

تحلیل فقهی «بازارگردانی» در بازار سرمایه اسلامی

محمد حکیم • استادیار، گروه فقه و حقوق، دانشکده الهیات، دانشکده‌گان فارابی، دانشگاه تهران، قم، ایران. mohammad.hakim@ut.ac.ir

محمدباقر پناهی • دانشجوی کارشناسی ارشد فقه و میانی حقوق اسلامی، دانشکده الهیات، دانشکده‌گان فارابی، دانشگاه تهران، قم، ایران. mohammad.b.panahi@ut.ac.ir

محمدعلی عالمی • دانشجوی کارشناسی ارشد فقه و میانی حقوق اسلامی، دانشکده الهیات، دانشکده‌گان فارابی، دانشگاه تهران، قم، ایران. m.a.alemi@ut.ac.ir

چکیده

«بازارگردانی» به‌عنوان یکی از نهادهای نوپدید و ابزار کلیدی تنظیم‌گری در بازار سرمایه، نقشی محوری در تأمین نقدشوندگی، کاهش نوسانات قیمتی، انتظام‌بخشی به جریان معاملات و ایجاد تعادل عرضه و تقاضا ایفا می‌کند. اما با وجود توسعه سریع بازارهای سرمایه اسلامی و اهمیت نهاد بازارگردانی در بازارهای متعارف، بررسی بازارگردانی در این بازارها، مطابق با چارچوب حقوقی و مالی اسلام همچنان مغفول مانده است. پژوهش حاضر با روش تحلیلی توصیفی و رویکرد حقوقی اسلامی به تبیین ماهیت قرارداد بازارگردانی، ارزیابی مشروعیت شرعی و استخراج الزامات فقهی آن می‌پردازد. یافته‌ها نشان می‌دهد: قرارداد بازارگردانی به دلیل ویژگی‌های خاص خود، از جمله استمرار فعالیت، ورود سرمایه و پذیرش ریسک، با هیچ‌یک از عقود معین همچون جعاله، وکالت، مضاربه و اجاره عمل انطباق ندارد و باید به‌عنوان عقد نامعین و نوظهور عقلایی تحلیل شود. مشروعیت این قرارداد بر مبنای اطلاق آیات قرآنی «أَوْفُوا بِالْعُقُودِ» و «تِجَارَةٌ عَن تَرَاضٍ»، روایت «الْمُؤْمِنُونَ عِنْدَ شُرُوطِهِمْ»، قاعده سلطنت، سیره عقلا، اصل لزوم و اصل آزادی قراردادها اثبات می‌گردد. البته رعایت اصول بنیادی مالی اسلامی همچون ممنوعیت ربا و نفی غرر، منع قمار و اکل مال به باطل، قاعده لاضرر، تسهیم ریسک و پشتوانه‌دار بودن معاملات، شرط صحت و کارآمدی قرارداد بازارگردانی در نظام مالی اسلامی است. بازارگردانی اسلامی مطلوب، ترکیب خدمت و سرمایه‌گذاری، و پذیرش ریسک با تأکید بر تعهد بازارگردان تعیین شده، نظارت شرعی مستمر، شفافیت اطلاعاتی و پاداش مبتنی بر عملکرد واقعی و ریسک‌پذیری است. نتیجه پژوهش آن است که بازارگردانی، نهادی مشروع و لازم‌الوفا در فقه اسلامی محسوب می‌شود و می‌تواند با رعایت الزامات شرعی و حقوقی، به‌عنوان یکی از ابزارهای نوین تنظیم‌گری در بازار سرمایه اسلامی پذیرفته شود.

واژگان کلیدی: بازارگردانی، بازار سرمایه اسلامی، بورس، تنظیم‌گری مالی.



بازار سرمایه^۱ یکی از ارکان اصلی نظام اقتصادی نوین، بخشی از نظام مالی است که از طریق بورس اوراق بهادار، بورس کالا، بورس انرژی و بورس ارز سازماندهی می‌شود و در رشد پایدار اقتصادی، تخصیص بهینه منابع و تسهیل مبادلات مالی نقش دارد. این بازار با هدایت سرمایه‌های راکد به تولید، تولید و رفاه عمومی را افزایش می‌دهد. همراه با بازار پول، دو رکن اصلی بازار مالی را تشکیل می‌دهد و تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار، پیوند عرضه و تقاضای اوراق، کالا، انرژی و ارز را فراهم می‌کند (موسویان، ۱۳۹۹، ص ۴۷). نهاد بورس، نمود نهادی بازار سرمایه، بر اساس ماهیت دارایی‌های دادوستد، به بورس اوراق بهادار، بورس کالا و بورس ارز تقسیم می‌شود و بورس انرژی نیز به آن افزوده شده است (معصومی‌نیا، ۱۳۸۹، ص ۲۸؛ امین، بصیری و معصومی‌نیا، ۱۴۰۱)

