

## Designing a Fiqhi Model for Equity Crowdfunding Based on the Partnership Contract

Seyyed Ali Mirlohi<sup>1</sup>

### Article Info

### ABSTRACT

**Article type:** Review

**Article history:**

**Keywords:**

Crowdfunding,

Entrepreneurship,  
Islamic Economics,  
Musharakah  
Contract, Smart  
Contracts.

**Purpose:** To design and elaborate a practical Fiqhi (Islamic legal) model for Equity Crowdfunding based on the Musharakah (partnership) contract. As the conventional model of this novel financing tool faces Sharia challenges, such as Gharar (excessive uncertainty) in valuation and the management of retail investor rights, this research aims to provide a Sharia-compliant solution.

**Method(s):** Using a descriptive-analytical method, this paper explores the nature of the crowdfunding instrument and the Fiqhi foundations of the Musharakah contract. Subsequently, by leveraging jurisprudential capacities, it designs an operational model that includes key processes of evaluation, offering, ownership transfer, and oversight, all aligned with Sharia principles.

**Finding(s):** The research findings indicate that the primary Fiqhi challenges can be overcome by precisely defining the legal relationships between the entrepreneur, investors, and the platform through a hybrid structure of contracts: partnership, agency, and commission.

**Conclusion:** The proposed model ensures transparency and justice for all parties while preserving the efficiency of this financing method. This model can serve as a practical foundation for legislation and the implementation of equity crowdfunding in Iran's economy

**Cite this article:**



© The Author(s).

Publisher: Razavi University of Islamic Sciences

<sup>1</sup> PhD student in Jurisprudence and Private Law, Shahid Motahari University and Higher School, Tehran, Iran (Corresponding author): [mirlohi@motahari.ac.ir](mailto:mirlohi@motahari.ac.ir)

# طراحی الگوی تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام با رویکرد فقهی (بر پایه عقد مشارکت)

سیدعلی میرلوحی<sup>۲</sup>

اطلاعات مقاله	چکیده
نوع مقاله: ترویجی	هدف: طراحی و تبیین یک الگوی فقهی-کاربردی برای «تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام» بر پایه عقد مشارکت. با توجه به اینکه مدل متعارف این ابزار نوین با چالش‌های فقهی نظیر غرر در ارزش‌گذاری و مدیریت حقوق سرمایه‌گذاران خرد مواجه است، این پژوهش به دنبال ارائه راهکاری منطبق بر شریعت می‌باشد.
کلیدواژه‌ها: تأمین مالی جمعی، کارآفرینی، فقه اقتصادی، عقد مشارکت، قراردادهای هوشمند.	روش(ها): این مقاله با روش توصیفی-تحلیلی، به واکاوی ماهیت ابزار تأمین مالی جمعی و مبانی فقهی عقد مشارکت می‌پردازد. سپس با بهره‌گیری از ظرفیت‌های فقهی، یک الگوی عملیاتی شامل فرآیندهای کلیدی ارزیابی، عرضه، انتقال مالکیت و نظارت را طراحی می‌کند که با اصول شرعی منطبق است.
استناد:	یافته(ها): یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که تعریف دقیق روابط حقوقی میان کارآفرین، سرمایه‌گذاران و پلتفرم در قالب یک ساختار ترکیبی از عقود مشارکت، وکالت و جعاله، راهکار اصلی غلبه بر چالش‌های فقهی موجود است.
	نتیجه‌گیری: الگوی پیشنهادی، ضمن حفظ کارایی این روش تأمین مالی، شفافیت و عدالت را برای تمام طرفین تضمین می‌کند. این الگو می‌تواند به عنوان یک مبنای عملی برای قانون‌گذاری و اجرای مدل تأمین مالی جمعی سهامی در اقتصاد ایران به کار گرفته شود.



© نویسندگان.

ناشر: دانشگاه علوم اسلامی رضوی.

مقدمه

<sup>۲</sup> دانشجوی دکتری فقه و حقوق، مدرسه عالی ودانشگاه شهید مطهری (ره)، تهران، ایران (نویسنده مسئول): [mirluhi@motahari.ac.ir](mailto:mirluhi@motahari.ac.ir)

تحولات پرشتاب اقتصاد جهانی در قرن بیست و یکم، پارادایم‌های سنتی تولید ثروت را دگرگون ساخته و «اقتصاد دانش‌بنیان» را به عنوان موتور محرکه رشد و توسعه پایدار معرفی کرده است (Drucker, 1993, p.68). در قلب این اقتصاد نوین، شرکت‌های نوپا و استارت‌آپ‌ها قرار دارند که با تکیه بر نوآوری، فناوری و سرمایه انسانی، ارزش‌آفرینی می‌کنند. با این حال، یکی از بزرگ‌ترین و حیاتی‌ترین موانع بر سر راه این واحدهای اقتصادی، «شکاف تأمین مالی<sup>۳</sup>» است. این شکاف به ویژه برای شرکت‌های کوچک و متوسط<sup>۴</sup> که ستون فقرات بسیاری از اقتصادها را تشکیل می‌دهند، جدی‌تر است و همین امر، ضرورت یافتن راهکارهای نوین تأمین مالی را دوچندان می‌کند (صالح‌آبادی و سعیدی، ۱۳۹۴، ص ۵۲). ماهیت کسب‌وکارهای نوپا که اغلب فاقد دارایی‌های فیزیکی قابل توجه، سابقه اعتباری و جریان درآمدی پایدار هستند، آن‌ها را به گزینه‌هایی پرریسک برای نهادهای مالی سنتی مانند بانک‌ها تبدیل کرده است (Berger & Udell, 1998, p.37). این نهادها به طور سنتی بر مدل‌های اعتبارسنجی مبتنی بر وثیقه‌های عینی تکیه دارند که با ساختار سرمایه‌ای استارت‌آپ‌ها همخوانی ندارد. در پاسخ به این چالش، ابزارهای مالی نوآورانه‌ای ظهور کرده‌اند که در میان آن‌ها «تأمین مالی جمعی<sup>۵</sup>» به عنوان یک پدیده انقلابی، قواعد بازی را تغییر داده است. این سازوکار، با بهره‌گیری از قدرت پلتفرم‌های آنلاین و شبکه‌های اجتماعی، امکان جمع‌آوری سرمایه‌های خرد از تعداد کثیری از افراد جامعه (توده مردم) را برای حمایت از یک پروژه یا کسب‌وکار فراهم می‌آورد (Mollick, 2014, p.155). در میان انواع مختلف آن، «تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام<sup>۶</sup>» از اهمیتی استراتژیک برخوردار است، زیرا مستقیماً سرمایه‌گذاران خرد را به شرکای مالی و مالکان بخشی از سهام شرکت تبدیل می‌کند. این مدل نه تنها مشکل سرمایه شرکت‌های نوپا را حل می‌کند، بلکه از منظر اقتصاد اسلامی، با هدایت سرمایه‌های خرد و راکد به سمت تولید واقعی، مانع از تمرکز ثروت (دوله) در دست اقلیتی خاص می‌شود. این رویکرد مستقیماً در راستای تحقق عدالت اقتصادی و مقاصد الشریعه عمل کرده و توزیع عادلانه ثروت را در جامعه تضمین می‌نماید (Biancone et al., 2022, p.62). با وجود این ظرفیت‌ها، پیاده‌سازی مستقیم الگوی متعارف تأمین مالی جمعی سهامی در نظام‌های اقتصادی مبتنی بر اصول اسلامی با چالش‌ها و ابهامات جدی فقهی مواجه است. معاملاتی که در آن‌ها عناصری همچون غرر (عدم شفافیت و ریسک نامعقول)، شبهه ربا و عدم تعریف دقیق حقوق و تعهدات طرفین وجود داشته باشد، از منظر فقهی فاقد مشروعیت است (غروی تبریزی، ۱۴۱۸ق، ج ۲، ص ۴۵). ارزش‌گذاری یک استارت‌آپ که دارایی اصلی آن یک ایده یا کد نرم‌افزاری است، ذاتاً با عدم قطعیت همراه بوده و می‌تواند منجر به غرر در معامله شود. از این رو، ضرورت طراحی یک الگوی بومی و منطبق بر موازین شرعی که بتواند ضمن حفظ کارایی این ابزار نوین، سلامت و عدالت معامله را تضمین کند، بیش از پیش احساس می‌شود. این پژوهش در صدد

<sup>3</sup> Financing Gap

<sup>4</sup> SMEs

<sup>5</sup> Crowdfunding

<sup>6</sup> Equity Crowdfunding

است تا با تکیه بر ظرفیت‌های عظیم عقد «مشارکت» در فقه اسلامی، چنین الگویی را طراحی و تبیین نماید. بر این اساس، پرسش اصلی تحقیق عبارت است از اینکه چگونه می‌توان بر پایه عقد مشارکت، الگویی جامع و کاربردی برای تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام طراحی کرد که چالش‌های فقهی موجود را مرتفع سازد؟

