

A Jurisprudential Analysis of Initial Public Offerings through Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) in Iran's Capital Market

Ali Amirshahi* | Mohammad Tohidi | Mahdi Jamjah

Stable URL: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.248181.1964>

بررسی و تحلیل فقهی عرضه عمومی سهام از طریق شرکت‌های باهدف تملک (SPACs)
در بازار سرمایه ایران

نویسندگان: علی امیرشاهی* | محمد توحیدی | مهدی جم‌جاه

پیوند دائمی: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.248181.1964>

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی



Copyright 2025 The Author(s).

Published by *Imam Sadiq University*, Tehran, Iran.

This work is fully Open Access under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0) license, allowing non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited and not modified. *Islamic Finance Researches* strictly follows the ethical guidelines of the Committee on Publication Ethics (COPE), which all readers, authors, reviewers, and editors are expected to observe and uphold.



A Jurisprudential Analysis of Initial Public Offerings through Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) in Iran's Capital Market

Ali Amirshahi: PhD Student Financial Engineering, Department of Finance and Banking, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabatabaeei, Tehran, Iran (Corresponding Author).

a.amirshahi@isu.ac.ir | 0009-0008-8928-0438

Mohammad Tohidi: Faculty Member, Financial Management, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran.

tohidi@isu.ac.ir | 0000-0002-1289-1256

Mahdi Jamjah: M.A. Student Financial Management, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran.

m.jamjah@isu.ac.ir | 0009-0001-5330-8186

Abstract

1. Introduction and Objective

In recent years, Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) have become one of the most innovative financial mechanisms for facilitating the public listing of private companies. Globally, they serve as fast, flexible, and cost-efficient alternatives to traditional Initial Public Offerings (IPOs). A SPAC is a corporate shell formed exclusively to raise public capital through an IPO and, within a predefined period—typically 18 to 24 months—to merge with or acquire a target private company. After the merger, the target company effectively becomes publicly traded, thus circumventing the complex procedures and high costs associated with conventional IPOs.

The international success of SPACs, particularly in markets such as the United States, Singapore, and Europe, has prompted interest in their potential adaptation to emerging markets. In Iran, where financial innovation must operate within the Shariah-compliant framework of the Islamic Republic's capital market, the introduction of such instruments demands rigorous jurisprudential (fiqh-based) assessment. While SPACs could enhance financial inclusion, deepen capital markets, and provide new financing avenues for non-listed and production-oriented firms, their hybrid structure raises questions regarding conformity with Islamic legal principles – including the prohibition of *riba* (usury), *gharar* (excessive uncertainty), *qimar*

(gambling), ghabn (unjust enrichment), and akl al-mal bil-batil (unjust acquisition of wealth).

This study therefore pursues a twofold objective:

- 1) to analyze the compatibility of SPACs with the fundamental rules of Islamic jurisprudence (fiqh al-mu'amalat); and
- 2) to evaluate the feasibility of implementing SPACs in Iran's capital market as a legitimate and operationally viable financial mechanism.

By bridging modern financial innovation with classical Islamic legal thought, the research seeks to contribute to the development of Shariah-compliant models for capital market instruments capable of enhancing both market depth and real-sector financing.

2. Methods and Materials

The study adopts a qualitative, multi-stage, and applied research design, integrating library analysis, focus-group validation, and expert field surveys. The research unfolds through the following methodological stages:

- (1) **Doctrinal Analysis of Primary Sources:** Classical jurisprudential sources—including the Qur'an, Sunnah, and major Shi'a jurists' works such as those of al-Tusi, al-Ansari, al-Khoei, and Imam Khomeini—were examined to extract general Shariah principles governing contracts ('uqud) and financial transactions (mu'amalat). The principles of contract validity (sihahah al-'uqud), binding nature (luzum al-'uqud), and the five prohibitions (usury, gharar, qimar, darar, and akl al-mal bil-batil) served as the analytical framework.
- (2) **Extraction and Structuring of Jurisprudential Indicators:** Through textual analysis and inductive reasoning, the study derived a set of Shariah compliance indicators relevant to SPAC operations—covering the nature of capital subscription, use of escrow accounts, the contractual role of the sponsor, voting and redemption rights of investors, and post-merger equity conversion.
- (3) **Focus Group Discussions:** These indicators were refined and validated through a focus group consisting of experts in

Islamic jurisprudence and Islamic finance. The session functioned not as a decision-making platform but as a structured qualitative forum to achieve conceptual convergence on the indicators' adequacy and operational relevance for Iran's regulatory context.

- (4) **Field Survey and Empirical Validation:** A specialized questionnaire was designed based on the finalized indicators. It was distributed among 26 experts—comprising university professors, Islamic finance researchers, and jurists associated with Iranian regulatory and academic institutions. The responses were analyzed using descriptive statistical methods to assess the degree of scholarly consensus regarding each jurisprudential criterion.

This multi-stage method ensures methodological triangulation—linking textual jurisprudence, expert interpretation, and empirical validation—to provide a robust feasibility framework for Shariah-compliant SPAC implementation.

3. Research Findings

3-1. Compliance with General Contractual Principles: The findings demonstrate that SPAC operations align with the principle of contractual validity (*asālat al-sihhah*) and binding obligation (*asālat al-luzum*). Since capital contributions occur with mutual consent, under clearly defined terms, and within a legally recognized corporate structure, no element of invalidity or coercion arises. The sponsor's authority to manage investor funds is grounded in an explicit *wakālah* (agency) contract, rendering its actions legitimate within Islamic law.

3-2. Prohibition of Unjust Enrichment (*Akl al-Mal bil-Batil*): The study found that SPAC transactions do not involve unlawful possession of others' property. Investor funds are maintained in segregated escrow accounts and can only be utilized within the contractual and regulatory framework. In the event of an unsuccessful merger, the principal and accrued lawful returns are refunded. Hence, no unjust or unauthorized enrichment occurs.

3-3. Prohibition of *Gharar* (Uncertainty): Although SPACs initially lack a defined target company—potentially implying *gharar*—the

research shows that this uncertainty is mitigated through structured mechanisms: disclosure in the prospectus, the right of investors to redeem shares prior to merger completion, obligatory shareholder voting, and post-merger transparency. Because the sponsor acts under an explicit wakālah mandate, the temporary indeterminacy of the target does not invalidate the contract under fiqh al-mu'amalat.

3-4. Prohibition of Riba (Usury): Since investor contributions are not loans but capital subscriptions, the core transaction does not constitute a loan contract. However, potential riba concerns could arise from the interest earned on funds held in escrow. To ensure compliance, experts recommend investing these funds through Islamic short-term financial instruments (such as sukuk or mudarabah deposits), thereby avoiding prohibited interest income.

3-6. Prohibition of Darar (Harm) and the Principle of Iqdam (Informed Consent): Possible harms may arise from mismanagement or asymmetric information by the sponsor. Nevertheless, the doctrine of iqdam stipulates that a party knowingly entering a risky yet permissible transaction cannot later claim unjust harm. As SPAC investors are fully informed of the structure, timelines, and risks through public disclosures and voting rights, the transactions remain consistent with both la-darar and iqdam principles.

3-6. Prohibition of Qimar (Gambling): SPAC operations do not entail speculative wagering or conditional outcomes based on chance. Investments are made for legitimate economic objectives—namely, acquisition and corporate consolidation—and are thus free from any qimar characteristics.

3-7. Juridical Nature of Relationships: The sponsor-investor relationship is a hybrid of agency (wakālah) and partnership (shirkah). Before the merger, the sponsor acts as an agent managing the pooled funds within specified limits; after a successful merger, both sponsor and investors become partners in the newly combined entity. This dual structure aligns with recognized models in Islamic jurisprudence governing modern financial intermediaries.

3.8 Expert Consensus : According to the survey analysis:

- Approximately 69% of respondents confirmed that SPACs can be implemented without fundamental structural modification.

- Around 23% suggested minor procedural adjustments to ensure stricter compliance with Islamic jurisprudence.
- Virtually all experts agreed that SPACs do not involve *riba*, *gharar*, or *akl al-mal bil-batil* when appropriate safeguards are in place.

Hence, the overall expert consensus supports the Shariah permissibility and practical feasibility of SPACs within Iran's capital market environment.

4 .Discussion and Conclusion

The study substantiates that SPACs – when properly structured – are compatible with the principles of Shi'a jurisprudence governing financial contracts. Their implementation within Iran's capital market could serve multiple economic and developmental functions:

- 1) **Enhancement of Financial Depth and Liquidity::** By offering a new pathway for non-listed firms, especially small and knowledge-based enterprises, SPACs can expand market participation and deepen capital formation.
- 2) **Promotion of Transparency and Corporate Governance:** Regulatory requirements for disclosure, investor voting, and escrowed funds contribute to more transparent market practices, consistent with Islamic ethics of fairness (*'adl*) and accountability (*mas'uliyah*).
- 3) **Stimulation of Productive Investment:** The structure channels public savings into real-sector companies rather than speculative activities, supporting the Islamic economic objective of linking finance to production.
- 4) **Compatibility with Islamic Finance Infrastructure:** When escrowed funds are invested through Islamic money-market instruments and sponsor fees are contractually bound to performance, SPACs harmonize with existing *sukuk* and equity-based frameworks.

However, successful implementation requires comprehensive regulatory adaptation by the Securities and Exchange Organization (SEO) of Iran. Specific guidelines must address the contractual form of the SPAC, investor protection mechanisms, the scope of *wakālah*,

and the permissible investment of idle funds in Shariah-compliant instruments.

From a jurisprudential perspective, the SPAC model exemplifies the dynamic capacity of Islamic law to accommodate contemporary financial innovation through contextual *ijtihad* (legal reasoning). The alignment of SPAC structures with *maqasid al-shariah*—particularly the preservation of wealth (*hifz al-mal*) and facilitation of lawful trade (*taysir al-tijarah al-halal*)—demonstrates that Islamic finance can evolve alongside global capital markets while maintaining doctrinal integrity.

In conclusion, the research confirms that SPACs can operate as legitimate, efficient, and Shariah-compliant vehicles for public fundraising and corporate acquisition in Iran's capital market. With proper regulatory oversight and scholarly supervision, they can bridge the gap between jurisprudential authenticity and financial innovation, contributing significantly to the modernization and ethical robustness of Islamic financial systems.

5. Keywords: Special Purpose Acquisition Companies (SPACs); Jurisprudential Feasibility; Initial Public Offering; Private Companies; Capital Market.

6. JEL Classification: G24, G18, G32, K22, Z12, P48.



پروشکاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

بررسی و تحلیل فقهی عرضه عمومی سهام از طریق شرکت‌های باهدف تملک (SPACs) در بازار سرمایه ایران

علی امیرشاهی: دانشجوی دکتری مهندسی مالی، گروه مالی و بانکداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، علامه طباطبایی (ره)، تهران، ایران (نویسنده مسئول). a.amirshahi@isu.ac.ir

محمد توحیدی: دانشیار، مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران. tohidi@isu.ac.ir

مهدی جم‌جاه: دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران. m.jamjah@isu.ac.ir

چکیده

۱. مقدمه و هدف

شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) به‌عنوان یکی از ابزارهای نوین مالی، در سال‌های اخیر به‌عنوان جایگزینی سریع، منعطف و کم‌هزینه برای عرضه اولیه عمومی سنتی در بازارهای سرمایه بین‌المللی مورد توجه قرار گرفته‌اند. این شرکت‌ها، پوسته‌هایی حقوقی هستند که با هدف جذب سرمایه عمومی و ادغام یا تملک شرکت‌های خصوصی در آینده تأسیس می‌شوند. توسعه این ابزار در بازار سرمایه ایران می‌تواند ضمن تسهیل دسترسی شرکت‌های غیربورسی به منابع مالی، موجب تعمیق بازار سرمایه، افزایش شفافیت و تقویت تأمین مالی تولید شود. با توجه به ویژگی‌هایی همچون فاصله زمانی میان تأمین مالی و اجرای معامله، فقدان شرکت هدف در زمان عرضه اولیه و نقش واسطه‌گرانه SPACها در فرآیند تملک، بررسی انطباق این سازوکار با ضوابط فقه امامیه در چارچوب بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران ضروری به نظر می‌رسد. هدف اصلی این پژوهش، امکان‌سنجی فقهی پیاده‌سازی SPACها در بازار سرمایه ایران است.

۲. مواد و روش‌ها

پژوهش حاضر با رویکرد کیفی و به روش چندمرحله‌ای انجام شده است. در گام نخست، منابع اصیل فقهی شامل قرآن، روایات و متون فقهی معتبر تحلیل و شاخص‌های شرعی مرتبط با معاملات مالی استخراج گردید. سپس، این شاخص‌ها در

جلسات گروه کانونی با حضور فقها و متخصصان مالی اسلامی بررسی و نهایی شد. در مرحله بعد، داده‌های میدانی از طریق پرسش‌نامه تخصصی میان ۲۶ نفر از خبرگان فقه مالی گردآوری و با استفاده از روش‌های آماری توصیفی تحلیل شد تا دیدگاه آنان درباره مشروعیت و امکان اجرای SPAC در بازار سرمایه ایران مشخص شود.

