

## A Jurisprudential Evaluation of Stock-Based Crowdfunding

**Mohamadhadi Habibollahi\***

Received: 29/09/2022

Accepted: 06/12/2022

### Abstract

As one of the emerging phenomena, crowdfunding has made a significant contribution to business financing and is surpassing traditional methods such as venture capital and business angels. The stock-based model is considered the most complex type of crowdfunding which has received the attention of various domestic and international platforms, and independent laws have been written for it by governments and policy-making institutions. Therefore, the jurisprudential review of the operational model of active and reliable platforms will be necessary to apply this method of financing inside the country.

There are three theories regarding the nature of the shares offered. 1- Shareholders are considered partners of each other; 2- The shareholders have the joint ownership of the company, which is an independent legal entity; 3- We are facing a new phenomenon. The jurisprudential review of the processes was done without presenting an independent opinion and considering all three theories. The relationship between the platform and the business and the relationship between the platform and the investor was designed based on a proxy contract by which it is permissible to terminate the contract and collect fees under the title of attorney's fees by the platform. Also, the possibility of buying and selling shares based on all three theories was considered permissible in compliance with the mentioned terms and conditions.

### Keywords

Crowdfunding; Equity-Based Crowdfunding; Equity Crowdfunding; Jurisprudence; Sharia.

JEL Classification: G21.

---

\* Researcher of Rushd and Financial Management & PhD Student, Department of Finance, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran (Corresponding Author). m.habibollahi@isu.ac.ir

## ارزیابی فقهی تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام

محمدهادی حبیب‌الهی\*

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۷/۰۷ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۹/۱۵

مقاله برای اصلاح به مدت ۲۰ روز نزد نویسندگان بوده است.


## چکیده

تأمین مالی جمعی به‌عنوان یکی از پدیده‌های نوظهور، سهم قابل توجهی در تأمین مالی کسب‌وکارها پیدا کرده و در حال پیشی گرفتن از روش‌های سنتی مثل سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز و فرشتگان کسب‌وکار است. مدل مبتنی بر سهام پیچیده‌ترین نوع تأمین مالی جمعی محسوب می‌شود که هم مورد توجه سکوهای مختلف داخلی و بین‌المللی قرار گرفته و هم از جانب دولت‌ها و نهادهای سیاست‌گذار قوانین مستقلی برای آن نگاشته شده است. از این رو بررسی فقهی مدل عملیاتی سکوهای فعال و معتبر برای به‌کارگیری این شیوه تأمین مالی در داخل کشور ضروری خواهد بود.

در خصوص ماهیت سهام عرضه شده سه نظریه وجود دارد. اول: سهامداران شریک یکدیگر محسوب می‌شوند؛ دوم: سهامداران مالکیت مشاعی شرکت که یک شخصیت حقوقی مستقل است را در اختیار دارند؛ سوم: با یک پدیده مستحدث مواجه هستیم. بررسی فقهی فرآیندها بدون ارائه نظر مختار و با در نظر گرفتن هر سه نظریه صورت گرفت. رابطه بین سکو و کسب‌وکار و رابطه بین سکو و سرمایه‌گذار مبتنی بر قرارداد و کالت طراحی شد که در این صورت امکان فسخ قرارداد و اخذ کارمزد تحت‌عنوان حق‌الوکاله توسط سکو جایز است. همچنین امکان خرید و فروش سهام بر اساس هر سه نظریه با رعایت شرایط و ضوابط اشاره شده، جایز شمرده شد.

## واژگان کلیدی

تأمین مالی جمعی، تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام، تأمین مالی جمعی سهامی، فقه، شریعت. طبقه‌بندی JEL: G21.

\* پژوهشگر مرکز رشد و دانشجوی دکتری مدیریت مالی، گروه مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران (نویسنده مسئول) 0000-0002-4785-6688  m.habibollahi@isu.ac.ir

#### مقدمه

مفهوم تأمین مالی جمعی یک مفهوم جدید نیست و از دیرباز وجود داشته است و شاید بتوان مفهوم امروزی آن را در ساخت مجسمه آزادی (دهه ۱۸۷۰ میلادی) که با حمایت مالی اقشار مختلف مردم ساخته شد دنبال کرد (زرندی، افشارپور و عساکره، ۱۳۹۵، ص. ۱۱). باین حال واژه تأمین مالی جمعی اولین بار در سال ۲۰۰۸ میلادی توسط جف‌هاو<sup>۱</sup> در کتابی با عنوان «جمع‌سپاری»<sup>۲</sup> مطرح شد (گزارش توسعه کارآفرینی، ۱۳۹۳، ص. ۲۱)؛ در فضای تأمین مالی جمعی، فضای مشارکت برای عموم مردم به نحوی فراهم شده تا با مشارکت در تأمین سرمایه، ولو به مقدار اندک و همچنین پذیرش موفقیت یا عدم موفقیت سرمایه‌گذاری، در راستای تولید و ترویج خدمت یا محصولی که خردجمعی آن را تأیید کرده است، نقشی اثربخش ایفا کنند.

تأمین مالی جمعی چهار مدل شناخته شده مبتنی بر اهدا<sup>۳</sup>، پاداش<sup>۴</sup>، وام<sup>۵</sup> و سهام<sup>۶</sup> دارد. اهدا در طرح‌های غیرانتفاعی و بشردوستانه کاربرد دارد. در مدل مبتنی بر پاداش فرد تأمین‌کننده در قبال وجهی که پرداخت کرده از نوعی پاداش برخوردار می‌شود. در وام دو طرف ارائه‌کننده و دریافت‌کننده وام بدون واسطه با یکدیگر تعامل می‌کنند. بدین شکل که طرف ارائه‌کننده وام بیش از یک نفر و در واقع انبوهی از مردم است. کاربرد مدل سهامی در تأمین بودجه موردنیاز برای تحقق یک ایده، راه‌اندازی یک طرح یا کسب‌وکار است. در مقابل مشارکت‌کننده انتظار دارد تا درصدی از درآمد طرح به وی تعلق گیرد. به عبارتی پرداخت‌کنندگان وجوه، سهام‌دار کسب‌وکار می‌شوند. هرچند در بسیاری از موارد اوراق رسمی سهام ردوبدل نمی‌شود، اما گونه‌ای از اوراق گواهی ارائه می‌شود. حقوقی که به مشارکت‌کنندگان در سرمایه‌گذاری داده می‌شود متنوع است، از حق رأی در مجمع عمومی گرفته تا دریافت سود سهام یا فروش آن. درعین حال همانند صاحبان کسب‌وکار، برای مشارکت‌کنندگان نیز خطر شکست کسب‌وکار و متضرر شدن وجود دارد و از آنجاکه اجرای مدل سهام نیاز به صدور اوراق بهادار دارد، این شیوه از تأمین مالی جمعی پیچیده‌ترین و درعین حال کاراترین مدل مردم‌نهاد برای شکل‌گیری سرمایه است (دفتر توسعه کارآفرینی، ۱۳۹۳، ص. ۱۰).

تأمین مالی جمعی اسلامی یکی از موضوعاتی است که در کشورهای اسلامی مورد توجه قرار گرفته است. یکی از شاخص‌های مهم اسلامی بودن، تطبیق فرآیند تأمین مالی با قواعد فقهی و آموزه‌های اسلامی است. بر همین اساس در این مقاله سکوها و سامانه‌های تأمین مالی جمعی داخلی و خارجی مبتنی بر سهام بررسی شده و مدل‌های عملیاتی به کار گرفته شده استخراج شده‌اند. سپس بر اساس قواعد فقهی و شرعی، به بررسی مدل‌ها پرداخته و در نهایت مدل عملیاتی مطلوب بر اساس قواعد فقهی ارائه شده است.

### ۱. پیشینه پژوهش

تاکنون مطالعات زیادی در خصوص تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام صورت گرفته که به طور نمونه می‌توان به مقاله مروری موک‌آبادی و ولکمن<sup>۷</sup> (۲۰۱۸) اشاره کرد که به مرور سامانمند ۱۱۳ مقاله باهدف فراهم کردن تصویری واضح از مطالعات انجام شده در زمینه مدل سهامی و ارزیابی ادبیات موجود با نگاه انتقادی پرداخته‌اند. آن‌ها همه مقاله‌ها را از منظر بازار سرمایه، منظر کارآفرین، منظر نهادی، منظر سرمایه‌گذار و منظر پلتفرم تفکیک کرده‌اند و در هر بخش نتایج تحقیقات انجام شده قبلی را دسته‌بندی کرده‌اند. باین حال اکثر پژوهش‌های صورت گرفته در موضوع تأمین مالی جمعی فارغ از رویکرد اسلامی نگاشته شده‌اند.

برای استخراج مطالعات اسلامی انجام شده به زبان لاتین، جستجویی با کلید واژه‌های «Islam\* & Crowdfund\*» و «Sharia\* & Crowdfund\*» در عنوان مطالعات صورت گرفت. نتایج جستجو در پایگاه معتبر اسکوپوس<sup>۸</sup> مشتمل بر ۳ مقاله بود که در جدول (۱) قابل مشاهده است (سه مورد اول). برای یافتن مقاله‌های بیشتر، این جستجو در پایگاه گوگل اسکالر<sup>۹</sup> نیز انجام شد که بالغ بر ۵۴ نتیجه در بر داشت. با حذف مقاله‌های نامربوط به موضوع، جدول (۱) مشتمل بر ۱۱ مقاله منتخب به دست آمد.

جدول (۱): مطالعات انجام شده خارجی با موضوع تأمین مالی جمعی اسلامی

ردیف	نویسندگان	محتوا
۱	Developing Islamic Crowdfunding Website Platform for Startup Companies in Indonesia (2019)	از قراردادهای قرض و حواله به خاطر عدم جواز گرفتن نفع، نمی‌توان استفاده کرد ولی می‌توان از قراردادهای مشارکت و مضاربه برای مشارکت در سود و از بیع (سلف)، اجاره، وکالت، مرابحه، استصناع برای اخذ سود ثابت استفاده کرد که اولویت در قراردادهای مشارکتی است.
۲	Islamic Crowdfunding: Fundamentals, Developments and Challenges (2018)	این مقاله به تبیین تأمین مالی جمعی اسلامی و تفاوت آن با مدل‌های رایج پرداخته است. همچنین دو نوع مدل مبتنی بر مضاربه و مرابحه طراحی شده و چالش‌های قانونی، ارزیابی طرح، بازار ثانوی، کلاهبرداری و در نهایت مباحث شریعت در خصوص هر کدام مطرح شده است.
۳	Islamic Crowdfunding: Alternative Funding Solution (2017)	در این مقاله به مرور اجمالی سکوهای اسلامی در آسیا پرداخته شده و برخی قوانین و مقررات و سازوکارهای آن‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. در این مقاله تأمین مالی جمعی اسلامی بدین معنا گرفته شده که اولاً طرح حلال باشد و ثانیاً پولی که اختصاص پیدا می‌کند از منابع حلال باشد.
۴	Crowdfunding in Islamic Finance and Microfinance: A Case Study of Egypt (2015)	این مقاله به معرفی دو سکو اسلامی سهامی در مصر به نام‌های Shekra و Yomken پرداخته است. سکو شیکرا طرح‌هایی که ربوی هستند و با موازین اسلامی هم‌خوانی ندارند، قبول نمی‌کند. سکو یومکن، علاوه بر تأمین مالی از تخصص‌هایی که می‌توانند در طرح کمک کنند نیز استفاده می‌کند.
۵	Use of Crowdfunding for Developing Social Enterprises: An Islamic Approach (2018)	این مقاله با این فرض که از مدل‌های رایج تأمین مالی به خاطر محدودیت‌هایی نمی‌توان در کشورهای اسلامی استفاده کرد، به تبیین مدلی برای پیاده‌سازی کسب‌وکارهای اجتماعی باهدف رفع فقر پرداخته