ادبیات علمی مرتبط با تأمین مالی جمعی را می‌توان در سه حوزه اصلی دسته‌بندی کرد. حوزه اول، شامل پژوهش‌هایی است که به مبانی اقتصادی، فنی و حقوقی این پدیده در فضای متعارف پرداخته‌اند. این مطالعات، عواملی مانند نقش شبکه‌های اجتماعی، اهمیت شفافیت در موفقیت کمپین‌ها و چالش‌های اطلاعات نامتقارن میان کارآفرین و سرمایه‌گذار را تحلیل کرده‌اند (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, 2014). از منظر حقوقی نیز، ماهیت این قراردادها و چالش‌های قانونی آن در نظام‌های حقوقی مختلف مورد بررسی قرار گرفته است (حسینی نیا، ۱۳۹۸). این دسته از تحقیقات، هرچند بستر فنی و اقتصادی موضوع را به خوبی روشن می‌کنند، اما به ملاحظات فقهی و شرعی حاکم بر بازارهای اسلامی بی‌توجه بوده‌اند. حوزه دوم، ادبیات مرتبط با تأمین مالی جمعی در چارچوب مالی اسلامی را در بر می‌گیرد. بخش قابل توجهی از این پژوهش‌ها، بر مدل‌های غیرانتفاعی مانند مدل مبتنی بر اهدا<sup>۷</sup> و قرض‌الحسنه متمرکز شده و نقش آن در توسعه اهداف اجتماعی و خیریه را ستوده‌اند (Darmansyah et al., 2020). برخی دیگر به بررسی مدل مبتنی بر پاداش پرداخته و ماهیت فقهی آن را با عقود نظیر بیع سلم و استصناع مقایسه کرده‌اند (مبلغی و محمودی، ۱۳۹۷). این مطالعات با وجود اهمیتشان، به دلیل عدم تمرکز بر مدل‌های انتفاعی مبتنی بر شراکت، راهکاری برای تأمین مالی کسب‌وکارهای تجاری ارائه نمی‌دهند. حوزه سوم که نزدیک‌ترین ارتباط را با این مقاله دارد، به طور خاص به مدل تأمین مالی جمعی سهامی از منظر اسلامی می‌پردازد. محققانی در این حوزه کوشیده‌اند تا امکان استفاده از عقود اسلامی را برای این مدل بررسی کنند (Aishah & Kassim, 2017; Marzban & Asutay, 2014). پژوهش‌های داخلی نیز ضمن تأکید بر ضرورت این ابزار، به چالش‌های حقوقی آن در ایران اشاره کرده (یزدانی، ۱۳۹۷) یا به صورت کلی به ظرفیت عقود مشارکتی پرداخته‌اند (موسویان و همکاران، ۱۳۹۸). همچنین برخی پژوهش‌ها به صورت متمرکز به بررسی ابعاد فقهی و حقوقی انواع مدل‌های تأمین مالی جمعی پرداخته و تلاش کرده‌اند تا قالب قراردادی مناسب برای هر یک را شناسایی کنند (فولادی، ۱۳۹۹).

با این حال، نقطه ضعف مشترک اغلب این تحقیقات، باقی ماندن در سطح نظری و عدم ارائه یک الگوی عملیاتی جامع است. این پژوهش‌ها غالباً از تبیین جزئیات ساختار قراردادی، نحوه مدیریت چالش‌هایی نظیر غرر در ارزش‌گذاری و طراحی یک چارچوب حقوقی کامل برای روابط میان سه رکن اصلی پلتفرم، بازمانده‌اند. خلاصه‌اً اصلی در ادبیات موضوع، نبود یک الگوی سرتاسری<sup>۸</sup> است که مدل تأمین مالی جمعی سهامی را از لحظه ورود طرح به پلتفرم تا مرحله خروج سرمایه‌گذار، بر اساس یک

<sup>7</sup> Donation-based

<sup>8</sup> End-to-End

چارچوب فقهی منسجم (مشخصاً عقد مشارکت و عقود مکمل آن) طراحی کرده باشد. نوآوری این تحقیق، دقیقاً در پاسخ به همین خلأ است. این مقاله برای اولین بار با محوریت عقد مشارکت، یک مدل عملیاتی با جزئیات کامل ارائه می‌دهد که در آن راهکارهای فقهی مشخصی برای چالش‌های کلیدی مانند ارزش‌گذاری، مدیریت امانی وجوه، نظارت و حاکمیت شرکتی پیشنهاد شده و روابط حقوقی تمام طرفین به روشنی تعریف می‌گردد. روش تحقیق در این پژوهش، توصیفی-تحلیلی است. در بخش توصیفی، با مراجعه به منابع کتابخانه‌ای شامل کتب، مقالات علمی و اسناد حقوقی، به تبیین مفاهیم کلیدی همچون تأمین مالی جمعی و عقد مشارکت پرداخته می‌شود. در بخش تحلیلی، با غور در مبانی فقهی و حقوقی (با استناد به آثار فقهای متقدم و متأخر مانند محقق حلی، ۱۴۰۸ق؛ و طباطبائی یزدی، ۱۳۷۸)، ماهیت این پدیده نوین اقتصادی واکاوی شده و با استفاده از استنباط فقهی، الگوی پیشنهادی طراحی و چالش‌های آن تحلیل و راهکارهای مناسب ارائه می‌گردد. هدف نهایی، ارائه یک چارچوب نظری و در عین حال کاربردی است که بتواند راهگشای فعالان اقتصادی و نهادهای قانون‌گذار در بهره‌برداری مشروع و کارآمد از این ابزار قدرتمند مالی باشد.

#### ۱. مبانی نظری و مفهومی

برای طراحی یک الگوی فقهی دقیق، ابتدا باید ماهیت پدیده مورد بحث و ابعاد فنی آن به درستی درک شود. در این فصل، به تبیین مفهوم تأمین مالی جمعی، انواع آن با تمرکز بر مدل مبتنی بر سهام، و سپس ارکان و فرآیندهای اجرایی آن می‌پردازیم تا زمینه برای تحلیل فقهی در فصول بعدی فراهم گردد.

##### ۱-۱. چیستی تأمین مالی جمعی<sup>۹</sup>

تأمین مالی جمعی، در وسیع‌ترین تعریف، به معنای «تلاش جمعی افراد برای تجمیع سرمایه‌های خود، معمولاً از طریق بستر اینترنت، به منظور حمایت از تلاش‌های دیگر افراد یا سازمان‌ها» است. (Ordanini et al., 2011, p.26) این پدیده که ریشه‌های تاریخی آن را می‌توان در پروژه‌های مشارکتی مردمی گذشته نیز جستجو کرد، با ظهور اینترنت و فناوری‌های وب ۲.۰ به یک صنعت مالی جهانی و قدرتمند تبدیل شده است. این ابزار نوین، انحصار تأمین مالی را از دست نهادهای مالی سنتی و سرمایه‌گذاران بزرگ خارج کرده و آن را به امری دموکراتیک و در دسترس عموم تبدیل نموده است (Schwienbacher & Larralde, 2010, p.15). گرچه مدل‌های اجرایی تأمین مالی جمعی متنوع هستند، اما به طور کلی می‌توان آن‌ها را در چهار دسته اصلی

طبقه‌بندی کرد: (Belleflamme, Lambert, & Schwienbacher, 2014, p.194)

<sup>۹</sup> Crowdfunding

- (۱) مبتنی بر اهدا<sup>10</sup>: در این مدل، حمایت‌کنندگان بدون هیچ چشم‌داشت مالی یا مادی، وجوهی را برای اهداف خیریه، اجتماعی، هنری یا شخصی اهدا می‌کنند. این مدل در واقع نوعی تبرع و هبه جمعی است.
- (۲) مبتنی بر پاداش<sup>11</sup>: این مدل که توسط پلتفرم‌هایی مانند Kickstarter به شهرت رسید، به حمایت‌کنندگان در ازای سرمایه‌گذاری‌شان، یک پاداش غیرمالی مانند نسخه اولیه محصول، یک هدیه ویژه یا ذکر نام آن‌ها در پروژه ارائه می‌دهد. ماهیت این رابطه شباهت زیادی به پیش‌خرید یک کالا یا خدمت دارد.
- (۳) مبتنی بر وام<sup>12</sup>: این مدل که به آن «وام‌دهی فردبه‌فرد<sup>13</sup>» نیز گفته می‌شود، بستری را فراهم می‌کند که در آن افراد بتوانند به طور مستقیم به افراد یا کسب‌وکارهای دیگر وام دهند و در ازای آن، اصل پول خود را به همراه بهره در آینده دریافت کنند. این مدل به دلیل ماهیت ربوی آن، در شکل متعارف با چالش‌های جدی فقهی روبروست.
- (۴) مبتنی بر سهام<sup>14</sup>: این مدل، که کانون اصلی بحث این مقاله است، به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد در ازای تأمین سرمایه، بخشی از سهام و مالکیت یک شرکت (معمولاً استارت‌آپ) را به دست آورند. در این حالت، سرمایه‌گذاران دیگر صرفاً حامی یا مشتری نیستند، بلکه به «شریک» کسب‌وکار تبدیل می‌شوند و در سود و زیان آتی آن سهام‌خواهند بود (Ahlers et al., 2015, p.116). این مدل به دلیل پتانسیل بازدهی بالا، جذابیت زیادی برای سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر دارد، اما همزمان به دلیل عدم قطعیت‌های فراوان، پیچیده‌ترین مدل از منظر حقوقی و فقهی محسوب می‌شود.