۳. یافته‌های تحقیق

نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها نشان داد که با رعایت موازین فقهی، امکان پیاده‌سازی SPACها در بازار سرمایه ایران وجود دارد. خبرگان فقه مالی معتقدند که ساختار SPAC با اصول فقهی از جمله ممنوعیت اکل مال به باطل، ربا، غرر، ضرر و قمار هم‌خوانی دارد و شبهات مطرح‌شده، از طریق طراحی دقیق سازوکارهای شرعی همچون حساب امانی، وکالت، حق باخريد سهام و شفافیت اطلاعاتی قابل رفع است. بیش از دو سوم پاسخ‌دهندگان، اجرای SPACها را مشروع و بدون نیاز به تغییرات بنیادین در ساختار بازار سرمایه ایران ارزیابی کردند.

۴. بحث و نتیجه‌گیری

بر اساس تحلیل فقهی و نظرات خبرگان، شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) را می‌توان ابزاری مشروع، نوآورانه و سازگار با فقه امامیه دانست که در صورت تدوین دستورالعمل‌های نظارتی متناسب، قابلیت اجرا در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران را دارد. این ابزار می‌تواند با تسهیل تأمین مالی شرکت‌های غیربورسی، ارتقای شفافیت و افزایش عمق بازار سرمایه، نقش مؤثری در توسعه زیرساخت‌های مالی کشور ایفا کند. در نتیجه، پیاده‌سازی SPACها گامی مؤثر در جهت نوآوری فقهی و مالی و بهره‌گیری از ظرفیت‌های بازار سرمایه در تأمین مالی تولید ملی محسوب می‌شود.

واژگان کلیدی: شرکت‌های باهدف تملک؛ امکان‌سنجی فقهی؛ عرضه عمومی سهام؛ شرکت‌های خصوصی؛ بازار سرمایه.

مقدمه

یکی از روندهای قابل توجه در بازارهای سرمایه کشورهای توسعه یافته، گرایش به بهره‌گیری از روش‌های جایگزین برای عرضه عمومی اولیه (IPO) به جای شیوه‌های سنتی است. این رویکرد با هدف تسهیل ورود شرکت‌های خصوصی و غیربورسی به بازار سرمایه و بهره‌مندی از مزایای عرضه عمومی دنبال می‌شود. در این میان، ادغام با شرکت‌های باهدف خاص تملک (SPACs) به‌عنوان یکی از ابزارهای نوین مالی، جایگزینی کارآمد و پرتعداد برای عرضه‌های اولیه سنتی به‌شمار می‌آید (Feng et al., 2023).

شرکت باهدف تملک یا «SPAC» در سال‌های اخیر به‌عنوان ابزاری برای عرضه عمومی شرکت‌ها، توجه بی‌سابقه‌ای را به خود جلب کرده است. این شرکت‌ها نهادهایی با مأموریتی موقت و مشخص‌اند که به‌منظور جذب سرمایه از طریق عرضه عمومی اولیه و سرمایه‌گذاری در یک شرکت فعال اما غیربورسی، در بازه‌ای محدود (معمولاً ۱۸ تا ۲۴ ماه) تأسیس می‌شوند (Cumming & Schweizer, 2014).

یک SPAC از طریق عرضه عمومی اولیه (IPO) سرمایه جذب می‌کند و سپس شرکت خصوصی مناسبی را برای ادغام یافته و آن را وارد بازار عمومی می‌سازد. مدیریت و سازمان‌دهی SPAC بر عهده «حامی» آن است؛ شخصی حقیقی یا حقوقی که ممکن است وابسته به یک صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی یا صندوق پوشش ریسک باشد، یا حتی گروهی از افراد مستقل این نقش را بر عهده گیرند. در سال‌های اخیر، برخی از حامیان به‌طور خاص برای تأسیس و مدیریت SPACها فعالیت می‌کنند. هنگامی که یک شرکت SPAC با شرکت هدف برای ادغام به توافق می‌رسد، سهامداران SPAC اختیار دارند به‌جای مشارکت در فرآیند ادغام، سهام خود را بازخرید کرده و از سرمایه‌گذاری خارج شوند. از این رو، سرمایه‌گذاران اولیه در عرضه عمومی اولیه (IPO) با ریسک کاهش ارزش سرمایه خود مواجه نخواهند شد. در صورتی که SPAC ظرف مدت معمول دو سال موفق به نهایی‌سازی ادغام نشود، منحل شده و تمامی وجوه سرمایه‌گذاران، به همراه بهره متعلقه - که از محل سرمایه‌گذاری این وجوه در اوراق خزانه‌داری کوتاه‌مدت و سایر ابزارهای کم‌ریسک در

حساب امانی حاصل شده است - به آنان بازگردانده می‌شود (Klausner, Ohlrogge & Ruan, 2021).

شرکت‌های باهدف تملک به‌عنوان یکی از ساختارهای مالی مدرن، از دهه ۱۹۹۰ میلادی در ایالات متحده آمریکا مورد استفاده قرار گرفته‌اند و در کشورهای دیگری مانند استرالیا، اتریش، کانادا، آلمان، مالزی، هلند، نیوزیلند و آفریقای جنوبی نیز محبوبیت یافته‌اند (Marx et al, 2021). گرچه SPAC‌ها پیش‌تر نیز وجود داشتند، اما شمار آن‌ها در سال ۲۰۲۰ به‌طور چشمگیری افزایش یافت. با وجود شرایط دشوار اقتصادی و فشار بر بازارهای سهام جهانی ناشی از همه‌گیری کووید-۱۹، SPAC‌ها توانستند با موفقیت سرمایه جذب کنند و سرمایه‌گذاران برجسته‌تری را نیز به این شیوه نوین سرمایه‌گذاری جلب نمایند (Haniffa, Hudaib & Nawaz, 2022).

ضرورت پژوهش در زمینه امکان‌سنجی فقهی پیاده‌سازی شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) در بازار سرمایه ایران از آن‌جا ناشی می‌شود که پیاده‌سازی هر ابزار مالی نوین، مستلزم انطباق کامل آن با موازین فقه امامیه است. انطباق با شریعت، پیش‌فرض هرگونه ابزارسازی و نهادسازی در بازارهای مالی ایران به‌شمار می‌رود؛ ازاین‌رو، ضروری است ماهیت و ساختار SPAC از منظر فقهی مورد بررسی قرار گیرد.

برخی از ویژگی‌های SPAC‌ها - مانند فاصله زمانی میان جذب سرمایه عمومی و انجام معامله نهایی برای تملک، نبود شرکت هدف در زمان عرضه اولیه، و ماهیت قراردادی نقش شرکت SPAC در فرآیند تملک - ماهیتی نو و متمایز ایجاد می‌کند. بنابراین، بررسی امکان‌سنجی فقهی این سازوکار در چارچوب ضوابط عمومی قراردادها و اصول حاکم بر معاملات در فقه امامیه امری ضروری به نظر می‌رسد.

هدف اصلی این پژوهش، امکان‌سنجی فقهی پیاده‌سازی شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران به‌عنوان ابزاری نوین برای عرضه عمومی شرکت‌های غیربورسی است. در این راستا، پس از تبیین ماهیت، مزایا و چالش‌های این ابزار مالی، تمرکز اصلی بر ارزیابی فقهی آن قرار دارد تا میزان انطباق ساختار و عملکرد SPAC‌ها با موازین شرعی و ضوابط فقهی مشخص شود.

روش گردآوری داده‌ها در این پژوهش، ترکیبی از مطالعات کتابخانه‌ای و میدانی است. در گام نخست، شاخص‌های فقهی از طریق مطالعه عمیق منابع استخراج شد و سپس در جلسات تخصصی گروه‌های کانونی مورد بازبینی و تکمیل قرار گرفت. در مرحله بعد، شاخص‌های به‌دست‌آمده از طریق پرسش‌نامه‌های تخصصی ارزیابی و با روش‌های آماری توصیفی تحلیل شدند.

یافته‌های این بخش می‌تواند مبنایی برای تصمیم‌گیری نهادهای نظارتی و سیاست‌گذاران در زمینه امکان‌سنجی اجرای این ابزار در چارچوب نظام مالی اسلامی فراهم آورد.

۱. مبانی نظری

۱-۱. معرفی شرکت‌های باهدف تملک

شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) شرکت‌هایی کاغذی یا پوسته‌ای هستند که با هدف ادغام با یک شرکت خصوصی ایجاد می‌شوند (Blomkvist & Vulcanovic, 2020). این شرکت‌ها به‌طور خاص برای خرید یک یا چند شرکت هدف که هنوز مشخص نشده‌اند، تأسیس می‌شوند (Dimic, Goodell, Piljak & Vulcanovic, 2023).

SPACها برای گردآوری وجوه موردنیاز، اوراق بهاداری را از طریق عرضه عمومی اولیه منتشر می‌کنند. این اوراق معمولاً شامل سهام عادی و گواهی‌نامه‌های حق خرید سهام (وارانت) هستند. شرکت‌های SPAC در مرحله اولیه، عمدتاً از طریق عرضه سهام و جمع‌آوری سرمایه نقدی تأمین مالی می‌شوند و معمولاً از ابزارهای بدهی مانند انتشار اوراق یا وام بانکی برای تأمین مالی اولیه استفاده نمی‌کنند (Kiesel, Klingelhöfer, Schiereck & Vismara, 2023).

در آغاز، سهام و وارانت‌ها در قالب یک واحد منتشر می‌شوند و پس از عرضه، معمولاً قابل تفکیک و معامله جداگانه هستند. وارانت‌ها به‌عنوان ابزاری تشویقی، امکان خرید آتی سهام با قیمت مشخص را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند و با افزایش جذابیت فرصت سرمایه‌گذاری، به تأمین موفق سرمایه اولیه کمک می‌نمایند.

SPACها اوراق بهادار خود را در قالب عرضه اولیه عمومی منتشر می‌کنند و باید طی بازه‌ای میان ۲۴ تا ۳۶ ماه، وجوه گردآوری‌شده را برای خرید یا ادغام با یک شرکت هدف به‌کار گیرند. در صورت عدم موفقیت در انجام این خرید یا ادغام، SPAC منحل می‌شود و وجوه جمع‌آوری‌شده به سرمایه‌گذاران بازگردانده می‌شود (Ritter, 2021).

فرآیند ادغام یا اکتساب در SPAC منوط به تأیید درصد مشخصی از سهامداران است. در صورت عدم تأیید معامله، سرمایه‌گذاری‌های عمومی از محل حساب امانی به سرمایه‌گذاران بازگردانده می‌شود. با این حال، هزینه‌هایی که حامیان مالی SPAC در مراحل اولیه تأسیس و پیگیری معامله متحمل شده‌اند، به آن‌ها بازگردانده نمی‌شود؛ از این رو، ریسک عدم موفقیت ادغام عمدتاً متوجه این گروه خواهد بود (Rodrigues & Stegemoller, 2022).

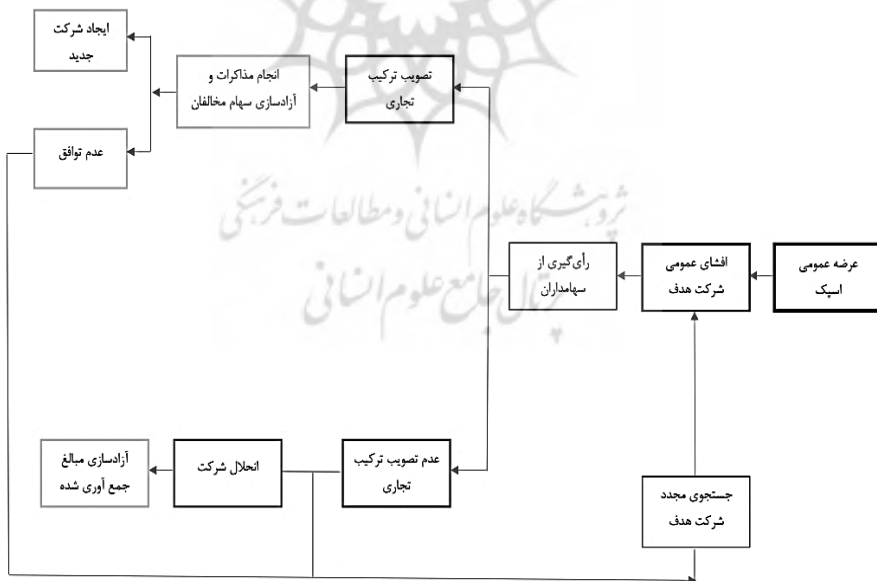
پژوهش‌ها نشان می‌دهد ساختار SPAC و تخصص حامیان مالی آن، موجب می‌شود شرکت‌ها در مراحل ابتدایی‌تر چرخه عمر خود، امکان ورود به بازار سرمایه را داشته باشند (Vinayagamoorthy & Wentzel, 2021). بسیاری از SPACها به‌طور خاص به دنبال شرکت‌های فناوری‌محور و دانش‌بنیان هستند که از ظرفیت رشد بالایی برخوردارند، اما ممکن است شرایط لازم برای عرضه اولیه سنتی را نداشته باشند. در بورس‌هایی مانند بورس نیویورک و نزدک، SPACها به‌عنوان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار اصلی معامله می‌شوند و دارای نماد معاملاتی مستقل هستند؛ از این رو، سرمایه‌گذاران می‌توانند همانند سایر سهام، سهام SPAC را خرید و فروش کنند.