ردیف	نویسندگان	محتوا
		است. در این مقاله، قرارداد صدقه برای مدل اهدا، صدقه، پیش‌خرید و پیش‌فروش برای مدل پاداش، قرض‌الحسنه برای مدل وام و سرمایه‌گذاری برای مدل سهامی پیشنهاد شده است
۶	The Role of Islamic Crowdfunding Mechanisms in Business and Business Development (2019)	این مقاله فرآیند سرمایه‌گذاری در کشورهای سنگاپور، مالزی و اندونزی پرداخته است.
۷	The Role of Investment-Based Islamic Crowdfunding for Halal Msmes: Evidence from Indonesia (2019)	در این مقاله به بررسی عوامل موفقیت کمپین‌ها در سکوهای اسلامی اندونزی پرداخته است. هدف تأمین مالی، دوره فعالیت، دوره بازگشت سرمایه و نرخ بازده اثرات مثبتی بر موفقیت کمپین دارند، درحالی‌که حداقل میزان سرمایه‌گذاری اثر منفی دارد.
۸	Financial Sustainability of Smes Through Islamic Crowdfunding (2020)	در این مقاله بدون تعریف مشخصی از تأمین مالی جمعی اسلامی، این روش را مناسب کسب‌وکارهای اسلامی معرفی کرده است.
۹	Legal Protection of Donation-Based Crowdfunding Zakat on Financial Technology: Digitalization of Zakat under Perspective of Positive Law and Islamic Law (2018)	در این مقاله به استفاده از تأمین مالی جمعی برای ساماندهی زکات در کشور اندونزی پرداخته شده است. صندوق زکات کارایی لازم را نداشته و با مشکلاتی مواجه هست که پرداخت الکترونیک زکات یا همان تأمین مالی جمعی مبتنی بر اهدا، می‌تواند بهتر و با نظارت دقیق‌تر صورت پذیرد.
۱۰	Islamic Equity-Based Crowdfunding Regulatory Model: a Legal Analysis in Saudi Arabia.	در این مقاله اشاره شده که دو موسسه در عربستان سعودی مجوز راه‌اندازی سکو تأمین مالی جمعی سهامی را دریافت کرده‌اند، درحالی‌که تاکنون هیچ قانونی در این خصوص وضع نشده است. آن‌ها تعیین سازوکارهای مدل سهامی را لازمه ایجاد قانون در این خصوص اعلام کرده‌اند.
۱۱	Towards Developing Islamic Equity Crowdfunding-Waqf Model (IECWM) to Harness the Potential of Waqf Land in Malaysia. (2019)	این مقاله مدلی برای ساماندهی اراضی وقفی در اختیار دولت‌های محلی مالزی ارائه کرده است. در این مقاله چنین پیشنهاد شده که می‌توان طرح‌هایی

ردیف	نویسندگان	محتوا
		تعریف کرد که سرمایه‌گذاران منابع خود را از طریق سکوهای تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام در اختیار عامل قرار دهند و پس از تکمیل طرح، از مزایای آن بهره‌مند می‌شوند. قرارداد بین سرمایه‌گذار و عامل در این مدل مضاربه خواهد بود.

مقاله‌های فوق چند ضعف جدی دارند، عبارتند از:

۱. بر یک مدل یعنی مدل سهامی تمرکز نکرده‌اند و همین امر باعث کلی‌گویی در مدل‌های پیشنهادی شده است (مقاله‌های ۱ تا ۸).
۲. شاخص اسلامی بودن در اکثر این مقاله‌ها، اجرا نشدن طرح‌هایی غیرحلال بوده و به جزئیات قراردادی مبتنی بر عقود اسلامی توجه نشده است. (مقاله‌های ۳، ۴، ۷ و ۸).
۳. بر اساس مبانی فقهی اهل سنت ارائه شده که در برخی موارد مثل دامنه فعالیت مضاربه اختلاف نظر جدی بین شیعه و سنی وجود دارد (همه مقاله‌ها).

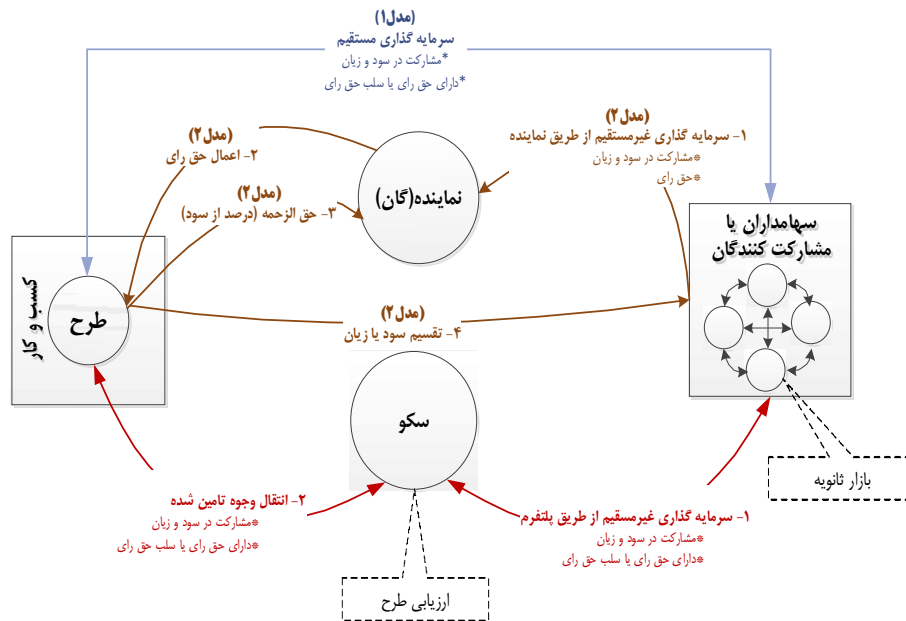
مرور مطالعات داخلی انجام شده نیز نشان می‌دهد که تنها سه عنوان با رویکرد فقهی و اسلامی نگاشته شده‌اند. محمدی‌اقدم و کریمی‌ریزی (۱۳۹۶) در مقاله «طراحی الگوی تأمین مالی جمعی مبتنی بر بدهی بانکی در چهارچوب الگوی بانکداری بدون ربا»؛ و حسن‌زاده و دیگران (۱۳۹۷ و ۱۳۹۹) در مقاله «تأمین مالی جمعی، الگویی مناسب جهت جذب مشارکت‌های خیرین» و «تأمین مالی جمعی، الگویی مناسب جهت تجهیز و تخصیص قرض‌الحسنه» به مدل‌های اسلامی مدل اهدا، قرض و بدهی پرداخته‌اند. همان‌طور که مشخص است هیچ‌کدام از این پژوهش‌ها به مدل سهامی پرداخته‌اند. در مقاله حاضر ابتدا با بررسی سکوهای فعال و قوانین نگاشته شده، انواع مدل‌های رایج تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام استخراج شده و سپس بررسی فقهی آن‌ها صورت گرفته است و پیشنهادهای سلبی و ایجابی ارائه شده است.

## ۲. فرآیند تأمین مالی

به منظور دست‌یافتن به فرآیند تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام، مستقیماً به سکوهای مطرح بین‌المللی و داخلی مراجعه شد. لزوم بررسی سکوهای فعال این حوزه این است که تأمین مالی جمعی مبتنی بر نوآوری و به‌کارگیری فناوری‌های نوین مالی صورت می‌گیرد و هر سکو مدل کسب‌وکار مخصوص به خود را دارد که می‌تواند از سایر سکوها متفاوت باشد. بر اساس آخرین گزارش موسسه مسولوشن<sup>۱۰</sup> که در دسترس است، بزرگترین سکوها تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام عبارتند از: اکوییتی‌نت<sup>۱۱</sup>، فاندبل<sup>۱۲</sup>، وی‌فاندر<sup>۱۳</sup> و کراذکیوب<sup>۱۴</sup> و...؛ در میان سکوها داخلی تاکنون مطالعه‌ای مبنی بر رتبه‌بندی آنها صورت نگرفته است. باین‌حال از سال ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۰ حدود ۱۲ سکو<sup>۱۵</sup> از شرکت فرابورس ایران مجوز فعالیت گرفتند. مدل کسب‌وکار این سکوها مشابه یکدیگر بوده و ذیل قانون واحد فعالیت می‌کنند. سکوها فعالی که مورد بررسی قرار گرفتند عبارتند از: دونگی<sup>۱۶</sup> هم‌آفرین<sup>۱۷</sup>، حلال فاند<sup>۱۸</sup>. اطلاعات منتشر شده در وبگاه برخی سکوها داخلی نشان می‌دهد که با وجود اخذ مجوز، هنوز فعالیتی در آنها صورت نگرفته است<sup>۱۹</sup>. با توجه به ظرفیت محدود مقاله و رعایت اختصار، نتیجه بررسی سکوها به صورت یک مدل نهایی ارائه شد<sup>۲۰</sup>.

پس از مرور سکوها مطرح در داخل و خارج کشور و بررسی مدل‌های عملیاتی آنها و همچنین مرور قوانین نگاشته شده در این حوزه که به برخی فرآیندهای تأمین مالی جمعی نیز اشاره می‌کنند، می‌توان یک جمع‌بندی از فرآیند تأمین مالی داشت. بررسی اولیه نشان داد که هرچند مدل اصلی تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام، مشارکت در سود و زیان است باین‌حال مدل‌های عملیاتی نسبتاً متنوعی در سکوها مختلف اجرایی شده‌اند. شکل (۱) مدل عملیاتی متفاوت با حضور بازیگران اصلی فرآیند تأمین مالی را نشان می‌دهد.





شکل (۱): مدل‌های عملیاتی تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام

منبع: یافته‌های تحقیق

همان‌طور که در شکل (۱) نشان داده شده، سه مدل سرمایه‌گذاری برای تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام متصور است. همچنین موضوعاتی مثل ارزیابی طرح، حق‌رأی سهامداران، بازار ثانوی و... وجود دارند که در همه مدل‌ها مشترک هستند.

## ۲-۱. سرمایه‌گذاری مستقیم

برخی سکوها مثل «اکوییتی‌نت» و «فاندبل» نقش واسطه‌ای خود را صرفاً به معرفی طرح محدود می‌کنند و امکان مشارکت از طریق این سکوها وجود ندارد. به بیان دیگر سرمایه‌گذار از طریق سکو صرفاً با طرح آشنا می‌شود و اگر بخواهد در طرح مشارکت کند، باید به صورت مستقیم با کارآفرین ارتباط گرفته و طبق قراردادی که به امضا می‌رساند، سرمایه‌گذاری کند.

## ۲-۲. سرمایه‌گذاری غیرمستقیم از طریق نماینده

یکی از چالش‌هایی که کارآفرینان با آن مواجه هستند این است که در تأمین مالی جمعی چون عموم سرمایه‌گذاران خرد بوده و تعداد آن‌ها نیز زیاد است، هماهنگی و تعامل با همه سرمایه‌گذاران دشوار است. سکوی «وی‌فاندر» برای حل این مشکل، امکان سرمایه‌گذاری در هر طرح را صرفاً از طریق یک نماینده فراهم می‌کند. در واقع هر کس تمایل به سرمایه‌گذاری در یک طرح را داشته باشد، عملاً حق رأی خود را به نماینده خود می‌دهد. سازوکار انتخاب نماینده می‌تواند مدل‌های مختلفی داشته باشد که در وی‌فاندر این نماینده توسط شرکت و با تأیید نهاد ناظر SEC انتخاب می‌شود و همه سرمایه‌گذاران نسبت به نماینده شناخت دارند. البته شرکت می‌تواند با تمایل خود، سهام‌هایی به‌طور مجزا به افراد دیگری واگذار کند و به نوعی سرمایه‌گذاری مستقیم را فراهم کند.

## ۲-۳. سرمایه‌گذاری غیرمستقیم از طریق سکو

در این مدل -که در سکوهای داخلی مثل حلال‌فاند، دونگی، هم‌آفرین مشاهده می‌شود- سکو به‌طور کامل نقش واسطه خود را ایفا می‌کند. بدین معنا که ابتدا وجوه را جمع‌آوری کرده و در صورت موفقیت طرح به کارآفرین منتقل می‌کند و در نهایت، سودهایی که توسط شرکت ایجاد می‌شود، به سهامداران واریز می‌شود. حتی سکو می‌تواند تضامین لازم را از کارآفرین دریافت کند تا در صورت نیاز، نسبت به وصول مطالبات سهامداران، اقدام کند. در این حالت از تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام، سکو بیشترین نقش و مسئولیت را برعهده می‌گیرد و نقش واسطه‌ای خود را به‌طور کامل انجام می‌دهد. هرچند در این مدل نیز مسئولیت سود و زیان شرکت برعهده خود شرکت بود و سکو تعهدی بابت سود و زیان آتی شرکت برعهده نمی‌گیرد.