## ۱-۲. ارکان و فرآیند اجرایی تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام

موفقیت یک پروژه تأمین مالی جمعی سهامی، در گرو تعامل هماهنگ و تعریف‌شده میان سه رکن اساسی آن است که شناخت دقیق این ارکان برای تحلیل فقهی قراردادها ضرورت دارد. رکن اول، کارآفرین (سرمایه‌پذیر)، شخص حقیقی یا حقوقی صاحب ایده است که برای اجرای طرح تجاری خود نیازمند جذب سرمایه بوده و مسئولیت مدیریت کسب‌وکار را بر عهده دارد. رکن دوم، سرمایه‌گذاران (حمایت‌کنندگان) هستند که از عموم مردم تشکیل شده‌اند و با بررسی طرح‌های ارائه شده، وجوه خرد و کلان خود را در اختیار کارآفرین قرار داده و در ازای آن، سهام‌دار شرکت می‌شوند. نهایتاً، رکن سوم پلتفرم واسط است؛ یک شخصیت حقوقی که بستر آنلاین لازم برای اتصال کارآفرین

رسم معمولاً شامل ارزیابی اولیه طرح‌ها،

### فرآیند سرمایه‌گذاری جمعی



تسهیل فرآیندهای پرداخت، نظارت بر

<sup>10</sup> Donation-based

<sup>11</sup> Reward-based

<sup>12</sup> Lending-based

<sup>13</sup> Peer-to-Peer Lending

<sup>14</sup> Equity-based

پایان

نمودار ۱: فرآیند اجرایی پلتفرم تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام

فرآیند اجرایی در این پلتفرم‌ها معمولاً از یک چرخه استاندارد پیروی می‌کند که در نمودار ۱ به تصویر کشیده شده است. این فرآیند با ارائه طرح از سوی کارآفرین آغاز شده و پس از ارزیابی‌های اولیه توسط پلتفرم، کمپین تأمین مالی برای یک دوره زمانی مشخص (مثلاً ۶۰ روز) به عموم عرضه می‌شود. در این مدت، سرمایه‌گذاران فرصت دارند تا اطلاعات پروژه را مطالعه کرده و اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند. اغلب پلتفرم‌ها از مدل «همه یا هیچ»<sup>۱۵</sup> استفاده می‌کنند؛ یعنی اگر مجموع وجوه در پایان دوره به هدف تعیین شده نرسد، تمام مبالغ به سرمایه‌گذاران بازگردانده می‌شود. در صورت موفقیت کمپین، وجوه پس از کسر کارمزد پلتفرم به کارآفرین منتقل شده و فرآیند ثبت شرکت و تخصیص سهام به سرمایه‌گذاران آغاز می‌گردد.

<sup>15</sup> All-or-Nothing

## ۲. مبانی فقهی - حقوقی الگو

پس از شناخت ابعاد فنی تأمین مالی جمعی، اکنون نوبت به بررسی و تبیین بنیادهای فقهی و حقوقی الگو می‌رسد. موفقیت این مدل در گرو استواری آن بر عقود و اصول پذیرفته شده در نظام حقوقی اسلام است. محور اصلی این الگو، «عقد مشارکت» است که با عقود مکمل دیگری همچون وکالت و جعاله، ساختار حقوقی کاملی را برای این ابزار نوین مالی فراهم می‌آورد.

### ۲-۱. تبیین ماهیت عقد مشارکت

شرکت در لغت به معنای آمیختگی و امتزاج است و در اصطلاح فقهی، به اجتماع حقوق مالکین متعدد در یک شیء به نحو اشاعه اطلاق می‌شود (محقق حلی، ۱۴۰۸ق، ج ۲، ص ۱۴۵). شرکت عقدی (یا شرکت اختیاری) که مبنای بحث ماست، قراردادی است که به موجب آن، دو یا چند شخص توافق می‌کنند تا سرمایه یا کار خود را با یکدیگر درآمیخته و در سود و زیان حاصل از آن سهیم باشند (طباطبائی یزدی، ۱۳۷۸، ج ۳، ص ۱۱۲). این عقد از عقود لازم و مشروع در فقه اسلامی است که مشروعیت آن با استناد به آیات قرآن (مانند نساء: ۱۲ و ص: ۲۴)، روایات متعدد و اجماع فقها به اثبات رسیده است (الزحیلی، ۱۴۲۶ق، ج ۵، ص ۳۸۰). برای تشکیل صحیح این عقد، وجود ارکان اصلی آن ضروری است. این ارکان شامل عاقدین یا همان طرفین قرارداد است که باید از اهلیت لازم مانند بلوغ، عقل، قصد و اختیار برای تصرف در اموال خود برخوردار باشند. رکن دوم، سرمایه (رأس المال) یا آورده شرکاست که می‌تواند به صورت وجه نقد، کالا (عروض) و حتی از دیدگاه برخی فقها، منافع و کار (عمل) باشد. از شروط اساسی برای سرمایه، معلوم بودن و قابلیت امتزاج آن است تا از بروز غرر (عدم شفافیت) جلوگیری شود. رکن نهایی، صیغه عقد است که به هر لفظ یا فعلی که بر قصد مشارکت دلالت کند، از طریق ایجاب و قبول محقق می‌گردد. علاوه بر ارکان مذکور، صحت عقد شرکت منوط به شروط مهم دیگری نیز هست که مهم‌ترین آن‌ها توافق بر نحوه تقسیم سود و زیان است. اصل کلی بر این است که سود بر اساس توافق میان شرکا تقسیم می‌شود، که این توافق می‌تواند متفاوت از نسبت سرمایه آن‌ها باشد، اما زیان همواره به نسبت سرمایه هر شریک تقسیم می‌گردد (الزحیلی، ۱۴۰۳ق، ج ۴، ص ۳۵۵). هرگونه شرطی که منجر به محرومیت کامل یکی از شرکا از سود شود یا شریک دیگری را از تحمل زیان معاف دارد، با مقتضای ذات عقد شرکت در تضاد بوده و موجب بطلان قرارداد خواهد شد.

### ۲-۲. قابلیت انطباق عقد مشارکت بر تأمین مالی جمعی سهامی

با بررسی ماهیت تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام، می‌توان دریافت که این مدل انطباق بالایی با ساختار و ارکان عقد شرکت در فقه اسلامی دارد. در این فرآیند، کارآفرین و توده سرمایه‌گذاران در واقع توافق می‌کنند تا آورده‌های خود را برای راه‌اندازی یا توسعه

یک کسب‌وکار تجاری درآمیزند و نهایتاً در عواید آن شریک شوند. این امتزاج سرمایه‌ها، جوهره اصلی عقد شرکت است (طباطبائی الیزدی، ۱۳۷۸، ج ۳، ص ۱۱۲). آورده‌های طرفین در این مشارکت، ترکیبی از دارایی‌های نقدی و غیرنقدی است. از یک سو، آورده سرمایه‌گذاران به صورت وجوه نقد است که سرمایه مالی شرکت را تشکیل می‌دهد. از سوی دیگر، آورده کارآفرین صرفاً به سرمایه نقدی (در صورت وجود) محدود نیست؛ بلکه مهم‌ترین بخش آن را دارایی‌های نامشهود مانند «ایده تجاری»، «دانش فنی»، «تخصص» و «نیروی کار و مدیریت» او تشکیل می‌دهد. پذیرش آورده غیرنقدی در فقه اسلامی دارای سابقه است و فقهای معاصر نیز دارایی‌های فکری و معنوی را به عنوان بخشی از سرمایه که قابل تقویم و ارزیابی است، به رسمیت شناخته‌اند (مکارم شیرازی، ۱۴۲۷ق، ص ۴۹۳؛ عثمانی، ۲۰۱۸، ص ۹۲). اوراق سهام صادر شده در این فرآیند نیز از منظر فقهی، صرفاً یک برگه کاغذ نیست، بلکه سند نمایندگی میزان مالکیت مشاع هر سرمایه‌گذار (شریک) در کل دارایی‌های شرکت است (کرمی‌چمه و همکاران، ۱۳۹۵، ص ۷۳). این سهام، نشان‌دهنده «حصه» یا سهم هر شریک در مال مشترک می‌باشد. برای تبیین دقیق‌تر، باید توجه داشت که ماهیت فقهی سهام در این الگو، فراتر از یک سند صوری، مبین انتقال «مالکیت مشاع» بر مجموعه‌ای از دارایی‌های مادی و حقوق مالی اعتباری (نظیر دانش فنی، پلتفرم و سرقلمی) است. از آنجا که در فقه امامیه و حقوق موضوعه (ماده ۲۰ قانون مدنی)، سهام شرکت‌های تجاری در حکم مال منقول بوده و دارای ارزش مبادله‌ای (مالیت عقلایی) است، انتشار و نقل و انتقال آن در بستر پلتفرم، شرعاً انتقال یک حق مالی دارای ارزش اقتصادی تلقی می‌گردد (هاشمی شاهرودی، ۱۴۲۶ق، ج ۴، ص ۵۳۰؛ و نیز: Laldin & Furqani, 2013). بدین ترتیب، سرمایه‌گذار با دریافت سهام، در تمامیت حقوق مادی و معنوی استارت‌آپ شریک واقعی می‌شود و این امر شبهه صوری بودن معامله را به طور کامل مرتفع می‌سازد؛ بنابراین، رابطه میان کارآفرین و سرمایه‌گذاران، یک مصداق نوین از شرکت عنان است که در آن دو گروه با سرمایه‌های نقدی و غیرنقدی در یک فعالیت تجاری شریک می‌شوند و هر یک به میزان سهم خود در مالکیت و به نسبت توافق در سود سهام خواهند بود.