۲-۱. مراحل تشکیل و فرآیند ادغام SPAC

SPACها در سه مرحله اصلی شکل می‌گیرند: پیش از عرضه عمومی اولیه، عرضه عمومی اولیه و ادغام تجاری (De-SPAC) (De-SPAC). در مرحله نخست، حامیان SPAC با خرید سهام مؤسس به قیمت اسمی و ثبت شرکت نزد سازمان بورس، فرآیند تأسیس را آغاز می‌کنند. در این مرحله، بیانیه ثبت شامل جزئیاتی از جمله الزامات مالی، ساختار اوراق بهادار، تضاد منافع و حساب امانی وجوه است. پس از تأیید سازمان

بورس و تکمیل تأمین مالی اولیه توسط حامیان، SPAC برای عرضه عمومی اولیه آماده می‌شود. در مرحله دوم، SPAC با کمک پذیرهنویسان در بازار عرضه می‌شود و واحدهایی شامل سهام و وارانته به فروش می‌رسد؛ منابع حاصل از این عرضه در حساب امانی نگهداری و در ابزارهای مالی کم‌ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود.

در مرحله نهایی، حامیان SPAC اقدام به شناسایی شرکت خصوصی هدف برای ادغام می‌کنند. در صورت دستیابی به توافق با شرکت هدف و اخذ تأییدهای لازم از نهادهای نظارتی، فرآیند ادغام نهایی می‌شود و SPAC با شرکت خصوصی هدف ترکیب می‌گردد. در این مرحله، سهامداران SPAC اختیار دارند سهام خود را حفظ کرده و در ساختار جدید باقی بمانند یا درخواست بازخرید سهام خود را با قیمت مشخص ارائه دهند. با تکمیل ادغام، شرکت خصوصی به یک شرکت سهامی عام تبدیل می‌شود و موجودیت حقوقی SPAC خاتمه می‌یابد (Newman & Trautman, 2022). شکل (۱) روند کامل عملیات یک SPAC را به صورت مرحله‌به‌مرحله ترسیم می‌کند. در ادامه، این مراحل تحلیل و بررسی می‌شوند.



نمودار (۱): ساختار عملیاتی SPAC

منبع: (یافته‌های تحقیق)

الف) عرضه عمومی: فرآیند با عرضه عمومی اولیه (IPO) آغاز می‌شود؛ در این مرحله، SPAC سرمایه‌ای را از سرمایه‌گذاران جذب می‌کند. در همین مرحله، SPAC به‌عنوان یک شرکت سهامی عام ثبت شده و سهام آن در بورس معامله می‌شود. وجوه گردآوری‌شده معمولاً در یک حساب امانی نگهداری می‌شود تا زمانی که شرکت هدف شناسایی گردد.

ب) جستجوی شرکت هدف: پس از جذب سرمایه از طریق عرضه عمومی اولیه، تیم مدیریتی SPAC به جست‌وجوی یک شرکت هدف مناسب می‌پردازد. شرکت هدف باید از ظرفیت رشد بالایی برخوردار بوده و از نظر راهبردی با اهداف SPAC همخوانی داشته باشد.

ج) رأی‌گیری از سهامداران: هنگامی که شرکت هدف شناسایی شد، پیشنهاد ادغام به سهامداران SPAC ارائه می‌شود. در این مرحله، سهامداران باید درباره ادغام پیشنهادی رأی دهند. این مرحله برای تأیید نهایی ادغام حیاتی است؛ زیرا در صورت عدم تصویب، SPAC ناگزیر است به دنبال گزینه‌های جایگزین باشد.

د) تصویب و ترکیب تجاری: در صورت تصویب ادغام از سوی سهامداران، SPAC با شرکت هدف ادغام می‌شود و سهامداران SPAC به سهامداران شرکت جدید تبدیل می‌گردند. این ترکیب تجاری (De-SPAC) منجر به تشکیل یک شرکت جدید می‌شود که سهام آن در بورس معامله خواهد شد.

ه) عدم تصویب و اقدامات بعدی: در صورتی که سهامداران با ادغام مخالفت کنند، SPAC دو گزینه در پیش دارد:

- ۱) جست‌وجوی مجدد شرکت هدف: SPAC می‌تواند جست‌وجوی خود را برای یافتن یک شرکت هدف جدید از سر گیرد و فرآیند ادغام را مجدداً آغاز کند.
- ۲) انحلال شرکت: چنانچه پس از چندین تلاش، ادغام موفقیت‌آمیز نباشد، SPAC منحل شده و وجوه گردآوری‌شده به سهامداران بازگردانده می‌شود.

ی) ایجاد شرکت جدید یا انحلال شرکت: در صورت موفقیت فرآیند ادغام، یک شرکت جدید ایجاد می‌شود که حاصل ترکیب SPAC و شرکت هدف است. اما اگر

SPAC نتواند شرکت هدف مناسبی شناسایی کند یا ادغام نهایی انجام نشود، شرکت منحل شده و سرمایه گردآوری شده به سهامداران بازگردانده می‌شود.

در فرآیند ادغام SPAC، سهامداران آن پس از انتخاب و ادغام موفق با شرکت هدف، معمولاً به سهامداران آن شرکت تبدیل می‌شوند. بدین ترتیب، سهامی که پیش‌تر متعلق به SPAC بود، به سهام شرکت هدف تبدیل شده و سهامداران از منافع آتی شرکت جدید بهره‌مند می‌شوند (Gahng & Jackson, 2022). پس از ادغام موفق، سهام SPAC به سهام شرکت هدف تبدیل و با نماد معاملاتی جدید در بورس دادوستد می‌شود.

در فرآیند ادغام شرکت‌های باهدف خاص، سرمایه‌گذاران پیش از نهایی شدن ادغام از حق بازخرید سهام برخوردارند (Shatalov, 2021). برای مثال، بر اساس مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده، سهامداران می‌توانند سهام خود را بازخرید کرده و وجوه متناظر با آن را از حساب امانی دریافت کنند. این سازوکار با هدف کاهش ریسک و حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران پیش‌بینی شده است.

چنانچه SPAC در بازه زمانی تعیین شده (معمولاً بین ۱۸ تا ۲۴ ماه) موفق به ادغام با شرکت هدف نشود، منحل شده و سرمایه گردآوری شده به همراه سود احتمالی از حساب‌های امانی به سهامداران بازگردانده می‌شود (Klausner, 2022).

بازار ثانویه SPACها پس از عرضه عمومی اولیه فعال می‌شود. در این بازار، سهام عادی، واحدها و وارانته‌ها مورد معامله قرار می‌گیرند. هر واحد اولیه معمولاً شامل یک سهم عادی و یک وارانته است که پس از مدت کوتاهی از یکدیگر تفکیک شده و به صورت مستقل دادوستد می‌شوند. قیمت سهام و وارانته‌ها در این بازار تحت تأثیر اخبار مربوط به شناسایی شرکت هدف و احتمال موفقیت فرآیند ادغام قرار دارد.

۳-۱. چالش‌ها، مزایا و مقایسه با سایر نهادهای مالی

شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی دو نهاد مالی با رویکردهایی متفاوت‌اند. SPAC یک شرکت عمومی است که با گردآوری سرمایه از طریق بورس، در بازه زمانی معین به دنبال ادغام با یک شرکت خصوصی

می‌رود. در مقابل، صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی با جذب سرمایه از سرمایه‌گذاران، در شرکت‌های خصوصی سرمایه‌گذاری کرده و با هدف بهبود عملکرد و فروش سودآور سهام، رویکردی بلندمدت دارد (Gryglewicz, Hartman-Glaser & Mayer, 2021).

شرکت‌های باهدف تملک در مقایسه با عرضه اولیه عمومی سستی، از مزایای متعددی برخوردارند. نخست آن‌که فرآیند عرضه عمومی از طریق SPACها سریع‌تر و کم‌هزینه‌تر است؛ به‌گونه‌ای که در کشورهایی مانند ایالات متحده می‌تواند تنها در حدود دو ماه انجام شود. این ویژگی به شرکت‌های هدف امکان رشد سریع‌تر را می‌دهد (Rodrigues & Stegemoller, 2022).

علاوه بر این، شرکت‌های SPAC از برخی مزایای مالیاتی نیز بهره‌مند هستند؛ از جمله می‌توان به ساختار بندی معاملات به صورت ادغام‌های معاف از مالیات اشاره کرد. در این حالت، ادغام با شرکت هدف مشمول مالیات نمی‌شود یا پرداخت آن به زمان دیگری موکول می‌گردد.

از سوی دیگر، ساختار کارمزد یا تخفیف پذیره‌نویسی در SPAC به‌گونه‌ای طراحی شده است که بخش عمده‌ای از آن تنها پس از نهایی شدن ادغام به متعهد پذیره‌نویسی پرداخت می‌شود. این ویژگی برخلاف عرضه‌های اولیه سستی است که در آن‌ها کارمزدها بلافاصله پس از عرضه پرداخت می‌شوند (Blomkvist & Vulcanovic, 2020). این تمایز موجب می‌شود منافع پذیره‌نویس با موفقیت‌آمیز بودن ادغام نهایی هم‌سو گردد.

با وجود فقدان تصریح قانونی، ساختار و رویه حاکم بر SPACها به‌گونه‌ای است که امکان ورود شرکت‌های فاقد درآمد - مانند شرکت‌های نوپا و دانش‌بنیان - به بازار سرمایه را بدون طی مراحل پیچیده عرضه اولیه عمومی فراهم می‌کند و در عمل، به‌عنوان مسیر تسهیل‌گر ورود این شرکت‌ها به بازار سرمایه عمل می‌نماید.

در نهایت، شواهد اولیه نشان می‌دهد SPACها می‌توانند به‌عنوان ابزارهای مالی رقابتی، جایگزین عرضه‌های اولیه سستی شده و تحولی اساسی در فرآیند جذب سرمایه برای شرکت‌ها ایجاد کنند (Chong et al., 2021). همچنین، این ساختار امکان فروش

سهام شرکت هدف به سهامداران را بدون عرضه مستقیم در بازار فراهم می‌سازد (Schumacher, 2019).

شرکت‌های SPAC به دلیل نداشتن عملیات مشخص و شرکت هدف در زمان عرضه اولیه، و این‌که سرمایه‌گذاران صرفاً بر اساس تعهد کلی به ادغام آتی سرمایه‌گذاری می‌کنند، به «شرکت‌های چک سفید» معروف شده‌اند (Erickson, 2021). فقدان عملیات پیش از عرضه و نامشخص بودن شرکت هدف موجب شده است این شرکت‌ها از بسیاری از الزامات سخت‌گیرانه افشای مالی در عرضه‌های اولیه سنتی - مانند ارائه صورت‌های مالی حسابرسی شده چند سال گذشته، پیش‌بینی‌های مالی جامع، افشای جزئیات عملیاتی شرکت هدف و گزارش‌های تفصیلی ریسک - معاف باشند.

برای جبران این کاهش الزامات و حمایت از سرمایه‌گذاران، کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (SEC) ایجاد حساب امانی و اعطای حق بازخرید سهامداران پیش از نهایی‌شدن ادغام را الزامی کرده است.

در مقابل، شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) با چالش‌هایی نیز روبه‌رو هستند؛ زیرا سرمایه‌گذاران به جای شرکت هدف، در عمل در حامیان مالی آن سرمایه‌گذاری می‌کنند. از این‌رو، کیفیت پایین این حامیان می‌تواند ریسک بالایی ایجاد کند.

همچنین، با نزدیک‌شدن به پایان مهلت قانونی SPAC برای انجام ادغام، ممکن است حامیان به‌منظور جلوگیری از انحلال شرکت، به ادغام با هر شرکت—even نامطلوب—اقدام کنند. این وضعیت با اصول امانت‌داری مالی و منافع سهامداران در تعارض است (Harris, 2022).

از سوی دیگر، امکان بازخرید سهام می‌تواند موجب کمبود منابع مالی در زمان ادغام شود؛ در چنین حالتی، تأمین مالی تکمیلی از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی ضروری خواهد بود.

ارزیابی عملکرد SPAC نیز به دلیل نداشتن سابقه عملیاتی در شرکت هدف، دشوار است و نوسانات قیمتی در این دوره، بستر افزایش سفته‌بازی و ناپایداری بازار را فراهم می‌کند.

یکی دیگر از مشکلات ساختاری SPACها این است که دریافت کارمزد مدیریت منوط به تحقق ادغام است، نه موفقیت آن؛ از این رو، ممکن است مدیریت برای دریافت کارمزد، معامله‌ای را بدون توجه به منافع آتی سهامداران نهایی کند (Dimitrijevic, 2022).

۴-۱. بررسی مبانی فقهی

در فقه اسلام، قراردادهایی که میان افراد عاقل منعقد می‌شود و از سوی شارع مورد نهی عام یا خاص قرار نگرفته‌اند، به صورت قراردادهای امضایی مشروع و لازم‌الوفاء به‌شمار می‌آیند. در این بخش، ضوابط عمومی و اصول کلی‌ای که اسلام برای قراردادها در نظر گرفته و بر آن‌ها حاکم است، مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۴-۱-۱. اصل صحت قراردادها

روش علمی فقها در موضوعات مختلف فقهی بدین‌گونه است که برای کشف حکم هر موضوع، ابتدا اصل عملی آن باب را بررسی و اثبات می‌کنند تا در صورت فقدان دلیل خاص یا تعارض ادله، بتوان به آن اصل اولیه رجوع کرد.

