Tahmasbi et al., 2013)؛ بنابراین، تأمین منابع مالی همچنان یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های کارآفرینان محسوب می‌شود. در این راستا، استارت‌آپ‌ها<sup>۳</sup> گزینه‌های محدودی برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود دارند و شیوه‌های تأمین مالی سنتی از جمله منابع شخصی کارآفرین، دوستان و آشنایان برای توسعه فعالیت این کسب‌وکارها ناچیز است. همچنین شرایط اجتناب‌ناپذیری مانند فقدان سابقه کاری، نبود گردش مالی مناسب، عدم ثبات درآمدی و فقدان برند معتبر، مانع از آن می‌شود که این نوع بنگاه‌ها بتوانند منابع مالی مورد نیاز خود را از طریق بازار سرمایه یا بازار پول تأمین نمایند (Shafai et al., 2021). دسترسی محدود به منابع مالی مورد نیاز برای شروع و توسعه کسب‌وکارهای نوپا، کارآفرینان را ناچار کرده است که به دنبال جست‌وجوی شیوه‌های جایگزین برای تأمین مالی باشند (Liang et al., 2019). فراتر از شیوه‌های تأمین مالی سنتی مانند بانک‌ها، فرشتگان کسب‌وکار و شرکت‌های سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر، روش جدیدی برای تأمین مالی در سال‌های اخیر ایجاد شده است که به صورت برخط، پول برای کسب‌وکارهای نوپا جمع‌آوری می‌کند. این شکل از جذب سرمایه که تأمین مالی جمعی<sup>۴</sup> نامیده می‌شود، به شرکت‌های نوپا و کارآفرینان کمک می‌کند تا با تماس مستقیم از طریق اینترنت، به جمع‌آوری سرمایه مورد نیاز خود از جمعیت زیاد مردم مبادرت ورزند (Schwienbacher & Larralde, 2012). تأمین مالی جمعی به عنوان «تلاش‌های افراد و گروه‌های کارآفرینی از بستر اینترنت و بدون دخالت واسطه و نهادهای مالی، برای تأمین منابع مالی برای فعالیت‌های مدنظر خود با استفاده از حمایت‌های مالی نسبتاً کوچک از تعداد نسبتاً زیادی از افراد (سرمایه‌گذار)» تعریف می‌شود (Mollik, 2014). در عصر حاضر، به دلیل رشد چشمگیر استفاده از شبکه اینترنت توسط جوامع، وب، رکودهای اقتصادی، ریسک بالا و مخاطره‌پذیری استارت‌آپ‌ها و لزوم تأمین منابع مالی مورد نیاز سوی آن‌ها، تأمین مالی جمعی از رشد نسبتاً زیادی برخوردار است (Bruton et al., 2015; Farokhizadeh et al., 2019). در سطح جهانی، میزان تأمین مالی جمعی در سال ۲۰۲۳ دارای ارزش ۱۱/۹۸ میلیارد دلار بوده است (Learnbonds.com, 2023) و انتظار می‌رود تا سال ۲۰۲۵ به ارزش ۹۶ میلیارد دلار برسد (World Bank, 2015). با این وجود، رشد تأمین مالی جمعی در ایران محدود بوده و حجم تأمین مالی جمعی در ایران برای سال ۱۴۰۲ حدود ۳۲۰۰ میلیارد تومان تخمین زده می‌شود که ۰/۰۴ حجم کل تأمین مالی اقتصاد ایران را تشکیل می‌دهد. حال مسئله اصلی در این زمینه این است که چرا تأمین مالی جمعی به عنوان یک ابزار تأمین مالی، به طور گسترده مورد اقبال سرمایه‌گذاران قرار نمی‌گیرد. برای پاسخ به این سؤال، شناسایی عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران گامی اساسی است.

پژوهش‌های گذشته عموماً عوامل مؤثر بر مشارکت در طرح‌های تأمین مالی جمعی را از نگاه کارآفرینان و سرمایه‌گذاران حقیقی<sup>۵</sup> بررسی کرده‌اند. از جمله این پژوهش‌ها می‌توان به پژوهش‌های ازنب و همکاران (Aznab et al., 2021)، جعفری و پورزنجان (Jafari & Porzanjani, 2022)، چیت‌سازان و پوربصیر (Chitsazan & Pourbasir, 2022)، رجعتی و همکاران (Rajati et al., 2023)، کوچ و سیئرینگ (Koch & Siering, 2015)، سینت‌جان و همکاران (Jeremy et al., 2022)، کوردوا و همکاران (Cordova et al., 2015)، ژانگ و همکاران (Zhang et al., 2019)، بیر و واگنر (Beier & Wagner, 2015) و برتشنایدر و همکاران (Bretschneider et al., 2014) اشاره کرد. در این پژوهش‌ها عموماً عوامل مؤثر بر مشارکت در

<sup>۱</sup> Global Entrepreneurship Monitor (GEM)

<sup>۲</sup> Central Bank of Iran

<sup>۳</sup> Startup

<sup>۴</sup> Crowdfunding Platform (CFP)

<sup>۵</sup> Individual Investor

طرح‌های تأمین مالی جمعی از نگاه کارآفرینان و سرمایه‌گذاران حقیقی به صورت کلی بررسی شده است. این پژوهشگران عواملی مانند ویژگی‌های پروژه (Ba et al., 2021; Maier et al., 2023; Herd et al., 2022)، مدت زمان فراخوان (Crosetto & Renger, 2014)، مبلغ هدف (Liu et al., 2020)، اعتماد (Duan et al., 2020)، محل جغرافیایی پروژه (Ma, 2023; Lin & Viswanathan, 2016)، رسانه و شبکه‌های اجتماعی (Li et al., 2020) و غیره را از عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی دانسته‌اند؛ اما با عنایت به اینکه سرمایه‌گذاران در طرح‌های تأمین مالی جمعی اشخاص حقیقی و حقوقی هستند، عوامل مؤثر بر مشارکت در طرح‌های تأمین مالی جمعی از دیدگاه سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی متفاوت خواهد بود. رویکرد یکسان در مورد عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقوقی<sup>۱</sup> و حقیقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی، تمرکز بر مؤلفه‌های محدود و عدم تعیین ارتباط بین عوامل مؤثر بر مشارکت حامیان در طرح‌های تأمین مالی جمعی، از جمله اساسی‌ترین خلأهای پژوهش‌های فوق‌الذکر محسوب می‌شود.

موفقیت طرح‌های تأمین مالی جمعی از دیدگاه سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی، سکوی تأمین مالی جمعی و صاحبان طرح حائز اهمیت است. از دیدگاه سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی، آن‌ها با شناخت عوامل مؤثر می‌توانند سرمایه‌گذاری مناسبی در صنعت داشته باشند. از طرف سکو، موفقیت پروژه‌های تأمین مالی جمعی منجر به افزایش اعتماد مردم و همچنین بهبود درآمد آن‌ها خواهد شد. از دیدگاه متقاضیان سرمایه نیز با موفقیت طرح، به وجوه مورد نیاز خود دسترسی پیدا خواهند کرد. از این‌رو، هدف پژوهش ترکیبی حاضر، شناسایی عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران به تفکیک حامیان حقیقی و حقوقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی است. این پژوهش از دو طریق به توسعه ادبیات موضوع کمک خواهد کرد: نخست، شناسایی، دسته‌بندی و ارزیابی عوامل اثرگذار بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی؛ دوم، ارائه پیشنهادهایی در جهت افزایش موفقیت طرح‌های تأمین مالی جمعی از طریق مدیریت عوامل اثرگذار. با توجه به اهمیت موضوع و خلأ پژوهشی موجود، به‌ویژه در زمینه تفکیک عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی، این پژوهش با هدف شناسایی، دسته‌بندی و اولویت‌بندی عوامل اثرگذار بر مشارکت این دو گروه در طرح‌های تأمین مالی جمعی انجام شده است تا بتواند با ارائه رهنمودهای عملی، به افزایش موفقیت این طرح‌ها و توسعه تأمین مالی جمعی در کشور کمک کند.

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### تأمین مالی جمعی

تأمین مالی از طریق جمع‌سپاری<sup>۲</sup>، نخستین بار برای ساخت مجسمه آزادی ایالات متحده آمریکا مورد استفاده قرار گرفت و به‌کارگیری اصطلاح تأمین مالی جمعی را می‌توان پس از ظهور جمع‌سپاری دانست. جمع‌سپاری به‌عنوان «برون‌سپاری کار، فعالیت یا وظیفه‌ای به جمعیت انبوه از مردم به‌وسیله‌ی شبکه گسترده‌ای از افراد غیرمعین در فراخوان عمومی<sup>۳</sup>» تعریف می‌شود (Howe, 2006). تأمین مالی جمعی در واقع فرآیندی است که طی آن متقاضیان سرمایه از طریق سکوه‌های تأمین مالی جمعی و بدون نهادهای مالی واسطه، منابع مالی مورد نیاز خود را در ازای پاداش، سود، بهره یا بلاعوض، از جمعیت انبوه مردم دریافت می‌کنند. در تأمین مالی جمعی، مردم جامعه به‌عنوان منبعی برای تأمین مالی محسوب می‌شوند. صاحبان ایده و کارآفرینانی که فاقد منابع مالی لازم برای توسعه یا شروع کسب‌وکار خود هستند، می‌توانند با کمک گرفتن از زیرساخت‌های فناورانه، بدون اتلاف هزینه و زمان و به‌دور از بوروکراسی‌های تأمین مالی از بانک، سرمایه مورد نیاز خود را از بستر اینترنت جمع‌آوری نمایند (Ernest & Young, 2013). دلیل ظهور و گسترش تأمین مالی جمعی را می‌توان بحران مالی ۲۰۰۸ دانست؛ زیرا در آن زمان، عدم تمایل بانک‌ها برای وام‌دهی به کسب‌وکارهای نوپا، کارآفرینان را به نوآوری در تأمین مالی واداشت تا جایگزین مناسبی

<sup>۱</sup> Institutional Investor

<sup>۲</sup> Crowdsourcing

<sup>۳</sup> Open Call

برای تأمین مالی خود بیابند. تأمین مالی جمعی با گردآوری سرمایه برای بسیاری از کسب‌وکارهای نوپا، می‌تواند به توسعه اقتصادی کشورها و همچنین افزایش نرخ اشتغال در آن‌ها کمک شایانی کند (Stangler & Litan, 2009). با وجود اینکه مردم تصویری کلی از تأمین مالی جمعی دارند، اما این روش دارای چهار مدل اصلی اهدا<sup>۱</sup>، پاداش<sup>۲</sup>، وام<sup>۳</sup> و سهام<sup>۴</sup> می‌باشد:

❖ **مدل اهدا:** این مدل از تأمین مالی جمعی بیشتر شبیه حمایت‌های خیریه‌ای و آیین گلریزان در ایران است. در این مدل، افراد منابع مالی خود را بدون هیچ چشم‌داشتی در اختیار طرح‌های اجتماعی و خیریه‌ای قرار می‌دهند. سکوهایی تأمین مالی جمعی (GoFundMe، JustGiving، Causes) و (Crowdrise)، از جمله سکوهایی هستند که با مدل اهدا فعالیت می‌کنند.