### ۳-۲. تحلیل روابط حقوقی میان ارکان (استفاده از عقود مکمل)

یک پلتفرم تأمین مالی جمعی، در واقع شبکه‌ای پیچیده از روابط قراردادی است و نمی‌توان ماهیت حقوقی آن را تنها در قالب عقد شرکت خلاصه کرد. برای ایجاد یک چارچوب حقوقی مستحکم، تفکیک روابط میان سه رکن اصلی (کارآفرین، سرمایه‌گذاران و پلتفرم) ضروری است. هسته اصلی این ساختار، رابطه میان کارآفرین و سرمایه‌گذاران است که به روشنی ذیل عقد مشارکت تعریف می‌شود. سرمایه‌گذاران با پذیرش طرح پیشنهادی و واریز وجه، ایجاب کارآفرین برای تشکیل یک شرکت را قبول کرده و به شرکای تجاری او در سود و زیان آتی کسب‌وکار تبدیل می‌شوند (محقق حلی، ۱۴۰۸ق، ج ۲، ص ۱۴۵). در این میان، رابطه پلتفرم با طرفین ماهیت متفاوتی دارد، زیرا پلتفرم شریک تجاری نیست، بلکه یک واسطه و تسهیل‌گر امین است. رابطه آن با کارآفرین را می‌توان

یک قرارداد ترکیبی دانست. از یک سو، پلتفرم به موجب عقد وکالت<sup>۱۶</sup>، مأمور عرضه طرح، بازاریابی و مدیریت فرآیند جذب سرمایه می‌شود. از سوی دیگر، کارمزد آن بهترین تطبیق را با عقد جعاله<sup>۱۷</sup> دارد؛ بدین معنا که کارآفرین (جاعل) متعهد می‌شود که در صورت موفقیت پلتفرم (عامل) در جمع‌آوری مبلغ هدف، درصد معینی را به عنوان حق‌الزحمه (جُعل) به آن پردازد (کاتوزیان، ۱۳۹۲، ص ۲۹۴). این ساختار به ویژه با مدل تأمین مالی «همه یا هیچ» کاملاً سازگار است. به طور همزمان، پلتفرم از جانب سرمایه‌گذاران نیز به عنوان وکیل عمل می‌کند تا وجوه آن‌ها را جمع‌آوری کرده، در یک حساب امانی نگهداری نموده و پس از موفقیت کمپین، آن را به کارآفرین منتقل و فرآیند دریافت اسناد سهام را پیگیری نماید (شهیدی، ۱۳۸۶، ص ۱۵۸). این ساختار حقوقی سه‌گانه و تفکیک‌شده، با شفاف‌سازی دقیق حقوق و تعهدات هر طرف، از بروز اختلافات و غررهای حقوقی در آینده جلوگیری کرده و یک چارچوب معاملاتی امن و قابل دفاع را ایجاد می‌نماید.

### ۳.۳. مبانی و چالش‌های حقوقی در ایران

پایه‌سازی الگوی فقهی پیشنهادی، مستلزم بررسی بستر قانونی موجود در کشور و شناسایی ظرفیت‌ها و خلأهای آن است. تأمین مالی جمعی در ایران، برخلاف بسیاری از حوزه‌های نوظهور مالی، از یک چارچوب قانونی مدون برخوردار است که توسط نهاد ناظر بازار سرمایه، یعنی سازمان بورس و اوراق بهادار، تهیه و از طریق فرابورس ایران اجرا می‌شود. "دستورالعمل تأمین مالی جمعی" که در سال ۱۳۹۷ به تصویب رسید، اولین سند رسمی برای قانون‌مند کردن این فعالیت در کشور بود. این دستورالعمل، شرایط تأسیس و فعالیت سکوها (پلتفرم‌ها)، حدود سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران خرد و کلان، و فرآیندهای کلی نظارتی را مشخص می‌کند (خوئینی، ۱۳۹۸، ص ۱۰۶). این چارچوب قانونی، گامی مثبت و ضروری برای ساماندهی به این حوزه بوده است، اما بررسی دقیق‌تر آن از منظر حقوقی و تطبیق با الگوی فقهی مورد نظر ما، چالش‌ها و نقاط قابل بهبودی را آشکار می‌سازد:

#### ۱-۳. ابهام در ماهیت حقوقی قرارداد

مهم‌ترین چالش، عدم تعیین دقیق ماهیت حقوقی رابطه میان سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر در این دستورالعمل است. رویکرد فعلی بازار سرمایه، تمایل دارد که این رابطه را ذیل مفهوم «عرضه اوراق بهادار» طبقه‌بندی کند (یزدانی، ۱۳۹۷، ص ۸۲). در حالی که این رویکرد از منظر نظارتی قابل درک است، اما با ماهیت فقهی الگوی ما که بر پایه «عقد مشارکت» استوار است، تفاوت ماهوی دارد. در مشارکت، سرمایه‌گذار یک شریک واقعی با تمام حقوق و تعهدات ناشی از آن است، نه صرفاً یک خریدار اوراق بهادار. این ابهام می‌تواند در مراحل بعدی، به ویژه در تفسیر تعهدات و نحوه تقسیم سود و زیان، منجر به اختلافات حقوقی شود. به کارگیری

<sup>16</sup> Agency

<sup>17</sup> Commission

دقیق ادبیات حقوقی عقد شرکت در آیین‌نامه‌ها، همانطور که در مبانی حقوق قراردادهای بر لزوم شفافیت اراده طرفین تأکید شده است (کاتوزیان، ۱۳۹۲، ص ۲۱۵)، می‌تواند این خلأ را برطرف سازد.

## ۲-۳. عدم پیش‌بینی سازوکارهای کلیدی فقهی

دومین چالش، نبود برخی الزامات و سازوکارهای کلیدی است که در الگوی فقهی ما برای تضمین سلامت شرعی معاملات ضروری تشخیص داده شد. برای مثال، دستورالعمل فعلی الزامی صریح برای استفاده از «حساب امانی»<sup>۱۸</sup> به منظور حفاظت از وجوه سرمایه‌گذاران تا پیش از موفقیت طرح، در نظر نگرفته است. هرچند برخی پلتفرم‌ها به ابتکار خود از آن استفاده می‌کنند، اما تبدیل شدن آن به یک الزام قانونی، ریسک‌های سیستمی را به شدت کاهش می‌دهد. همچنین، چارچوب مشخصی برای نحوه ارزش‌گذاری کسب‌وکارهای نوپا و الزام به استفاده از «کارشناسان رسمی (اهل خبره)» برای کاهش غرر، در مقررات فعلی مسکوت مانده است.

## ۳-۳. چالش حل و فصل اختلافات

ماهیت تأمین مالی جمعی، یعنی وجود تعداد زیادی شریک خرد، فرآیند حل و فصل اختلافات احتمالی را با پیچیدگی روبرو می‌کند. سیستم دادرسی سنتی ممکن است برای رسیدگی به دعاوی پرتعداد اما با مبالغ اندک، کارایی لازم را نداشته باشد. هرچند قانون بازار اوراق بهادار، هیئت داوران را به عنوان مرجع حل اختلافات پیش‌بینی کرده است، اما الگوی فقهی پیشنهادی با تأکید بر تنظیم «قرارداد جامع مشارکت» و پیش‌بینی دقیق شروط ضمن عقد، می‌کوشد تا از بروز بسیاری از این اختلافات پیشگیری کند (شهیدی، ۱۳۸۶، ص ۱۸۰). گنجاندن یک بخش استاندارد برای «شیوه حل اختلاف» در قراردادهای نمونه مورد تأیید فرابورس، می‌تواند راهگشا باشد (مرکز تحقیقات فقهی قوه قضاییه، ۱۳۹۵).

## ۴. طراحی الگوی فقهی - کاربردی

بر اساس مبانی فقهی تبیین شده در فصل پیشین، در این بخش یک الگوی عملیاتی سه‌مرحله‌ای برای پلتفرم تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام ارائه می‌شود. این الگو می‌کوشد تا در هر مرحله، با به‌کارگیری سازوکارهای فقهی-حقوقی، چالش‌های شرعی را مرتفع ساخته و سلامت و شفافیت فرآیند را تضمین نماید.

## ۱-۴. مرحله پیش از عرضه: ارزیابی و ارزش‌گذاری

این مرحله، حساس‌ترین گام در مدیریت ریسک غرر است. ارزش‌گذاری یک کسب‌وکار نوپا که هنوز به درآمدزایی نرسیده، ذاتاً با عدم قطعیت همراه است. برای مشروعیت بخشیدن به این فرآیند، پلتفرم باید اقدامات زیر را به عنوان شروط لازم‌الاجرا در قرارداد خود با کارآفرین بگنجانند:

(۱) الزام به شفاف‌سازی کامل<sup>۱۹</sup>: کارآفرین موظف است تمام اطلاعات مرتبط با طرح تجاری، سوابق تیم اجرایی، تحلیل بازار، ریسک‌های بالقوه و مفروضات مالی خود را در قالب یک «پرونده سرمایه‌گذاری»<sup>۲۰</sup> استاندارد، به صورت شفاف و صادقانه افشا کند. کتمان اطلاعات مؤثر در این مرحله می‌تواند از مصادیق تدلیس بوده و برای سرمایه‌گذار حق فسخ ایجاد کند (موسوی بجنوردی، ۱۴۱۹ق، ج ۳، ص ۱۵۲).

(۲) ارزیابی دقیق توسط پلتفرم: پلتفرم به عنوان وکیل سرمایه‌گذاران، وظیفه دارد تا با تشکیل یک تیم ارزیابی متخصص، ادعاهای کارآفرین را راستی‌آزمایی کرده و یک گزارش اعتبارسنجی مستقل تهیه نماید. این اقدام، ریسک اطلاعات نامتقارن را به میزان قابل توجهی کاهش می‌دهد.