## ۳. تحلیل و بررسی فقهی

پس از مشخص شدن فرآیند تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام لازم است کلیه فرآیندهای مطرح شده از منظر فقهی نیز مورد بررسی قرار گیرند. برای ورود به این بحث ابتدا لازم

است ماهیت سهام به لحاظ فقهی مشخص شود. اهمیت این بحث این است که در تشخیص ماهیت سهام، بین فقها اختلاف نظرهایی وجود دارد که اشاره می‌شود. مرور اجمالی پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی نشان داد که هرچند حقوق سهامداران در مدل تأمین مالی جمعی تفاوت‌هایی با شرکت‌های سهامی عام دارد، ولی این اختلاف ناشی از اختلاف در ماهیت نیست، بلکه یک اختلاف کارکردی است که در ادامه اشاره می‌شود. بنابراین ماهیت سهام در شرکت سهامی عام با شرکت تأمین مالی جمعی یکسان است. بر همین اساس می‌توان مباحثی که ذیل ماهیت سهام عادی در شرکت‌های سهامی عام مطرح شده را به سهام شرکت تأمین مالی جمعی توسعه داد.

### ۳-۱. ماهیت سهام

تاکنون پژوهش‌های مختلفی در تبیین ماهیت سهام انجام شده است. مرور مقاله‌های این حوزه نشان می‌دهد که از نظر فقیهان در خصوص ماهیت سهام سه نظریه کلی وجود دارد:

۱. سهامداران در کسب و کار به نوعی شریک همدیگر محسوب می‌شوند (ماده ۲۴ قانون تجارت؛ موسویان، ۱۳۹۱).
۲. سهامداران مالکیت مشاعی شرکت که یک شخصیت حقوقی مستقل است را در اختیار دارند (موسویان، حسن‌زاده و نیکومرام، ۱۳۹۴؛ احمدزاده بزاز، محمدی و مروارید، ۱۳۹۹؛ جعفری خسروآبادی و شهیدی، ۱۳۹۴).
۳. با یک پدیده مستحدث مواجه هستیم که در عقود رایج مطرح نشده است (مصباحی مقدم، ۱۴۰۰؛ غمامی و ابراهیمی، ۱۳۹۱).

هر یک از این سه نظریه مدعیانی دارد و این مقاله به دنبال ارائه نظر مختار نیست. بر همین اساس مرور اجمالی بر هر سه نظریه انجام می‌گیرد و روابط فقهی با توجه به هر سه رویکرد سنجش می‌شود<sup>۲۱</sup>.

### ۳-۱-۱. نظریه شراکت

طبق این نظریه سهامداران باهم در فعالیت شریک می‌شوند. در نتیجه میزان سود و زیان آن‌ها از قبل مشخص نیست و بستگی به نحوه پیشرفت طرح دارد. قراردادهایی که مبتنی بر سود شناور منعقد می‌شوند عبارتند از: قرارداد «مشارکت»، «مضاربه»، «مزارعه»، «مساقات» و «سلف». در مزارعه و مساقات لازم است زمینی زراعی یا باغ میوه از طرف سرمایه‌گذار فراهم شود. هرچند این قراردادها از جمله عقود بانکی هستند و اوراق مبتنی بر هر یک از آن‌ها نیز طراحی شده است، با این حال از آنجایی که تاکنون مورد استقبال قرار نگرفته‌اند، لذا از این دو قرارداد در این مقاله عبور می‌کنیم (درعین حال می‌توان مدل‌های عملیاتی را بر اساس آن‌ها طراحی نمود). قرارداد سلف نیز هرچند می‌تواند برای کسی که پیش‌خرید انجام داده، سود متغیر به همراه آورد، با این حال چون سلف در یک نوبت انجام می‌شود و قراردادی نیست که به صورت طولانی مدت انجام شود و به نوعی شراکت در سود و زیان در یک طرح بلندمدت را شامل نمی‌شود، لذا قرارداد سلف نیز مناسب مدل‌های سهامی نیست و در مدل تأمین مالی جمعی مبتنی بر پاداش (پیش‌خرید) قابل استفاده هست.

با مقدمه‌ای که مطرح شد دو قرارداد «مشارکت» و «مضاربه» می‌تواند به عنوان قرارداد پایه در تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام، مورد بررسی قرار گیرند. در ادامه به تفصیل راجع به این دو قرارداد و اقتضات هر کدام توضیحاتی ارائه داده می‌شود.

### الف) عقد شراکت

قرارداد شراکت به چهار نوع شراکت «عنان»، «ابدان»، «مفاوضه» و «وجوه» تقسیم می‌شود که تنها شراکت عنان از لحاظ فقهی صحیح است (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، ص. ۳۸۶). در شراکت عنان (اموال) دو یا چند نفر باهم قرارداد می‌بندند که طبق آن با مال مشترک، دادوستد انجام شود. صحت شرعی این نوع شراکت مورد اتفاق فقیهان شیعه و اهل سنت بوده (موسوی خمینی، ۱۴۱۶ق، ج ۱، ص. ۵۷۴) و مباحث آینده مربوط به این نوع شراکت است. لازم به ذکر است که این نوع شراکت در اصطلاح حقوق دانان به مشارکت مدنی معروف است. یعنی شراکت عقدی در فقه همان مشارکت مدنی در

حقوق است که مدنظر ما نیز هست. عقد شرکت دارای ارکان و احکام مشخصی است. در ادامه به این مسأله خواهیم پرداخت که آیا همه ارکان تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام را می‌توان در چارچوب ارکان عقد شرکت پیاده ساخت یا خیر؟ برای پاسخ به این سؤال لازم است عقد شرکت را از جنبه‌های مختلف و مخصوصاً مواردی که محل اشکال و شبهه است بررسی کرد.

#### – سرمایه

گفته شد که در شرکت عنان (اموال)، دو یا چند نفر با ترکیب سرمایه‌ها فعالیت مشترکی انجام می‌دهند و در سودوزیان سهیم می‌شوند. بنابراین از شرایط صحت شرکت این است که سهامداران در «مال» باهم شریک شده باشند. اما خصوصیات مال مورد شراکت بین فقها اختلاف وجود دارد به این معنا که برخی از ایشان مال را منحصر در اعیان دانسته (یزدی، ۱۴۲۸ق، ج ۲، ص. ۵۲۴) و برخی دیگر در دیون و منافع نیز جایز می‌دانند. (محقق حلی، ۱۴۰۸ق، ج ۲، ص. ۱۵۲) نتیجه اینکه کارآفرین زمانی می‌تواند سهیم در سود شود که خود نیز با آوردن سرمایه، سهامدار شرکت شود.

یکی از چالش‌های تطبیق فعالیت شرکت سهامی با عقد شرکت در خصوص سرمایه که برخی از حقوق‌دانان مطرح می‌کنند این است که آورده شرکا و سهامداران تغییر ماهیت می‌دهد؛ بدین معنا که در این گونه شرکت‌ها به محض تشکیل شرکت، آورده شرکا و صاحبان سهام از دارایی آن‌ها جدا شده و در دارایی شخص حقوقی داخل می‌شود و تازمانی که تصفیه صورت نگرفته است وثیقه تعهدات شرکت (شخص حقوقی) تلقی می‌گردد. درحالی‌که در شرکت‌های مدنی، سهم‌الشرکه هر شریک در مالکیت وی باقی می‌ماند و اصالت حقوقی خود را از دست نمی‌دهد. در نتیجه همان حقوقی که مالک در مالکیت مفروز دارد در مالکیت مشاع نیز دارا خواهد بود. (سیداحمدی سجادی، ۱۳۷۸، صص. ۱۵۱-۱۵۰). البته فقها و قائلین به نظریه شراکت، در پاسخ به این اشکال بیان می‌دارند که مشابه شرکت مدنی، هر سهام‌دار به میزان سهام خود از دارایی‌های شرکت مالک است و دلیلی برای مالکیت به شخصیت حقوقی شرکت نیست. (مصباحی مقدم، ۱۴۰۰).

### - مسأله جواز عقد شرکت

بنابر دیدگاه مشهور فقیهان، شرکت از جمله قراردادهای جایز است اما برخلاف سایر قراردادهای جایز، فسخ یکی از اعضاء، موجب بطلان و انفساخ شرکت نمی‌گردد بلکه شرکت به قوت خود باقی بوده و تنها اثر آن این است که مانع از تصرف سایر اعضاء در سرمایه مشترک می‌شود (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، ص. ۳۸۹). مشهور فقها معتقداند هر وقت یکی از شریک‌ها تقاضا کند که سرمایه شرکت را قسمت کنند. اگرچه شرکت مدت داشته باشد، باید دیگران قبول نمایند. مگر اینکه قسمت مشتمل بر رد یا مستلزم ضرر بر شریک دیگر باشد، در این صورت نمی‌تواند او را وادار به قبول قسمت نماید (مراجع تقلید، ۱۳۸۸، ص. ۲۶۱).

در بیان تأمین مالی جمعی روشن شد که این شرکت‌ها بر فرض هم برای مدت معینی باشند، به دلیل گسترده بودن حوزه فعالیت و بلندمدت بودن سرمایه‌گذاری، نمی‌توانند در قالب قراردادهای جایز مطرح باشند و به ثبات سرمایه نیاز دارند. برای حل این مشکل می‌توان از دو طریق عمل کرد:

✓ راه اول: سهامداران در ضمن عقد خارج لازم متعهد شوند که هیچ‌وقت اقدام به فسخ نمی‌کنند و چنانچه قصد خروج از شرکت را داشته باشند، از طریق فروش سهام اقدام می‌کنند؛ لازم به ذکر است چنین شرطی در صورتی که ضمن عقد شرکت باشد، به اتفاق فقها مسموع نیست و می‌توان خلاف آن عمل کرد (مصباحی مقدم، ۱۴۰۰).

✓ راه دوم: تمسک به ذیل فتوای مشهور است که معترف هستند چنانچه تقاضای تقسیم شرکت موجب ضرر شریک یا شرکای دیگر شود، پذیرفته نیست و در این شرکت‌ها به‌طور معمول تقاضای تقسیم توسط برخی سهامداران موجب ضرر و زیان سهامداران دیگر می‌شود (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۳۹۴).

### - حق رأی

در بررسی مدل‌های مختلف اعطای حق رأی به سهامداران در تأمین مالی جمعی اشاره شد که این حق می‌تواند به‌طور کامل سلب شود یا به هر سهم، یک حق رأی داده شود.

همچنین می‌تواند این حق به یک نماینده داده شود. آنچه محل بحث است این است که آیا اساساً طبق عقد شرکت چنین حقی برای سهامدار ایجاد می‌شود؟ و سؤال دوم اینکه اگر چنین حقی وجود دارد، آیا می‌توان این حق را سلب کرد؟

برای پاسخ به سؤال اول در ابتدا باید تعریفی از حق رأی داشته باشیم تا بتوانیم تحلیل فقهی انجام دهیم. در تعریف رایج، حق رأی بدین معنی است که صاحب سهم حق دارد در کلیه مجامع عمومی حاضر شده و با دادن رأی در اداره امور شرکت دخالت کند. به نظر می‌رسد که اعطای حق رأی به سهامدار کاملاً موافق شرایط عقد شرکت است چراکه طبق عقد شرکت همه شرکا می‌توانند در تصمیمات مداخله کنند و کیفیت مداخله نیز به توافقی هست که بین شرکا صورت می‌گیرد.