❖ **مدل پاداش:** در مدل پاداش، متقاضی سرمایه به حامیان و سرمایه‌گذاران خود پاداشی ملموس و اغلب غیرمالی پرداخت می‌کند (Hossain & Oparaocha, 2017). پاداش سرمایه‌گذاران در این نوع از تأمین مالی جمعی می‌تواند شامل مواردی همچون پیش‌خرید محصول، هدیه نمادین و ... باشد.

❖ **مدل وام:** در مدل وام، سرمایه مورد نیاز شخص کارآفرین از سرمایه خرد مردم جمع‌آوری شده و سود آن در سررسید یا سررسیدهای معین و اصل وام‌های خرد نیز در انتهای پروژه به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود.

❖ **مدل سهام:** در این مدل، سرمایه‌گذاران در ازای مشارکت خود، سهام شرکت را دریافت می‌کنند که معرف مالکیت دارنده آن در شرکت بوده و دارای حق رأی، دریافت سود و سایر موارد مشابه بر اساس توافق بین کارآفرین و سرمایه‌گذاران در شرکت می‌باشد.

تأمین مالی جمعی حداقل دارای سه بازیگر اصلی است: سرمایه‌گذاران یا حامیان که همان مشارکت‌کنندگان در طرح‌های تأمین مالی جمعی هستند و بر دو نوع سرمایه‌گذاران حقیقی و سرمایه‌گذاران حقوقی تقسیم می‌شوند؛ سرمایه‌پذیران یا متقاضیان سرمایه که به‌عنوان درخواست‌کننده وجه، به تأمین مالی برای طرح خود از طریق سکوهایی تأمین مالی جمعی اقدام می‌کنند (Haji Haj Gholam Serizdi et al., 2019) و سکوی ارائه دهنده خدمات تأمین مالی جمعی که به‌عنوان درگاه پرداخت فعالیت می‌کنند. این سکوها، کسب‌وکارهای انتفاعی هستند و کارمزدی با درصد معین از مبلغ جمع‌آوری شده برای طرح دریافت می‌کنند (Mohammad Kazemi et al., 2019). در این میان، موفقیت‌آمیز بودن طرح‌های تأمین مالی جمعی می‌تواند شامل تکمیل (اجرا) موفقیت‌آمیز طرح‌های پیشنهادی یا تأمین مالی موفقیت‌آمیز آن در سکوهایی تأمین مالی جمعی باشد. در این پژوهش، موفقیت طرح‌های تأمین مالی جمعی به‌عنوان تأمین مالی موفق طرح در سکو در نظر گرفته شده است. این موفقیت زمانی حاصل می‌شود که مقدار پول تعهد شده توسط افراد از مبلغ هدف (مبلغ درخواستی) فراتر رود. برای همه بازیگران تأمین مالی جمعی، موفقیت طرح‌ها حائز اهمیت است و طبق پژوهش‌های انجام‌شده، نرخ موفقیت در طرح‌های تأمین مالی جمعی در اکثر سکوهایی تأمین مالی جمعی کمتر از ۵۰ درصد بوده که در سال‌های اخیر روند کاهشی داشته است (Massolution, 2015). همچنین عوامل متعددی بر موفقیت طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی تأثیر می‌گذارند که در این میان، رفتار و انگیزه سرمایه‌گذاران نقش اساسی و مهمی دارد. سرمایه‌گذارانی که به خدمت یا محصولی علاقه‌مند هستند، به دو علت در توسعه طرح‌ها مشارکت می‌کنند: (۱) طرح بتواند به هدف مالی خود برسد و (۲) سرمایه‌گذار با داشتن سهم در کالا و خدمات تولیدی طرح، از منافع مالی و غیرمالی آن بهره‌مند شود (Martins et al., 2015; Cumming & Johan, 2013).

<sup>۱</sup> Donate Model

<sup>۲</sup> Reward Model

<sup>۳</sup> Lending Model

<sup>۴</sup> Equity Model

### تأمین‌کنندگان منابع مالی جمعی

تأمین‌کننده یا سرمایه‌گذار به‌عنوان شخص حقوقی یا حقیقی تأمین‌کننده منابع مالی مورد نیاز متقاضی سرمایه تعریف می‌شود. سرمایه‌گذاران حقیقی<sup>۱</sup> افرادی هستند که به سرمایه‌گذاری برای خود مشغول هستند، حجم سرمایه‌گذاری آن‌ها اندک بوده و سرمایه‌گذاری را برای فرد دیگر یا شرکت انجام نمی‌دهند. سرمایه‌گذاران حقوقی<sup>۲</sup> نیز فرد یا سازمانی هستند که در حجم بسیار بالا سرمایه‌گذاری می‌نمایند. بانک‌ها، صندوق‌های پژوهش و فناوری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر به‌عنوان مهم‌ترین سرمایه‌گذاران حقوقی شناخته می‌شوند. طبق ماده ۱۲ دستورالعمل تأمین مالی جمعی مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار در ۲۵ اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۷، حداکثر مبلغ قابل تأمین توسط شخص حقیقی، حداکثر به میزان پنج درصد از کل مبلغ هر طرح است. ملاحظه می‌شود که میزان سرمایه‌گذاری اشخاص حقیقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی محدود است، اما برای میزان سرمایه‌گذاری اشخاص حقوقی سقفی تعیین نشده است؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران حقوقی می‌توانند تا ۱۰۰ درصد مبلغ درخواستی طرح سرمایه‌گذاری نمایند (Iran Fara Bourse, 2018). با در نظر گرفتن موارد گفته شده، سرمایه‌گذاران حقوقی دارای ظرفیت بالقوه بالایی هستند که با شناخت و آگاهی از عوامل مؤثر بر مشارکت آن‌ها در طرح‌های تأمین مالی جمعی، می‌توان این ظرفیت بالقوه را به بالفعل تبدیل نمود. شناسایی عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران به تفکیک سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی، خلأ پژوهش‌های انجام شده است و پژوهش حاضر در نظر دارد به تبیین این عوامل بپردازد.

### پیشینه پژوهش

در زمینه بررسی عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران در طرح‌های تأمین مالی جمعی در داخل کشور، پژوهش‌های اندکی انجام شده است که در ادامه به آن‌ها پرداخته می‌شود. ازنب و همکاران (Aznab et al., 2021) در تحقیقی به شناسایی عوامل تأثیرگذار بر موفقیت رفتار تأمین مالی جمعی پرداخته و متوجه شدند که عواملی مانند عوامل جمعیتی، عوامل شناختی و عوامل تأثیرگذار بر پروژه، جزو عوامل مؤثر بر موفقیت رفتار تأمین مالی جمعی هستند. در تحقیقی دیگر که توسط جعفری و پورزنجانی (Jafari & Pourzanjani, 2022) انجام شد، محققان دریافتند که متغیرهای شهرت یا اعتبار، مزایای روان‌شناختی، اثربخشی، آگاهی از نیاز و نوع‌دوستی از جمله عواملی هستند که به‌طور مستقیم و همچنین از طریق اعتماد به صاحب ایده و مؤسسه، بر تمایل افراد برای مشارکت در طرح‌های تأمین مالی جمعی مؤثرند. چیت‌سازان و پوربصیر (Chitsazan & Pourbasir, 2022) به تبیین عوامل مؤثر بر قصد مشارکت مالی حامیان در سکوهای تأمین مالی جمعی پرداختند. یافته‌های تحقیق آن‌ها نشان داد که عامل اعتماد و سودمندی ادراک شده بر قصد مشارکت حامیان در سکوهای تأمین مالی جمعی تأثیر مثبت دارد. همچنین ارزش‌های مشترک حامیان با صاحبان پروژه از طریق بالا بردن اعتماد حامیان بر قصد مشارکت تأثیر دارد و در نهایت، تأثیر عواملی مانند تضمین ساختاری و ارتباط بر قصد مشارکت حامیان مردود گردید. یحیائی و همکاران (Yahyai et al., 2021) در تحقیقی با عنوان ارائه مدل عوامل مؤثر بر موفقیت پروژه‌های تأمین مالی جمعی در حوزه سلامت، دریافتند که عوامل مشاوره‌های تخصصی به کارآفرینان حوزه سلامت، تحصیلات و تخصص کارآفرین، تجربیات پیشین کارآفرین در حوزه سلامت، اثرات زیست‌محیطی پروژه و کیفیت پروژه تعریف شده، به‌ترتیب بالاترین میزان تأثیر را بر موفقیت پروژه‌های تأمین مالی جمعی در حوزه سلامت دارند. تحقیقی که توسط مبشراد و قنبرطهرانی (Mobasherrad & Ghanbartehrani, 2018) انجام شد، نشان داد که وجود راهبردهای هم‌راستای تأمین مالی، مدیریت کارآمد رسانه‌ها و اعتبار سمن، علت شکل‌گیری موفق پروژه در بستر فناوری اطلاعات و کاربرد صحیح رسانه‌ها بوده و تبلیغات و اشتراکات رسانه‌ای و ارتباطات خیرین با سمن، زمینه ساختاری

<sup>1</sup> Individual Investor

<sup>2</sup> Institutional Investor

رشد را فراهم می‌کند. تحقیقی که توسط شفاهی و همکاران (Shafai et al., 2021) انجام شد، نشان داد که سه منبع ارسال سیگنال به‌ترتیب میزان تأثیرگذاری شامل سکو، اشخاص ثالث و مجریان طرح، در برانگیختن سرمایه‌گذاران به مشارکت نقش دارند.