(۳) استفاده از نظر کارشناسان رسمی (تقویم أهل الخیرة): هسته اصلی مدیریت غرر در این مرحله، ارزش‌گذاری منصفانه و شفاف است. از آنجا که استارت‌آپ‌ها فاقد جریان نقدی و دارایی‌های فیزیکی قابل توجه هستند، ارزش‌گذاری آن‌ها با عدم قطعیت بالایی همراه است. راهکار فقهی در اینجا، نه حذف کامل عدم قطعیت (که ناممکن است)، بلکه مدیریت آن از طریق رجوع به متخصصین امین و عادل (اهل خبره) است. پلتفرم موظف است از یک یا چند نهاد کارشناسی مستقل که در ارزش‌گذاری کسب‌وکارهای نوپا تخصص دارند، استفاده کند. این کارشناسان با بهره‌گیری از مدل‌های کیفی (مانند روش Berkus یا Scorecard) که بر عواملی چون کیفیت تیم، پتانسیل بازار و نوآوری محصول تمرکز دارند، اقدام به ارزش‌گذاری می‌کنند. نکته کلیدی آن است که خروجی این فرآیند نباید یک عدد قطعی و ثابت باشد، زیرا چنین ادعایی خود غرری است. در عوض، کارشناسان باید یک «بازه ارزشی»<sup>۲۱</sup> معقول و مستدل را به همراه مفروضات و ریسک‌های کلیدی آن ارائه دهند. عرضه سهام در این بازه، به سرمایه‌گذار اجازه می‌دهد تا با آگاهی از عدم قطعیت موجود، تصمیم‌گیری کند و معامله از شمول غرر فاحش و مبطل<sup>۲۲</sup> خارج می‌شود. (شمس‌الدین، ۱۴۱۷ق، ص ۸۸).

<sup>19</sup> Full Disclosure

<sup>20</sup> Investment Deck

<sup>21</sup> Valuation Range

<sup>22</sup> چرا که در فقه اسلامی، غرر فاحش و مبطل زمانی است که خطر یا عدم قطعیت به حدی باشد که معامله را غیر مشروع کند، به طوری که توان به طور معقول انتظار داشت که طرفین معامله به نتایج مورد انتظار خود دست یابند (تسخیری، ۱۳۹۲، ص ۴۹).

## ۴-۲. مرحله عرضه و جمع آوری وجوه

پس از تأیید و ارزش گذاری، کمپین تأمین مالی به عموم عرضه می‌شود. در این مرحله، دو سازوکار کلیدی برای حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران ضروری است:

(۱) قرارداد الکترونیکی شفاف: سرمایه‌گذار پیش از پرداخت وجه، باید به یک قرارداد آنلاین استاندارد دسترسی داشته باشد که در آن، ماهیت عقد مشارکت، میزان سهام، حقوق و تعهدات طرفین، و ریسک‌های سرمایه‌گذاری به وضوح تبیین شده باشد. کلیک بر دکمه «موافقم» به منزله قبول ایجاب و انعقاد عقد مشارکت است.

(۲) استفاده از حساب امانی<sup>۲۳</sup>: این یک جزء حیاتی در الگوست. وجوه جمع‌آوری‌شده از سرمایه‌گذاران نباید مستقیماً به حساب کارآفرین یا پلتفرم واریز شود. بلکه باید در یک «حساب امانی» مجزا و مسدود، نزد یک شخص ثالث معتبر (مانند یک بانک) نگهداری شود. این وجوه تا زمان موفقیت کامل کمپین و تحقق مدل «همه یا هیچ»، در حکم امانت شرعی است. در صورت عدم موفقیت کمپین، وجوه به طور کامل و بدون هیچ کسری به سرمایه‌گذاران بازگردانده می‌شود. این سازوکار، ریسک سوءاستفاده از وجوه یا عدم بازگشت آن در صورت شکست پروژه را به صفر می‌رساند.

## ۴-۳. مرحله پس از عرضه: مدیریت، نظارت و خروج

پس از تأمین مالی موفق و انتقال وجوه به کارآفرین، رابطه مشارکتی میان او و سرمایه‌گذاران رسماً آغاز می‌شود. برای جلوگیری از بروز اختلاف در آینده و تضمین حُسن مدیریت، «قرارداد جامع مشارکت» باید موارد زیر را به دقت مشخص کند:

(۱) تعیین حدود اختیارات مدیر: کارآفرین به عنوان شریکی که مدیر است<sup>۲۴</sup>، مسئولیت اجرایی کسب‌وکار را بر عهده دارد. حدود اختیارات او باید به روشنی در قرارداد ذکر شود. تصمیمات استراتژیک و خارج از عرف مدیریت (مانند فروش شرکت، ادغام، یا دریافت وام‌های کلان) باید منوط به کسب رأی اکثریت سرمایه‌گذاران باشد.

(۲) سازوکار نظارت و گزارش‌دهی: کارآفرین موظف است به صورت دوره‌ای (مثلاً هر سه ماه) گزارش عملکرد مالی و اجرایی شرکت را به اطلاع شرکا (سرمایه‌گذاران) برساند. این امر مصداق شفافیت و امانت‌داری وکیل در برابر موکلین خود است.

(۳) پیش‌بینی راهکارهای خروج<sup>۲۵</sup>: از آنجا که شرکت‌های نوپا معمولاً سود تقسیمی ندارند، باید از ابتدا راهکارهای مشروعی برای نقدشوندگی سهام سرمایه‌گذاران خرد پیش‌بینی شود. مواردی مانند «حق فروش تبعی<sup>۲۶</sup>» یا ایجاد یک بازار ثانویه محدود و تحت نظارت پلتفرم برای مبادله سهام میان خود سرمایه‌گذاران، می‌تواند در قرارداد گنجانده شود.

<sup>23</sup> Escrow Account

<sup>24</sup> Managing Partner

<sup>25</sup> Exit Strategies

<sup>26</sup> Tag-Along Right

#### ۴-۴. نقش قراردادهای هوشمند در خودکارسازی و شفافیت الگو

یکی از ظرفیت‌های فناوری‌های نوین که می‌تواند اجرای الگوی فقهی پیشنهادی را به شکل چشمگیری تسهیل و تضمین کند، استفاده از «قراردادهای هوشمند»<sup>۲۷</sup> بر بستر فناوری زنجیره بلوکی<sup>۲۸</sup> است. قرارداد هوشمند، یک کد کامپیوتری است که شرایط یک توافق را به صورت خودکار و بدون نیاز به واسطه اجرا می‌کند. از آنجا که این قراردادها صرفاً ابزار اجرای توافقات پیشین هستند، تا زمانی که عقد پایه (در اینجا، عقد مشارکت) از منظر فقهی صحیح و کامل منعقد شده باشد، استفاده از این فناوری به عنوان ابزار اجرا، بلامانع است (کاتوزیان، ۱۳۹۲، ص ۲۷۵). مهم‌ترین کارکرد این فناوری در الگوی ما، اجرای خودکار حساب امانی است. وجوه سرمایه‌گذاران می‌تواند در یک قرارداد هوشمند قفل شود که به طور خودکار، تحقق هدف کمپین را بررسی کرده و در صورت موفقیت، وجوه را برای کارآفرین آزاد می‌کند و در غیر این صورت، مبالغ را به کیف پول دیجیتال سرمایه‌گذاران بازمی‌گرداند. این فرآیند، ریسک عملیاتی و نیاز به شخص ثالث معتمد را به حداقل می‌رساند و اصل امانت‌داری را به بهترین شکل پیاده‌سازی می‌کند. علاوه بر این، قراردادهای هوشمند می‌توانند به شفاف‌سازی حاکمیت شرکتی کمک شایانی کنند. با اتصال حقوق رأی‌گیری به توکن‌های سهام دیجیتال، می‌توان فرآیندهای تصمیم‌گیری کلان را از طریق یک رأی‌گیری شفاف و غیرقابل دستکاری اجرا نمود که حقوق اقلیت را به بهترین شکل ممکن تضمین می‌کند. نهایتاً، پس از مشخص شدن عواید شرکت، قرارداد هوشمند قادر است سود و زیان را به صورت خودکار و بر اساس نسبت‌های توافق‌شده در عقد مشارکت، میان تمام شرکا توزیع نماید. این امر ضمن افزایش کارایی، شفافیت را به حداکثر

فرآیند سرمایه‌گذاری با کنترل‌های شرعی  
مسیر پروژه از ورود به پلتفرم تا شروع مشارکت با تأکید بر نقاط کنترلی شرعی

مرحله ارزیابی و کنترل غیر

شروع

کارآفرین طرح تجاری را به پلتفرم ارائه می‌دهد.