در باب معاملات مالی نیز فقها در گام نخست به تحقیق درباره اصل عملی پرداخته و همگی بر اصل اولیه فساد معاملات اتفاق نظر دارند. به عبارت دیگر، حکم شرعی ظاهری بر فساد ابتدایی معاملات استوار است؛ اما پس از بررسی ادله اجتهادی و بهره‌گیری از دلایل قرآنی و روایی، صحت معاملات را اثبات کرده‌اند.

از این رو، حکم شرعی واقعی در تمام معاملات، مبتنی بر صحت آن‌ها است و این مفهوم، اساس قاعده اصل صحت معاملات را شکل می‌دهد.

۴-۱-۲. اصل لزوم قراردادها

درواقع، اصل اولیه در قراردادها، لزوم است؛ مگر آنکه جواز یک قرارداد با دلیل خاصی اثبات شود. بر این اساس، می‌توان اصل لزوم قراردادها را چنین تعریف کرد: هر عهد و پیمانی که از نظر عرف و عقلا به‌عنوان قرارداد و عقد شناخته شود، از نظر شرع نیز

صحیح و لازم است؛ مگر آنکه دلیل خاص یا عامی برخلاف آن وجود داشته باشد (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱).

۱-۴-۳. ضوابط عمومی قراردادها

ضوابط عمومی قراردادها مجموعه‌ای از قواعد کلی و الزامی هستند که رعایت آن‌ها برای صحت و اعتبار هر قراردادی، صرف‌نظر از موضوع آن، ضروری است. این ضوابط به شرح زیرند:

الف) ممنوعیت اکل مال به باطل: قاعده «اکل مال به باطل» از اصول بنیادین در نظام اقتصادی اسلام است و بر ممنوعیت تصرف ناعادلانه و غیرمشروع در اموال دیگران تأکید دارد. بر اساس این قاعده، انتقال اموال باید تنها از طریق قراردادها و روابط قانونی و مشروع صورت گیرد و هرگونه تملک بدون رضایت و سبب معتبر، مصداق «خوردن مال به باطل» تلقی می‌شود. این قاعده عمومیت دارد و بسیاری از اصول اقتصادی دیگر، از جمله ممنوعیت ربا، در چارچوب آن قابل تبیین‌اند. افزون بر این، تنها معاملاتی صحیح تلقی می‌شوند که مبتنی بر رضایت طرفین، متضمن منفعت عقلایی و دارای هدف مشروع باشند؛ در غیر این صورت، حتی اگر ظاهر آن‌ها درست باشد، باطل و نامعتبر خواهند بود.

ب) ممنوعیت ربا: «ربا» در لغت به معنای زیاده‌خواهی و در اصطلاح فقهی به دو نوع ربای معاملی و ربای قرضی تقسیم می‌شود. ربای معاملی به مبادله دو کالای هم‌جنس با مقدار نابرابر و شرط قبلی اطلاق می‌شود، در حالی که ربای قرضی - که امروزه رایج‌تر است - ناظر به تعهد بازپرداخت مبلغی بیش از اصل قرض است (موسویان و میثمی، ۱۳۹۷، ص. ۵۴). بر پایه نظر بیشتر فقها، حکم حرمت ربا شامل همه معاملات است و اختصاص به بیع ندارد. یکی از مباحث مهم در این زمینه، حیل‌های ربوی است. برخی از این حیل‌ها تفاوتی با ربا ندارند و همچنان نامشروع‌اند، به‌ویژه زمانی که معامله به‌صورت صوری و بدون قصد واقعی انجام شود؛ اما در مواردی که قصد واقعی بر معامله مشروع وجود دارد، مانند فروش نسبه یا اجاره به‌شرط تملیک، چنین معاملاتی از دایره ربا خارج دانسته می‌شوند. از این رو، تمایز میان

حیله‌های مجاز و غیرمجاز، نیازمند تحلیل دقیق فقهی، عرفی و روایی است (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، ص. ۱۹۵).

ج) ممنوعیت ضرر و ضرار: واژه «ضرر» در لغت به معانی مختلفی همچون ضد نفع، نقص در حق، شرایط نامطلوب و کمبود مالی یا جانی به کار می‌رود. از نظر اصطلاحی، قاعده «لاضرر» بیانگر آن است که تنها معاملاتی معتبرند که موجب زیان به فرد یا جامعه نشوند؛ در غیر این صورت، معامله باطل خواهد بود. درباره تفاوت میان «ضرر» و «ضرار»، دیدگاه‌های متعددی مطرح است؛ از جمله اینکه ضرر معمولاً یک‌سویه و ضرار دوسویه است، ضرر ممکن است غیرعمدی باشد اما ضرار جنبه عمدی دارد، و ضرر می‌تواند همراه با نفع باشد، در حالی که ضرار چنین نیست (موسویان و میثمی، ۱۳۹۷، ص. ۵۶). بر پایه قاعده «لاضرر و لا ضرار»، هر چند اصولی مانند «اوفوا بالعقود» بر لزوم وفای به قراردادها تأکید دارند، اما اگر مفاد قرارداد موجب زیان به یکی از طرفین شود، آن قرارداد از منظر شرعی باطل یا موجب ضمان خواهد بود. به همین دلیل، اسلام معاملاتی را که به غبن، تضییع حق شفعه یا آسیب به دیگران و محیط‌زیست منجر شود، نمی‌پذیرد و راهکارهایی مانند خیار غبن، حق شفعه و محدودیت‌هایی بر مالکیت خصوصی را برای جلوگیری از ضرر پیش‌بینی کرده است (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، ص. ۱۲۳).

د) ممنوعیت غرر: واژه «غرر» در لغت به مفاهیمی چون خطر، فریب و خدعه اشاره دارد و معنای اصلی آن را می‌توان «خدعه» دانست. در اصطلاح فقه اسلامی، «معامله غرری» به معاملاتی گفته می‌شود که در آن نوعی فریب یا ابهام مؤثر وجود داشته باشد. فقها این قاعده را در مواردی مانند عدم وجود یا امکان تسلیم مبیع، ابهام در جنس یا مقدار آن و دیگر مصادیق مشابه به کار برده‌اند. دو نکته در تحلیل مفهوم غرر اهمیت دارد: نخست، معیار تشخیص غرر، عرف است نه دقت‌های عقلی؛ و دوم، تفاوت میان غرر و ریسک، به گونه‌ای که تنها ریسک‌هایی که ناشی از جهل به ارکان عقد باشند، مصداق غرر محسوب می‌شوند. بر اساس قاعده نفی غرر، هر معامله‌ای که متضمن خطر قابل توجه ناشی از ابهام در عوضین، اوصاف آن‌ها یا شرایط قرارداد باشد،

از منظر شرعی باطل است؛ زیرا چنین ابهاماتی ممکن است منجر به ضرر شده و از نظر عقلایی نیز غیرقابل قبول باشند (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، ص. ۱۳۴).
ه) ممنوعیت قمار: از نظر لغوی، برخی از لغت‌دانان عرب «قمار» را به معنای مراهنه و گرو گذاشتن دانسته‌اند، در حالی که برخی دیگر آن را به‌عنوان بازی با ابزار خاص قمار مانند نرد، و عده‌ای نیز به معنای خود ابزار قمار تعبیر کرده‌اند. همان‌گونه که در تعریف لغوی قمار اختلاف وجود دارد، در تبیین معنای اصطلاحی آن نیز میان فقها تفاوت‌هایی دیده می‌شود. باین‌حال، حرمت قمار در شریعت اسلام به‌طور کلی پذیرفته شده و مورد تردید نیست؛ هرچند جزئیات و حدود آن محل اختلاف است (موسویان و میثمی، ۱۳۹۷، ص. ۶۱).

۱-۴-۴. مبانی فقهی گواهی‌نامه حق خرید سهام (وارانت)

وارانت^۱ ابزاری مالی است که به دارنده آن حق (نه الزام) خرید یا فروش یک دارایی پایه - معمولاً سهام شرکت صادرکننده - را در قیمتی مشخص (قیمت اعمال) و تا تاریخ معینی اعطا می‌کند. تفاوت اصلی میان وارانت و اختیار معامله در این است که وارانت‌ها توسط شرکت صادر می‌شوند و در صورت اعمال، منجر به صدور سهام جدید می‌گردند، در حالی که اختیار معامله‌ها میان سرمایه‌گذاران معامله می‌شوند و تأثیری بر تعداد سهام موجود ندارند. افزون بر این، وارانت‌ها معمولاً دوره‌های اعتبار طولانی‌تری دارند و در خارج از بورس معامله می‌شوند، در حالی که اختیار معامله‌ها در بورس‌های رسمی و با ویژگی‌های استاندارد خرید و فروش می‌گردند (Investopedia, 2024).

به‌طور کلی، اگر دارایی پایه معامله، سهام یا دارایی‌هایی باشد که خرید و فروش آن‌ها از نظر شرعی مجاز است، وارانت و اختیار معامله نیز از نظر فقهی مجاز خواهند بود (معصومی‌نیا، ۱۳۸۵). این اوراق، که به‌صورت اختیار خرید یا فروش منتشر می‌شوند، قابلیت معامله در بورس و بازارهای خارج از بورس را دارند. معاملات اولیه این ابزار ماهیت «خرید تعهد» داشته و قراردادی مستقل محسوب می‌شوند، در حالی که

معاملات ثانویه ناظر به خرید و فروش «حق» هستند. در زمان اعمال قرارداد، اتاق‌های پایاپای بین‌المللی با روش‌های خاص، طرف مقابل قرارداد را تعیین می‌کنند. برای پیشگیری از معاملات صوری، اختیار انتخاب روش تسویه (نقدی یا فیزیکی) باید در اختیار خریدار باشد، نه ناشر.

۲. پیشینه پژوهش

لو و رن^۲ (۲۰۲۴م) در مقاله‌ای با عنوان «مطالعه تطبیقی نظام‌های مقرراتی SPAC در بریتانیا، سنگاپور و هنگ‌کنگ»، به تحلیل چارچوب‌های مقرراتی حاکم بر SPAC در این سه منطقه پرداختند. در این پژوهش، یک تحلیل مقایسه‌ای از قوانین مربوط به فهرست‌بندی SPAC در بازارهای مالی لندن، سنگاپور و هنگ‌کنگ ارائه شده است.

هوانگ، ریتز و ژانگ^۳ (۲۰۲۳م) در مقاله‌ای با عنوان «عمومی‌شدن از طریق ادغام با عرضه اولیه عمومی SPAC»، به مقایسه عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و شرکت‌های SPAC در زمینه عرضه عمومی شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که شرکت‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، نسبت به SPAC‌ها و عرضه‌های اولیه عمومی سنتی، عملکرد ضعیف‌تری داشته‌اند.

گریگلویچیک و کلب^۴ (۲۰۲۳م) در پژوهشی با عنوان «صندوق خصوصی برای عمومی‌شدن و ظهور شرکت‌های باهدف تملک»، ابتدا به تعریف شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) پرداخته‌اند و سپس سازوکار عرضه عمومی شرکت‌ها از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی را بررسی کرده‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که تأمین مالی از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، حامیان مالی باکیفیت بالا را به‌طور مؤثرتری از حامیان کم‌کیفیت تفکیک می‌کند. همچنین، تأمین مالی از طریق SPAC‌ها، خریدهای مطلوب را از تملک‌های نامطلوب بهتر جدا می‌سازد؛ از این رو، این روش برای شرکت‌هایی که در معرض انتخاب نامطلوب شدید قرار دارند، ترجیح داده می‌شود.

2. Lu & Ren

3. Huang, Ritter & Zhang

4. Gryglewicz & Kolb

کلرمن^۵ (۲۰۲۲م) در پژوهشی با عنوان «ادغام با شرکت‌های باهدف تملک در مقایسه با عرضه اولیه عمومی سنتی»، به بررسی عملکرد شرکت‌هایی پرداخت که در سال ۲۰۲۰ میلادی از طریق ترکیب تجاری با یک SPAC عمومی شدند و آن را با عملکرد شرکت‌هایی که مسیر عرضه اولیه عمومی سنتی را انتخاب کرده بودند، مقایسه کرد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از طریق SPAC وارد بازار عمومی می‌شوند، معمولاً در کوتاه‌مدت و بلندمدت نسبت به شرکت‌هایی که عرضه اولیه عمومی سنتی را برگزیده‌اند، عملکرد ضعیف‌تری دارند.

هالهبوربر^۶ (۲۰۲۲م) در پژوهشی با عنوان «محتوای اقتصادی در مقررات SPAC»، به بررسی ماهیت اقتصادی شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) پرداخته و نشان می‌دهد تصمیم سهامداران برای سرمایه‌گذاری وجوه امانی در شرکت هدف، از منظر اقتصادی معادل خرید سهام آن شرکت با وجه نقد است. این تحلیل درک دقیق‌تری از ساختار SPAC‌ها ارائه می‌کند و کاستی‌های موجود در حمایت از سرمایه‌گذاران در مقایسه با عرضه‌های اولیه عمومی (IPO) را آشکار می‌سازد. یافته‌های این پژوهش، مبنایی حقوقی برای تدوین مقررات جدید از سوی کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (SEC) فراهم می‌کند تا شرایط SPAC‌ها و IPOها از حیث حمایت از سرمایه‌گذاران هم‌تراز گردد.