یونگ و همکاران (Junge et al., 2022) در تحقیقی به مطالعه انگیزه کارآفرینان برای استفاده از تأمین مالی جمعی به‌عنوان روش تأمین مالی پرداختند و متوجه شدند که افزایش سرمایه، اعتبار بخشیدن به یک ایده و آگاهی از برند، به‌عنوان مهم‌ترین انگیزه کارآفرینان برای استفاده از تأمین مالی به روش سرمایه‌گذاری جمعی است. بین و همکاران (Yin et al., 2019) نشان دادند که مبلغ تعهد شده، ارتباطات اجتماعی، به‌روزرسانی‌های پروژه، هدف تأمین مالی جمعی، میزان پاداش و میزان استفاده از شبکه‌های اجتماعی جزو عوامل اثرگذار بر موفقیت طرح‌های تأمین مالی جمعی است. مطالعات کوچ و سیئرینگ (Koch & Siering, 2019) مؤید آن است که نه‌تنها خود عوامل مؤثر بر موفقیت طرح‌های تأمین مالی جمعی، بلکه روابط متقابل بین عوامل تأثیرگذار نیز بر موفقیت طرح‌های تأمین مالی جمعی مؤثر و تأثیرگذار است. وانگ و همکاران (Wang et al., 2018) در تحقیقی دیگر دریافتند که کمیت نظر، طول نظر، طول پاسخ و سرعت پاسخ به‌طور مثبت با احتمال موفقیت جمع‌آوری برای طرح‌های تأمین مالی جمعی مرتبط است. هوگن و همکاران (Hoegen et al., 2018) در تحقیق خود دریافتند که ویژگی‌های شناختی و زمینه‌ای که سرمایه‌گذاران در آن تصمیم‌گیری می‌کنند، بر تصمیم‌گیری آن‌ها تأثیرگذار خواهد بود. بی و همکاران (Bi et al., 2017) در تحقیق خود نشان دادند که سیگنال‌های کیفیت پروژه و شفاهی الکترونیکی تأثیر یکسانی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در تأمین مالی جمعی دارند. از سوی دیگر، سیگنال‌های کیفیت پروژه برای پروژه‌های علم‌وفناوری و کشاورزی و اطلاعات شفاهی الکترونیکی برای طرح‌های سرگرمی و هنری تأثیر بسزایی دارند. جودیچی و همکاران (Giudici et al., 2013) در تحقیق خود متوجه شدند که سرمایه فردی با احتمال موفقیت طرح تأمین مالی جمعی رابطه مثبت دارد، در حالی که بین احتمال موفقیت طرح‌های تأمین مالی جمعی و سرمایه اجتماعی سرزمینی رابطه‌ای مشاهده نشد. گربر و هوی (Gerber & Hui, 2013) در تحقیقی که انجام دادند، متوجه شدند که میل به جمع‌آوری سرمایه، گسترش آگاهی، ارتباط با دیگران، کسب تأیید، حفظ کنترل و یادگیری جزو عوامل مؤثر بر انگیزه کارآفرینان در استفاده از تأمین مالی به روش سرمایه‌گذاری جمعی است. دریافت پاداش، کمک به دیگران، حمایت از اهداف طرح و عضویت در جامعه نیز از مهم‌ترین متغیرهای تأثیرگذار بر قصد مشارکت حامیان در طرح‌هاست. همچنین عدم اعتماد (برای حامیان) و ترس از شکست (برای کارآفرینان) مهم‌ترین عوامل بازدارنده محسوب می‌شوند.

### مدل مفهومی پژوهش

با بهره‌گیری از تکنیک تحلیل مضمون (مضامین پایه و مضامین سازمان دهنده) در ادبیات و پیشینه پژوهش، مدل مفهومی پژوهش حاضر استخراج گردید. در جدول ۱، نتایج حاصل از تحلیل محتوای ادبیات و پیشینه تحقیق ارائه شده است.

## جدول ۱. مضامین مستخرج از ادبیات و پیشینه پژوهش

| مضامین سازمان دهنده           | مضامین پایه                       | منابع                                                                                                                                                          |
|-------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ویژگی‌های کارآفرینان          | تیم مدیریتی                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>Coakley, 2022</li> <li>Cornelius &amp; Gokpinar, 2020</li> <li>Hildebrand, et al. 2017</li> </ul>                       |
|                               | اعتماد به کارآفرین                | <ul style="list-style-type: none"> <li>Kim, et al, 2020</li> <li>Efrat &amp; Gilboa, 2020</li> <li>Zhou, et al, 2018</li> </ul>                                |
|                               | تجربه کارآفرین                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Wang, et al, 2020</li> <li>Forbes &amp; Schaefer, 2017</li> </ul>                                                       |
|                               | میزان استفاده از شبکه‌های اجتماعی | <ul style="list-style-type: none"> <li>Burtch et al., 2021</li> <li>Riberio-Navarrete, et al, 2021</li> <li>Yin, et al, 2019</li> </ul>                        |
|                               | به‌روزرسانی اطلاعات طرح           | <ul style="list-style-type: none"> <li>Otte &amp; Maehle, 2022</li> <li>Ali, 2019</li> </ul>                                                                   |
|                               | میزان تعاملات با سرمایه‌گذاران    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Ullah &amp; Zhou, 2020</li> <li>Zheng, et al, 2018</li> <li>Vismara, 2016</li> </ul>                                    |
| ویژگی‌های طرح                 | سود طرح                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>Li, et al, 2020</li> <li>Ryu &amp; Kim, 2016</li> <li>Mollick &amp; Nanda, 2016</li> </ul>                              |
|                               | صنعت طرح                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>Tefesse, 2021</li> <li>Chen, et al, 2016</li> </ul>                                                                     |
|                               | جغرافیایی                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Galuszka &amp; Bizozowska, 2016</li> <li>Felipe, et al, 2022</li> </ul>                                                 |
|                               | مسائل زیست‌محیطی                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Spanos, 2018</li> <li>Marom, 2017</li> <li>Meer, 2014</li> </ul>                                                        |
|                               | مبلغ تعهد شده                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>Li, et al, 2020</li> <li>Yin, et al, 2019</li> </ul>                                                                    |
|                               | ریسک طرح                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>Kim, et al, 2020</li> <li>Wang, et al, 2020</li> <li>Borrero-Dominguez, 2020</li> </ul>                                 |
|                               | مدل تأمین مالی                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Kubo, et al, 2021</li> <li>Borrero-Dominguez, 2020</li> <li>Xu, 2017</li> </ul>                                         |
|                               | کیفیت پروژه                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>Burtch, et al. 2021</li> <li>Cornelius &amp; Gokpinar. 2020</li> </ul>                                                  |
|                               | دوره تأمین مالی جمعی              | <ul style="list-style-type: none"> <li>Ullah &amp; Zhou, 2020</li> <li>Borrero-Dominguez, et al, 2020</li> </ul>                                               |
|                               | سهولت استفاده                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>Riberio-Navarrete, et al, 2021</li> </ul>                                                                               |
| ویژگی‌های سکو تأمین مالی جمعی | استراتژی بازاریابی                | <ul style="list-style-type: none"> <li>Kubo, et al, 2021</li> <li>Tafesse, 2021</li> </ul>                                                                     |
|                               | نحوه توضیح طرح                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Moradi &amp; Badrinarayanan, 2021</li> <li>Koh, et al, 2020</li> </ul>                                                  |
|                               | محتوای توضیح طرح                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Moradi &amp; Badrinarayanan, 2021</li> <li>Forbes &amp; Schaefer, 2017</li> <li>Calic &amp; Mosakowski, 2016</li> </ul> |
|                               | جنسیت                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>Cowden, et al, 2021</li> <li>Lowies, et al, 2017</li> </ul>                                                             |
|                               | دانش مالی                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Lowies, 2017</li> </ul>                                                                                                 |
| ویژگی‌های سرمایه‌گذار         | ارزش مشترک <sup>۱</sup>           | <ul style="list-style-type: none"> <li>Laffey, et al, 2021</li> <li>Devece, et al, 2019</li> </ul>                                                             |
|                               | ریسک‌پذیری                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>Aznab, et al, 2021</li> <li>Borrero-Dominguez, et al, 2020</li> </ul>                                                   |
|                               | تورم                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>Vaznyte, et al, 2023</li> <li>Karremo, 2017</li> </ul>                                                                  |
|                               | بازدهی بازارهای موازی             | <ul style="list-style-type: none"> <li>Chitsazan &amp; Pourbasir, 2022</li> <li>Khan Mohammadi, et al, 2018</li> </ul>                                         |
|                               | قوانین و مقررات                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Gupta, et al, 2024</li> <li>Olena, 2018</li> </ul>                                                                      |

<sup>۱</sup> پروژه دارای منافع عمومی باشد؛ برای مثال، پروژه‌های زیست‌محیطی.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر به لحاظ هدف، کاربردی است؛ زیرا نتایج آن می‌تواند توسط بازیگران تأمین مالی جمعی مورد استفاده قرار گیرد. از نظر گردآوری داده‌ها نیز از آنجا که به دنبال شناسایی عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی است، توصیفی و از نوع آمیخته (کیفی-کمی) محسوب می‌شود.

**بخش کیفی:** در بخش کیفی، از راهبرد تحلیل مضمون استفاده شد. جامعه آماری این بخش، مدیران و کارشناسان یک سکوی تأمین مالی جمعی هستند که با استفاده از روش نمونه‌گیری هدفمند قضاوتی، تعداد ۱۵ نفر به‌عنوان نمونه انتخاب شدند. افراد انتخاب‌شده عمدتاً از خبرگان و مدیران حوزه تأمین مالی جمعی بودند و انتخاب نمونه بیشتر با توجه به سابقه و تحصیلات مرتبط انجام شد. جدول (۳)، ویژگی‌های این نمونه را نشان می‌دهد. داده‌های مورد نیاز این بخش با استفاده از ابزار مصاحبه گردآوری و با روش کدگذاری (توصیفی و تفسیری) تحلیل شد. تحلیل داده‌های کیفی در سه مرحله کدگذاری باز، محوری و انتخابی انجام شد. در مرحله کدگذاری باز، مفاهیم اولیه از متن مصاحبه‌ها استخراج گردید. در مرحله کدگذاری محوری، مضامین پایه در قالب مضامین سازمان دهنده دسته‌بندی شدند و در مرحله کدگذاری انتخابی، مضامین سازمان دهنده بر اساس ارتباط مفهومی، ساختار نهایی یافتند.