اما سؤال اساسی در خصوص سلب حق رأی است. یعنی آیا می‌شود حق رأی سهامداری که شریک و مالک یک کسب‌وکار است را سلب نمود؟ پاسبان و بهشتی (۱۳۹۷) در مقاله خود با عنوان «سهم بدون حق رأی و شرایط سلب و تحدید حق رأی سهام (با مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و انگلستان)» از منظر حقوقی به این موضوع پرداخته‌اند. آن‌ها بیان می‌دارند که ممکن است خط‌مشی‌های مالی شرکت ایجاد کند که شرکت برای افزایش سرمایه خود اقدام به فروش سهم جدید نماید، ولی در عین حال ممکن است الزامات مدیریت اقتضا کند که در کنار افزایش سرمایه، ساختار فعلی مدیریت شرکت کماکان حفظ شود. همین امر سبب شده که در نظام حقوق انگلستان، علاوه بر اعمال تحدیدات در حق رأی سهامدار، شرکت‌ها بتوانند سهامی را منتشر کنند که فاقد حق رأی است. در نظام حقوقی ایران به دلیل سکوت قانون‌گذار، ابتدا به نظر می‌رسد که شرکت امکان انتشار سهم بدون حق رأی را ندارد. اما باید در نظر داشت که حق رأی در شمار موارد مربوط به نظم عمومی است، لیکن از آنجاکه حق رأی از موارد مربوط به مقتضای ذات شرکت نیست، حذف کلی آن از برخی سهام شرکت باهدف تأمین سرمایه و حفظ ساختار مدیریت سابق، می‌تواند مجاز باشد. در برخی موارد هم قانون صراحتاً اجازه سهام بدون حق رأی را صادر کرده است. از جمله عدم انجام تعهد سهام‌دار به تأدیه مبلغ اسمی سهام طبق نص لایحه اصلاحی قانون تجارت ۱۳۴۷، حق رأی سهام‌دار سلب می‌شود. علاوه بر این شرکت‌ها می‌توانند در مواردی حق رأی

سهام را محدود کنند. مثلاً در اساسنامه شرکت مقرر شود که حق رأی سهامدار در مجامع عمومی منوط به داشتن تعدادی معین از سهام است.

#### - تصمیم‌گیری بر اساس رأی اکثریت

در صورتی که تأمین مالی جمعی بر اساس سرمایه‌گذاری مستقیم سهامداران و اعطای حق رأی به هر کدام از آن‌ها صورت گیرد، تصمیم‌گیری پیرامون موضوع و کیفیت مدیریت و فعالیت شرکت از طریق رأی اکثریت صورت می‌گیرد. این در حالی است که در عقد شرکت توافق همه شرکا شرط جواز تصرف در اموال شرکت است به طوری که اگر یک نفر مخالفت کند، نمی‌توان در اموال شرکت تصرف کرد. حتی از این بالاتر اگر یکی از شرکا در اثنای فعالیت شرکت از اجازه خود برگردد، نمی‌توان به فعالیت شرکت ادامه داد (مراجع تقلید، ۱۳۸۸، ص. ۲۶۰).

برای حل این مشکل باید گفت وقتی کسی با اطلاع از ضوابط شرکت به خرید سهام اقدام می‌کند، در حقیقت مقررات داخلی شرکت از جمله تصمیم‌گیری بر اساس رأی اکثریت را به عنوان شرط ضمن عقد پذیرفته است. بنابراین تا زمانی که مخالفت او با رأی اکثریت به معنای تقاضای تقسیم شرکت نباشد، به مقتضای لزوم وفای به شرط ولو در ضمن عقد جایز، لازم است که نتیجه رأی اکثریت را ملتزم باشد و اگر مخالفت به معنای تقاضای تقسیم و خروج از شرکت باشد، به مشکل جواز عقد شرکت برمی‌گردد که راه‌حل آن گذشت (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۳۹۵).

#### - کیفیت تقسیم سود

در شرکت‌های سهامی پس از کسر هزینه‌های شرکت، سود باقی‌مانده را با تصویب هیأت مدیره، یا سرمایه‌گذاری مجدد می‌کنند یا با روال خاصی بین سهامداران تقسیم می‌کنند. در خصوص کیفیت تقسیم سود در عقد شرکت، نزد فقها سه دیدگاه کلی وجود دارد:

○ شریک شدن در سود یا زیان، به نسبت سرمایه شرکا است و اگر شرطی برخلاف نسبت سرمایه گذاشته شود، این شرط باطل بوده که برخی شرط باطل را مبطل



- عقد شرکت نیز می‌دانند. (نظر اکثر فقهای شیعه) در این نظریه اقتضای عقد شرکت، تقسیم سود و زیان به نسبت سرمایه است. البته جایز است خارج از عقد شرکت، یکی از شرکا مبلغی را به دیگری اباحه (هبه) کند که این اباحه خارج از عقد شرکت بوده و از اختیارات هر فردی است که می‌تواند از مال خود هبه کند.
- شرکا می‌توانند غیر از نسبت سرمایه، شرطی در ازای عمل (کار) برای تقسیم سود و زیان تعیین کنند. به بیان دیگر شرکا می‌توانند علاوه بر نسبت سرمایه، سهم کار نیز اضافه کنند و هرکس کار بیشتری در شرکت انجام دهد، سهم بیشتری در سود و زیان داشته باشد. قائلین نظریه قبل برای عمل اجرت‌المثل قائل هستند و شرط عمل در کیفیت تقسیم سود و زیان را جایز نمی‌دانند.
  - شرکا می‌توانند غیر از نسبت سرمایه، با هر دلیلی نسبت سود و زیان را تعیین کنند. حتی می‌توان زیان را به‌طور کامل از یک طرف برداشت. (مصباحی مقدم، ۱۴۰۰).

به‌عنوان نظر مختار باید بیان داشت که فرآیند تقسیم سود در شرکت‌های عقدی متعارف، خیلی ساده و روان است و آن اینکه اگر توافق و شرط خاصی در کیفیت سود دارند، طبق آن عمل می‌کنند و اگر توافق یا شرط خاصی ندارند، سود و زیان به تناسب سرمایه تقسیم می‌شود. (مراجع تقلید، ۱۳۸۸، ص ۲۶۲) دقت در محتوای تفاوت نشان می‌دهد که این مشکل نیز قابل حل است. در واقع سهامداران با پذیرش قوانین و ضوابط شرکت‌های سهامی، به هیأت مدیره و کالت می‌دهند، متناسب با مصالح شرکت و عموم سهامداران نسبت به تقسیم سود از طرف آنان تصمیم بگیرند و این یعنی توافق خاصی از طرف سهامداران بر کیفیت تقسیم سود، که در فتاوی مراجع تقلید آمده است (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۳۹۶).

#### – ممنوعیت تصرف در اموال شرکت با مرگ، بیهوشی و حجر

«عقد شرکت از هر دو طرف جایز است، پس برای هریک از شرکا جایز است شرکت را فسخ کند ... و همچنین با پیشامد حوادثی چون مرگ، دیوانگی، بیهوشی و محجور شدن به خاطر بی‌پولی یا سفاهت، شرکت فسخ می‌شود و بعید نیست که اصل شریک

بودن باقی بماند، باینکه تصرف شریک، جایز نباشد» (موسوی خمینی، ۱۴۱۶ق، ج ۱، ص. ۱۲).

گرچه فسخ شرکت به عارض شدن یکی از حالات، محل بحث و تردید فقهاست، اما عدم جواز تصرف در اموال شرکت در چنین مواقعی، مورد توافق همه است (مراجع تقلید، ۱۳۸۸، ص. ۲۶۱). این در حالی است که در شرکت‌های سهامی به دلیل کثرت سهامداران، علم اجمالی هست که همه‌روزه برخی از آن‌ها دچار حوادثی چون مرگ، دیوانگی، بیهوشی و محجوریت می‌شوند و اگر از علم اجمالی هم صرف نظر کنیم، اگر قرار باشد شرکت سهامی با اطلاع از چنین حوادثی برای یکی از شرکا، فعالیت اقتصادی را متوقف کند، در مدت زمان کوتاهی ورشکست می‌شود. در حل این مشکل چند راه حل وجود دارد:

۱. در چنین حوادثی فقها حکم به عدم جواز تصرف در اموال شرکت می‌کنند، این است که در طول حیات شرکت، باید علم به رضایت شرکا بر فعالیت‌های شرکت داشته باشیم و زمانی که یکی از شرکا می‌میرد اموال او به ورثه می‌رسد و زمانی که دیوانه، بی‌هوش یا محجور می‌شود، اختیار اموال او با ولی او خواهد بود و علم به رضایت ورثه و ولی نسبت به فعالیت شرکت نیست و لذا اگر ورثه یا ولی رضایت دهد، تصرف در اموال او مجاز خواهد بود. حال که چنین است می‌توان گفت: فرض عدم اطلاع از رضایت ورثه و ولی، از فرض عدم رضایت یکی از شرکا زمانی که تقاضای تقسیم و خروج از شرکت می‌کند، بالاتر نیست. درحالی که فقها معتقداند در فرض تقاضای تقسیم، اگر قسمت کردن شرکت موجب ضرر و زیان شرکای دیگر شود، به آن تقاضا و آن عدم رضایت ترتیب اثر داده نمی‌شود و از او می‌خواهند که برای خروج از شرکت، سهم خود را بفروشد، اینجا نیز با استناد به این اصل «اصل نفی ضرر» معتقد می‌شویم. توقف فعالیت شرکت به خاطر موت، دیوانگی، بیهوشی یا محجوریت یکی از سهامداران، موجب ضرر و زیان دیگر سهامداران می‌شود، که در چنین مواقعی یا ورثه و ولی به ادامه فعالیت شرکت رضایت می‌دهند یا با فروش سهام از شرکت خارج می‌شوند (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۳۹۸).

۲. در اساسنامه شرکت تصریح شود که شرکت در چنین شرایطی استمرار فعالیت دارد و هرکه با این شرط مخالف است، با فروش سهم خود از شرکت خارج شود. آنچه در اساسنامه ذکر می‌شود به‌عنوان شروط ضمن عقد شرکت محسوب می‌شود (مصباحی‌مقدم، ۱۴۰۰).

۳. برفرض که با مرگ، دیوانگی، بیهوشی و محجوریت یکی از سهامداران عقد شرکت باطل شود، از آنجاکه ورثه و ولی می‌توانند با فروش سهام از شرکت خارج شوند، عدم فروش، حکایت از رضایت ورثه و ولی به استمرار فعالیت شرکت سهامی می‌کند و فقها همین رضایت را برای صحت معاملات کافی می‌دانند و می‌گویند:

«اگر با سرمایه شرکت معامله‌ای کنند، بعد بفهمند شرکت باطل بوده، چنانچه طوری باشد که اگر می‌دانستند شرکت درست نیست، به تصرف در مال یکدیگر راضی بودند، معامله صحیح است و هرچه از آن معامله پیدا شود، مال همه آنان است» (مراجع تقلید، ۱۳۸۸، ص. ۲۶۲).

#### - شراکت در یک شرکت یا یک طرح مشخص؟

تأمین مالی ممکن است برای جذب سرمایه یک شرکت نوپا یا برای تأمین منابع یک طرح ذیل یک شرکت باسابقه جذب شود. به‌طورمعمول، هدف تأمین مالی جمعی تأمین سرمایه برای شرکت‌های نوپاست اما برای تأمین منابع یک طرح نیز به‌کار می‌رود. بنابراین در یک حالت سرمایه‌گذار سهامدار و مالک کل شرکت می‌شود و در حالت دیگر ممکن است یک شرکت باسابقه برای تأمین منابع یک طرح جدید، از روش تأمین مالی جمعی استفاده کند. در این صورت، سرمایه‌گذار سهامدار شرکت نمی‌شود بلکه مشارکت وی صرفاً در یک طرح خواهد بود.

بررسی مدل‌های مختلف تأمین مالی نشان می‌دهد که آنچه در داخل کشور اتفاق می‌افتد، از نوع دوم یعنی مشارکت در یک طرح است. زیرا طبق قانون، صرفاً شخصیت‌های حقوقی امکان تعریف طرح تأمین مالی جمعی را دارند. یعنی شرکتی باسابقه (که ممکن است سهامی، تضامنی یا هر نوع دیگری باشد) جهت جذب منابع

برای یک طرح مشخص اقدام می‌کند. بنابراین در این حالت، سرمایه‌گذاران سهامدار و مالک شرکت نمی‌شوند، بلکه سهامدار یک طرح مشخص می‌شوند و از طرف شرکت به آن‌ها گواهی مشارکت در آن طرح داده می‌شود. قوانین کشورهای دیگر و سازوکار سکوه‌های مطرح دنیا نشان می‌دهد که تأمین مالی جمعی ناظر به تأمین سرمایه شرکت‌های نوپا صورت می‌گیرد و سرمایه‌گذار، سهام‌دار و مالک شرکت هست و حتی حق اعمال حقرای و دخالت در تصمیم‌گیری‌ها را برای خود کاملاً محفوظ می‌داند. یعنی سرمایه‌گذار، سهام‌دار کل شرکت می‌شود و از همه فعالیت‌های شرکت منتفع می‌شود.