بررسی دقیق فقهی و اعتباری اولیه، بررسی انطباق با شریعت، Due Diligence

ارزنگذاری توسط اهل خبره (معین بره انویس سهام برای کاهش ریسک)

آیا طرح شرایط لازم را دارد؟

خیر  
رد طرح و اعلام به کارآفرین

بله  
انجام فرآیند

مرحله اجرا و حفاظت از سرمایه

مرحله عمومی طرح در پلتفرم (همراه با نقاشی کامل اطلاعات و کارایی تأییدشده)

بازدید قرارداد مشارکت و ویزیت وجه توسط سرمایه‌گذاران

وجود در حساب امانی (Escrow) نگهداری می‌شود

آیا سرمایه به حد تصاحب رسیده؟

خیر  
بازگشت کامل وجوه از حساب امانی به سرمایه‌گذاران

بله  
انجام فرآیند

پایان

ت‌های جلوگیری می‌کند (Vogel & Hayes, 2006, p.133). بدین ترتیب، فقه و فناوری:

<sup>27</sup> Smart Contracts

<sup>28</sup> Blockchain

نمودار ۲: فلوجارت الگوی فقهی-کاربردی تأمین مالی جمعی سهامی

این الگوی اسلامی در عین حفظ پویایی و کارآمدی مدل متعارف، با افزودن لایه‌های نظارتی و شفافیت فقهی-حقوقی، ساختاری عادلانه‌تر و امن‌تر برای هر سه طرف درگیر در فرآیند فراهم می‌آورد. جدول ۱ تفاوت این دو رویکرد را نشان می‌دهد:

ویژگی	مدل متعارف	مدل پیشنهادی اسلامی (بر پایه مشارکت)
مبنای قرارداد	فروش اوراق بهادار <sup>29</sup>	عقد مشارکت و عقود مکمل (وکالت، جعاله)
رابطه با کارآفرین	شریک در سود، نه در زیان (مگر در موارد خاص)	شریک در سود و زیان
ریسک اصلی	ریسک بازار و اطلاعات نامتقارن	ریسک مدیریت و بازار (نه غرر) <sup>۳۰</sup>
سازوکار نظارت	قوانین بازار سرمایه	شروط ضمن عقد + نظارت شرعی و قانونی
مدیریت وجوه	حساب عملیاتی پلتفرم	حساب امانی الزامی (نه حساب صاحب سکو)
مشروعیت سود	سود سرمایه‌ای و تقسیمی (بدون محدودیت)	سود حاصل از فعالیت واقعی و غیرربوبی شرکت که توسط کارشناسان و حسابرسان مستقل تایید شده است

جدول ۱: مقایسه مدل متعارف و مدل پیشنهادی اسلامی تأمین مالی جمعی سهامی

<sup>29</sup> Security

<sup>۳۰</sup> تفاوت غرر و ریسک: غرر به معنای عدم قطعیت قابل توجهی است که معامله را باطل می‌کند، در حالی که ریسک به معنای احتمال وقوع زیان است که می‌تواند قابل مدیریت باشد. در مدل اسلامی، ریسک مدیریت و بازار وجود دارد، اما غرر نباید وجود داشته باشد (موسویان و علیزاده، ۱۳۹۴، ص ۸۲)

چنانچه در جدول فوق ملاحظه می‌شود، تفاوت ماهوی این دو مدل در رویکرد آن‌ها به نهاد «واسطه» و «ریسک» نهفته است. در مدل متعارف، پلتفرم غالباً نقش یک دلال را ایفا می‌کند که هدفش صرفاً اتصال خریدار به فروشنده اوراق است و مسئولیت ساختاری در قبال «غرر در ارزش گذاری» نمی‌پذیرد؛ در نتیجه، معامله مستعد تبدیل شدن به سفته‌بازی<sup>31</sup> است. اما در الگوی فقهی پیشنهادی، پلتفرم در قالب «وکیل امین» و «جاعل»، موظف به مدیریت غرر از طریق نهاد «تقویم اهل خیره» است. این شیفت پارادایم از "انتقال حداکثری ریسک به سرمایه‌گذار خرد" در مدل غربی، به "مدیریت ساختاریافته و مشترک ریسک" در مدل اسلامی، وجه تمایز اصلی این الگوست (Hassan et al., 2021).

## ۵. تحلیل چالش‌های فقهی و ارائه راهکار

هرچند الگوی طراحی شده بر مبنای مستحکم فقهی استوار است، موفقیت آن در گرو شناسایی دقیق چالش‌های بالقوه و ارائه راهکارهای پیشگیرانه برای آن‌هاست. طبیعت نوآورانه تأمین مالی جمعی، مسائل فقهی خاصی را برجسته می‌کند که در این بخش به تحلیل عمیق‌تر مهم‌ترین آن‌ها می‌پردازیم.

### ۵-۱. غرر و مدیریت آن

مهم‌ترین و فراگیرترین چالش، غرر است که به معنای جهل نسبت به ارکان اساسی معامله یا وجود ریسک غیرمتعارف است و شارع مقدس از آن نهی کرده است (حر العاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۱۷، ص ۴۴۸). در تأمین مالی جمعی سهامی، غرر در دو حوزه اصلی ظهور می‌کند: غرر در ارزش گذاری و غرر در نتیجه. ارزش گذاری یک استارت‌آپ به دلیل فقدان سابقه مالی، ذاتاً با ابهام همراه است. راهکار پیشنهادی الگو، یعنی الزام به استفاده از «تقویم اهل الخیره» و «افشای کامل اطلاعات»، این چالش را هدف قرار می‌دهد. این اقدامات با کاهش جهل، معامله را از مصداق غرر فاحش و مبطل خارج کرده و آن را به یک ریسک تجاری معقول تبدیل می‌کند که ذاتی هر فعالیت مشارکتی است (سبحانی، ۱۴۱۸ق، ص ۱۲۰). علاوه بر این، غرر در نتیجه که به آینده نامعلوم کسب‌وکار بازمی‌گردد، تا زمانی که ناشی از طبیعت فعالیت اقتصادی باشد و نه از کتمان اطلاعات، با مقتضای عقد شرکت منافاتی ندارد. زیرا شرکا آگاهانه وارد یک فعالیت ریسک‌پذیر شده‌اند.

### ۵-۲. ربا، ضمانت سرمایه و تفکیک ریسک

چالش دوم، پرهیز از شائبه ربا است. مدل مشارکت ذاتاً ضد ربا است. با این حال، هرگونه شرطی که بازگشت اصل سرمایه یا پرداخت سودی ثابت را توسط کارآفرین (شریک مدیر) تضمین کند، ماهیت عقد را به «قرض ربوی» تبدیل کرده و معامله را حرام می‌کند

<sup>31</sup> Speculation

(مکارم شیرازی، ۱۴۲۴ق، ج ۲، ص ۳۵۰). در عقد مشارکت، شریک مدیر در حکم امین است و تنها در صورت تعدی و تفریط ضامن خسارات است، نه در موارد زیان ناشی از ریسک‌های متعارف بازار (انصاری، ۱۴۱۵ق، ص ۲۹۸). با این حال، این به معنای عدم امکان مدیریت ریسک نیست. راهکار مشروع، تفکیک نهاد «ضمانت» از «شخصیت شریک» است. به عبارت دیگر، می‌توان از یک شخص ثالث (مانند یک صندوق ضمانت سرمایه‌گذاری یا یک شرکت بیمه تکافلی) استفاده کرد که به صورت مستقل، ریسک سرمایه‌گذاری را تحت پوشش قرار دهد. این ساختار که شباهت به عقد «کفالت» یا «ضمان» در فقه دارد، اصل سرمایه را بدون آلوده شدن به ربا، محافظت می‌کند (جزایری، ۱۴۰۹ق، ص ۲۵۰).

### ۳-۵. ماهیت فقهی سهام دیجیتال و چالش نقدشوندگی

سهام عرضه‌شده در پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی، اغلب به صورت الکترونیکی و غیرکاغذی هستند. این امر این پرسش را مطرح می‌کند که آیا این «ثبت دیجیتال» از منظر فقهی، مالیت و قابلیت نقل و انتقال قطعی را دارد؟ با توجه به اینکه مالیت یک امر عقلایی و عرفی است و سهام، نماینده مالکیت مشاع بر دارایی‌های یک شرکت واقعی است، شکل دیجیتال آن نافی مالیت آن نیست و از این منظر، معامله آن صحیح است (شیرازی، ۱۴۱۹ق، ج ۳، ص ۱۸۸). چالش مهم‌تر و پیچیده‌تر، نقدشوندگی این سهام است. سرمایه‌گذاران خرد نیازمند راهی مشروع برای خروج از سرمایه‌گذاری خود هستند. ایجاد یک بازار ثانویه برای معامله این سهام، راهکار متعارف است اما خود می‌تواند با چالش‌های فقهی جدی مانند معاملات صوری، سفته‌بازی مذموم (که شباهت به قمار دارد) و غرر مواجه شود (حر العاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۱۷، ص ۴۵۰). از این رو، الگوی پیشنهادی، با پیش‌بینی «حق فروش تبعی»<sup>۳۲</sup> و امکان ایجاد «بازار ثانویه محدود و تحت نظارت»، می‌کوشد تا ضمن فراهم کردن امکان خروج، از بروز مفسد اقتصادی جلوگیری کند. برای تبیین دقیق‌تر، این بازار ثانویه باید دارای ضوابط فقهی مشخصی باشد. از جمله این ضوابط، می‌توان به وضع دوره زمانی نگهداری<sup>۳۳</sup>، مثلاً به مدت یک سال، اشاره کرد تا اطمینان حاصل شود که هدف سرمایه‌گذاران، مشارکت واقعی در کسب‌وکار است و نه نوسان‌گیری کوتاه‌مدت. علاوه بر این، برای جلوگیری از ایجاد حباب‌های قیمتی ناشی از هیجانات و غرر، معاملات باید در یک بازه قیمتی مشخص حول آخرین ارزش‌گذاری رسمی شرکت انجام شود. نهایتاً، شفافیت اطلاعاتی از طریق الزام پلتفرم به ارائه آخرین گزارش عملکرد شرکت به طرفین، تضمین می‌کند که معامله بر اساس علم و آگاهی صورت گرفته و از جهل نسبت به مورد معامله پرهیز می‌شود (سبحانی، ۱۴۱۸ق). این کنترل‌ها، ضمن فراهم آوردن امکان نقدشوندگی، بازار را از تبدیل شدن به یک محیط قمارگونه مصون داشته و ماهیت مشارکتی سرمایه‌گذاری را حفظ می‌کند.