**بخش کمی:** در بخش کمی، از راهبرد پیمایشی تکنیک دلفی فازی بهره گرفته شد. روش دلفی فازی در دهه ۱۹۸۰ میلادی و توسط کافمن و گوپتا (Kaufman & Gupta, 1980) ابداع شد. این روش جهت تصمیم‌گیری و اجماع در مورد مسائلی که اهداف و پارامترهای آن‌ها به‌صراحت مشخص نیست، به کار می‌رود. در این پژوهش پس از جمع‌آوری پرسشنامه‌های تکمیل شده از نمونه پژوهش، از تکنیک دلفی فازی جهت رد یا تأیید عوامل و اولویت‌بندی عوامل تأیید شده بهره گرفته شد. تکنیک دلفی فازی شامل سه گام اصلی است:

#### گام اول: تجمیع نظرات خبرگان

پس از انتخاب طیف فازی مناسب، جمع‌آوری دیدگاه سرمایه‌گذاران در قالب پرسشنامه و ثبت آن به‌صورت فازی، تجمیع نظرات خبرگان انجام می‌شود. برای تجمیع نظرات خبرگان، روش‌های مختلفی از سوی پژوهشگران ارائه شده است. در پژوهش حاضر، جهت تجمیع نظرات سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی، از روش کمینه (L)، میانگین (M) و بیشینه (U) استفاده گردید. جهت تجمیع نظرات خبرگان از رابطه (۱) استفاده شد.

$$F_{AVE} = \pi r^2 = \left( \text{Min}(L), \left[ \frac{\sum M}{n} \right], \text{min}(U) \right) \quad \text{رابطه ۱:}$$

#### گام دوم: محاسبه مقدار قطعی هر عامل (مرحله دی-فازی کردن)

پس از تجمیع نظرات خبرگان، فازی‌زدایی نظرات انجام می‌گیرد. در این مرحله، مقدار قطعی دیدگاه و نظرات خبرگان در مورد هر عامل به‌صورت جداگانه به‌دست می‌آید. به‌عبارتی، دی-فازی روشی برای تبدیل اعداد فازی به اعداد قطعی است. عملیات فازی‌زدایی سبب می‌شود که نتایج حاصل از استنتاج فازی به‌صورت قابل‌فهم برای مخاطب ارائه شود. برای فازی‌زدایی نیز از روش میانگین حسابی استفاده شده است (رابطه ۲).

$$F = \frac{L + M + U}{3} \quad \text{رابطه ۲:}$$

**گام سوم: تعیین حد آستانه و غربال معیارها**

در این مرحله، جهت غربال‌سازی معیارها و اولویت‌بندی هر یک از عوامل، مقدار قطعی به‌دست‌آمده برای هر عامل در گام دوم با مقدار حد آستانه مقایسه می‌شود. در صورتی که مقدار قطعی معیاری بالاتر از حد آستانه باشد، آن معیار تأیید می‌شود و در صورتی که مقدار قطعی آن معیار کمتر از حد آستانه باشد، رد خواهد شد:

|                                   |   |                              |         |
|-----------------------------------|---|------------------------------|---------|
| مقدار قطعی معیار < حد آستانه باشد | ← | معیار مورد نظر تأیید می‌شود. | که اگر: |
| مقدار قطعی معیار > حد آستانه باشد | ← | معیار مورد نظر رد می‌شود.    | که اگر: |

در اغلب پژوهش‌ها، حد آستانه معادل ۰/۷ در نظر گرفته شده است، اما از آنجا که هر پژوهشی شرایط مختص خود را دارد، در این پژوهش حد وسط طیف لیکرت مورد استفاده (عدد سه) به‌عنوان حد آستانه در نظر گرفته شد. جامعه آماری بخش کمی را سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی یکی از سکوها تأمین مالی جمعی تشکیل می‌دهند. ابزار گردآوری داده‌ها در این بخش، پرسشنامه‌ای با طیف لیکرت پنج‌درجه‌ای بود. جهت سنجش پایایی پرسشنامه، از آلفای کرونباخ استفاده شد که نتایج آن در جدول (۲) ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، مقدار آلفای کرونباخ برای پرسشنامه سرمایه‌گذاران حقوقی ۰/۹۸ و برای سرمایه‌گذاران حقیقی ۰/۹۹ می‌باشد که هر دو بالاتر از ۰/۷ هستند؛ بنابراین، پایایی پرسشنامه در سطح بالایی قرار دارد.

**جدول ۲. ضریب آلفای کرونباخ پرسشنامه سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی**

| سرمایه‌گذاران حقیقی | سرمایه‌گذاران حقوقی | ضریب آلفای کرونباخ |
|---------------------|---------------------|--------------------|
| ۰/۹۹                | ۰/۹۸                |                    |

برای تعیین اندازه نمونه، از فرمول نمونه‌گیری کوکران استفاده شد. از آنجا که اندازه جامعه آماری در روش کمی ۲۵۰ نفر (۱۵ شخص حقوقی و ۲۳۵ شخص حقیقی) بوده است، طبق فرمول کوکران، ۱۶۱ پرسشنامه (۱۵ شخص حقوقی و ۱۴۶ شخص حقیقی) توزیع شد که از این تعداد، ۹۱ پرسشنامه (۱۵ حقوقی و ۷۶ حقیقی) برگشت داده شد و مبنای تجزیه و تحلیل قرار گرفت:

$$n = \frac{\frac{Z^2 PQ}{d^2}}{1 + \frac{1}{N} \left[ \frac{Z^2 PQ}{d^2} - 1 \right]}$$

رابطه ۳:

برای تحلیل داده‌های کمی، از آمار توصیفی (میانگین، انحراف معیار) و آمار استنباطی استفاده شد. جهت مقایسه دیدگاه دو گروه سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در مورد اهمیت هر یک از عوامل، آزمون ناپارامتریک یومن-ویتنی بهره گرفته شد، زیرا متغیر وابسته در سطح ترتیبی سنجیده شده و توزیع داده‌ها نرمال نبود. یافته‌های جمعیت‌شناختی مصاحبه‌شوندگان و پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه پژوهش نیز به‌ترتیب در جداول (۳) و (۴) ارائه شده است.

جدول ۳. اطلاعات جمعیت شناختی مصاحبه‌شوندگان

| تحصیلات | درصد فراوانی | میزان سابقه     | درصد فراوانی | سمت     | درصد فراوانی |
|---------|--------------|-----------------|--------------|---------|--------------|
| مالی    | ۸۰           | کمتر از ۲ سال   | ۲۰           | کارشناس | ۴۰           |
|         |              | بین ۲ تا ۵ سال  | ۳۳           |         |              |
| غیرمالی | ۲۰           | بین ۵ تا ۱۰ سال | ۲۰           | مدیر    | ۶۰           |
|         |              | بیش از ۱۰ سال   | ۲۷           |         |              |
| جمع     | ۱۰۰          | جمع             | ۱۰۰          | جمع     | ۱۰۰          |

جدول ۴. اطلاعات جمعیت شناختی نمونه آماری پژوهش

| نوع سرمایه‌گذار | فراوانی | جنسیت | فراوانی | میزان تحصیلات | فراوانی |
|-----------------|---------|-------|---------|---------------|---------|
| حقیقی           | ۷۶      | آقا   | ۶۴      | زیر کارشناسی  | ۶       |
|                 |         |       |         | کارشناسی      | ۳۲      |
| حقوقی           | ۱۵      | خانم  | ۲۷      | کارشناسی ارشد | ۳۶      |
|                 |         |       |         | دکتری         | ۱۷      |
| جمع             | ۹۱      | جمع   | ۹۱      | جمع           | ۹۱      |

## یافته‌ها

در این بخش، ابتدا عوامل نهایی مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی که حاصل تجمیع مبانی نظری و مصاحبه با مدیران یک سکوی تأمین مالی جمعی است، معرفی می‌شود. سپس فرآیند تکنیک دلفی فازی و نتایج حاصل از آن تشریح خواهد شد. در پایان نیز نتایج آزمون یومن‌ویتنی<sup>۱</sup> ارائه می‌گردد. عوامل استخراج شده از ادبیات نظری، از طریق مصاحبه با ۱۵ نفر از مدیران و کارشناسان یکی از سکوهای تأمین مالی جمعی به اشباع نظری رسید. بر اساس مصاحبه با خبرگان، پنج مضمون پایه شامل بهره‌گیری از شبکه‌های اجتماعی، به‌روزرسانی طرح، تعامل با سرمایه‌گذار، مسائل زیست‌محیطی و جنسیت سرمایه‌گذار از بین مضامین حذف شدند؛ همچنین قابلیت اعتماد کارآفرین به تضامین تغییر یافت و یک مضمون پایه جدید تحت عنوان اوضاع سیاسی به مضامین اضافه شد. در نهایت، پنج مضمون سازمان دهنده و ۲۲ مضمون پایه به‌عنوان عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی توسط خبرگان تأیید شد که در جدول (۵) ارائه شده است.

<sup>۱</sup> Mann-Whitney U Test

جدول ۵. یافته‌های حاصل از مصاحبه با خبرگان

| مضامین سازمان دهنده       | مضامین پایه           | کد مصاحبه شونده                                        |
|---------------------------|-----------------------|--------------------------------------------------------|
| ویژگی کارآفرین            | تیم مدیریتی           | م ۱، م ۵، م ۱۰، م ۱۱، م ۱۲                             |
|                           | تضامین                | م ۱، م ۲، م ۳، م ۵، م ۷، م ۹، م ۱۰، م ۱۲، م ۱۳، م ۱۵   |
|                           | تجربه کارآفرین        | م ۲، م ۴، م ۵، م ۸، م ۹، م ۱۱ و م ۱۲                   |
|                           | سود طرح               | م ۱، م ۲، م ۳، م ۶، م ۷، م ۸، م ۱۲، م ۱۳ و م ۱۵        |
| ویژگی طرح                 | صنعت طرح              | م ۲، م ۳، م ۶، م ۸، م ۱۱ و م ۱۴                        |
|                           | جغرافیا               | م ۲، م ۳، م ۵ و م ۹                                    |
|                           | مبلغ تعهد شده         | م ۵، م ۶، م ۷، م ۹، م ۱۱، م ۱۳ و م ۱۵                  |
|                           | ریسک طرح              | م ۱، م ۴، م ۷، م ۸، م ۹ و م ۱۰                         |
|                           | مدل تأمین مالی        | م ۵، م ۷، م ۸، م ۱۰، م ۱۱ و م ۱۳                       |
|                           | کیفیت طرح             | م ۴، م ۹، م ۱۰، م ۱۱، م ۱۳ و م ۱۵                      |
|                           | دوره تأمین مالی       | م ۱، م ۳، م ۴، م ۵، م ۶، م ۹ و م ۱۲                    |
| ویژگی سکو تأمین مالی جمعی | سهولت استفاده از سکو  | م ۴، م ۵، م ۷، م ۸، م ۱۱، م ۱۲ و م ۱۴                  |
|                           | استراتژی بازاریابی    | م ۳، م ۴، م ۶، م ۷ و م ۱۱                              |
|                           | نحوه توضیح طرح        | م ۸، م ۱۱، م ۱۳، م ۱۴ و م ۱۵                           |
|                           | متن توضیح طرح         | م ۵، م ۸، م ۱۰ و م ۱۵                                  |
| ویژگی‌های سرمایه‌گذار     | دانش مالی             | م ۱، م ۳، م ۵، م ۸ و م ۱۰                              |
|                           | ارزش مشترک            | م ۲، م ۴، م ۶، م ۷ و م ۹                               |
|                           | ریسک‌پذیری            | م ۳، م ۶، م ۷، م ۱۰، م ۱۲ و م ۱۴                       |
| محیط کلان اقتصادی         | تورم                  | م ۴، م ۵، م ۸، م ۱۱، م ۱۳ و م ۱۵                       |
|                           | بازدهی بازارهای موازی | م ۲، م ۳، م ۴، م ۵، م ۶، م ۱۰، م ۱۱، م ۱۲، م ۱۴ و م ۱۵ |
|                           | اوضاع سیاسی           | م ۱، م ۴، م ۶، م ۷، م ۸، م ۱۳، م ۱۴ و م ۱۵             |
|                           | قوانین و مقررات       | م ۱، م ۵، م ۹، م ۱۰، م ۱۲ و م ۱۴                       |

برای نهایی‌سازی، غربال‌گری و اولویت‌بندی عوامل اثرگذار بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی از نگاه آن‌ها، پرسشنامه‌ای با طیف لیکرت پنج‌درجه‌ای تنظیم و بین جامعه آماری پژوهش توزیع شد. در جدول (۶)، طیف فازی مورد استفاده اشاره شده است.