ثمره بحث این می‌شود که هرچند به لحاظ حقوقی تفاوت‌هایی بین تأمین سرمایه یک شرکت یا تأمین منابع یک طرح وجود دارد و اصطلاحاتی مثل «مشارکت حقوقی» و «مشارکت مدنی» به‌کاربرده می‌شود، اما به لحاظ فقهی هر دو مدل مبتنی بر عقد مشارکت بوده و ماهیت یکسانی دارند. البته شروط ضمن عقد که در اساسنامه شرکت یا در قرارداد طرح آورده می‌شود می‌توانند متفاوت باشند.

#### - مشارکت موقت

یکی از ویژگی‌های عقد شرکت امکان تعیین زمان برای شراکت است. در واقع شرکا می‌توانند برای فعالیت خود سررسید مشخصی قرار دهند و پس از سررسید همه دارایی‌ها و اموال را به فروش برسانند و سود به‌دست‌آمده را تقسیم کنند. البته شراکت می‌تواند زمان نداشته باشد و تا زمانی که شرکا رضایت داشته باشند، عقد شرکت پابرجا باشد. نمونه مشارکت موقت در رویه عملی اوراق مشارکت منتشر شده در ایران قابل مشاهده است. این اوراق معمولاً با سررسید شش ماه تا پنج سال بوده‌اند. ناشر اوراق مشارکت بر اساس برنامه‌ریزی مشخص، در سررسید، سهم صاحبان اوراق مشارکت از طرح را بر اساس قیمت واقعی بازار یا قیمت توافقی، خریداری کرده، به مشارکت پایان می‌دهد. به‌طورمعمول سررسید اوراق مشارکت متناسب با مدت‌زمان لازم برای احداث و راه‌اندازی طرح تعریف می‌شود.

گفته شد که تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام می تواند در قالب مشارکت حقوقی یا مدنی باشد. در مشارکت حقوقی، سهامدار مالک سهام شرکت می شود و با توجه به اینکه اصل بر تداوم فعالیت هست لذا این مشارکت، موقتی نیست. اما در مشارکت مدنی که سهامداران در یک طرح مشخص مشارکت می کنند، این گونه مشارکت ها می تواند موقت باشد. به طور مثال فرض کنید یک شرکت داروسازی برای تولید یک محصول خاص نیازمند خرید لوازم و تجهیزات و خط تولید مجزایی است که همه این فرآیند را به صورت یک طرح مشخص ذیل شرکت خود تعریف می کند و از تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام برای تأمین سرمایه این طرح استفاده می کند. این طرح می تواند برای مدت پنج سال تعریف شود و پس از آن شرکت داروسازی این طرح را خریداری کرده و با همه سهامداران طرح تصفیه کند. در واقع سهامداران در این مدل وارد یک قرارداد مشارکت موقت شده اند و پس از پایان طرح، منفعی که به دست می آید را بین خود تقسیم می کنند.

نتیجه اینکه با توجه به ماهیت و کارکرد طرح و بر اساس قابلیت که عقد شرکت دارد، می توان برای طرح هایی تأمین مالی جمعی سررسید قرار داد.

#### - بازار ثانوی

با وجود اینکه عموم سکوهای تأمین مالی جمعی به سمت ایجاد بازار ثانوی نرفته اند با این حال همواره این بحث مطرح بود و در دستورالعمل تأمین مالی جمعی در کشور نیز وجود چنین بازاری مطرح شده، هرچند در حال حاضر عملیاتی نشده است.

در صورتی که نظریه شراکت را بپذیریم، بازار اولیه بر اساس پرداخت پول و تشکیل سرمایه اولیه و ایجاد شرکت انجام می شود. معاملات ثانوی بر اساس واگذاری سهم شراکت به دیگری انجام می شود. انگیزه کسی که قصد واگذاری سهم خود را دارد تقسیم شرکت و خروج از شراکت است. به لحاظ فقهی گفته شد که در این صورت اجازه تصرف از سایر سهامداران گرفته می شود و عقد شرکت پایان می یابد، مگر اینکه اثبات شود که اینکار به ضرر سهامداران بوده و کسی نمی تواند تقاضای تقسیم شرکت

کند و صرفاً می‌تواند سهم شراکت خود را به سهامدار دیگری بفروشد و قیمت آن را به صورت نقد دریافت کند (موسویان و بهاری فراملکی، ۱۳۹۱، ص. ۳۹۲)

علاوه بر راه حل فوق، شیوه معاملات ثانوی می‌تواند در اساسنامه شرکت بیاید و به نوعی شرط ضمن عقد لحاظ شود. بر همین اساس واگذاری سهم شرکت به فروش سهم شرکت طبق اساسنامه شرکت جایز خواهد بود. طبق فتاوی متعده هم که از مراجع تقلید صورت گرفته با توجه به اینکه اکثر فقها سهام را گواهی شراکت می‌دانند و معاملات ثانوی آن را نیز جایز می‌دانند به نظر می‌رسد که معاملات ثانوی بدون اشکال خواهد بود.

معاملات ثانوی در تأمین مالی جمعی می‌تواند از نوع بازخرید سهم توسط خود شرکت یا سکو یا هر فرد دیگری باشد یا از نوع واگذاری سهم به دیگری در بازار متشکل یا غیر متشکل باشد که در همه این حالات، در واقع یکی از شرکا سهم خود را به دیگری واگذار می‌کند و حکم فقهی یکسانی دارند.

#### - جمع بندی نظریه شراکت بر اساس عقد شرکت

با توجه به مباحث مطرح شده و استدلالاتی که مطرح شد، رابطه شراکت طبق عقد شرکت، در شرکت‌های سهامی و بالتبع شرکت‌های سهامی که از طریق تأمین مالی جمعی اقدام به جذب سرمایه و انتشار سهام می‌کنند، جایز است. باین حال انتقاداتی از طرف صاحب نظران در این بخش مطرح است که منجر به ارائه نظریه دیگری در این خصوص شده است. پس از بیان عقد مضاربه که نوع دیگری از شراکت مطرح می‌شود، به بیان نظریه دوم پرداخته می‌شود.

#### **(ب) عقد مضاربه**

مضاربه در لغت یعنی تجارت با سرمایه دیگری و در اصطلاح عقدی است که به موجب آن فردی (مالک) مالی را در اختیار فردی دیگر (عامل) می‌گذارد تا با آن مال تجارت کند و سود حاصله میان آن دو به نسبت معینی تقسیم گردد (نجفی، ۱۳۶۲، ص. ۳۳۷)

نوع کاری که باید عامل با سرمایه انجام دهد تجارت است و اگر عامل از راه‌های

دیگری مثل تولید یا زراعت و غیره، از سرمایه سود به دست آورد عنوان مضاربه صدق نمی‌کند (مراجع تقلید، ۱۳۸۸، ص. ۲۶۸).

مشخص شد که به فتوای مشهور فقهای شیعه عقد مضاربه به امور بازرگانی و تجارت اختصاص دارد و لذا محدودتر از عقد شرکت محسوب می‌شود. باین حال از آنجایی که انعقاد عقد شرکت منوط به آوردن سرمایه توسط همه شرکاست، درجایی که عامل نخواهد سرمایه‌ای بیاورد ولی بخواهد همچنان در سود و زیان شریک باشد، فقط می‌توان عقد مضاربه را جاری ساخت.

اختصاص عقد مضاربه به تجارت، استفاده از این عقد را در مدل سهامی با مشکل مواجه می‌کند. چراکه عموم شرکت‌ها و کسب‌وکارها فعالیت‌های تولیدی و خدماتی ارائه می‌دهند. در واقع تأمین مالی جمعی یکی از روش‌های تأمین مالی برای صاحبان ایده‌های نو و خلاقانه است که به منابع مالی دسترسی ندارد. عموم این ایده‌ها فراتر از فعالیت بازرگانی بوده و به نوعی شامل فعالیت‌های تولیدی و خدماتی می‌شود.

از طرف دیگر زمان تقسیم سود در مضاربه بعد از پایان قرارداد است (نجفی، ۱۳۶۲، ص. ۳۶۴) یعنی تا زمانی که قرارداد به پایان نرسد نمی‌توان سود را شناسایی کرد و بین طرفین تقسیم نمود. بنابراین حتی اگر کسب‌وکاری وجود داشته باشد که صرفاً فعالیت بازرگانی انجام دهد، از آنجایی که سود مضاربه در پایان قرارداد پرداخت می‌شود، ناگزیر به انتشار اوراق کوتاه‌مدت هستند تا سرمایه‌گذاران پس از حداکثر یک سال بتوانند به سود سرمایه‌گذاری خود برسند؛ این در حالی است که سرمایه‌گذاری در کسب‌وکارهای خرد عموماً بلندمدت بوده و امکان انتشار اوراق کوتاه‌مدت برای این منظور کارایی لازم را ندارد.

محدودیت‌های اشاره شده باعث می‌شود عقد مضاربه نتواند در مدل سهامی مورد استفاده قرار گیرد. بنابراین سهامی که مبتنی بر عقد مضاربه باشد، هرچند روی کاغذ امکان ایجاد آن وجود دارد ولی به لحاظ عملکردی و کارایی قابلیت اجرا ندارد. بنابراین در طرح‌های تأمین مالی جمعی لازم است عامل نیز بخشی از سرمایه مورد نیاز را تأمین کند تا ضمن عقد مشارکت، شریک در سود و زیان شود. یا اگر نتواند سرمایه‌ای بیاورد،

طبق عقد شرکت دیگر شریک در سود و زیان نخواهد بود و صرفاً به عنوان مدیر کسب و کار مستحق دریافت اجرت و مزد مثل همه شاغلان در کسب و کار خواهد بود.

### ۳-۱-۲. نظریه مالکیت مشاع

نظریه مالکیت مشاع بیشتر مورد توجه حقوق دانان است. صاحب نظران حقوقی بر مبنای نظریه استقلال شخصیت حقوقی و دارایی شرکت سهامی، معتقدند سهامداران هیچ گونه رابطه مالکانه و حق عینی نسبت به اموال و دارایی شرکت ندارند و دارندگان سهام صرفاً مالک شرکت به عنوان یک بنگاه تجاری دارای شخصیت حقوقی هستند و سهامداران به نسبت مقدار سهام خود در این مال اعتباری مالکیت مشاع دارند.

در این تحلیل، مورد معامله و مبیع در بیع سهام (کلی در مشاع) است و دارنده سهام مالکیت مشاع خود بر شرکت را به میزان سهام مورد معامله به خریدار منتقل می کند و واگذاری می کند. اما این کلی در مشاع با کلی در مشاع<sup>۲۲</sup> مصطلح در عبارات فقیهان تا حدودی تفاوت دارد. کلی در مشاع مرسوم و متداول این گونه است که مال منقول یا غیر منقول که وجود مادی خارجی دارد، مالکیت آن به نحو مشاع متعلق به دو یا چند شخص است و آنگاه که یکی از شرکا سهم خود را می فروشد، آن را به صورت کلی در مشاع می فروشد. در این مفهوم، خود (کلی در مشاع) اگرچه تعیین و تشخیص خارجی ندارد و یک مفهوم ذهنی است و موجود اعتباری تلقی می شود، اما متعلق آن مال منقول یا غیر منقول مادی و فیزیکی است که وجود خارجی دارد.

بر اساس این تحلیل که سهامدار با خود شرکت و بنگاه تجاری رابطه مالکانه دارد، نه با اموال و دارایی آن؛ در قرارداد فروش سهام، علاوه بر اینکه مورد معامله (مبیع)، کلی در مشاع و موجود اعتباری است، متعلق این کلی مشاع شخص حقوقی (یعنی شرکت تجاری) است که گفتیم خود موجود اعتباری است و اگر آن را مال بدانیم، مال اعتباری و ناملموس است. در این صورت، اگر شرط عین بودن مبیع را به نحو سخت گیرانه بر این مورد تطبیق کنیم، صحت چنین بیعی از نظر مشهور فقها، به شدت با تردید مواجه خواهد شد اما اگر مفهوم عین را توسعه داده و شامل اموال اعتباری نیز بدانیم و چنین توصیه شود که منظور از عین بودن مبیع، این است که (خود شیء و خود مال) و نه



منفعت آن و نه حقی راجع به آن، تملیک شود و مورد مبادله قرار گیرد و در فرض بحث ما هم (خود مال) که یک مال اعتباری است، البته به قدرالسهم فروشنده، مورد مبادله قرار می‌گیرد، در این صورت نیز بیع سهام از دیدگاه همه فقها صحیح خواهد بود (عبدی‌پورفرد، ۱۳۹۱، صص. ۱۴۹-۱۴۸).