چاترجی، چیدامباران و گوسوامی^۷ (۲۰۱۶م) در پژوهشی با عنوان «طراحی اوراق بهادار برای یک عرضه اولیه عمومی غیر استاندارد: مورد SPACها»، با ارائه مدلی نظری نشان می‌دهد که ساختار شرکت‌های باهدف تملک (SPAC)، به‌ویژه مؤلفه‌هایی مانند وارانته‌ها و سهام مؤسس، نقش اساسی در کنترل ریسک و کیفیت انتخاب شرکت هدف ایفا می‌کند. بر اساس این مدل، وارانته‌ها به کاهش و محدودسازی ریسک سرمایه‌گذاری کمک می‌کنند و سهام مؤسس، تعهد حامیان را به سطحی از قیمت‌گذاری پایین در عرضه اولیه غیرمتعارف تضمین می‌کند.

5. Kellerman

6. Halbhuber

7. Chatterjee, Chidambaran & Goswami

گلیسون، جین و روزنتال^۸ (۲۰۰۶م) در مقاله‌ای با عنوان «راهکارهای جایگزین برای عمومی شدن»، به بررسی و مقایسه روش‌های جایگزین عرضه عمومی سهام، از جمله تصاحب معکوس^۹ و خودپذیره‌نویسی^{۱۰}، پرداخته‌اند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از سازوکارهای جایگزین برای ورود به بازار سرمایه استفاده می‌کنند، در کوتاه‌مدت عملکرد بهتری نسبت به شرکت‌هایی دارند که از روش سنتی عرضه اولیه عمومی بهره می‌برند.

در ادبیات پژوهشی فارسی، مطالعاتی درباره سازوکارهای عرضه اولیه سهام (خورشید، ۱۴۰۳) و نیز چالش‌های مرتبط با عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران (خدابخشیان، توحیدی و فتاحی، ۱۴۰۳) انجام شده است. همچنین در پژوهش «امکان‌سنجی پیاده‌سازی اوراق بهادار اسلامی قابل‌تبدیل پیش از عرضه اولیه سهام» (توحیدی و حامدی، ۱۴۰۱)، ابعاد مالی، فقهی و حقوقی اوراقی بررسی شده است که شرکت‌ها می‌توانند پیش از عرضه اولیه سهام، از طریق انتشار آن‌ها تأمین مالی کنند و این اوراق قابلیت تبدیل به سهام شرکت را دارند. باین‌حال، تاکنون پژوهشی که به‌طور مشخص به بررسی سازوکار شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) و امکان‌سنجی فقهی آن پردازد، انجام نشده است. از این‌رو، پژوهش حاضر با تمرکز بر این موضوع، درصدد گسترش ادبیات موجود در زمینه امکان‌سنجی سازوکارهای نوین مالی بر پایه مبانی فقهی است.

۳. روش پژوهش

این پژوهش، فرایند جمع‌آوری و تحلیل داده‌ها را به‌صورت نظام‌مند و با هدف امکان‌سنجی فقهی عرضه عمومی سهام شرکت‌های غیربورسی از طریق ابزار شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران دنبال می‌کند. نوع پژوهش، توصیفی - تحلیلی و زمینه‌یاب است و مراحل آن شامل شناسایی مسئله، طراحی روش، گردآوری و تحلیل داده‌ها، و نگارش نهایی مقاله است. با تمرکز

8. Gleason, Jain & Rosenthal

9. Reverse Takeover

10. Selfunderwritten

بر تحلیل کیفی موضوع، این تحقیق در زمره پژوهش‌های کاربردی قرار می‌گیرد و هدف اصلی آن، فراهم‌سازی بستر قانونی و مالی لازم برای بهره‌گیری از SPAC در عرضه عمومی شرکت‌های غیربورسی در ایران است. در ارزیابی فقهی شرکت‌های باهدف تملک و عرضه عمومی شرکت‌های غیربورسی، شاخص‌های فقهی استخراج و بر اساس آن‌ها امکان‌سنجی انجام شده است؛ به‌گونه‌ای که مدل پیشنهادی کاملاً منطبق با اصول و ضوابط شرعی باشد و هیچ‌گونه تعارضی با احکام فقهی و مبانی شریعت نداشته باشد.

در مرحله نخست گردآوری داده‌های پژوهش، اطلاعات با استفاده از روش کتابخانه‌ای و اسنادی از منابعی چون کتاب‌ها، مقالات، مقررات و پایان‌نامه‌ها جمع‌آوری شد. این داده‌ها که عمدتاً ماهیتی کیفی دارند، با رعایت اصول امانت‌داری استخراج شده و در تمامی بخش‌های امکان‌سنجی فقهی، مالی و مقرراتی مورد استفاده قرار گرفتند. روش اسنادی، یکی از شیوه‌های پژوهش است که با گردآوری و تحلیل داده‌ها از منابع مکتوب، دیجیتال و رسمی، فراتر از روش کتابخانه‌ای عمل می‌کند و هر منبع معتبر نوشتاری یا ضبط‌شده را دربرمی‌گیرد (خاکی، ۱۳۸۷). پژوهشگر پس از مطالعه دقیق این منابع، بخش‌های مرتبط و کاربردی‌تر را برگزیده و از آن‌ها برای تبیین اهداف و مقاصد تحقیق بهره گرفته است.

در ادامه، شاخص‌های فقهی از طریق مطالعه کتابخانه‌ای و مصاحبه با استفاده از روش گروه کانونی استخراج شد. گروه کانونی روشی کیفی در مصاحبه است که با ایجاد تعامل میان اعضا، به بررسی عمیق‌تر و کشف ابعاد تازه موضوع کمک می‌کند. این روش، نشست گفت‌وگو و تبادل نظر میان متخصصان است، نه جلسه‌ای برای تصمیم‌گیری یا حل مسئله. بنابراین، در مرحله دوم پژوهش، به منظور اصلاح، تکمیل و ارتقای شاخص‌های فقهی استخراج‌شده برای امکان‌سنجی فقهی، جلسه‌ای تخصصی با حضور کارشناسان حوزه فقهی و مالی اسلامی برگزار شد. مشخصات این نشست و فرایند استخراج شاخص‌های فقهی در جدول‌های (۱) تا (۳) ارائه شده است.

جدول (۱): مشخصات اعضای گروه کانونی

تعداد	مشخصات	
۳	کارشناسی ارشد	مدرک تحصیلی
۲	دانشجو دکتری	
۴	دکتری	
۲	۲۰-۳۰	بازه سنی
۵	۳۰-۴۰	
۲	۴۰ به بالا	
۲	کارشناس	سمت شغلی
۱	کارشناس ارشد	
۴	مدیر یا معاون	
۲	مدیرعامل	

در نهایت، برای ارزیابی شاخص‌های به‌دست‌آمده از گروه کانونی و منابع کتابخانه‌ای و نیز انجام امکان‌سنجی، از پرسش‌نامه به‌عنوان ابزار اصلی گردآوری داده‌ها استفاده شد. این روش میدانی به پژوهشگر امکان داد تا اطلاعات موردنیاز را به‌طور مستقیم و عملی از پاسخ‌دهندگان و خبرگان دریافت کند.

در مرحله سوم، با توجه به ویژگی‌های ارزیابی‌های انجام‌شده، پرسش‌نامه‌ای طراحی شد که پس از مشاوره با خبرگان پژوهشی و روش‌شناسی، و نیز کارشناسان فقهی، اصلاح و بهینه‌سازی گردید. براساس نظر این افراد، تعداد ۱۰ پرسش‌نامه به‌عنوان حجم مناسب نمونه برای انجام امکان‌سنجی از دیدگاه خبرگان در زمینه عرضه عمومی سهام شرکت‌های غیربورسی از طریق ابزار شرکت‌های باهدف تملک در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران تعیین شد. در نهایت، تعداد ۱۳ پرسش‌نامه از متخصصان این حوزه جمع‌آوری گردید. جامعه آماری این تحقیق عمدتاً شامل پژوهشگران فقهی و مالی اسلامی است. مشخصات تحصیلی پاسخ‌دهندگان به پرسش‌نامه در جدول‌های (۴) تا (۶) ارائه شده است.

جدول (۲): مشخصات تکمیل‌کنندگان پرسش‌نامه‌های فقهی

تعداد	مشخصات	
۲	کارشناسی ارشد	مدرک تحصیلی
۵	دانشجو دکتری	
۶	دکتری	
۰	۲۰-۳۰	بازه سنی
۸	۳۰-۴۰	
۵	۴۰ به بالا	
۲	کارشناس	سمت شغلی
۲	کارشناس ارشد	
۵	مدیر یا معاون	
۰	مدیرعامل	
۴	سایر	

در بخش تحلیل داده‌ها، از روش توصیفی - تحلیلی برای بررسی دقیق تطابق یا عدم تطابق عرضه عمومی سهام شرکت‌های غیربورسی از طریق ابزار SPAC با اصول فقه امامیه استفاده شد. ابتدا با تبیین دقیق موضوع، داده‌های پایه‌ای درباره هر یک از جنبه‌های فقهی گردآوری شد؛ سپس با بهره‌گیری از تحلیل‌های توصیفی، ویژگی‌ها و ابعاد مختلف موضوع بررسی گردید تا زمینه برای تحلیل‌های عمیق‌تر فراهم شود. همچنین، برای تحلیل داده‌های پرسش‌نامه امکان‌سنجی فقهی، از آمار توصیفی به‌منظور بررسی و تحلیل فراوانی‌های به‌دست‌آمده و تعیین ویژگی‌های اساسی داده‌ها استفاده شد. این تحلیل به درک کلی از نظرات و پاسخ‌های شرکت‌کنندگان کمک کرد و الگوهای ابتدایی را شناسایی نمود.

۴. یافته‌های پژوهش

در این بخش، الگوی شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) از منظر ضوابط عمومی قراردادهای مورد بررسی و تحلیل قرار می‌گیرد. سپس، ماهیت فقهی روابط حقوقی سرمایه‌گذاران با شرکت SPAC تبیین و تحلیل می‌شود.

۴-۴. تطبیق با ضوابط فقهی

۴-۱-۱. ممنوعیت اکل مال به باطل

در این بخش، ابتدا قلمرو و نتایج قاعده ممنوعیت اکل مال به باطل با سازوکار شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) تطبیق داده می‌شود، سپس انطباق این ابزار با مصادیق اکل مال به باطل مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۱) یکی از مهم‌ترین مصادیق اکل مال به باطل، تصرف ناحق در اموال دیگران بدون رضایت یا مجوز شرعی و قانونی است. در سازوکار شرکت‌های باهدف تملک (SPAC)، وجوه سرمایه‌گذاران پس از عرضه اولیه در حساب امانی نگهداری می‌شود و هیئت مؤسس یا حامی مالی، مطابق مقررات، بدون مجوز حق تصرف در آن را ندارد. همچنین، در صورت عدم تحقق ادغام تا موعد مقرر، سرمایه‌گذاران می‌توانند اصل سرمایه خود را به همراه سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت بازپس گیرند. از منظر فقهی، از آن‌جا که سرمایه‌گذاری در قالب قراردادی مشخص و با رضایت طرفین انجام می‌شود و امکان فسخ و بازگشت سرمایه وجود دارد، تصرف در این وجوه نامشروع یا فاقد جواز شرعی محسوب نمی‌شود؛ بنابراین، با در نظر گرفتن عرف عقلایی، ساختار SPAC مشمول عنوان «اکل مال به باطل» نخواهد بود.

۲) یکی دیگر از نتایج این قاعده آن است که هر معامله‌ای که مبتنی بر رضایت طرفین باشد، صحیح و مجاز است. در موضوع حاضر، سهامداران SPAC و حامی مالی با رضایت کامل نسبت به خرید سهام SPAC اقدام می‌کنند. از سوی دیگر، حامی نیز با مذاکره و توافق با شرکت هدف و سهامداران آن، در چارچوب رضایت دوطرفه

اقدام به خرید سهام یا سرمایه‌گذاری در شرکت هدف می‌کند؛ در این فرآیند، اجبار یا اکراهی وجود ندارد و همه طرفین با اختیار کامل وارد معامله می‌شوند.

شایان ذکر است که وجود سازوکار اخذ تأیید سهامداران SPAC برای انجام ادغام تجاری با شرکت هدف پیشنهادی، اطمینان از تحقق رضایت سهامداران را تضمین می‌کند.

در نتیجه، ساختار SPAC و تمامی اجزای آن از این منظر، مشمول عنوان اکل مال به باطل نیست و از لحاظ فقهی صحیح به شمار می‌آید.

در ادامه، مهم‌ترین مصادیق قاعده اکل مال به باطل در ارتباط با سازوکار شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) ارائه می‌شود:

(۱) **تصرف در اموال از طریق اسباب باطل:** یکی از مصادیق اکل مال به باطل، تصرف در اموال دیگران از راه‌های باطل و نامشروع است؛ راه‌هایی که از منظر عرف نیز باطل شناخته می‌شوند. با توجه به اینکه در سازوکار SPAC، تصرف در اموال دیگران از طریق اسبابی مانند قمار، سرقت، خیانت، رشوه، غصب، یا خیانت در امانت صورت نمی‌گیرد، از این جهت، تصرفات در SPAC مصداق اکل مال به باطل محسوب نمی‌شود.