جدول ۶. طیف فازی روش دلفی فازی

| متغیر کلامی | مقدار فازی | عدد فازی مثلثی (L, M, U) |
|-------------|------------|--------------------------|
| خیلی زیاد   | 5          | ۱، ۱، ۰/۷۵               |
| زیاد        | 4          | ۱، ۰/۷۵، ۰/۵             |
| متوسط       | 3          | ۰/۷۵، ۰/۵، ۰/۲۵          |
| کم          | 2          | ۰/۵، ۰/۲۵، ۰             |
| خیلی کم     | 1          | ۰/۲۵، ۰، ۰               |

پس از جمع‌نظرات خبرگان به روش کمینه (L)، میانگین (M) و بیشینه (U) و فازی‌زدایی آن به روش میانگین حسابی، مقدار قطعی هریک از مضامین در جدول (۷) نشان داده شده است. پس از اجرای تکنیک دلفی فازی و مقایسه مقدار قطعی معیارها با حد آستانه (حد وسط طیف)، برای سرمایه‌گذاران حقیقی، عامل جغرافیای طرح با مقدار قطعی ۲/۹ حذف گردید، زیرا ۲/۹ کمتر از حد آستانه (عدد سه) می‌باشد. برای سرمایه‌گذاران حقوقی نیز عوامل جغرافیا، مبلغ تعهد ده، دوره تأمین مالی و متن توضیح طرح به‌ترتیب با مقدار قطعی ۲/۸۸، ۲/۶۹، ۲/۷ و ۲/۶۷ که کمتر از حد آستانه بودند، غربال شدند. به‌عبارتی، از بین ۲۲ عامل مؤثر، ۲۱ عامل برای مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی و ۱۸ عامل برای سرمایه‌گذاران حقوقی مورد تأیید قرار گرفتند. طبق

نتایج تکنیک دلفی فازی، تمامی مضامین سازمان دهنده مورد تأیید قرار گرفتند. برای سرمایه‌گذاران حقیقی، ویژگی‌های طرح، محیط کلان اقتصادی، ویژگی‌های کارآفرین، ویژگی‌های سرمایه‌گذار و ویژگی‌های سکوی تأمین مالی جمعی به ترتیب به عنوان مهم‌ترین مضامین سازمان دهنده شناسایی شدند. پنج مضمون پایه مهم مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی عبارتند از: سود، ریسک‌پذیری، اوضاع سیاسی، بازدهی بازارهای موازی و تورم که به مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی در این طرح‌ها جهت می‌دهند. تأثیر زیاد اوضاع سیاسی، بازدهی بازارهای موازی و تورم بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی می‌تواند رفتار توده‌ای (گله‌ای) آنان را توجیه کند. همچنین مبلغ تعهد شده، صنعت طرح و نحوه توضیح طرح به عنوان عوامل کم‌اهمیت در مشارکت این سرمایه‌گذاران تلقی می‌شوند. در مقابل، برای سرمایه‌گذاران حقوقی، ویژگی‌های کارآفرین، ویژگی‌های طرح، محیط کلان اقتصادی، ویژگی‌های سکوی تأمین مالی جمعی و ویژگی‌های سرمایه‌گذار به ترتیب به عنوان مهم‌ترین مضامین سازمان دهنده مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقوقی مشخص گردید. چهار مضمون پایه بااهمیت‌ترین مؤثر بر مشارکت این سرمایه‌گذاران در طرح‌های تأمین مالی جمعی به ترتیب عبارتند از: بازدهی بازارهای موازی، تورم، ریسک طرح و تضامین. لازم به ذکر است که نحوه توضیح طرح نیز جزو مضامین کم‌اهمیت تلقی می‌شود. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل نظرات سرمایه‌گذاران حقوقی بیانگر آن است که برای مؤسسات حقوقی، تضامین بیش از هر چیز دیگری اولویت دارد.

جدول ۷. نتایج حاصل تکنیک دلفی فازی پرسشنامه

| شرح                        | سرمایه‌گذار حقیقی          |            |        | سرمایه‌گذاران حقوقی        |            |        |
|----------------------------|----------------------------|------------|--------|----------------------------|------------|--------|
|                            | مضامین                     | مقدار قطعی | اولویت | مضامین                     | مقدار قطعی | اولویت |
| مضامین سازمان دهنده        | ویژگی طرح                  | ۳/۳۲۵      | ۱      | ویژگی کارآفرین             | ۴/۱۱۸      | ۱      |
|                            | محیط کلان اقتصادی          | ۳/۳۱۸      | ۲      | ویژگی طرح                  | ۴/۰۲۸      | ۲      |
|                            | ویژگی کارآفرین             | ۳/۲۶۳      | ۳      | محیط کلان اقتصادی          | ۴/۰۱۶      | ۳      |
|                            | ویژگی سرمایه‌گذاران        | ۳/۲۲۴      | ۴      | ویژگی سکوی تأمین مالی جمعی | ۳/۸۷۲      | ۴      |
|                            | ویژگی سکوی تأمین مالی جمعی | ۳/۲۱۳      | ۵      | محیط کلان اقتصادی          | ۳/۵۳۷      | ۵      |
| ویژگی‌های کارآفرین         | قابلیت اعتماد کارآفرین     | ۳/۳۰۵      | ۸      | تضامین                     | ۴/۰۱۶      | ۴      |
|                            | تجربه کارآفرین             | ۳/۲۱۶      | ۱۲     | تجربه کارآفرین             | ۳/۹۲۰      | ۸      |
|                            | تیم مدیریتی طرح            | ۳/۱۹۳      | ۱۶     | تیم مدیریتی طرح            | ۳/۵۴۲      | ۱۲     |
| ویژگی طرح                  | سود طرح                    | ۳/۶۸۶      | ۱      |                            |            |        |
|                            | ریسک طرح                   | ۳/۳۴۰      | ۶      | ریسک طرح                   | ۴/۰۲۸      | ۳      |
|                            | کیفیت طرح                  | ۳/۳۲۳      | ۷      | سود طرح                    | ۳/۹۹۴      | ۵      |
|                            | مدل تأمین مالی             | ۳/۲۱۰      | ۱۳     | مدل تأمین مالی             | ۳/۹۵۷      | ۷      |
|                            | دوره تأمین مالی            | ۳/۱۹۶      | ۱۵     | صنعت طرح                   | ۳/۳۴۳      | ۱۶     |
|                            | صنعت طرح                   | ۳/۰۷۸      | ۲۰     | کیفیت طرح                  | ۳/۲۲۸      | ۱۷     |
|                            | مبلغ تعهد شده              | ۳/۰۶۸      | ۲۱     |                            |            |        |
| ویژگی سکوی تأمین مالی جمعی | سهولت استفاده              | ۳/۲۸۳      | ۹      | سهولت استفاده              | ۳/۸۹۰      | ۱۰     |
|                            | متن توضیح طرح              | ۳/۲۲۸      | ۱۰     | استراتژی بازاریابی         | ۳/۵۰۲      | ۱۴     |
|                            | استراتژی بازاریابی         | ۳/۱۶۰      | ۱۷     | نحوه توضیح طرح             | ۳/۱۰۴      | ۱۸     |
|                            | نحوه توضیح طرح             | ۳/۱۳۵      | ۱۹     |                            |            |        |
| ویژگی سرمایه‌گذار          | دانش مالی                  | ۳/۲۲۳      | ۱۱     | ریسک‌پذیری                 | ۳/۹۱۰      | ۹      |
|                            | ریسک‌پذیری                 | ۳/۳۹۱      | ۲      | دانش مالی                  | ۳/۵۱۹      | ۳      |
|                            | ارزش مشترک                 | ۳/۱۵۱      | ۱۸     | ارزش مشترک                 | ۳/۴۵۸      | ۱۵     |
| محیط کلان اقتصادی          | اوضاع سیاسی                | ۳/۳۶۹      | ۳      | بازدهی بازارهای موازی      | ۴/۰۸۴      | ۱      |
|                            | بازدهی بازارهای موازی      | ۳/۳۶۵      | ۴      | تورم                       | ۴/۰۴۲      | ۲      |
|                            | تورم                       | ۳/۳۵۹      | ۵      | قوانین و مقررات            | ۳/۹۸۲      | ۶      |
|                            | قوانین و مقررات            | ۳/۲۰۴      | ۱۴     | اوضاع سیاسی                | ۳/۵۶۶      | ۱۱     |
|                            |                            |            |        |                            |            |        |

برای بررسی اینکه بین دو جامعه مستقل، متغیر دارای تفاوت معناداری هست یا نه، آزمون یومن‌ویتنی استفاده می‌شود. آزمون یومن‌ویتنی جایگزین آزمون T مستقل (تی دو نمونه مستقل) است و زمانی که می‌خواهیم دو گروه را با هم مقایسه کنیم ولی متغیر وابسته به صورت اسمی یا طبقه‌ای سنجیده می‌شود، از این آزمون استفاده می‌شود. در ادامه و در جدول (۸)، نتایج حاصل آزمون یومن‌ویتنی نشان داده شده است.