<sup>32</sup> Tag-Along Right

<sup>33</sup> Holding Period

#### ۴-۵. حاکمیت شرکتهای و حقوق اقلیت

در ساختاری با یک مدیر کارآفرین و هزاران شریک خرد (سرمایه‌گذاران)، خطر تضییع حقوق اقلیت و «مسئله نمایندگی» بسیار جدی است. راهکار فقهی-حقوقی برای این معضل، تنظیم یک «قرارداد مشارکت دقیق» است که در آن، کارآفرین در جایگاه امین و وکیل شرکا قرار می‌گیرد. این قرارداد باید به صراحت حدود اختیارات مدیر را مشخص کرده، او را ملزم به گزارش‌دهی شفاف و دوره‌ای نماید و تصمیمات کلیدی (مانند انحلال، ادغام یا تغییرات اساسی در کسب‌وکار) را منوط به کسب موافقت اکثریت شرکا کند. این شروط ضمن عقد، که لزوم وفای به آن‌ها مورد تأکید شرع است (Vogel & Hayes, 2006, p.168)، ابزاری مشروع برای کنترل عملکرد مدیر و حفاظت از حقوق تمام طرفین است.

#### ۶. چارچوب مدیریت ریسک شریعت‌محور

یک نهاد مالی اسلامی مدرن، علاوه بر پایبندی به احکام اولیه فقهی، نیازمند یک چارچوب جامع و پیشگیرانه برای مدیریت ریسک است. این چارچوب باید تضمین کند که تمام فعالیت‌های پلتفرم در عمل نیز از اصول شریعت تخطی نمی‌کنند و مصالح تمام ذی‌نفعان را حفظ می‌نمایند. در ادامه، ارکان اصلی چنین چارچوبی برای پلتفرم تأمین مالی جمعی مبتنی بر مشارکت ارائه می‌شود.

#### ۱-۶. ریسک عدم انطباق با شریعت

این ریسک، بنیادی‌ترین خطر برای هر نهاد مالی اسلامی است و به معنای احتمال وجود هرگونه عملکرد یا محصولی است که با اصول شریعت در تضاد باشد. مؤثرترین راهکار برای مدیریت این ریسک، استقرار یک «هیئت نظارت شرعی» مستقل و معتبر در ساختار حاکمیتی پلتفرم است. وظایف این هیئت شامل موارد زیر است:

(۱) بررسی و تأیید شرعی تمام قراردادها، فرآیندها و محصولات قبل از اجرا.

(۲) انجام حسابرسی شرعی دوره‌ای برای اطمینان از انطباق مستمر فعالیت‌ها.

(۳) ارائه مشاوره فقهی به هیئت مدیره و پاسخگویی به سوالات شرعی سرمایه‌گذاران و کارآفرینان.

حضور چنین نهادی، اعتبار پلتفرم را تضمین کرده و به عنوان یک سازوکار کنترلی قدرتمند عمل می‌کند (Al-Amine, 2016, p.153).

## ۲-۶. ریسک عملیاتی

این ریسک ناشی از شکست فرآیندهای داخلی، خطاهای انسانی، تقلب یا نقص در سیستم‌های فنی است. از منظر اسلامی، مدیریت این ریسک با اصول امانت و اتقان گره خورده است. پلتفرم به عنوان وکیل و امین سرمایه‌گذاران، موظف به حفاظت حداکثری از دارایی‌ها و اطلاعات آنهاست. راهکارهای کلیدی مدیریت این ریسک عبارتند از:

- ۱) کنترل‌های داخلی قوی: تفکیک وظایف، تعریف سطوح دسترسی و نظارت مستمر بر تراکنش‌ها.
- ۲) امنیت سایبری پیشرفته: حفاظت از پلتفرم در برابر حملات سایبری و حفظ حریم خصوصی کاربران.
- ۳) شفافیت فرآیندها: مستندسازی دقیق تمام مراحل، از ارزیابی تا انتقال وجوه، به گونه‌ای که قابل ردیابی و حسابرسی باشد.

## ۳-۶. ریسک سرمایه‌گذاری

در الگوی مشارکت، ریسک اعتباری به معنای متعارف آن وجود ندارد، زیرا رابطه‌ای مبتنی بر وام در کار نیست. جایگزین آن، ریسک شکست کسب‌وکار سرمایه‌پذیر است. همانطور که در فقه تأکید شده، این ریسک جزء ذاتی عقد مشارکت است و نمی‌توان آن را به طور کامل حذف کرد. با این حال، باید آن را به شکل مشروعی مدیریت نمود (El-Gari, 2004, p.61). ابزارهای اصلی مدیریت این ریسک در الگوی ما عبارتند از:

- ۱) غربالگری و ارزیابی دقیق<sup>۳۴</sup>: مهم‌ترین گام، انتخاب طرح‌های باکیفیت و دارای پتانسیل موفقیت است.
  - ۲) پایش مستمر عملکرد: نظارت بر عملکرد کارآفرین پس از تأمین مالی و دریافت گزارش‌های منظم برای شناسایی انحرافات احتمالی از طرح تجاری.
  - ۳) ایجاد سبد سرمایه‌گذاری<sup>۳۵</sup>: تشویق سرمایه‌گذاران به توزیع سرمایه خود میان چندین پروژه مختلف به جای تمرکز بر یک طرح، تا ریسک کلی آن‌ها کاهش یابد.
- این چارچوب یکپارچه، پلتفرم را از یک واسطه صرف به یک نهاد مالی مسئول و امین تبدیل می‌کند که به طور فعال در جهت کاهش ریسک‌ها و حفاظت از منافع طرفین، در چارچوب اصول شریعت، اقدام می‌نماید.

<sup>34</sup> Due Diligence

<sup>35</sup> Diversification

## ۴-۶. پیاده‌سازی الگودر قالب مطالعه موردی و کاربردی

برای درک ملموس‌تر مکانیسم الگو، استارت‌آپی به نام «آلفا» را فرض کنید که برای توسعه نرم‌افزار خود نیازمند ۱۰ میلیارد تومان سرمایه است. در صورت اجرای الگوی فقهی پیشنهادی، مراحل بدین شکل محقق می‌شود:

- ۱) تقویم اهل خیره (کاهش غرر): پلتفرم ارزش‌گذاری یک‌طرفه کارآفرین را نمی‌پذیرد؛ بلکه تیم کارشناسی رسمی، ارزش پایه استارت‌آپ را در بازه معقول ۴۰ تا ۴۵ میلیارد تومان تعیین و افشا می‌کند.
- ۲) حساب امانی (حفاظت از سرمایه): ۱۰۰۰ سرمایه‌گذار خرد، مبالغ خود (مثلاً هر یک ۱۰ میلیون تومان) را واریز می‌کنند. این وجوه مستقیماً به حساب کارآفرین نمی‌رود، بلکه در «حساب امانی» مسدود می‌شود.
- ۳) تخصیص سهام و خروج (اجرای قرارداد هوشمند): با رسیدن به سقف ۱۰ میلیارد تومان، قرارداد هوشمند وجوه را آزاد کرده و ۲۰ درصد از سهام مشاع استارت‌آپ (به نسبت آورده) به سرمایه‌گذاران تخصیص می‌یابد. در پایان سال مالی، در صورت تحقق سود، پلتفرم بر اساس مفاد قرارداد مشارکت، سود را دقیقاً به نسبت حصه هر شریک، بدون بوروکراسی و به صورت سیستمی توزیع می‌کند که این امر تجلی شفافیت و کارایی در فقه اقتصادی است.

## نتیجه‌گیری

تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهام، ظرفیتی عظیم برای حمایت از اقتصاد دانش‌بنیان در جوامع اسلامی دارد. این پژوهش نشان داد که کلید بهره‌برداری مشروع و عادلانه از این ابزار، نهادینه کردن آن در چارچوب عقد مشارکت است. یافته‌های تحقیق به وضوح اثبات کرد که برخلاف رویکرد متعارف مبتنی بر «فروش اوراق بهادار»، الگوی مبتنی بر مشارکت، رابطه میان کارآفرین و سرمایه‌گذاران را به یک «رابطه شراکتی» واقعی تبدیل می‌کند که در آن، همه طرفین در سود و زیان حقیقی سهیم هستند. این مقاله با ارائه یک الگوی عملیاتی سه‌مرحله‌ای، پاسخی جامع به سوال اصلی تحقیق ارائه داد. نشان داده شد که با به کارگیری سازوکارهای فقهی مشخص در هر مرحله، می‌توان بر چالش‌های کلیدی غلبه کرد: اول، کنترل غرر از طریق الزام به شفافیت و ارزیابی توسط اهل خیره؛ دوم، حفاظت از وجوه از طریق حساب امانی؛ و سوم، تضمین حقوق اقلیت از طریق قرارداد جامع مشارکت و تعیین حدود اختیارات مدیر. تحلیل بستر قانونی ایران نیز نشان داد که هر چند «دستورالعمل تأمین مالی جمعی» گامی مثبت است، اما دچار خلأهایی در تعریف ماهیت حقوقی قرارداد و عدم پیش‌بینی الزامات کلیدی فقهی است که الگوی پیشنهادی این مقاله می‌تواند به عنوان یک نقشه راه برای تکمیل و اصلاح آن به کار گرفته شود. این الگو نه تنها انطباق با شریعت را تضمین می‌کند، بلکه با افزایش اعتماد و شفافیت، به کارایی و توسعه این بازار در کشور نیز کمک خواهد کرد. بر اساس یافته‌های نظری و کاربردی این پژوهش، پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

- ۱) به نهاد ناظر بازار سرمایه (سازمان بورس و فرابورس ایران): پیشنهاد می‌شود در بازنگری «دستورالعمل تأمین مالی جمعی»، اصلاحات زیر به طور جدی مد نظر قرار گیرد:
- ۲) اصلاح ماده مربوط به تعاریف: افزودن تعریفی دقیق از ماهیت حقوقی رابطه میان سرمایه‌پذیر و سرمایه‌گذار بر اساس «عقد مشارکت مدنی».
- ۳) ایجاد ماده جدید: الزام قانونی تمام پلتفرم‌ها به استفاده از «حساب امانی» نزد یکی از بانک‌های معتبر برای نگهداری وجوه تا زمان تحقق هدف کمپین.
- ۴) شفاف‌سازی فرآیند ارزش‌گذاری: الزام پلتفرم‌ها به انتشار عمومی گزارش ارزش‌گذاری طرح که توسط یک نهاد کارشناسی مستقل (اهل خیره) تهیه شده است.
- ۵) به قوه قضاییه و نهادهای داوری: پیشنهاد می‌شود با توجه به ماهیت پرتعداد طرفین در این قراردادها، شیوه‌نامه‌های تخصصی برای «حل و فصل اختلافات» ناشی از تأمین مالی جمعی تدوین گردد تا فرآیند دادرسی برای سرمایه‌گذاران خرد، سریع‌تر و کم‌هزینه‌تر شود.