با توجه به نکات گفته شده شرکت سهامی فراتر از اموال و دارایی‌های آن بوده و موجودی اعتباری و مستقل است و هر سهامدار مالک جزء مشاعی از این شیء اعتباری است. وقتی معامله‌ای میان دو سرمایه‌گذار انجام می‌شود، در واقع جزء مشاعی از شرکت سهامی (شیء اعتباری) از مالکیت سرمایه‌گذاری خارج و در ملکیت سرمایه‌گذار دیگری داخل می‌شود و پس از انتقال مالکیت، سهامدار جدید دارای حقوق غیرمالی و مالی اشاره شده خواهد شد. بر اساس این دیدگاه مبیع کلی در مشاع و اعتباری است و متعلق این کلی در مشاع نیز که شرکت سهامی (شخصیت حقوقی) است یک موجود اعتباری است (موسویان، حسن‌زاده و نیکومرام، ۱۳۹۴، صص. ۳۱-۳۵).

اطلاق خریدوفروش برای نقل و انتقال سهام یکی دیگر از دلایل تقویت این نظریه است، چراکه در بورس اوراق بهادار تهران، روزانه تعداد بسیار زیادی سهام عادی شرکت‌های مختلف معامله می‌شود. در عرف سرمایه‌گذاران و بازار سرمایه و همچنین گزاره‌های مختلف اخباری و قانونی، از این معاملات به خریدوفروش یاد می‌شود.

در صورتی که نظریه مالکیت مشاع سهام‌داران بر شخصیت حقوقی شرکت را به‌عنوان یک مال کلی در مشاع بپذیریم، خریدوفروش این مال در بازار ثانوی نیز بدون اشکال خواهد بود. در واقع همان‌طور که قرارداد بیع در بازار اولیه صحیح بوده و مالکیت شرکت را به سهام‌دار منتقل می‌کند، فروش این دارایی در بازار ثانوی نیز مصداق بیع بوده و مالکیت از یک سهام‌دار به سهام‌دار دیگر منتقل می‌شود و کاملاً صحیح و شرعی خواهد بود.

بنابراین طبق این حالت، به‌جای تعبیر معاملات ثانوی سهام از واگذاری سهم شراکت، به خریدوفروش سهم اشاره می‌شود که این اطلاق سازگاری بیشتری با عرف

معاملات ثانوی سهام دارد. علاوه بر عرف معامله گران، متون و قوانین در موارد متعددی به خرید و فروش سهم اشاره می‌کند.

### - جمع‌بندی نظریه مالکیت مشاع

با همه استدلالات و انتقادهایی که مطرح شد، نظر مختار نویسندگان به نظریه مالکیت مشاع نزدیک است. هر چند این مقاله در بیان نظریه مختار نیست و حالت‌های مختلفی که وجود دارد را مورد بحث و بررسی قرار می‌دهد. اگر این نظریه پذیرفته شود، بسیاری از چالش‌هایی که در عقد شرکت مطرح شد از جمله چالش حق رأی، ورود و خروج سهامداران و... در اینجا مطرح نیست. چرا که هر کسب و کار می‌تواند طبق اساسنامه خود نحوه فعالیت خود را اعلام کند و این اساسنامه به نوعی شرایط شرکت که موضوع بیع قرار می‌گیرد را مشخص می‌کند. به طور مثال وقتی فردی قصد خرید یک خودرو را داشته باشد، ویژگی‌ها و امکاناتی که خودرو دارد در قیمت‌گذاری مؤثر بوده و فرد در ازای دریافت امکانات مشخص حاضر به خرید خودرو می‌شود. شرکت نیز همین‌گونه است و مجموع دارایی‌های یک شرکت، نحوه اداره شرکت، موضوع فعالیت آن و... یک ارزشی ایجاد می‌کند که کسب و کار به عنوان یک مال کلی در مشاع قابل خرید و فروش می‌شود.

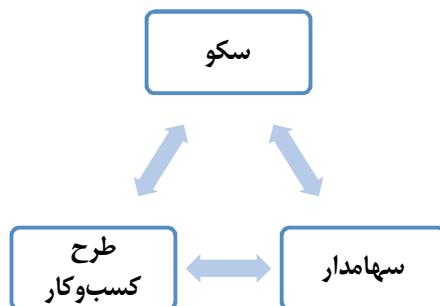
### ۳-۱-۳. نظریه عقد مستحدث

باید توجه کرد که شرکت‌های سهامی با ویژگی‌های خاص خود پدیده جدیدی هستند و سابقه دیرینه ندارند و با شرکت عقدی که در کتب فقهی بحث می‌شود تفاوت‌های زیادی دارند. شخصیت حقوقی شرکت، مسئولیت محدود شرکا، عدم قابلیت تقسیم شرکت به تقاضای برخی سهامداران و ورود و خروج شرکا تنها از طریق خرید و فروش سهام، اداره شرکت توسط هیأت مدیره و بر اساس رأی اکثریت، عدم توقف فعالیت شرکت با فوت یا جنون برخی از سهامداران و مهم‌تر از همه این‌ها، لزوم رعایت برخی قوانین و مقررات حاکم بر شرکت‌های سهامی که توسط دولت‌ها و مجامع رسمی قانون‌گذاری ابلاغ می‌شود و شرکت‌ها موظف هستند اساسنامه خود را بر اساس آن‌ها تنظیم کنند و در چهارچوب آن قوانین و مقررات فعالیت کنند، همه این تفاوت‌ها

موجب می‌شود شرکت سهامی از نظر ماهوی متفاوت از شرکت عقدی مطرح در کتب فقهی باشد. نتیجه اینکه شرکت‌های سهامی با قوانین و مقررات خاص خود از موضوعات مستحدثه‌ای هستند که به دلیل رعایت ضوابط عمومی فقه معاملات از مصداق‌های عمومات و اطلاقات اصل لفظی صحت معاملات بوده و از نظر شرع مجاز خواهند بود. (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۳۹۳).

### ۲-۳. روابط فقهی بین ارکان اصلی مدل

پس از بحث پیرامون ماهیت سهام، لازم است روابط موجود بین ارکان اصلی مدل از منظر فقهی بررسی شوند. مطابق با شکل (۱)، سکو، سهامدار و طرح کسب‌وکار سه رکن اصلی تأمین مالی جمعی محسوب می‌شوند. در خصوص طرح کسب‌وکار این توضیح لازم است که خود طرح همانند یک شرکت تجاری دارای شخصیت حقوقی است و مدیر طرح که در ادبیات تأمین مالی جمعی کارآفرین نامیده می‌شود، نماینده آن محسوب می‌شود. در ادامه به بررسی دو طرف این روابط پرداخته می‌شود.



شکل (۱): ارکان اصلی مدل تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام و روابط بین آنها

منبع: یافته‌های تحقیق

### ۱-۲-۳. رابطه طرح کسب‌وکار و سکو

برای تبیین بهتر رابطه این دو رکن، به وظایف هرکدام در قبال دیگری اشاره می‌کنیم. بر همین اساس رابطه طرح و سکو در دو مرحله به شرح زیر خلاصه می‌شود:

✓ مرحله اول: مرحله‌ای است که کارآفرین به نمایندگی از طرح، سکوی موردنظر خود را انتخاب می‌کند و تصمیم می‌گیرد فرآیند تأمین مالی از طریق

آن انجام شود. بنابراین طرح کسب‌وکار را در سایت معرفی شده بارگذاری کرده و اطلاعات موردنیاز را وارد می‌کند. سپس ارزیابی طرح توسط سکو صورت می‌گیرد که این ارزیابی توسط کارشناسان سکو و در برخی موارد توسط مردم از طریق حمایت از طرح انجام می‌شود. نتیجه این ارزیابی پذیرش اولیه یا رد طرح خواهد بود.

✓ مرحله دوم: اعلان عمومی و آغاز فرآیند تأمین مالی توسط سکو است که میزان نقش سکو و وظایف او با توجه به روش مستقیم و غیرمستقیم (که توضیح آن داده شد) تعیین می‌شود.

به نظر می‌رسد به لحاظ فقهی، قراردادی که بیشترین تطابق را با همه مراحل فوق داشته باشد قرارداد «وکالت خاص» است، بدین صورت که کارآفرین به‌عنوان نماینده طرح کسب‌وکار، به سکو وکالت می‌دهد که طرح را به سرمایه‌گذاران معرفی کند و منابع مالی جمع‌آوری شده را به وی تخصیص دهد. وکالت خاص در مقابل وکالت عام قرار دارد بدین معنی که سکو صرفاً در همین طرح کسب‌وکار وکیل است و این وکالت به‌جای دیگر تسری نمی‌یابد. مرحله یک از روابط بین این دو، در واقع مرحله قبل از انعقاد قرارداد وکالت است که وکیل (سکو) در این حالت شرایط وکالت خود را به موکل اعلام می‌کند و این حق را با بررسی طرح برای خود قائل است که آیا وکالت چنین طرحی را تقبل کند یا خیر؟

در قرارداد وکالت میزان تعهداتی که سکو می‌پذیرد با توجه به مدل تأمین مالی متفاوت خواهد بود. در سرمایه‌گذاری مستقیم، سکو صرفاً وظیفه معرفی طرح به سرمایه‌گذاران را دارد و در فرآیند سرمایه‌گذاری هیچ نقشی ایفا نمی‌کند. یعنی سهامدار به‌صورت مستقیم با کسب‌وکار تعامل برقرار می‌کند. لذا سطح واسطه‌گری سکو در این مدل کم است و تعهدات کمی را قبول می‌کند. در سرمایه‌گذاری از طریق نماینده، وظیفه واسطه‌گری سکو بیشتر می‌شود و تعهدات بیشتری قبول می‌کند. ایجاد درگاه جهت واریز کردن پول، عودت سود سرمایه‌گذاری، تسهیل ارتباط با مدیران طرح، ایجاد بازار ثانوی و... از جمله مواردی هستند که سکوه‌های مختلف ممکن است پذیرای

کامل آن‌ها یا برخی از آن‌ها باشند. علی‌ای حال آنچه مهم بوده این است که قرارداد محوری در همه این موارد وکالت است که طبق توافق، تعهدات طرفین در آن نوشته می‌شود. از آنجایی که عقد وکالت جایز بوده امکان فسخ قرارداد برای دو طرف وجود دارد. همچنین سکو می‌تواند مبلغی به‌عنوان حق‌الوکاله از طرح کسب‌وکار دریافت نماید.

### ۲-۲-۳. رابطه سهامدار و سکو

نقش واسطه‌گری سکو در فرآیند تأمین مالی محدود بوده و صرفاً به‌اندازه آشناکردن سرمایه‌گذار با طرح است. بنابراین در مدل سرمایه‌گذاری مستقیم عملاً هیچ قراردادی بین سهامدار و سکو نوشته نمی‌شود بلکه صرفاً سهامدار از طریق سکو با طرح آشنا می‌شود و به‌صورت مستقیم در تعامل با مدیر طرح اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کند. در مدل‌هایی که سکو نقش وساطت منابع مالی را ایفا می‌کند و چه‌بسا ممکن است در پرداخت سود سالانه سهام یا خرید و فروش سهام در بازار ثانوی نقش واسطه‌گری خود را توسعه دهد، یک قرارداد مالی فی‌مابین سهامدار و سکو منعقد می‌شود. از آنجایی که سکو از جانب خود اقدامی انجام نمی‌دهد و صرفاً به نمایندگی از سهامدار، واسطه وجوه می‌شود؛ لذا مشخص است که قرارداد فی‌مابین سرمایه‌گذار و سکو وکالت بوده و هر سکو می‌تواند متناسب با تعهداتی که برعهده می‌گیرد، از سرمایه‌گذار مبلغی جهت حق‌الوکاله دریافت کند.

### ۳-۲-۳. رابطه سهامدار و طرح کسب‌وکار

مشخص شدن ماهیت سهام در تعیین رابطه بین سهامدار و طرح کسب‌وکار مهم است که در این مقاله مورد بحث و بررسی قرار گرفت. گفته شد که سه حالت برای مالکیت متصور است.

۱. مالکیت می‌تواند از نوع مالکیت مشاع دارایی‌های طرح کسب‌وکار ضمن عقد شرکت باشد.
۲. مالکیت مشاع یک شخصیت حقوقی مستقل بر اساس عقد بیع باشد.