جدول ۸. نتایج آزمون یومن‌ویتنی پرسشنامه سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی

| نام عامل              | Mann-Whitney U | Z      | Asymp. Sig. (2-tailed) |
|-----------------------|----------------|--------|------------------------|
| ویژگی کارآفرین        | ۴۳۲/۵          | -۱/۵۵۹ | ۰/۱۱۹                  |
| ویژگی طرح             | ۴۹۸/۵          | -۰/۸۲۴ | ۰/۴۱                   |
| ویژگی سکو             | ۴۹۳/۵          | -۰/۸۶۸ | ۰/۳۸۵                  |
| ویژگی سرمایه‌گذار     | ۵۲۵/۵          | -۰/۴۹۹ | ۰/۶۱۸                  |
| محیط کلان اقتصادی     | ۵۵۸/۵          | -۰/۱۳۱ | ۰/۸۹۶                  |
| تیم مدیریتی طرح       | ۵۱۷/۵          | -۰/۵۸۶ | ۰/۵۵۸                  |
| تضامین                | ۵۳۲            | ۰/۴۳۸  | ۰/۶۶۱                  |
| تجربه کارآفرین        | ۵۱۲            | -۰/۶۵۱ | ۰/۵۱۵                  |
| سود طرح               | ۳۶۹/۵          | -۲/۳۴۱ | ۰/۰۱۹                  |
| صنعت طرح              | ۴۳۳            | -۱/۵۲۴ | ۰/۱۲۸                  |
| جغرافیا               | ۵۲۸            | -۰/۴۶۲ | ۰/۶۴۴                  |
| مبلغ تعهد شده         | ۴۸۰/۵          | -۰/۹۹۲ | ۰/۳۲۱                  |
| ریسک                  | ۵۳۵/۵          | -۰/۳۹۷ | ۰/۶۹۱                  |
| مدل تأمین مالی        | ۵۵۶            | -۰/۱۵۹ | ۰/۸۷۴                  |
| کیفیت طرح             | ۳۹۶            | -۲/۱۰۵ | ۰/۰۳۵                  |
| دوره تأمین مالی       | ۴۱۰/۵          | -۱/۷۸۸ | ۰/۰۷۴                  |
| سهولت استفاده سکو     | ۵۱۷            | -۰/۵۹۷ | ۰/۵۵                   |
| استراتژی بازاریابی    | ۵۱۷            | -۰/۵۹۳ | ۰/۵۵۳                  |
| نحوه توضیح طرح        | ۴۱۹            | -۱/۶۷۸ | ۰/۰۹۳                  |
| متن توضیح طرح         | ۳۷۸            | -۱۶۱/۲ | ۰/۰۳۱                  |
| دانش مالی             | ۴۸۱/۵          | -۰/۹۹۱ | ۰/۳۲۲                  |
| ارزش مشترک            | ۴۹۵/۵          | -۰/۸۳۹ | ۰/۴۰۲                  |
| ریسک‌پذیری            | ۵۱۰            | -۰/۶۷۶ | ۰/۴۹۹                  |
| تورم                  | ۵۴۳            | -۰/۳۱۲ | ۰/۷۵۵                  |
| بازدهی بازارهای موازی | ۵۵۹            | -۰/۱۲۹ | ۰/۸۹۷                  |
| اوضاع سیاسی           | ۳۹۲/۵          | -۲/۰۴۴ | ۰/۰۴۱                  |
| قوانین و مقررات       | ۵۵۶/۵          | -۰/۱۵۱ | ۰/۸۸                   |

همان‌گونه که در جدول (۸) قابل مشاهده است، در مورد عوامل سود طرح، کیفیت طرح، متن توضیح طرح و اوضاع سیاسی، به دلیل آنکه مقدار معناداری از پنج درصد کمتر است، فرض صفر مبنی بر یکسان بودن میانگین دو جامعه رد می‌شود و تفاوت معناداری بین دو گروه سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی وجود دارد. بر این اساس، اهمیت سود طرح برای گروه سرمایه‌گذاران حقیقی بالاتر از اهمیت آن برای گروه سرمایه‌گذاران حقوقی است. در مورد سایر عوامل نیز فرض صفر (یکسان بودن میانگین دو جامعه) تأیید می‌شود، زیرا مقدار معناداری برای بقیه عوامل بالاتر از پنج درصد است.

## بحث و نتیجه‌گیری

تأمین مالی کسب‌وکارهای نوپا و طرح‌های آنان، یکی از مهم‌ترین چالش‌های این نوع کسب‌وکارها محسوب می‌شود. روش جدیدی که در سال‌های اخیر جهت تأمین مالی کسب‌وکارها ابداع گردیده، روش تأمین مالی جمعی است که به‌صورت برخط، منابع مالی مورد نیاز را برای این کسب‌وکارها جمع‌آوری می‌نماید. در تأمین مالی به روش جمعی، کسب‌وکارها برای توسعه و اجرای پروژه‌های خود، آن را در سکوهایی تأمین مالی جمعی فراخوان می‌کنند تا از سرمایه‌های خرد سرمایه‌گذاران (حقیقی و حقوقی) منابع مالی مورد نیاز خود را تأمین نمایند. بر این اساس، شناخت عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی جهت ترغیب سرمایه‌گذاران برای مشارکت در فراخوان طرح‌ها از اهمیت بسزایی برخوردار است. پژوهش حاضر با هدف بررسی این عوامل و اولویت‌بندی آنان به تفکیک سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی صورت گرفت. در این راستا، ابتدا با مطالعه ادبیات نظری و پیشینه پژوهش، تمامی عوامل مؤثر از منابع داخلی و خارجی استخراج گردید. برای بومی‌سازی و نهایی‌سازی این عوامل، ۱۵ مصاحبه با مدیران یکی از سکوهایی تأمین مالی جمعی انجام شد. افراد انتخاب شده عمدتاً از خبرگان و مدیران حوزه تأمین مالی جمعی بودند و انتخاب نمونه بیشتر با توجه به سابقه و تحصیلات مرتبط صورت گرفت. در نهایت، پنج مضمون سازمان دهنده و ۲۲ مضمون پایه به‌عنوان عوامل اثرگذار بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی شناسایی شد. در ادامه، برای رد یا تأیید این عوامل و همچنین اولویت‌بندی آنان از پرسشنامه و تکنیک دلفی فازی بهره گرفته شد.

یافته‌های حاصل از تکنیک دلفی فازی نشان داد که تمامی مضامین سازمان دهنده شامل ویژگی‌های کارآفرین، ویژگی‌های طرح، ویژگی‌های سرمایه‌گذار، ویژگی‌های سکوی تأمین مالی جمعی و محیط کلان اقتصادی به‌عنوان مضامین سازمان دهنده اثرگذار بر مشارکت سرمایه‌گذاران در طرح‌های تأمین مالی جمعی هستند. از بین ۲۲ مضمون، سه مضمون مبلغ تعهد شده، دوره تأمین مالی و متن توضیح طرح با مقدار کمتر از حد آستانه، تنها برای سرمایه‌گذاران حقوقی و یک مضمون جغرافیا به‌طور مشترک برای سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی رد شد؛ بنابراین، مضمون جغرافیا عامل اثرگذاری بر مشارکت سرمایه‌گذاران نبود که این دستاورد برخلاف مطالعات کمالو و همکاران (Kamalo et al., 2022)، داس سانتوس فیلیپه (Dos Santos Felipe, 2022) و ازنب و همکاران (Aznab et al., 2021) است. بازدهی بازارهای موازی، تورم، دانش مالی، تضامین، سود طرح و قوانین و مقررات جزو بااهمیت‌ترین عوامل اثرگذار بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقوقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی مشخص شدند و نحوه توضیح طرح نیز کم‌اهمیت‌ترین عامل شناسایی گردید. در مقابل، برای سرمایه‌گذاران حقیقی، سود طرح، ریسک‌پذیری و اوضاع سیاسی جزو مؤثرترین عوامل بر مشارکت آنان در طرح‌های تأمین مالی جمعی محرز شد که با نتایج مطالعات چیت‌سازان و پوربصیر (Chitsazan & Pourbasir, 2022) و رجعتی و همکاران (Rajati et al., 2023) مطابقت دارد. در حالی که مبلغ تعهد شده و صنعت طرح جزو عوامل با اثرگذاری کم احصاء گردید که با پژوهش‌های کوردوا و همکاران (Cordova et al., 2015) و لی و همکاران (Li et al., 2020) غیرهمسو است. اهمیت بالای اوضاع سیاسی برای سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی می‌تواند رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران را توجیه نماید که همسو با یافته‌های پژوهش بکارت و همکاران (Bekaert et al., 2016) مبنی بر ارتباط بین رفتار سرمایه‌گذاران با ریسک‌های سیاسی ارزیابی شده، هم‌راستا است. تأیید شدن سایر عوامل نظیر ارزش مشترک، سود طرح، تیم مدیریت طرح، مدل تأمین مالی نیز با نتایج مطالعات هیلدبرند و همکاران (Hildebrand et al., 2017)، مولیک و ناندا (Mollick & Nanda, 2016)، دوکه و همکاران (Devece et al., 2019) و بوررو-دومینگر و همکاران (Borrero-Dominguez et al., 2020) مطابقت دارد.

این پژوهش می‌تواند حاوی پیشنهادهای کاربردی برای مدیران سکوهایی تأمین مالی جمعی در جهت افزایش احتمال موفقیت طرح‌های تأمین مالی جمعی باشد. مدیران این سکوها می‌توانند با تمرکز و مدیریت عوامل اثرگذار بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی، به افزایش مشارکت حامیان در طرح‌ها کمک کنند. از آنجا که

عامل جغرافیا بر مشارکت سرمایه‌گذاران در طرح‌های تأمین مالی جمعی تأثیری ندارد، سکوها می‌توانند از نقاط مختلف کشور طرح‌ها را با کمک سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی تأمین مالی کنند. افزون بر موارد گفته شده، با توجه به اینکه عوامل تضامین، بازدهی بازارهای موازی، ریسک طرح و تورم از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقوقی و عوامل سود طرح، ریسک‌پذیری، اوضاع سیاسی، بازدهی بازارهای موازی و تورم مؤثرترین عوامل تأثیرگذار بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی هستند، مدیران سکوها می‌توانند در مذاکره‌های خود با اشخاص حقیقی و حقوقی برای سرمایه‌گذاری، این موارد را مد نظر قرار دهند تا مذاکرات به مشارکت سرمایه‌گذاران در طرح‌های تأمین مالی جمعی بینجامد. از طرف دیگر، صنعت طرح، نحوه توضیح طرح و استراتژی بازاریابی جزو عوامل کم‌اهمیت شناسایی شدند و در مشارکت سرمایه‌گذاران در طرح‌های تأمین مالی جمعی چندان اهمیت ندارند؛ بنابراین، در مذاکرات سکوها تأمین مالی جمعی با اشخاص حقوقی باید بیشتر به نوع ضمانت، بازدهی بازارهای موازی و مقایسه آن با سود طرح و ریسک‌های طرح پرداخته شود. در مقابل، در مذاکره با اشخاص حقیقی، مدیران سکوها باید توجه خود را بیشتر بر میزان سود طرح، ریسک‌پذیری آنان و بازدهی بازارهای موازی معطوف سازند تا از این طریق بتوانند موفقیت سکو را در تأمین مالی موفق طرح‌ها رقم بزنند. پژوهش حاضر با محدودیت‌هایی نیز همراه بوده است که عدم دسترسی به تمامی خبرگان و عدم نظر گرفتن برخی عوامل مانند ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذار از جمله این محدودیت‌هاست؛ بنابراین، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی به این عوامل توجه شود.