## فهرست منابع

۱. انصاری، مرتضی بن محمد امین. (۱۴۱۵ق). کتاب المکاسب. قم: کنگره جهانی بزرگداشت شیخ اعظم انصاری.
۲. تسخیری، محمد علی. (۱۳۹۲). دلیل نفی غرر و میزان اثرگذاری آن بر معاملات، فقه مقارن ۱ (۲۲)، ۳۳ - ۵۴
۳. جزایری، سید عبدالله. (۱۴۰۹ق). التحفه السنیة. قم: منشورات مکتبه آیت‌الله المرعشی النجفی.
۴. حر العاملی، محمد بن الحسن. (۱۴۰۹ق). وسائل الشیعه. قم: مؤسسه آل‌البیت (ع).
۵. حسینی‌نیا، حمید. (۱۳۹۸). ماهیت حقوقی تأمین مالی جمعی (Crowdfunding) فصلنامه رأی (مطالعات آرای قضایی)، ۸ (۲۸)، ۱۲۵-۱۵۰.
۶. حلی، جعفر بن الحسن (المحقق الحلی). (۱۴۰۸ق). شرائع الإسلام فی مسائل الحلال والحرام. قم: مؤسسه اسماعیلیان.
۷. خوئینی، غفور. (۱۳۹۸). تأمین مالی جمعی؛ مطالعه تطبیقی ابزاری نوین در تأمین مالی شرکت‌های سهامی. فصلنامه تحقیقات حقوقی، ۲۲ (۸۶)، ۱۸۴-۱۶۱. <http://dor.net/dor/20.1001.1.24765366.1398.22.86.5.6>
۸. زحیلی، وهبه. (۱۴۲۶ق). الفقه الإسلامی و أدلته. دمشق: دارالفکر.
۹. سبحانی، جعفر. (۱۴۱۸ق). نظام المضاربه فی الشریعه الإسلامیه. قم: مؤسسه امام صادق (ع).
۱۰. شیرازی، سید موسی. (۱۴۱۹ق). کتاب النکاح. قم: مؤسسه پژوهشی رأی‌پرداز.
۱۱. شمس‌الدین، مرتضی. (۱۴۱۷ق). بحوث فی فقه الرجال. قم: انتشارات انصاریان.
۱۲. شهیدی، مهدی. (۱۳۸۶). تشکیل قراردادها و تعهدات. تهران: انتشارات مجد.

۱۳. صالح آبادی، علی؛ سعیدی، پیمان. (۱۳۹۴). تأمین مالی جمعی، راهکاری نوین برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۸(۳۰)، ۱۷۴-۱۴۹.
۱۴. طباطبائی الیزدی، سید محمدکاظم. (۱۳۷۸). العروه الوثقی. بیروت: مؤسسه الأعلمی للمطبوعات.
۱۵. عثمانی، محمدتقی. (۲۰۱۸). بحوث فی قضایا فقهیه معاصره. بیروت: دارالقلم.
۱۶. علامه الحلی، الحسن بن یوسف. (۱۴۱۰ق). قواعد الأحکام فی معرفه الحلال و الحرام. قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
۱۷. غروی التبریزی، میرزا علی. (۱۴۱۸ق). التتبیح فی شرح العروه الوثقی. قم: مؤسسه دارالهجره.
۱۸. فولادی، محمد. (۱۳۹۹). بررسی فقهی و حقوقی قراردادهای تأمین مالی جمعی (کرافاندینگ). فصلنامه پژوهش‌های فقه و حقوق اسلامی، ۱۶(۶۰)، ۱۸۶-۱۶۳. <https://doi.org/10.22034/ijfil.2020.111818163-186>.
۱۹. کاتوزیان، ناصر. (۱۳۹۲). قواعد عمومی قراردادها. تهران: شرکت سهامی انتشار.
۲۰. کرمی چمه، احسان، عابدی، احمد و باقری، سیامک (۱۳۹۵). امکان و امتناع نظریه مالکیت مشاع به عنوان مبنای نظام سیاسی اسلام. مطالعات انقلاب اسلامی، ۱۸(۴۷)، ۶۹-۸۶.
۲۱. مبلغی، احمد؛ محمودی، ابوالفضل. (۱۳۹۷). ماهیت فقهی قرارداد تأمین مالی جمعی مبتنی بر پاداش. فصلنامه اقتصاد اسلامی، ۱۸(۷۰)، ۳۳-۵۹.
۲۲. مرکز تحقیقات فقهی قوه قضاییه. (۱۳۹۵). مجموعه نشست‌های قضایی: مسائل فقهی و حقوقی. قم: انتشارات مرکز تحقیقات فقهی.
۲۳. مکارم شیرازی، ناصر. (۱۴۲۴ق). بحوث فقهیه هامه. قم: انتشارات مدرسه امام علی بن ابی طالب (ع).
۲۴. مکارم شیرازی، ناصر. (۱۴۲۷ق). استفتانات جدید. قم: انتشارات مدرسه امام علی بن ابی طالب (ع).
۲۵. موسوی الخمینی، سید روح‌الله. (۱۴۲۵ق). تحریر الوسیله. قم: مؤسسه اسماعیلیان.
۲۶. موسوی بجنوردی، سید محمد. (۱۴۱۹ق). القواعد الفقهیه. قم: نشر الهادی.
۲۷. موسویان، سید عباس؛ بهاری، فاطمه. (۱۳۹۸). طراحی اوراق وقف مبتنی بر ابزار مالی اسلامی جهت تأمین مالی جمعی. دوفصلنامه علمی-پژوهشی جستارهای اقتصادی ایران، ۱۶(۳۱)، ۱۹۷-۱۶۹.
۲۸. موسویان، سید عباس؛ عزیززاده اصل، محمد. (۱۳۹۴). بررسی رابطه ریسک و غرر در بازارهای مالی اسلامی. اقتصاد اسلامی، ۳۴(۵۹)، ۶۵-۹۴.
۲۹. یزدانی، عباس. (۱۳۹۷). چالش‌های حقوقی تأمین مالی جمعی در نظام حقوقی ایران. فصلنامه تحقیقات مالی اسلامی، ۱۸(۱)، ۱۵۵-۱۸۲.
30. Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2014). Some simple economics of crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*, 14(1), 63-97. <https://doi.org/10.1086/674021>
31. Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4), 955-980. <https://doi.org/10.1111/etap.12157>
32. Aishah, N., & Kassim, S. (2017). Crowdfunding: A new shariah compliant fundraising tool for startups in Malaysia. *Journal of Islamic Finance*, 6(1), 43-55.
33. Al-Amine, M. A. (2016). *Islamic Capital Markets: A Comparative Approach*. Palgrave Macmillan.

34. Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585-609. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003>
35. Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 613-673.
36. Biancone, P., Secinaro, S., Kamal, M., & Brescia, V. (2022). Islamic crowdfunding as a new alternative financing for SMEs. *European Journal of Islamic Finance*, (19).
37. Cumming, D. J., & Johan, S. A. (2017). The landscape of crowdfunding. In *The Oxford Handbook of IPOs*. Oxford University Press.
38. Darmansyah, D., Fianto, B. A., Hendratmi, A., & Aziz, P. A. (2020). Factors determining the success of sharia-compliant crowdfunding projects. *Journal of Islamic Marketing*, 12(6), 1135-1153. <https://doi.org/10.1108/JIMA-06-2020-0169>
39. Drucker, P. F. (1993). *Post-capitalist society*. HarperCollins.
40. El-Gari, M. A. (2004). *Foundations of Islamic Finance*. Islamic Development Bank.
41. Hassan, M. K., Rabbani, M. R., & Ali, M. A. M. (2021). Challenges for the Islamic Finance and banking in post COVID era and the role of Fintech. *Journal of Economic Cooperation and Development*, 42(3), 93-116.
42. Laldin, M. A., & Furqani, H. (2013). Developing Islamic finance in the framework of maqasid al-shari'ah. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 6(4), 278-289.
43. Marzban, S., & Asutay, M. (2014). Shari'ah-compliant crowdfunding: An alternative financing model for entrepreneurs. *Journal of Islamic Banking and Finance*, 2(1), 35-56.
44. Mollick, E. R. (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>
45. Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., & Parasuraman, A. (2011). Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, 22(4), 443-470.
46. Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. In *Handbook of entrepreneurial finance*. Oxford University Press.
47. Vogel, F. E., & Hayes, S. L. (2006). *Islamic Law and Finance: Religion, Risk, and Return*. Kluwer Law International.