(۲) **بطلان عوضین در معامله:** یکی دیگر از مصادیق اکل مال به باطل زمانی رخ می‌دهد که هرچند اصل قرارداد فی‌نفسه صحیح باشد، اما یکی از عوضین یا هر دو از دید عرف باطل یا بی‌فایده باشند؛ مانند خرید و فروش اشیایی که منفعت عقلایی ندارند. در ساختار SPAC، عوضین معامله در مرحله عرضه اولیه تعریف می‌شوند؛ به این صورت که سهامداران و حامیان مالی در ازای پرداخت مبلغ معین، سهام شرکت SPAC را دریافت می‌کنند. هدف از این خرید، کسب منافع آتی ناشی از ادغام تجاری است. از آنجا که این معامله دارای منفعت بالقوه و عقلایی است و در برابر پرداخت وجه، معوض معتبری دریافت می‌شود، از منظر فقهی مصداق اکل مال به باطل نخواهد بود.

۳) **بطلان هدف یا قصد متعاملین:** در برخی موارد، اصل معامله و عوضین آن از نظر عرف صحیح است، اما اهداف یا مقاصد طرفین باطل یا نامشروع‌اند؛ مانند خرید اموال با ارزش برای صرف در مقاصد حرام یا بی‌فایده. در خصوص SPAC، چنین موردی مصداق ندارد؛ زیرا هدف از این سازوکار، تملک مشروع شرکت‌های خصوصی و توسعه فعالیت اقتصادی است، نه مقاصد باطل. بنابراین، SPAC نیز از این منظر، خارج از عنوان اکل مال به باطل است.

۴-۱-۲. ممنوعیت غرر

در معاملات غرری، نوعی ریسک ناشی از عدم قطعیت در مفاد قرارداد وجود دارد که معمولاً به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی میان دو طرف، یکی از آن‌ها را در معرض زیان یا خطر بیشتری قرار می‌دهد. به بیان دیگر، غرر در برابر شفافیت در شرایط معامله قرار دارد و از ابهام در موضوع یا مفاد قرارداد ناشی می‌شود (علیزاده اصل و موسویان، ۱۳۹۴).

در سازوکار عرضه عمومی شرکت‌های غیربورسی از طریق شرکت‌های باهدف تملک (SPAC)، در زمان تشکیل SPAC معمولاً شرکت هدف مشخص نیست. این شرکت‌ها از طریق عرضه اولیه عمومی، سرمایه لازم را برای تملک یا ادغام با یک شرکت هدف در آینده جذب می‌کنند. با این حال، در اغلب موارد، SPAC‌ها پیش از عرضه عمومی سهام، صنعت هدف خود را تعیین می‌کنند تا محدوده فعالیت آن‌ها برای سرمایه‌گذاران روشن باشد.

حامی مالی و مدیران SPAC، به عنوان وکلا و امینان سرمایه‌گذاران، موظف‌اند منابع مالی گردآوری شده را مطابق با امیدنامه شرکت و در چارچوب ضوابط قانونی و شرعی به کار گیرند. فرآیند تملک شرکت هدف نیز تنها پس از تأیید نهایی سرمایه‌گذاران یا نمایندگان آن‌ها انجام می‌شود. افزون بر این، امکان اعطای وکالت عام از سوی سهامداران به حامی برای اجرای عملیات تملک وجود دارد.

در صورت عدم تحقق ادغام یا ترکیب تجاری در موعد مقرر، وجوه سرمایه‌گذاران به همراه سود حاصل از سرمایه‌گذاری در حساب امانی و اوراق با درآمد ثابت به آنان

بازگردانده می‌شود. بر این اساس، ساختار SPAC با پیش‌بینی شفاف مفاد قرارداد و وجود حق فسخ و بازگشت وجوه، از منظر فقهی فاقد غرر مؤثر بوده و مشمول ممنوعیت معاملات غرری نخواهد بود.

هرچند در نگاه نخست ممکن است چنین به نظر رسد که برخی از ویژگی‌های شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) تا حدودی با مؤلفه‌های غرر شباهت دارند، اما وجود مجموعه‌ای از سازوکارهای شفاف‌کننده و کاهش ریسک موجب می‌شود زمینه بروز ابهام یا خطر مؤثر از میان برود. از جمله این سازوکارها می‌توان به انعقاد عقد وکالت میان سهامداران و حامی مالی، امکان بازگشت سرمایه سهامداران در صورت عدم تحقق ادغام، حق بازخرید سهام برای مخالفان ادغام، برگزاری رأی‌گیری سهامداران درباره شرکت هدف، و شفافیت مالی SPAC و شرکت هدف اشاره کرد.

بنابراین، با در نظر گرفتن مجموع این تدابیر و از دیدگاه عرفی و فقهی، عقد مربوط به SPAC مشمول عنوان غرر محسوب نمی‌شود؛ زیرا احتمال فریب یا زیان ناشی از ابهام به‌طور مؤثر در این ساختار برطرف شده است.

در ارتباط با عدم اطلاع از ارزش عوضین به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های قاعده نفی غرر، باید توجه داشت که در مرحله عرضه اولیه، سهامداران در ازای پرداخت مبلغی مشخص، اوراق مالی قابل‌تملک شامل سهام و اختیار خرید دریافت می‌کنند. این مبادله با رضایت کامل طرفین و شفافیت در عوضین انجام می‌گیرد و از منظر فقهی، مصداق معامله مجهول یا غرری نیست.

در مرحله ادغام تجاری نیز، اگرچه تعیین دقیق ارزش شرکت هدف ممکن است در ابتدا با درجه‌ای از عدم قطعیت همراه باشد، اما با به‌کارگیری گزارش‌های ارزش‌گذاری مستقل، افشای اطلاعات مالی، ارائه مستندات رسمی و برگزاری رأی‌گیری سهامداران، زمینه ابهام در ارزش شرکت هدف از میان برداشته می‌شود. بدین ترتیب، شبهه جهل به ارزش شرکت هدف در زمان انجام ادغام برای سهامداران SPAC به‌طور مؤثر برطرف می‌گردد.

افزون بر این، از آنجا که سهامداران با انعقاد عقد وکالت عام، حامی SPAC را برای یافتن و مذاکره با شرکت هدف مأذون می‌سازند، ناآگاهی از جزئیات دقیق شرکت

هدف در زمان اعطای وکالت، مانع صحت عقد وکالت نیست؛ زیرا در فقه معاملات، جهل نسبت به جزئیات موضوع وکالت، تا زمانی که نوع و حدود مأموریت مشخص باشد، موجب غرر یا بطلان عقد نمی‌شود.

۴-۱-۳. ممنوعیت ربا

با توجه به اینکه سرمایه‌گذاری در شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) و فرایند تملک شرکت‌های هدف ماهیت قرضی ندارد، در ساختار اصلی این سازوکار، موضوع قرض و به تبع آن ربا مطرح نمی‌شود. با این حال، در صورتی که سهام‌دار پیش از انجام ادغام تجاری اقدام به بازخرید سهام خود کند، افزون بر بازپرداخت اصل سرمایه، سهمی از سود حاصل از سرمایه‌گذاری وجوه در حساب امانی نیز به او بازگردانده می‌شود. در چنین وضعیتی، اگر پرداخت سود یادشده در قالب شرط ضمن عقد قرض انجام گیرد، از منظر فقهی، ربای قرضی تحقق می‌یابد و معامله از این جهت نامشروع خواهد بود. برای رفع این اشکال شرعی، می‌توان وجوه نگهداری شده در حساب امانی را به وکالت از سرمایه‌گذاران در اوراق مالی اسلامی کوتاه‌مدت و بدون ربا سرمایه‌گذاری کرد. این اقدام موجب می‌شود سود حاصل از محل سرمایه‌گذاری مشروع بوده و پرداخت آن به سهامداران فاقد عنوان ربا تلقی گردد.

۴-۱-۴. ممنوعیت ضرر و قاعده اقدام

با آنکه عموماتی مانند «أوفوا بالعقود» بر صحت شرعی همه معاملات عقلایی دلالت دارند، بر اساس قاعده «لاضرر و لا ضرار»، هرگاه اصل معامله یا هر یک از ویژگی‌های آن موجب ضرر برای یکی از طرفین شود، آن معامله از منظر فقهی باطل و موجب ضمان خواهد بود (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱).

در این چارچوب، فعالیت شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) نیز باید از منظر این قاعده مورد ارزیابی قرار گیرد تا هرگونه شبهه ضرر احتمالی برای سهامداران، سرمایه‌گذاران یا حامیان مالی برطرف گردد. بررسی این قاعده، امکان سنجش انطباق ساختار SPAC با اصول عدالت معاوضی و حفظ منافع متعاملین را فراهم می‌سازد.

در فرایند فعالیت شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) ممکن است نگرانی‌هایی مطرح شود مبنی بر اینکه این ابزار مالی در برخی موارد می‌تواند زمینه‌ساز ایجاد ضرر برای سرمایه‌گذاران یا حتی اقتصاد کلان گردد. برای مثال، اگر حامی SPAC به دلیل تعارض منافع یا ارائه اطلاعات ناقص، فرایند ادغام تجاری را به نحوی انجام دهد که منجر به زیان سهامداران شود، چنین اقدامی می‌تواند از منظر فقهی با قاعده «لاضرر» در تعارض باشد.

همچنین، اگر شرکت هدف انتخاب‌شده توسط SPAC نتواند به تعهدات مالی یا عملیاتی خود عمل کند و یا ارزش سهام آن پس از ادغام به شدت کاهش یابد، سهامداران SPAC متحمل ضرر خواهند شد. در چنین مواردی، قاعده «لاضرر و لااضرر» اقتضا می‌کند که یا معامله از اساس باطل تلقی شود، یا با وضع شرایط جبرانی و حمایتی خاص، از تضییع حقوق سهامداران جلوگیری گردد.

با این حال، قاعده «اقدام» نیز در فقه اسلامی مطرح است که بر اساس آن، اگر فردی آگاهانه وارد معامله‌ای شود که احتمال ضرر در آن وجود دارد، دیگران در قبال زیان احتمالی او مسئول نخواهند بود. به عبارت دیگر، این قاعده بیان می‌کند که هرگاه شخصی با علم و آگاهی از ریسک‌ها و پیامدهای احتمالی به سرمایه‌گذاری یا انعقاد قراردادی اقدام کند، پس از وقوع ضرر نمی‌تواند ادعای خسارت نموده و دیگران را مسئول بداند.

در فرایند فعالیت شرکت‌های باهدف تملک (SPAC)، سرمایه‌گذاران با علم به ساختار خاص این ابزار مالی — یعنی سرمایه‌گذاری در شرکتی فاقد فعالیت تجاری مشخص که در آینده با یک شرکت هدف ادغام می‌شود — اقدام به خرید سهام می‌کنند. در این سازوکار، حامی SPAC به‌عنوان وکیل سرمایه‌گذاران مکلف است اطلاعات کافی، شفاف و قابل‌اتکا درباره شرکت هدف ارائه داده و آن‌ها را در خصوص ادغام تجاری آگاه سازد. افزون بر این، سرمایه‌گذاران پیش از نهایی‌شدن ادغام اختیار دارند از معامله خارج شوند و سهام خود را بازخرید نمایند.

بنابراین، قاعده اقدام بر فعالیت SPAC حاکم بوده و شبهه ضرری بودن این سازوکار را برطرف می‌سازد؛ زیرا سرمایه‌گذاران با پذیرش آگاهانه شرایط، ریسک‌ها و ماهیت سرمایه‌گذاری، با قصد عقلایی و اختیار تام وارد این معامله می‌شوند.

۴-۱-۵. ممنوعیت قمار

تعاریف فقهی و لغوی قمار نشان می‌دهد که علی‌رغم تفاوت در تفسیرها، قمار به‌طور کلی به هر نوع بازی یا فعالیتی اطلاق می‌شود که با گروه‌گذاری، شرط‌بندی یا وابستگی نتیجه به بخت و تصادف همراه باشد. بر همین اساس، هر معامله‌ای که یکی از طرفین در آن بدون فعالیت اقتصادی واقعی و صرفاً بر اساس احتمال سود یا زیان مالی طرف مقابل منتفع شود، مصداق قمار تلقی می‌شود.

با این حال، در سازوکار عرضه عمومی شرکت‌های غیربورسی از طریق شرکت‌های باهدف تملک (SPAC)، هیچ‌گونه شرط‌بندی، گروه‌گذاری یا وابستگی به بخت و اتفاق وجود ندارد؛ بلکه سرمایه‌گذاری بر پایه تحلیل، تصمیم عقلایی و رضایت طرفین قرارداد صورت می‌گیرد. بنابراین، از منظر فقه اسلامی، SPAC مصداق قمار نبوده و شبهه حرمت از این جهت متوجه آن نیست.

۴-۲. بررسی فقهی روابط فی‌مابین ارکان

۴-۲-۱. روابط فقهی بین حامی و سرمایه‌گذاران

پیش از تحقق ادغام تجاری، حامی SPAC در دو نقش اصلی عمل می‌کند. در ابتدا، حامی به‌عنوان سهام‌دار SPAC محسوب می‌شود و در نتیجه منافع مالی در موفقیت SPAC دارد. علاوه‌براین، حامی به‌عنوان راهبر و مدیر SPAC نیز فعالیت می‌کند و مسئولیت‌های مدیریتی و نظارتی بر کل فرایند ادغام تجاری را بر عهده دارد.