## References

- Ali, I. (2019). Personality traits, individual innovativeness and satisfaction with life. *Journal of Innovation & Knowledge*, 4(1), 38-46. <https://doi.org/10.1016/j.jik.2017.11.002>
- Aznab, E., Karimi, A., & Mehrnosh, M. (2021). Identifying the factors influencing the success of crowdfunding behavior: A case study of investment house. *Organizational Culture Management*, 19(2), 353-375. <https://doi.org/10.22059/JOMC.2020.302912.1008050> [in Persian]
- Ba, Z., Zhao, Y. C., Song, S., & Zhu, Q. (2021). Understanding the determinants of online medical crowdfunding project success in China. *Information Processing & Management*, 58(2), 102465. <https://doi.org/10.1016/j.ipm.2020.102465>
- Beier, M., & Wagner, K. (2015). *Crowdfunding success: A perspective from social media and e-commerce*. In ICIS.
- Bekaert, G., Harvey, C. R., Lundblad, C. T., & Siegel, S. (2016). Political risk and international valuation. *Journal of Corporate Finance*, 37, 1-23. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.12.007>
- Bi, S., Liu, Z., & Usman, K. (2017). The influence of online information on investing decisions of reward-based crowdfunding. *Journal of Business Research*, 71, 10-18. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.10.001>
- Borrero-Domínguez, C., Cerdón-Lagares, E., & Hernández-Garrido, R. (2020). Sustainability and real estate crowdfunding: Success factors. *Sustainability*, 12(12), 5136. <https://doi.org/10.3390/su12125136>
- Bretschneider, U., Knaub, K., & Wieck, E. (2014). Motivations for crowdfunding: What drives the crowd to invest in start-ups? ECIS 2014 Proceedings. <http://aisel.aisnet.org/ecis2014>
- Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D., & Wright, M. (2015). New financial alternatives in seeding entrepreneurship: Microfinance, crowdfunding, and peer-to-peer innovations. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 9-26. <https://doi.org/10.1111/etap.12143>
- Burtch, G., Gupta, D., & Martin, P. (2021). Referral timing and fundraising success in crowdfunding. *Manufacturing & Service Operations Management*, 23(3), 676-694. <https://doi.org/10.1287/msom.2020.0876>
- Calic, G., & Mosakowski, E. (2016). Kicking off social entrepreneurship: How a sustainability orientation influences crowdfunding success. *Journal of Management Studies*, 53(5), 738-767. <https://doi.org/10.1111/joms.12201>
- Chen, S., Thomas, S., & Kohli, C. (2016). What really makes a promotional campaign succeed on a crowdfunding platform?: Guilt, utilitarian products, emotional messaging, and fewer but meaningful rewards drive donations. *Journal of Advertising Research*, 56(1), 81-94. <https://doi.org/10.2501/JAR-2016-002>
- Chitsazan, H., & Pourbasir, M. (2022). Factors affecting backers' funding intention in crowdfunding platforms. *Journal of Entrepreneurship Development*, 14(4), 599-618. <https://doi.org/10.22059/JED.2021.320354.653622> [in Persian]

- Coakley, J., Lazos, A., & Liñares-Zegarra, J. M. (2022). Equity crowdfunding founder teams: Campaign success and venture failure. *British Journal of Management*, 33(1), 286-305. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12494>
- Cordova, A., Dolci, J., & Gianfrate, G. (2015). The determinants of crowdfunding success: Evidence from technology projects. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 181, 115-124. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.04.872>
- Cornelius, P. B., & Gokpinar, B. (2020). The role of customer investor involvement in crowdfunding success. *Management Science*, 66(1), 452-472. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3211>
- Cowden, B. J., Creek, S. A., & Maurer, J. D. (2021). Gender role congruity and crowdfunding success. *Journal of Small Business Management*, 59(1), S134-S152. <https://doi.org/10.1080/00472778.2021.1945072>
- Crosetto, P., & Regner, T. (2014). Crowdfunding: Determinants of success and funding dynamics. *Jena Economic Research Papers*, 2014-035. <https://hdl.handle.net/10419/108542>
- Cumming, D., & Johan, S. (2013). Demand-driven securities regulation: Evidence from crowdfunding. *Venture Capital*, 15(4), 361-379. <https://doi.org/10.1080/13691066.2013.847635>
- Devece, C., Palacios, D., & Ribeiro-Navarrete, B. (2019). The effectiveness of crowdsourcing in knowledge-based industries: The moderating role of transformational leadership and organisational learning. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 32(1), 335-351. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2018.1547204>
- Dos Santos Felipe, I. J., Mendes-Da-Silva, W., Leal, C. C., & Santos, D. B. (2022). Reward crowdfunding campaigns: Time-to-success analysis. *Journal of Business Research*, 138, 214-228. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.09.004>
- Duan, Y., Hsieh, T. S., Wang, R. R., & Wang, Z. (2020). Entrepreneurs' facial trustworthiness, gender, and crowdfunding success. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101693. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101693>
- Efrat, K., & Gilboa, S. (2020). Relationship approach to crowdfunding: How creators and supporters interaction enhances projects' success. *Electronic Markets*, 30(4), 899-911. <https://doi.org/10.1007/s12525-019-00391-6>
- Ernst & Young. (2013). *Avoiding a lost generation: Young entrepreneurs identify five imperatives for action*. G20 Young Entrepreneurs.
- Forbes, H., & Schaefer, D. (2017). Guidelines for successful crowdfunding. *Procedia CIRP*, 60, 398-403. <https://doi.org/10.1016/j.procir.2017.02.021>
- Galuszka, P., & Brzozowska, B. (2016). Early career artists and the exchange of gifts on a crowdfunding platform. *Continuum*, 30(6), 744-753. <https://doi.org/10.1080/10304312.2016.1231790>
- Gerber, E. M., & Hui, J. (2013). Crowdfunding: Motivations and deterrents for participation. *ACM Transactions on Computer-Human Interaction (TOCHI)*, 20(6), 1-32. <https://doi.org/10.1145/2530540>
- Giudici, G., Guerini, M., & Rossi Lamastra, C. (2013). Why crowdfunding projects can succeed: The role of proponents' individual and territorial social capital. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2255944>
- Global Entrepreneurship Monitor. (2021). *GEM 2020/2021 global report*. <https://www.gemconsortium.org/report>
- Gupta, P., Singh, S., Ghosh, R., Kumar, S., & Jain, C. (2024). Regulatory framework on governing equity crowdfunding: A systematic literature review and future directions. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 32(4), 421-444. <https://doi.org/10.1108/JFRC-10-2023-0160>
- Haji Gholam Serizdi, A., Rajabzadeh Qatari, A., Mashaikhi, A. N., & Hassanzadeh, A. (2019). Determining the factors affecting crowdfunding of knowledge-based IT companies. *Information and Communication Technology of Iran*, 10(37-38), 1-16. <https://sid.ir/paper/369464/fa> [in Persian]
- Herd, K. B., Mallapragada, G., & Narayan, V. (2022). Do backer affiliations help or hurt crowdfunding success? *Journal of Marketing*, 86(5), 117-134. <https://doi.org/10.1177/00222429211031>
- Hildebrand, T., Puri, M., & Rocholl, J. (2017). Adverse incentives in crowdfunding. *Management Science*, 63(3), 587-608. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2339>
- Hoegen, A., Steininger, D. M., & Veit, D. (2018). How do investors decide? An interdisciplinary review of decision-making in crowdfunding. *Electronic Markets*, 28(3), 339-365. <https://doi.org/10.1007/s12525-017-0269-y>
- Hossain, M., & Oparaocha, G. O. (2017). Crowdfunding: Motives, definitions, typology and ethical challenges. *Entrepreneurship Research Journal*, 7(2). <https://doi.org/10.1515/erj-2015-0045>
- Howe, J. (2006). *The rise of crowdsourcing*. *Wired*. <http://www.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html>
- Iran Foreign Exchange Company (IFB). (2018). *Crowdfunding guidelines*. <https://www.ifb.ir/Finstars/CrowdFunding.aspx> [in Persian]