با رشد چشمگیر بازارهای مالی اسلامی در دهه‌های اخیر و افزایش دارایی‌ها به بیش از ۱.۳ تریلیون دلار در سال ۲۰۱۳ (Iqbal & Mirakhor, 2013) و توسعه آن در مراکز مالی جهانی نظیر لندن، نیویورک و هنگ‌کنگ (Rethel, 2010; Iqbal & Mirakhor, 2013)، صنعت مالی اسلامی با چالش مهم شکاف میان نظریه و عمل مواجه است؛ بسیاری از ساختارها صرفاً صورت معاملات شرعی را رعایت می‌کنند و در عمل، مکانیزم‌های مالی متعارف را بازتولید می‌کنند (Rethel, 2010; Collins et al., 2009). در این چارچوب، بازارگردانی به‌عنوان یکی از ارکان کلیدی بازار سرمایه نقش حیاتی دارد؛ بازارگردانان مسئول تضمین نقدشوندگی، تثبیت قیمت‌ها و کاهش نوسانات هستند (امین و دیگران، ۱۴۰۱؛ Barrales, 2012). تجربه بحران‌هایی مانند Flash Crash سال ۲۰۱۰ نشان داد که عملکرد بازارگردانان می‌تواند ثبات بازار را به‌طور جدی تحت تأثیر قرار دهد. در بازارهای اسلامی، اهمیت بازارگردانی دوچندان است؛ چرا که فعالیت‌های آن‌ها باید هم نقدشوندگی و تعادل قیمت‌ها را تضمین کند و هم با موازین شرعی تطبیق داشته باشد. در بورس ایران نیز، با توجه به نوسانات بالا و محدودیت نقدینگی، نقش بازارگردانان در حفظ نقدشوندگی، تثبیت قیمت‌ها و ایجاد تعادل در معاملات برجسته شده است. بنابراین، توسعه چارچوب‌های شرعی و مقررات دقیق برای فعالیت بازارگردانان نقشی کلیدی در کاهش نوسانات، ارتقای اعتماد سرمایه‌گذاران و تضمین عملکرد پایدار بازار دارد.

هدف اصلی پژوهش حاضر پاسخ‌گویی به این پرسش اساسی است که «قرارداد بازارگردانی در بازار سرمایه اسلامی چه ماهیتی از منظر حقوق اسلامی دارد و چگونه می‌توان آن را در چارچوب عقود مشروع تحلیل کرد؟». در این راستا، بررسی مدل‌ها، روش‌ها و سازوکارهای بازارگردانی، تحلیل ماهیت قرارداد بازارگردانی بر مبنای موازین فقهی و ارزیابی مشروعیت فقهی عملیات بازارگردانی با تمرکز بر قواعد فقهی، اهداف اصلی این پژوهش را صورت می‌بخشند.

-پیشینه پژوهش: مطالعات پیشین عمدتاً بر ابعاد فنی و عملیاتی بازارگردانی در بازارهای متعارف متمرکز بوده‌اند (Barrales, 2012؛ فدائی‌نژاد و کامل‌نیا، ۱۳۹۰؛ شهاب‌لوسانی و مرشدبابایی، ۱۳۹۹) یا به‌صورت کلی به مباحث حاکمیت شرکتی و انطباق با شریعت در نهادهای مالی اسلامی پرداخته‌اند (El-Hawary et al., 2004; Grais & Pellegrini, 2006; Wilson, 2012؛ موسویان، ۱۳۹۲؛ حسینی مقدم، ۱۳۹۸)، بدون آنکه نهاد بازارگردانی به‌طور خاص و با رویکرد فقهی - حقوقی مورد بررسی نظام‌مند قرار گیرد. پژوهش‌های معطوف به ماهیت فقهی و حقوقی، مشروعیت و الزامات شرعی بازارگردانی در بازارهای سرمایه اسلامی بسیار محدود بوده و غالباً تنها از یکی از دو منظر فقهی یا

حقوقی به موضوع پرداخته‌اند. در پیشینه حاضر، تمامی مطالعات موجود به‌طور جامع احصا و تحلیل شده‌اند تا جایگاه پژوهش و تمایز آن با دیگر پژوهش‌ها روشن شود. هرچند این پژوهش نخستین مطالعه در این حوزه نیست، اما از حیث جامعیت، انسجام تحلیلی، دقت در حقوق اسلامی و رویکرد تخصصی، نسبت به آثار پیشین به مراتب پیشرفته‌تر بوده و به‌ویژه با توجه به غیرتخصصی بودن تنها اثر فقهی موجود، سهم معناداری در رفع خلأهای فقهی و حقوقی اسلامی ادبیات بازارگردانی ایفا می‌کند.