رابطه میان حامی و سایر سرمایه‌گذاران SPAC پیش از تحقق ادغام، ترکیبی از شراکت و وکالت است. «شراکت» بدین معناست که حامی و دیگر سرمایه‌گذاران در یک پروژه SPAC شریک‌اند و منافع مالی آن‌ها به موفقیت این پروژه وابسته است. «وکالت» نیز بدین معناست که حامی به‌عنوان نماینده سرمایه‌گذاران عمل کرده و از

طرف آن‌ها تصمیم‌های مهمی همچون انتخاب شرکت هدف برای ادغام و مدیریت منابع مالی SPAC را بر عهده دارد.

همچنین پیش از انجام ادغام، منابع مالی حاصل از عرضه عمومی در حسابی امانی نگهداری می‌شوند. این منابع توسط حامی، به‌عنوان وکیل سرمایه‌گذاران، در ابزارهای سرمایه‌گذاری با ریسک پایین به‌کار گرفته می‌شوند؛ از این‌رو، وکالت میان حامی و سرمایه‌گذاران باید عام و شامل اختیارات گسترده‌ای باشد تا حامی بتواند این منابع را به بهترین شکل مدیریت کند. پس از تحقق ادغام تجاری، رابطه میان حامی و سرمایه‌گذاران از حالت وکالت به «شراکت» صرف تغییر می‌یابد؛ زیرا هدف اصلی آنان، یعنی انجام موفقیت‌آمیز ادغام تجاری، محقق شده است. با این حال، در صورتی که مدیریت و راهبری شرکت هدف پس از ادغام ضرورت یابد، حامی ممکن است همچنان به‌عنوان وکیل سرمایه‌گذاران، از طریق تعیین نمایندگان در هیئت‌مدیره شرکت هدف، نقش مدیریتی و نظارتی خود را ادامه دهد.

بنابراین، رابطه میان حامی و سرمایه‌گذاران در SPAC را می‌توان در چارچوب دو عقد «وکالت» و «شرکت» تحلیل کرد. در مرحله پیش از ادغام، تصرف حامی در اموال سرمایه‌گذاران بر پایه اذن آنان بوده و از منظر فقهی در قالب عقد وکالت قابل تبیین است. از سوی دیگر، تعلق منافع و زیان‌ها به همه مشارکان پس از تحقق ادغام، این رابطه را به‌سوی عقد شرکت سوق می‌دهد.

۲-۲-۴. رابطه سهامداران SPAC و شرکت هدف

پس از انجام ادغام، سرمایه‌گذاران SPAC از طریق تبدیل سهام خود به سهام شرکت هدف، به‌صورت رسمی و واقعی در شمار سهامداران آن قرار می‌گیرند. در این حالت، آنان همانند سایر سهامداران، در مالکیت و منافع شرکت سهامی و شریک به‌شمار می‌آیند؛ از این‌رو، شراکت و سهام‌داری سرمایه‌گذاران SPAC نسبت به شرکت هدف تنها پس از نهایی‌شدن فرایند ادغام تحقق می‌یابد و پیش از آن، هیچ‌گونه مالکیت یا شراکت فقهی و حقوقی برای آنان نسبت به شرکت هدف قابل تصور نیست.

۳-۴. امکان‌سنجی فقهی از منظر خبرگان

در این بخش، به امکان‌سنجی فقهی از منظر خبرگان پرداخته شده است. شایان ذکر است که سؤالات و محورهای مطرح‌شده در پیوست آمده‌اند. پرسش‌های پرسش‌نامه ناظر بر ارزیابی امکان‌سنجی فقهی هستند و در صورتی‌که خبره یکی از گزینه‌های «با توضیحات ارائه‌شده موافقم و از نظر فقهی اشکالی ندارد» یا «توضیحات ارائه‌شده صحیح نیست، اما از نظر فقهی اشکالی ندارد» را انتخاب کند، تأیید فقهی شاخص‌های مربوطه احراز می‌شود.

۳-۴-۱. ممنوعیت اکل مال به باطل

جدول (۳): ممنوعیت اکل مال به باطل

شاخص سنجش	با توضیحات ارائه‌شده موافقم و از نظر فقهی اشکالی ندارد.		توضیحات ارائه‌شده قانع‌کننده نیست؛ ولی از نظر فقهی اشکالی ندارد.		توضیحات ارائه‌شده صحیح نیست و از نظر فقهی اشکال دارد.		نظری ندارم.
	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد	
تصرف ناحق در اموال دیگران	۱۲	۹۲.۳۱	۰	۰.۰۰	۰	۰.۰۰	۱
رضایت طرفین	۱۲	۹۲.۳۱	۱	۷.۶۹	۰	۰.۰۰	۰
اسباب باطل و حرام	۱۲	۹۲.۳۱	۱	۷.۶۹	۰	۰.۰۰	۰

منبع: (یافته‌های تحقیق)

بر اساس نتایج جدول (۳) و درصد پاسخ‌های خبرگان به گزینه‌های «با توضیحات ارائه‌شده موافقم و از نظر فقهی اشکالی ندارد» و «توضیحات ارائه‌شده صحیح نیست، ولی از نظر فقهی اشکالی ندارد»، می‌توان نتیجه گرفت که عرضه عمومی شرکت‌های

غیربوری از طریق SPAC از منظر شاخص‌های مربوط به ممنوعیت «اکل مال به باطل» - که از اصول عمومی قراردادهاست - فاقد اشکال فقهی است.

۴-۳-۲. ممنوعیت غرر

جدول (۴): ممنوعیت غرر

نظری ندارم.	توضیحات ارائه شده صحیح نیست و از نظر فقهی اشکال دارد.		توضیحات ارائه شده قانع کننده نیست؛ ولی از نظر فقهی اشکالی ندارد.		با توضیحات ارائه شده موافقم و از نظر فقهی اشکالی ندارد.		شاخص سنجش	
	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد		
۱۵.۳۸	۲	۷.۶۹	۱	۱۵.۳۸	۲	۶۱.۵۴	۸	خطر اطلاع ناکافی از خصوصیات و شرایط معامله
۰.۰۰	۰	۰.۰۰	۰	۰.۰۰	۰	۱۰۰	۱۳	خطر عدم وجود یکی از عوضین
۰.۰۰	۰	۰.۰۰	۰	۰.۰۰	۰	۱۰۰	۱۳	خطر عدم قدرت بر تسلیم عوضین
۱۵.۳۸	۲	۰.۰۰	۰	۰.۰۰	۰	۸۴.۶۲	۱۱	عدم اطلاع کافی از ارزش عوضین

منبع: (یافته‌های تحقیق)

با توجه به جدول (۴) و درصد پاسخ‌های خبرگان به گزینه‌های «با توضیحات ارائه شده موافقم و از نظر فقهی اشکالی ندارد» و «توضیحات ارائه شده صحیح نیست، ولی از نظر فقهی اشکالی ندارد»، می‌توان نتیجه گرفت که عرضه عمومی شرکت‌های

غیربوری از طریق SPAC از منظر شاخص‌های مربوط به ممنوعیت «غرر» - به‌عنوان یکی از ضوابط عمومی قراردادها - فاقد اشکال فقهی است. همچنین، شایان ذکر است که در خصوص مؤلفه «خطر ناشی از اطلاع ناکافی از ویژگی‌ها و شرایط معامله»، حدود ۷۷ درصد از خبرگان (اکثریت خبرگان) بر این باورند که چنین شبهه‌ای در مورد SPACها مطرح نیست.

۴-۳-۳. ممنوعیت ربا

جدول (۵): ممنوعیت ربا

شاخص سنجش	با توضیحات ارائه‌شده موافقم و از نظر فقهی اشکالی ندارد.		توضیحات ارائه‌شده قانع‌کننده نیست؛ ولی از نظر فقهی اشکالی ندارد.		توضیحات ارائه‌شده صحیح نیست و از نظر فقهی اشکال دارد.		نظری ندارم.
	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد	
ممنوعیت ربا	۱۳	۱۰۰	۰	۰.۰۰	۰	۰.۰۰	۰

منبع: (یافته‌های تحقیق)

بر اساس جدول (۵)، تمامی خبرگان بر این باورند که عرضه عمومی شرکت‌های غیربوری از طریق SPAC، مصداق ربا محسوب نمی‌شود.

۴-۳-۴. ممنوعیت ضرر

جدول (۶): ممنوعیت ضرر

شاخص سنجش	با توضیحات ارائه‌شده موافقم و از نظر فقهی اشکالی ندارد.		توضیحات ارائه‌شده قانع‌کننده نیست؛ ولی از نظر فقهی اشکالی ندارد.		توضیحات ارائه‌شده صحیح نیست و از نظر فقهی اشکال دارد.		نظری ندارم.
	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد	
قاعده اقدام و ضرر	۱۲	۹۲.۳۱	۱	۷.۶۹	۰	۰.۰۰	۰

شاخص سنجش	با توضیحات ارائه شده موافقم و از نظر فقهی اشکالی ندارد.		توضیحات ارائه شده قانع کننده نیست؛ ولی از نظر فقهی اشکالی ندارد.		توضیحات ارائه شده صحیح نیست و از نظر فقهی اشکال دارد.		نظری ندارم.
	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد	
ضرر به اقتصاد کشور و جامعه	۱۱	۸۴.۶۲	۰	۰.۰۰	۰	۰.۰۰	۱۵.۳۸
جبران ضرر توسط بانی	۱۳	۱۰۰	۰	۰.۰۰	۰	۰.۰۰	۰.۰۰

منبع: (یافته‌های تحقیق)

با توجه به جدول (۶) و درصد پاسخ‌های خبرگان به گزینه‌های «با توضیحات ارائه شده موافقم و از نظر فقهی اشکالی ندارد» و «توضیحات ارائه شده صحیح نیست، ولی از نظر فقهی اشکالی ندارد»، می‌توان نتیجه گرفت که عرضه عمومی شرکت‌های غیربورسی از طریق SPAC، از منظر معیارهای مربوط به ممنوعیت «ضرر» - به‌عنوان یکی از اصول عمومی قراردادها - فاقد اشکال فقهی است.

۴-۵. ممنوعیت قمار

جدول (۷): ممنوعیت قمار

شاخص سنجش	با توضیحات ارائه شده موافقم و از نظر فقهی اشکالی ندارد.		توضیحات ارائه شده قانع کننده نیست؛ ولی از نظر فقهی اشکالی ندارد.		توضیحات ارائه شده صحیح نیست و از نظر فقهی اشکال دارد.		نظری ندارم.
	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد	
ممنوعیت قمار	۱۲	۹۲.۳۱	۱	۷.۶۹	۰	۰.۰۰	۰.۰۰

منبع: (یافته‌های تحقیق)

بر اساس جدول (۷) و درصد پاسخ‌های خبرگان به گزینه‌های «با توضیحات ارائه‌شده موافقم و از نظر فقهی اشکالی ندارد» و «توضیحات ارائه‌شده صحیح نیست، ولی از نظر فقهی اشکالی ندارد»، می‌توان نتیجه گرفت که عرضه عمومی شرکت‌های غیربورسی از طریق SPAC، از منظر شاخص‌های مرتبط با ممنوعیت «قمار» - به‌عنوان یکی از اصول عمومی قراردادها - فاقد اشکال فقهی است.

۴-۳-۶. رابطه فقهی ارکان

جدول (۸): رابطه فقهی ارکان

نظری ندارم.	توضیحات ارائه‌شده صحیح نیست و از نظر فقهی اشکال دارد.		توضیحات ارائه‌شده قانع‌کننده نیست؛ ولی از نظر فقهی اشکالی ندارد.		با توضیحات ارائه‌شده موافقم و از نظر فقهی اشکالی ندارد.		شاخص سنجش	
	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد		
۷.۶۹	۱	۰.۰۰	۰	۷.۶۹	۱	۸۴.۶۲	۱۱	رابطه بین بانی و سرمایه‌گذاران (پیش از تحقق ادغام تجاری)
۷.۶۹	1	۰.۰۰	۰	۰.۰۰	۰	۹۲.۳۱	۱۲	رابطه بین بانی و سرمایه‌گذاران (پس از تحقق ادغام تجاری)

منبع: (یافته‌های تحقیق)

با توجه به جدول (۱۲)، اکثر قریب به اتفاق خبرگان (حدود ۹۲ درصد) بر این باورند که رابطه فقهی میان بانی و سرمایه‌گذاران بر پایه عقد «وکالت» است.

۴-۴. جمع‌بندی امکان‌سنجی فقهی از منظر خبرگان

پس از تکمیل پرسش‌نامه فقهی توسط خبرگان مالی اسلامی و تحلیل پاسخ‌های آنان، نتایج به‌صورت خلاصه در جدول (۱۳) ارائه شده است.