- Ismail Shah Tahmasbi, I., Javadian, J., & Nikbakht, M. J. (2013). *Evaluation of the role of granting facilities to small and medium industrial enterprises in creating employment (Case study: Industrial workshops in Tehran)*. Economic Sciences, Islamic Azad University, Central Tehran Branch. <https://sid.ir/paper/229322/fa> [in Persian]
- Jafari, S. M., & PoorZanjani, P. (2022). Factors affecting the interest of individuals to participate and invest in social crowdfunding projects. *Journal of Asset Management and Financing*, 10(3), 95-118. <https://doi.org/10.22108/AMF.2022.132608.1722> [in Persian]
- Junge, L. B., Laursen, I. C., & Nielsen, K. R. (2022). Choosing crowdfunding: Why do entrepreneurs choose to engage in crowdfunding? *Technovation*, 111, 102385. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2021.102385>
- Kaartemo, V. (2017). The elements of a successful crowdfunding campaign: A systematic literature review of crowdfunding performance. *International Review of Entrepreneurship*, 15(3). <https://www.researchgate.net/publication/319392255>
- Kamalo, H., Davari, E., Sarvo-Alia, M. H., & Azizi, M. (2022). Presenting a crowdfunding model for entrepreneurial projects in Iran. *Innovation Management in Defense Organizations*, 5(4), 81-100. <https://www.magiran.com/p2533835>
- Kaufmann, A., & Gupta, M. M. (1988). *Fuzzy mathematical models in engineering and management science*. Amsterdam: North-Holland.
- Khan Mohammadi, M. H., Asadi, A., & Mohseni Dehkalani, N. (2018). The dynamics of shocks in parallel markets with the stock market on stock returns (time parameter variation models approach). *Financial Management Perspectives*, 8(23), 61-85. <https://doi.org/10.1001.1.26454637.1397.8.23.3.9>
- Kim, M. J., Bonn, M., & Lee, C. K. (2020). The effects of motivation, deterrents, trust, and risk on tourism crowdfunding behavior. *Asia Pacific Journal of Tourism Research*, 25(3), 244-260. <https://doi.org/10.1080/10941665.2019.1687533>
- Koch, J. A., & Siering, M. (2015). Crowdfunding success factors: The characteristics of successfully funded projects on crowdfunding platforms. *SSRN Electronic Journal*. <https://ssrn.com/abstract=2808424>
- Koch, J. A., & Siering, M. (2019). The recipe of successful crowdfunding campaigns: An analysis of crowdfunding success factors and their interrelations. *Electronic Markets*, 29(4), 661-679. <https://doi.org/10.1007/s12525-019-00357-8>
- Koh, Y., Lee, M., Kim, J., & Yang, Y. (2020). Successful restaurant crowdfunding: The role of linguistic style. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 32(10), 3051-3066. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-02-2020-0159>
- Kubo, T., Verissimo, D., Uryu, S., Mieno, T., & MacMillan, D. (2021). What determines the success and failure of environmental crowdfunding? *Ambio*, 50, 1659-1669. <https://doi.org/10.1007/s13280-021-01522-0>
- Laffey, D., Durkin, M., Cummins, D., & Gandy, A. (2021). A shift in power? Value co-creation through successful crowdfunding. *Technological Forecasting and Social Change*, 172, 121035. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121035>
- Learnbonds.com. (2023). *Global crowdfunding transaction value to top \$12bn by 2023*. <https://learnbonds1.com/global-crowdfunding-transaction-value-to-top-12bn-by-2023/>
- Li, Y., Du, J., & Fu, W. (2020). Thirty days are enough: What determines the crowd's cash time in agri-food crowdfunding? *China Agricultural Economic Review*, 12(3), 553-575. <https://doi.org/10.1108/CAER-10-2019-0176>
- Liang, T. P., Wu, S. P. J., & Huang, C. C. (2019). Why funders invest in crowdfunding projects: Role of trust from the dual-process perspective. *Information & Management*, 56(1), 70-84. <https://doi.org/10.1016/j.im.2018.07.002>
- Lin, M., & Viswanathan, S. (2016). Home bias in online investments: An empirical study of an online crowdfunding market. *Management Science*, 62(5), 1393-1414. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2206>
- Liu, S., Cheng, T., & Wang, H. (2020). Effects of attention and reliability on the performance of online medical crowdfunding projects: The moderating role of target amount. *Journal of Management Science and Engineering*, 5(3), 162-171. <https://doi.org/10.1016/j.jmse.2020.08.004>
- Lowies, B., Viljoen, C., & McGreal, S. (2017). Investor perspectives on property crowdfunding: Evidence from Australia. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 22(3), 303-321. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-12-2016-0055>
- Ma, Z. (2023). Early backers' social and geographic influences on the success of crowdfunding. *Journal of Research in Interactive Marketing*, 17(4), 510-526. <https://doi.org/10.1108/JRIM-01-2022-0008>

- Maier, L., Baccarella, C. V., Block, J. H., Wagner, T. F., & Voigt, K. I. (2023). The legitimization effect of crowdfunding success: A consumer perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 47(4), 1389-1420. <https://doi.org/10.1177/104225872110570>
- Marom, S. (2017). Social responsibility and crowdfunding businesses: A measurement development study. *Social Responsibility Journal*, 13(2), 235-249. <https://doi.org/10.1108/SRJ-07-2016-0118>
- Martins, L. L., Rindova, V. P., & Greenbaum, B. E. (2015). Unlocking the hidden value of concepts: A cognitive approach to business model innovation. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 9(1), 99-117. <https://doi.org/10.1002/sej.1191>
- Massolution. (2015). Crowdfunding Industry Report. Crowdsourcing.org. [http://reports.crowdsourcing.org/index.php?route=product/product&product\\_id=54](http://reports.crowdsourcing.org/index.php?route=product/product&product_id=54)
- Meer, J. (2014). Effects of the price of charitable giving: Evidence from an online crowdfunding platform. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 103, 113-124. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2014.04.010>
- Mobasher Rad, F., & Ghanbar Tehrani, N. (2018). Factors influencing the function of social media in financial crowd funding in charity institutions. *Business Intelligence Management Studies*, 6(24), 87-107. <https://doi.org/10.22054/ims.2018.8893> [in Persian]
- Mohammad Kazemi, R., Hosseininia, G. H., & Habibi, H. R. (2019). Applications and requirements of using crowdfunding platforms in established sports-service businesses (Case study: Iranian football clubs). *Entrepreneurship Development*, 12(2), 281-300. <https://doi.org/10.22059/JED.2019.277842.652945> [in Persian]
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>
- Mollick, E., & Nanda, R. (2016). Wisdom or madness? Comparing crowds with expert evaluation in funding the arts. *Management Science*, 62(6), 1533-1553. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2206>
- Moradi, M., & Badrinarayanan, V. (2021). The effects of brand prominence and narrative features on crowdfunding success for entrepreneurial aftermarket enterprises. *Journal of Business Research*, 124, 286-298. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.12.002>
- Mourtzis, D., Angelopoulos, J., & Panopoulos, N. (2022). A literature review of the challenges and opportunities of the transition from Industry 4.0 to Society 5.0. *Energies*, 15(17), 6276. <https://doi.org/10.3390/en15176276>
- Olena Havrylchyk. (2018). Regulatory framework for the loan-based crowdfunding platforms. *OECD Working Papers*. <https://doi.org/10.1787/24ad924a-en>
- Otte, P. P., & Maehle, N. (2022). The combined effect of success factors in crowdfunding of cleantech projects. *Journal of Cleaner Production*, 366, 132921. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.132921>
- Rajati, M., Shirmardi Ahmadabad, H., & Eslamjo, A. (2023). Identifying and prioritizing factors affecting the marketing of crowdfunding in Iran's capital market. *Budget and Finance Strategic Research*, 4(3), 133-167. [in Persian]
- Ribeiro-Navarrete, S., Palacios-Marqués, D., Lassala, C., & Ulrich, K. (2021). Key factors of information management for crowdfunding investor satisfaction. *International Journal of Information Management*, 59, 102354. <https://doi.org/10.1016/j.ijinfomgt.2021.102354>
- Ryu, S., & Kim, Y. G. (2016). A typology of crowdfunding sponsors: Birds of a feather flock together? *Electronic Commerce Research and Applications*, 16, 43-54. <https://doi.org/10.1016/j.elerap.2016.01.006>
- Schweinbacher, A., & Laralde, B. (2012). *Crowdfunding of entrepreneurial ventures*. In Handbook of Entrepreneurial Finance (pp. 369-391). Oxford University Press. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1699183>
- Shafa'i, R., Ebrahimi Sarovalia, M. H., & Peymani, M. (2021). Motivating signals of participation in equity crowdfunding in Iran. *Innovation Management*, 10(2), 113-138. [in Persian]
- Spanos, L. (2018). Complementarity and interconnection between CSR and crowdfunding: A case study in Greece. *Springer, In Corporate Social Responsibility*, 29-49. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-63480-7\\_3](https://doi.org/10.1007/978-3-319-63480-7_3)
- St John, J., St John, K., & Han, B. (2022). Entrepreneurial crowdfunding backer motivations: A latent Dirichlet allocation approach. *European Journal of Innovation Management*, 25(6), 223-241. <https://doi.org/10.1108/EJIM-05-2021-0248>
- Stangler, D., & Litan, R. E. (2009). Where will the jobs come from? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1580139>
- Tafesse, W. (2021). Communicating crowdfunding campaigns: How message strategy, vivid media use and product type influence campaign success. *Journal of Business Research*, 127, 252-263. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.01.043>

- Ullah, S., & Zhou, Y. (2020). Gender, anonymity and team: What determines crowdfunding success on Kickstarter. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(4), 80. <https://doi.org/10.3390/jrfm13040080>
- Vaznyte, E., Andries, P., & Manigart, S. (2023). Are you part of the crowd? The role of sex and environmental characteristics for crowdfunding awareness. *Journal of Small Business Management*, 61(2), 1062-1094. <https://doi.org/10.1080/00472778.2020.1831808>
- Vismara, S. (2016). Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 46, 579-590. <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9710-4>
- Wang, N., Li, Q., Liang, H., Ye, T., & Ge, S. (2018). Understanding the importance of interaction between creators and backers in crowdfunding success. *Electronic Commerce Research and Applications*, 27, 106-117. <https://doi.org/10.1016/j.elerap.2017.12.004>
- Wang, W., Chen, W., Zhu, K., & Wang, H. (2020). Emphasizing the entrepreneur or the idea? The impact of text content emphasis on investment decisions in crowdfunding. *Decision Support Systems*, 136, 113341. <https://doi.org/10.1016/j.dss.2020.113341>
- World Bank. (2015). *Crowdfunding for development: Recommendations vs. reality*. <https://blogs.worldbank.org/psd/crowdfunding-development-recommendations-vs-reality>
- Xu, T. (2017). *Learning from the crowd: The feedback value of crowdfunding*. Working paper. [www.rhsmith.umd.edu/files/Documents/Departments/Finance/2017/xu.pdf](http://www.rhsmith.umd.edu/files/Documents/Departments/Finance/2017/xu.pdf)
- Yahyaei, M., Pourfakharan, M. R., Maleki, M. H., & Izadi, H. (2021). A model of factors affecting the success of crowdfunding projects in the health field. *Medical Journal of Mashhad University of Medical Sciences*, 61(6). <https://doi.org/10.22038/MJMS.2021.21320> [in Persian]
- Yin, C., Liu, L., & Mirkovski, K. (2019). Does more crowd participation bring more value to crowdfunding projects? The perspective of crowd capital. *Internet Research*, 29(5), 1149-1170. <https://doi.org/10.1108/INTR-03-2018-0103>
- Zhang, W., Xu, Y., & Zheng, H. (2019). The antecedents and consequences of crowdfunding investors' citizenship behaviors: An empirical study of motivations and stickiness. *Online Information Review*, 43(4), 584-599. <https://doi.org/10.1108/OIR-09-2017-0271>
- Zheng, H., Xu, B., Zhang, M., & Wang, T. (2018). Sponsor's cocreation and psychological ownership in reward-based crowdfunding. *Information Systems Journal*, 28(6), 1213-1238. <https://doi.org/10.1111/isj.12190>
- Zhou, M., Lu, B., Fan, W., & Wang, G. A. (2018). Project description and crowdfunding success: An exploratory study. *Information Systems Frontiers*, 20, 259-274. <https://doi.org/10.1007/s10796-016-9723-1>