۳. تحلیل مالکیت به‌عنوان یک پدیده مستحدث که نوع خاصی تحت عنوان مالکیت سهام مطرح شود.

از آنجایی که در طرح‌ها، علاوه بر سهامدار یک مدیر طرح یا همان کارآفرین نیز مطرح بوده، لازم است نقش مدیر کسب‌وکار و قراردادی که فی‌مابین او و سهامداران نوشته می‌شود، مشخص باشد. در بررسی عقد شراکت گفته شد که مدیر می‌تواند خود بخشی از سرمایه را تأمین کند که در این صورت، مدیر مثل سایر سهامداران، سهامدار شرکت نیز می‌شود. غیر از این مورد گفته شد که سهامداران برای مدیریت اموال شرکت، لازم است فردی را انتخاب کرده و اجازه تصرف در اموال را به وی دهند. این فرد به میزان کاری که انجام می‌دهد مستحق دریافت اجرت می‌شود. بنابراین مدیر طرح که بعضاً به اشتباه صاحب کسب‌وکار هم از آن تعبیر می‌شود (چون صاحب کسب‌وکار در مدل سهامی، سهامداران هستند) کسی است که از طرف سهامداران اجازه تصرف در اموال شرکت و مدیریت امور را به‌عهده دارد و در ازای اقداماتی که انجام می‌دهد مثل همه کسانی که از شرکت حقوق دریافت می‌کنند، حقوق و اجرت کار خود را دریافت می‌کند. در واقع حقوق مدیر از جنس هزینه برای کسب‌وکار خواهد بود. بنابراین مدیر بر اساس قراردادهای حق‌العمل‌کاری یعنی جعاله یا اجاره مستحق دریافت اجرت خواهد بود.

در حالتی که به لحاظ فقهی سهامدار مالک مشاع شرکت باشد، مدیر شرکت یکی از اجزای شرکت خواهد بود که وظایف و اختیارات وی و میزان درآمدی که از شرکت دریافت می‌کند مشخص است. بنابراین سهامداران مالک شرکتی هستند که مدیریت آن شرکت با فرد مشخصی است و لازم نیست قرارداد یا توافقی بین سهامداران و مدیر شرکت باشد بلکه مدیر شرکت با خود شرکت که یک شخصیت حقوقی مستقل هست طرف قرارداد بوده و از شرکت حقوق دریافت می‌کند.

### ۳-۳. کارمزدها و هزینه‌ها

مهم‌ترین بخش درآمدزایی سکوها در قالب کارمزدی است که دریافت می‌شود. کارمزد توسط سکو می‌تواند هم از سرمایه‌گذار و هم از سرمایه‌پذیر گرفته شود. از آنجایی که

سکو وکیل دوطرفه از طرف سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر محسوب می‌شود، می‌تواند در ازای خدماتی که ارائه می‌دهد کارمزدی تحت‌عنوان حق‌الوکاله دریافت کند. این حق‌الوکاله هم می‌تواند به‌صورت مبلغی ثابت یا به‌صورت درصدی از هدف طرح اخذ شود که هر دو صورت بلامانع است. در عموم سکوها این‌گونه است که کارمزد به‌صورت درصدی از هدف طرح و از سرمایه‌پذیر گرفته می‌شود.

در برخی اوقات طرح با شکست مواجه می‌شود و اگر سکو منابعی را جمع کرده باشد به صاحبان آن‌ها عودت می‌کند. در این صورت نیز معمولاً سکو مبلغی از سرمایه‌پذیر طلب می‌کند. یعنی این مبلغ به‌صورت درصدی از منابع جمع‌آوری‌شده نیست، بلکه به‌صورت مستقیم از سرمایه‌پذیر گرفته می‌شود. از لحاظ فقهی گرفتن این کارمزد نیز بلاشکال است به شرطی که در قرارداد وکالت شرایط آن به‌طور کامل آمده باشد. به‌بیان‌دیگر در قراردادی که بین سکو و کسب‌وکار نوشته می‌شود همه شرایط دریافت کارمزد قید می‌شود و گرفتن آن به‌عنوان حق‌الوکاله توسط سکو جایز است. حال این کارمزد ممکن است مستقیماً از خود کسب‌وکار و یا به‌صورت درصدی از منابع تأمین‌شده اخذ شود.

علاوه‌بر کارمزد، سکوها از فروش برخی خدمات کسب درآمد می‌کنند. به‌طور مثال فروش صفحه کاربری پیشرفته که امکانات ویژه‌ای دارد از جمله درآمد سکوها محسوب می‌شود که همه این درآمد ذیل بیع خدمات و امتیازات از نگاه اکثر فقها صحیح است. همچنین ممکن است به‌طور مستقیم برای پوشش هزینه‌های خود از افرادی خاص یا از عموم مردم به‌صورت تأمین‌مالی جمعی تأمین‌مالی کنند.

### ۳-۴. فسخ قرارداد

یکی از مواردی که در سکوهای تأمین‌مالی جمعی شایع است، منحل شدن طرح یا نیمه‌تمام ماندن آن است. در این صورت باید به لحاظ فقهی امکان فسخ قرارداد در حالت‌های مختلف بررسی شود.

### ۳-۴-۱. فسخ از طرف طرح کسب و کار

شخص کارآفرین به‌عنوان نماینده طرح کسب و کار می‌تواند کل فرآیند تأمین مالی را تا قبل از اتمام فرآیند و دریافت پول به هر دلیلی متوقف و لغو کند. زیرا تا این مرحله هنوز قراردادی با سهامداران منعقد نشده و فرد نسبت به سکو در نقش موکل بوده و این اختیار را دارد که قرارداد وکالت را باطل کند. البته جبران ضرر و زیان سکو طبق قرارداد فی‌مابین لازم‌الاجراست.

### ۳-۴-۲. فسخ از طرف سکو

در این حالت سکو اقدام به منحل کردن طرح می‌کند. یکی از شرایط سکوها این است که اگر تشخیص دهند طرحی مطابق با ضوابط تعریف‌نشده و تخلفی در آن صورت گرفته، این حق را برای خود قائل می‌شوند که طرح را در هر مرحله‌ای که باشد، منحل کنند. برای بررسی این حالت باید در نظر بگیریم که سکو دو قرارداد وکالت به‌صورت مجزا با کسب و کار و سرمایه‌گذار بسته است. لذا باید وضعیت فسخ قرارداد نسبت به هر دو طرف بررسی شود.

در قراردادی که سکو با کسب و کار منعقد کرده، از آنجایی که وکالت یک قرارداد جایز نسبت به هر دو طرف است، وکیل (سکو) این حق را دارد که قرارداد وکالت را فسخ کند و در واقع از قرارداد وکالت استعفا دهد. در این شرایط لازم هست شرایط جبران خسارت موکل و وکیل به‌طور کامل در قرارداد بیاید. فسخ قرارداد در هر مرحله از تأمین مالی و حتی پایان آن ممکن است.

در قراردادی که سکو با سرمایه‌گذار منعقد کرده، چون سکو طبق عقد وکالت لازم است منافع سرمایه‌گذاران را در نظر بگیرد و معمولاً در این حالت فسخ قرارداد به خاطر انحراف یا خطایی است که در طرح رخ داده لذا سکو می‌تواند فرآیند را در هر مرحله که باشد متوقف کند. اما در صورتی که به هر دلیلی سکو بخواهد کنار بکشد (مثلاً ورشکسته شدن سکو و اتمام فعالیت آن) طبق جایز بودن عقد وکالت این حق را دارد ولی باید جبران ضرر سرمایه‌گذاران را انجام دهد.



### ۳-۴-۳. فسخ از طرف سهام‌داران (فروش سهام)

دو حالت برای این مورد قابل تصور است:

- ✓ حالت اول: سرمایه‌گذار قبل از قبض منابع توسط طرح کسب‌وکار پشیمان شده و قصد پس گرفتن پول خود را کند. از آنجایی که پول هنوز در اختیار طرح قرار نگرفته، عقد جاری نشده و امکان عودت پول وجود دارد. لذا سرمایه‌گذاران در طول فرآیند تأمین مالی، می‌توانند انصراف دهند و منابع خود را پس بگیرند. از آنجایی که تا قبل از تحویل، این منابع نزد سکو نگه‌داشته می‌شود، لذا سکو موظف است در صورت درخواست، منابع را عودت کند.
- ✓ حالت دوم: سرمایه‌گذار بعد از قبض منابع توسط کسب‌وکار قصد پس گرفتن پول خود را داشته باشد. در این صورت قرارداد منعقد شده و سرمایه‌گذار مالک طرح است. یعنی عملاً در این صورت صرفاً با انتقال مالکیت (فروش سهام) امکان خروج از سرمایه‌گذاری وجود دارد.

در تحلیل ماهیت سهام اشاره شد که اگر مالکیت به واسطه شراکت باشد، فروش سهام معنای اصطلاحی برای واگذاری شراکت به فرد دیگری است که بحث آن گذشت و اگر مالکیت به واسطه مالکیت مشاع شخصیت حقوقی شرکت باشد، فروش سهم دقیقاً به معنای فروش بخشی از شرکت به دیگری است. باید توجه داشت که فروش سهام می‌تواند در بازار ثانوی و یا در بازار غیرمتشکل یا به صورت بازخرید توسط خود شرکت صورت پذیرد که بحث فقهی آن تفاوتی نمی‌کند.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام یکی از روش‌های تأمین مالی برای کارآفرینان و صاحبان ایده برای راه‌اندازی کسب‌وکارشان است. بررسی سکوه‌های مطرح بین‌المللی و داخلی و همچنین قوانین نگاشته شده در این زمینه نشان داد تفاوت‌ها و نوآوری‌های گوناگونی وجود دارد، به گونه‌ای که تأمین مالی جمعی را با توجه به نقش‌آفرینی پلتفرم در فرآیند، می‌توان به سه مدل «سرمایه‌گذاری مستقیم»، «سرمایه‌گذاری غیرمستقیم از طریق نماینده» و «سرمایه‌گذاری غیرمستقیم از طریق پلتفرم» تقسیم نمود. با وجود تفاوت

مذکور، ماهیت سهام در همه مدل‌ها یکسان بوده که البته از نظر فقهی و حقوقی اختلاف‌نظرهایی نسبت به تعریف آن وجود دارد. بررسی‌ها نشان داد سه نظریه در تعریف ماهیت سهام وجود دارند که عبارتند از:

۱. سهامداران در کسب و کار به نوعی شریک هم‌دیگر محسوب می‌شوند؛
۲. سهامداران مالکیت مشاعی شرکت که یک شخصیت حقوقی مستقل است را در اختیار دارند؛
۳. با یک پدیده مستحدث مواجه هستیم که در عقود رایج مطرح نشده است.

نظر مختار نویسندگان به نظریه دوم نزدیک است، چراکه در صورت پذیرش آن، بسیاری از چالش‌هایی که در نظریه اول وجود دارد از جمله چالش حق رأی، ورود و خروج سهامداران و... در اینجا مطرح نیست.

در بررسی روابط فقهی بین سه رکن اصلی مدل یعنی «سکو»، «کسب و کار» و «سرمایه‌گذار»، رابطه بین سکو و کسب و کار و رابطه بین سکو و سرمایه‌گذار مبتنی بر قرارداد وکالت طراحی شد که در این صورت امکان فسخ قرارداد و اخذ کارمزد تحت عنوان حق الوکاله توسط سکو جایز است. همچنین نشان داده شد که در سرمایه‌گذاری مستقیم و غیرمستقیم، صرفاً تعهدات پلتفرم در قرارداد وکالت متفاوت بوده و تغییری در نوع قرارداد ایجاد نمی‌کند. رابطه بین سرمایه‌گذار و کسب و کار نیز به تعریف ماهیت سهام برمی‌گردد. با تبیینی که صورت گرفت امکان خرید و فروش سهام بر اساس هر سه نظریه وجود دارد.

در نظریه اول، معاملات ثانوی بر اساس واگذاری سهم شراکت به دیگری انجام می‌شود. معاملات ثانوی می‌تواند از نوع بازخرید سهم توسط خود شرکت یا سکو یا هر فرد دیگری باشد یا از نوع واگذاری سهم به دیگری در بازار متشکل یا غیر متشکل باشد که در همه این حالات، یکی از شرکا سهم خود را به دیگری واگذار می‌کند و حکم فقهی یکسانی دارند و از نظر فقها جایز شمرده شده است.