جدول (۹): امکان‌سنجی فقهی از منظر خبرگان

ردیف	دسته‌بندی	شاخص موردنظر	نتیجه پرسش‌نامه
۱	ضوابط عمومی قراردادها	ممنوعیت اکل مال به باطل	تأیید حداکثری خبرگان
۲		ممنوعیت غرر	تأیید حداکثری خبرگان
۳		ممنوعیت ربا	تأیید همه خبرگان
۴		ممنوعیت قمار	تأیید همه خبرگان
۵		ممنوعیت ضرر	تأیید حداکثری خبرگان
۶	روابط فقهی ارکان	رابطه بین حامی و سرمایه‌گذاران (پیش از تحقق ادغام تجاری)	تأیید حداکثری خبرگان
۷		رابطه بین حامی و سرمایه‌گذاران (پس از تحقق ادغام تجاری)	تأیید حداکثری خبرگان

منبع: (یافته‌های تحقیق)

با توجه به جدول (۹)، می‌توان نتیجه گرفت که عرضه عمومی شرکت‌های غیربورسی از طریق SPACها در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران، از منظر ضوابط عمومی قراردادها و بر اساس دیدگاه خبرگان، فاقد اشکال فقهی است. همچنین، در خصوص روابط میان حامی و سرمایه‌گذاران، بیشتر خبرگان بر وجود رابطه «وکالت» و «شراکت» میان این دو رکن در مراحل پیش و پس از ادغام تجاری تأکید دارند. در ادامه، به‌منظور جمع‌بندی دیدگاه کلی خبرگان درباره امکان‌پذیری عرضه عمومی شرکت‌های غیربورسی از طریق SPAC در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران بر پایه شاخصه‌های فقهی، خلاصه نظر آنان ارائه شده است.

جدول (۱۰): جمع‌بندی امکان‌سنجی فقهی

درصد	تعداد	شاخص مورد سؤال (براساس شاخصه‌های فقهی)
۶۹.۲۳	۹	بدون تغییر در ساختار SPAC امکان عرضه عمومی شرکت‌های غیر بورسی از طریق SPAC وجود دارد.

درصد	تعداد	شاخص مورد سؤال (براساس شاخصه‌های فقهی)
۲۳.۰۸	۴	با تغییر جزئی در ساختار SPAC امکان عرضه عمومی شرکت‌های غیر بورسی از طریق SPAC وجود دارد.
۰.۰۰	۰	با تغییر کلی در ساختار SPAC امکان عرضه عمومی شرکت‌های غیر بورسی از طریق SPAC وجود دارد.
۰.۰۰	۰	در هیچ حالتی امکان عرضه عمومی شرکت‌های غیر بورسی از طریق SPAC ندارد.

منبع: (یافته‌های تحقیق)

نتیجه‌گیری

بر اساس بررسی‌های انجام‌شده در این پژوهش، شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) به‌عنوان ابزاری نوین و کارآمد برای عرضه عمومی شرکت‌های غیربورسی، از منظر فقهی با اصول و ضوابط شرعی مبتنی بر فقه امامیه انطباق دارند. تحلیل دقیق ضوابط عمومی قراردادها - شامل ممنوعیت اکل مال به باطل، ربا، قمار، ضرر و غرر - نشان داد که ساختار و سازوکار عملیاتی SPACها با این اصول هم‌خوانی دارد.

شبهه «غرر» که به دلیل عدم تعیین شرکت هدف در مرحله اولیه تشکیل SPAC ممکن است مطرح شود، از طریق سازوکارهایی همچون امکان بازگشت سرمایه در صورت عدم موفقیت ادغام، حق بازخرید سهام برای مخالفان ادغام تجاری، رأی‌گیری سهامداران درباره انجام ادغام تجاری و شفافیت مالی SPAC و شرکت هدف، مرتفع می‌گردد. شبهه ربای ناشی از سود سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت در حساب امانی نیز در صورت سرمایه‌گذاری این وجوه در اوراق مالی اسلامی با سررسید کوتاه‌مدت برطرف می‌شود.

همچنین، رابطه حقوقی میان حامی و سرمایه‌گذاران که بر پایه ترکیب «شراکت» و «وکالت» تعریف شده است، با مبانی فقهی سازگار بوده و مورد تأیید اکثریت قریب به اتفاق خبرگان قرار گرفته است. نتایج پرسش‌نامه‌های تخصصی نیز نشان می‌دهد که ۶۹/۲۳ درصد از خبرگان، امکان پیاده‌سازی SPACها را بدون نیاز به تغییر

ساختاری در بازار سرمایه ایران تأیید کرده‌اند، در حالی که ۲۳/۰۸ درصد از آنان معتقد به ضرورت اعمال تغییرات جزئی در ساختار این ابزار هستند.

از منظر اقتصادی و مالی، شرکت‌های باهدف تملک (SPAC) مزایای قابل توجهی همچون سرعت بیشتر، هزینه کمتر و انعطاف‌پذیری بالاتر در مقایسه با عرضه اولیه عمومی سستی دارند. این ویژگی‌ها، SPACها را به ابزاری کارآمد برای تسهیل ورود شرکت‌های خصوصی - به‌ویژه شرکت‌های نوپا و فاقد درآمد کافی - به بازار سرمایه تبدیل کرده است.

با این حال، چالش‌هایی مانند ریسک انتخاب شرکت هدف نامناسب از سوی حامیان، احتمال بروز تضاد منافع و کمبود منابع مالی در مرحله ادغام، ضرورت تدوین مقررات دقیق و نظارت مستمر را آشکار می‌سازد.

این پژوهش تأکید دارد که با استقرار سازوکارهای نظارتی مناسب و رعایت اصول فقهی، SPACها می‌توانند به‌عنوان ابزاری نوآورانه، نقشی مؤثر در توسعه بازار سرمایه، تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی و تقویت زیرساخت‌های مالی کشور ایفا کنند. در نهایت، پیاده‌سازی SPACها در بازار سرمایه ایران، با توجه به ظرفیت‌های موجود، می‌تواند گامی بلند در جهت نوآوری مالی و تسهیل پذیرش شرکت‌های جدید در بازار سرمایه باشد.

ملاحظات حقوقی
-پیروی از اصول حقوقی تمامی اصول اخلاقی در پژوهش در این مقاله رعایت شده است.
-تعارض منافع بنابر اظهار نویسندگان، این مقاله تعارض منافع ندارد. بنابر اظهار نویسندگان، این مقاله مستخرج از پایان‌نامه کارشناسی ارشد با عنوان «امکان‌سنجی فقهی، مالی و مقرراتی عرضه عمومی سهام از طریق شرکت‌های با هدف تملک» که به راهنمایی دکتر محمد توحیدی در دانشگاه امام صادق علیه‌السلام در سال ۱۴۰۳ دفاع شده است.

کتابنامه

- ۱) توحیدی، محمد؛ و حامدی، میثم (۱۴۰۱). امکان‌سنجی پیاده‌سازی اوراق بهادار اسلامی قابل تبدیل پیش از عرضه اولیه سهام. *اقتصاد اسلامی*، ۲۲(۸۸)، ۶۳-۹۵.

- (۲) خاکی، غلامرضا (۱۳۸۷). روش تحقیق در مدیریت. ایران، تهران: پیام‌نور.
- (۳) خدابخشیان، شهاب؛ توحیدی، محمد؛ امیرشاهی، علی؛ و فتاحی، علیرضا (۱۴۰۳). چالش‌های عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران و ارائه راهکارهای مناسب. *بورس اوراق بهادار*، ۱۶ (ویژه‌نامه اولین همایش ملی بازار سرمایه ۱۴۰۲)، ۲۸۷-۳۱۶.
- (۴) خورشید، سعید (۱۴۰۳). *شناسایی و اولویت‌بندی سازوکارهای عرضه اولیه سهام در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران، ایران.
- (۵) علیزاده اصل، محمد؛ و موسویان، سیدعباس (۱۳۹۴). بررسی ضابطه غرر در معاملات جدید. *تحقیقات مالی اسلامی*، ۱۵ (۱)، ۵-۳۶. DOI: [10.30497/ifr.2015.1791](https://doi.org/10.30497/ifr.2015.1791)
- (۶) معصومی‌نیا، غلامعلی (۱۳۸۵). بررسی فقهی ابزارهای مشتقه. *جستارهای اقتصادی با رویکرد اسلامی*، ۳ (۶)، ۱۵۳-۱۸۸.
- (۷) موسویان، عباس؛ و بهاری‌قراملکی، حسین (۱۳۹۱). *مبانی فقهی بازار پول و سرمایه*. ایران، تهران: دانشگاه امام صادق علیه السلام.
- (۸) موسویان، عباس؛ و میثمی، حسین (۱۳۹۷). بانکداری اسلامی: مبانی نظری - تجارب عملی. ایران، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.

References

- 1) Blomkvist, M., & Vulcanovic, M. (2020). Spac ipo waves. *Economics Letters*, 197, 109645.
- 2) Chatterjee, S., Chidambaran, N. K., & Goswami, G. (2016). Security design for a non-standard IPO: The case of SPACs. *Journal of International Money and Finance*, 69, 151-178.
- 3) Chong, E., Zhong, E., Li, F., Li, Q., Agrawal, S., & Zhang, T. (2021). Comprehensive study of special-purpose acquisition company (SPAC): an investment perspective. Available at SSRN 3862186.
- 4) Cumming, D., Haß, L. H., & Schweizer, D. (2014). The fast track IPO-Success factors for taking firms public with SPACs. *Journal of Banking & Finance*, 47, 198-213.
- 5) Dimic, N., Goodell, J. W., Piljak, V., & Vulcanovic, M. (2023). Acquisition determinants of energy SPACs: Reflecting a closed group?. *Finance Research Letters*, 55, 104001.

- 6) Dimitrijevic, S. (2022). *Alternatives to a traditional IPO option* (Master's thesis, Universidade NOVA de Lisboa (Portugal)).
- 7) Erickson, D. (2021). Why SPACs Are Booming, and Is there the SPAC Bubble? *Review of Business and Economics Studies*, 9, 38–45.
- 8) Feng, F. Z., Nohel, T., Tian, X., Wang, W., & Wu, Y. (2024). The incentives of SPAC sponsors. *PBCSF-NIFR Research Paper Forthcoming*.
- 9) Gahng, M., & Jackson, B. (2022). Selling private equity fees. *Available at SSRN 4171363*.
- 10) Gleason, K. C., Jain, R., & Rosenthal, L. (2006). Alternatives for going public: Evidence from reverse takeovers, self-underwritten IPOs, and traditional IPOs. *Self-Underwritten Ipos, and Traditional Ipos (March 15, 2006)*.
- 11) Gryglewicz, S., Hartman-Glaser, B., & Mayer, S. (2021). PE for the public: The rise of SPACs. *Available at SSRN 3947368*.
- 12) Gryglewicz, S., & Kolb, A. (2025). Strategic pricing in volatile markets. *Operations Research*, 73(1), 444-460.
- 13) Halbhuber, H. (2022). Economic substance in SPAC regulation. *JREG Bulletin*, 40, 44.
- 14) Haniffa, R., Hudaib, M., & Nawaz, T. (2022). The value of social capital for the success of SPAC IPOs. *International Journal of Financial Studies*, 10(2), 31. <https://doi.org/10.3390/ijfs10020031>
- 15) Harris, A. J. (2022). SPAC the deck: Why the control exerted by SPAC sponsors subjects de-SPAC transactions to entire fairness review. *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, 27, 563.
- 16) Huang, R., Ritter, J. R., & Zhang, D. (2023). Ipos and spacs: Recent developments. *Annual Review of Financial Economics*, 15(1), 595-615.
- 17) Investopedia. (2024). Stock warrants vs. stock options: What's the difference? <https://www.investopedia.com/ask/answers/08/stock-option-warrant.asp>
- 18) Kellerman, P. (2022). SPAC merger vs traditional IPO.
- 19) Kiesel, F., Klingelhöfer, N., Schiereck, D., & Vismara, S. (2023). SPAC merger announcement returns and subsequent performance. *European Financial Management*, 29(2), 399-420.
- 20) Klausner, M., Ohlrogge, M., & Halbhuber, H. (2022). Net cash per share: the key to disclosing SPAC dilution. *JREG Bulletin*, 40, 18.
- 21) Klausner, M., Ohlrogge, M., & Ruan, E. (2021). A sober look at SPACs. *Yale Journal on Regulation*, 39, 228.

- 22) Lu, L., & Ren, C. (2024). Innovating corporate share listing frameworks: a comparative study of SPAC regulatory regimes in the United Kingdom, Singapore, and Hong Kong. *Asia Pacific Law Review*, 32(2), 436-458.
- 23) Marx, B., Haji, A. M., Botha, I., Madikizela, B., & Madiba, T. (2021). Special purpose acquisition companies as a vehicle for providing venture capital to small and medium size enterprise. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 14(1), 9.
- 24) Newman, N. F., & Trautman, L. J. (2021). Special purpose acquisition companies (SPACs) and the SEC. *U. Pa. J. Bus. L.*, 24, 639.
- 25) Ritter, J. R. (2021). Initial public offerings: A practical guide to going public. Wiley.
- 26) Rodrigues, U. R., & Stegemoller, M. (2022). Redeeming SPACs. *Florida State University Law Review*, 50, 667.
- 27) Schumacher, B. (2019). A new development in private equity: The rise and progression of special purpose acquisition companies in Europe and Asia. *Nw. J. Int'l L. & Bus.*, 40, 391.
- 28) Shatalov, A. (2021). Current State of Academic Research Regarding Profitability Characteristics of the US SPAC: a systematic literature review using the meta-narrative method.
- 29) Vinayagamoorthy, A., & Wentzel, E. G. (2021). *SPACs and SPAC target firm characteristics: An empirical study using fundamental data* (Master's thesis).