در نظریه دوم هر کسب و کار می‌تواند طبق اساسنامه خود نحوه فعالیت خود را اعلام کند و این اساسنامه به نوعی شرایط شرکت که موضوع بیع قرار می‌گیرد را

مشخص می‌کند. در نتیجه مجموع دارایی‌های یک شرکت، نحوه اداره شرکت، موضوع فعالیت آن و... یک ارزشی ایجاد می‌کند که کسب‌وکار به‌عنوان یک مال کلی در مشاع قابل خرید و فروش می‌شود.

#### یادداشت‌ها

1. Jeff Howe
2. Crowd Sourcing
3. Donation Based Crowdfunding
4. Reward Based Crowdfunding
5. Debt Based Crowdfunding
6. Equity Based Crowdfundung
7. Mochkabadi & Volkmann
8. Scopus
9. Google Scholar
10. Massulotion, 2015
11. Equitynet
12. Fundable
13. Wefunder
14. Crowdcube

۱۵. در این مقاله از واژه «سکو» معادل «پلتفرم» استفاده شده است.

16. Dongi
17. <https://hamafarin.ir>
18. <https://halalfund.ir>

۱۹. بررسی صورت گرفته نشان می‌دهد تا پایان سال ۱۴۰۰ سکوهایی مثل کارن کراد، ققنوس، ای بی کراد، رضوی، زرین کراود، رایان فان‌دینگ، استارت‌تامین و اینوستوران یا به‌طور کامل فعالیتی نداشته یا چند طرح محدود بعضاً ناموفق را تجربه کرده‌اند.

۲۰. گزارش بررسی سکوها و ویژگی‌های خاص هر کدام در مقاله دیگری منتشر خواهد شد.

۲۱. لازم به ذکر است که غیر از نظریات فوق نظریات دیگری از منظر حقوق‌دانان نیز مطرح شده که چون ادله محکمی در رد آنها وجود دارد، از آنها عبور می‌کنیم. به‌طور مثال نظریه‌ای وجود دارد که سهام عادی سند طلب سهامدار از شرکت است یا اینکه سهام عادی بیانگر حقوق و امتیازات مختلفی است که شرکت باید به سهامدار بدهد. پرواضح است که عرف این نظریه را تأیید نمی‌کند؛ چون سهامدار خود را طلب‌کار شرکت نمی‌داند و حتی فروش سهام را به‌عنوان انتقال طلب خود به دیگری تصور نمی‌کند (موسویان، حسن‌زاده و نیکومرام، ۱۳۹۴، صص. ۳۱-۳۵).

۲۲. گفتنی است در خصوص مبيع کلی این ایراد مطرح شده که تعیین و تشخیص خارجی ندارد. و به لحاظ عدم وجود خارجی نمی‌تواند موضوع ملکیت و انتقال قرار گیرد. در پاسخ گفته شده است که این اشکال در (کلی مشاع نیز وجود دارد، اما قابل دفع است؛ زیرا ملکیت از اعراض خارجی نیست، بلکه از اعتبارات عقلاییه است و مانعی نیست که در موضوع اعتباری دیگر اعتبار گردد. به سخن دیگر، چنان‌که اصل رابطه، یعنی ملکیت، اعتباری است، طرفین رابطه، یعنی مملوک و مالک نیز می‌توانند اعتباری باشند. کلی در ذمه و نیز دیگر کلی‌ها معدوم مطلق نیستند، بلکه موجود اعتباریاند، علاوه بر آن، مصداق‌های آن‌ها وجود خارجی دارند و هنگام تسلیم مصداق تعیین و تشخیص پیدا می‌کنند (عبدی پورفرد، ۱۳۹۱، ص. ۱۴۷).

#### کتابنامه

- احمدزاده بزاز، سیدعبدالمطلب؛ محمدی، مرتضی؛ و مروارید، محمدرضا (۱۳۹۹). تأملی فقهی و حقوقی در عین انگاری سهام شرکت‌های تجاری. *دوفصلنامه آموزه‌های فقه مدنی*، ۱۲(۲۲)، ۳۱-۵۹. DOI: 10.30513/cjd.2020.1117
- پاسبان، محمدرضا؛ و بهشتی، شقایق (۱۳۹۷). سهام بدون حق رأی و شرایط سلب و تحدید حق رأی سهام (با مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و انگلستان). *فصلنامه تحقیقات حقوقی*، ۲۲(۸۶)، ۹۹-۱۱۸. DOI: 10.29252/lawresearch.22.86.99
- شهیدی، سیدمرتضی جعفری؛ و خسروآبادی، نصرالله (۱۳۹۴). بازپژوهی فقهی - حقوقی ماهیت اوراق سهام و قرارداد واگذاری آن، *دوفصلنامه تحقیقات مالی اسلامی*، ۵(۹)، ۳۷-۶۴. DOI: 10.30497/iff.2015.1792
- وزارت کار، تعاون و رفاه اجتماعی (۱۳۹۳). *مقدمه‌ای بر تأمین مالی جمعی*. تهران: معاونت وزارت کار، تعاون و رفاه اجتماعی، معاونت توسعه اشتغال و کارآفرینی، دفتر توسعه کارآفرینی.
- زرندی، سعید؛ افشارپور، محسن؛ و عساکره، سجاد (۱۳۹۵). *انقلاب تأمین مالی جمعی بستری برای تأمین مالی کسب‌وکارهای نوپا*. تهران: بورس (وابسته به شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس).
- سیداحمدی سجادی، سید علی (۱۳۷۸). مقایسه شرکت مدنی و شرکت تجاری در حقوق ایران. *فصلنامه مجتمعه آموزش عالی قم*، ۱(۴)، ۱۳۵-۱۵۹.

- عبدی پورفرد، ابراهیم (۱۳۹۱). *مباحث تحلیلی از حقوق تجارت*. قم: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه.
- غمامی، مجید؛ و ابراهیمی، مریم (۱۳۹۱). ماهیت حقوقی سهام پذیرفته شده در بورس. *دوفصلنامه حقوق تطبیقی*، ۳(۶)، ۱۲۷-۱۴۵.
- محقق حلی، جعفر بن حسن (۱۴۰۸ق). *شرایع الاسلام فی مسائل الحلال و الحرام*. قم: اسماعیلیان.
- محمدی اقدم، سعید؛ و کریمی ریزی، مجید (۱۳۹۶). طراحی الگوی تأمین مالی جمعی مبتنی بر بدهی بانکی در چهارچوب الگوی بانکداری بدون ربا. *دوفصلنامه جستارهای اقتصادی*، ۱۴(۲۸)، ۱۷۳-۲۰۴.
- مراجع تقلید (۱۳۸۸). *توضیح المسائل مراجع* (جلد اول و دوم) (چاپ ۱۶). قم: دفتر انتشارات اسلامی.
- مصباحی مقدم، غلامرضا (۱۴۰۰). مجموعه صوت‌های درس خارج فقه بانکداری اسلامی، آرشیو شده در وبگاه مدرسه فقاها <https://eshia.ir/>
- موسوی خمینی، سیدروح‌الله (۱۴۱۶ق). *توضیح المسائل*. تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره).
- موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱). *بازار سرمایه اسلامی* (جلد اول) (چاپ اول). تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان، سیدعباس؛ و بهاری قراملکی، حسن (۱۳۹۱). *مبانی فقهی بازار پول و سرمایه*. تهران: دانشگاه امام صادق علیه السلام.
- موسویان، سیدعباس؛ حسن‌زاده سروستانی، حسین؛ و نیکومرام، هاشم (۱۳۹۴). تحلیل سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در جایگاه مبیع در عقد بیع براساس فقه امامیه. *دوفصلنامه تحقیقات مالی اسلامی*، ۴(۷)، ۴-۴۴.
- نجفی جوهری، محمدحسن (۱۳۶۲). *جواهرالکلام*. تهران: دارالکتب الاسلامیه.
- یزدی، سید محمدکاظم (۱۴۲۸ق). *العروه الوثقی* (چاپ اول). قم: داورى.
- Abdi Porfard, I., (1391). *Analytical Topics of Commercial Law*. Qom: University and District Research Institute. (In Persian).
- Ahmadzadeh Bazaz, S, A; Mohammadi, M; & Marwarid, M, R., (2019). A Jurisprudential and Legal Reflection on the Analogy of Shares of Commercial Companies. *Quarterly Journal of Civil Jurisprudence Teachings*, 12(22), 31-59. DOI: 10.30513/cjd.2020.1117 (In Persian).

- Constable, M. R.; & Beheshti, S., (2017). Shares Without Voting Rights and the Conditions of Revocation and Limitation of Voting rights of Shares (with a Comparative Study in Iranian and English law). *Legal Research Quarterly*, 22(86), 118-99. DOI: 10.29252/lawresearch.22.86.99 (In Persian).
- Ghamami, M.; & Ebrahimi, M., (2011). The Legal Nature of Shares Admitted to The Stock Exchange. *Quarterly Journal of Comparative Law*, 3(6), 127-145. (In Persian).
- Jafari Khosroabadi, N., & Shahidi, S. M. (2015). Legal and Juridical Restudy of the Nature of Stocks and the Contract of its Assignment. *Islamic Finance Researches*, 5(1), 37-64. doi: 10.30497/ifr.2015.1792 (In Persian).
- Massolution, the Crowdfunding Industry Report., (2015).
- Mesbahi Moghadam, G. R., (1400). The Audio Collection of Islamic Banking Jurisprudence Lessons, Archived on the Website of the Jurisprudence School <https://eshia.ir/> (In Persian).
- Ministry of Labor, Cooperation and Social Welfare (1393). An introduction to Collective Financial Provision. Tehran: Deputy Ministry of Labor, Cooperation and Social Welfare, Deputy Ministry of Employment and Entrepreneurship Development, Entrepreneurship Development Office.
- Mochkabadi, K., & Volkmann, C. K. (2020). Equity Crowdfunding: a Systematic Review of the Literature. *Small Business Economics*, 54, 75-118. (In Persian).
- Mohagheq Hali, J. bin H., (1408AH). *Islam's Laws in Matters of Halal and Haram*. Qom: Ismailian. (In Persian).
- Mohammadi-Aghdam, S.; & Karimirizi, M., (2016). Designing a Crowdfunding Model Based on Bank Debt Within the Framework of the Usury-free Banking Model. *Journal of Economic Studies*, 14(28), 173-204. (In Persian).
- Mousavi Khomeini, S. R., (1416AH). *Explanation of the Issues*. Tehran: Imam Khomeini Editing and Publishing Institute. (In Persian).
- Mousaviyan, S. A., (2011). *Islamic Capital Market* (Volume 1) (First Edition). Tehran: Research Institute of Islamic Culture and Thought. (In Persian).
- Mousaviyan, S. A.; & Behari Qaramlaki, H., (2011). *Jurisprudential Foundations of Money and Capital Markets*. Tehran: Imam Sadiq University, Peace be Upon Him. (In Persian).
- Mousaviyan, S. A.; Hassanzadeh Sarvestani, Hossein; & Nikumram, H., (2014). Analysis of Ordinary Shares of Companies Admitted to the Tehran Stock Exchange in the Seller's Position in the Sale Contract Based on Imami Jurisprudence. *Islamic Financial Research Quarterly*, 4(7), 5-44. (In Persian).
- Najafi Javaheri, M. H., (1362). *Jawaharlal Kalam* Tehran: Darul Kitab al-Islamiya. (In Persian).
- References for Imitation (1388). *Explanation of the References* (Volumes I and II) (Edition 16). Qom: Islamic Publications Office. (In Persian).
- Seyed Ahmadi Sajjadi, S. A., (1378). Comparison of Civil Company and Commercial Company in Iranian Law. *Qom Higher Education Complex Quarterly*, 1(4), 135-159. (In Persian).

Zarandi, S; Afsharpour, M; & Asakere, S., (2015). *The Crowdfunding Revolution is a Platform for Financing Start-up Businesses*. Tehran: Bors (affiliated to Bors Information and Services Company). (In Persian).

Yazdi, S, M, K., (1428AH). *Al-Arwa Al-Waghti* (First Edition). Qom: Arbitration. (In Persian).

<https://sec.gov/>

<https://ifb.ir/>

<https://crowdfunding.com/>

<https://equitynet.com/>

<https://fundable.com/>

<https://wefunder.com>

<https://crowdcube.com/>

<https://dongi.ir>

<https://hamafarin.ir>

<https://halalfund.ir>