پژوهش‌های فقهی-حقوقی بازارگردانی:

در حوزه کتاب‌ها، «راهنمای حقوقی بازارگردانی در بورس» (عباسی، تاجیک‌زاده و پاسبان، ۱۴۰۲) بازارگردانی را از حیث حقوقی تحلیل کرده و تعهدات و مسئولیت‌های ناشی از آن را تبیین می‌کند، اما فاقد هرگونه بررسی فقهی، تحلیل مشروعیت و تبیین الزامات شرعی و قواعد فقهی حاکم است. همچنین، «بازارگردانی در معاملات سهام» (رحیمی کلیشادی، ۱۴۰۲) پس از تشریح مفاهیم و سازوکارهای بازارگردانی، به مبانی کلی مشروعیت فقهی اشاره کرده است، اما به بررسی ماهیت فقهی، الزامات شرعی و قواعد فقهی حاکم بر بازارگردانی نپرداخته است.

در میان پایان‌نامه‌ها، پژوهش «طراحی سازوکار بازارگردانی در معاملات سهام بورس اوراق بهادار تهران مبتنی بر فقه امامیه» (رحیمی کلیشادی و حسن‌زاده، ۱۴۰۱) علی‌رغم تصریح به فقه امامیه در عنوان، عمدتاً به تبیین فنی سازوکار بازارگردانی پرداخته و فاقد تحلیل منسجم از ماهیت فقهی و حقوقی، بررسی مستقل اصل مشروعیت و تبیین نظام‌مند الزامات شرعی است. پایان‌نامه «حقوق و تعهدات اطراف قرارداد بازارگردانی» (نظری چالشتری و فیضی چکاب، ۱۳۹۸) با تمرکز بر تحلیل حقوقی و مقایسه بازارگردانی با عناوین مشابه، به بررسی فقهی قرارداد، مشروعیت شرعی و الزامات فقهی بازارگردانی نپرداخته است. در پایان‌نامه «ماهیت حقوقی بازارگردانی و آثار آن در بازار اوراق بهادار» (نوروزی و مبین، ۱۳۹۹)، ماهیت بازارگردانی صرفاً از منظر حقوقی بررسی شده و ذیل تعهدات تنها به‌صورت بسیار مختصر به برخی الزامات شکلی اشاره شده است، در حالی که مشروعیت و الزامات شرعی مبتنی بر قواعد فقهی کاملاً مغفول مانده است. همچنین، پایان‌نامه «تحلیل حقوقی بازارگردانی در بورس اوراق بهادار» (عباسی و نیک‌فرجام، ۱۴۰۰) با رویکردی کاملاً حقوقی و مقایسه‌ای، بدون ورود به ماهیت فقهی، مشروعیت شرعی و الزامات شرعی بازارگردانی تدوین شده است.

در بخش مقالات، مقاله کنفرانسی «بررسی ماهیت حقوقی قرارداد بازارگردانی» (عباسی، تاجیک‌زاده و علیزاده، ۱۳۹۹) در حجمی محدود، صرفاً به مقایسه‌ای اجمالی میان بازارگردانی و برخی عقود حقوقی بسنده کرده و فاقد هرگونه تحلیل از ماهیت فقهی، مشروعیت شرعی و الزامات فقهی بازارگردانی است.

در مجموع، ادبیات موجود یا به تحلیل‌های فنی و حقوقی محدود شده یا در بهترین حالت به اشارات کلی فقهی بسنده کرده است. پژوهش حاضر با اتخاذ رویکردی جامع و نظام‌مند، ماهیت حقوقی اسلامی بازارگردانی، مشروعیت و الزامات شرعی آن را مبتنی بر قواعد فقهی و اصول مالی اسلامی بررسی کرده و سعی در پوشش خلأ بنیادین موجود دارد.

-روش پژوهش: این پژوهش ماهیتی بنیادی با رویکرد توصیفی-تحلیلی است. داده‌ها به‌صورت کتابخانه‌ای و اسنادی جمع‌آوری شده و شامل قوانین و دستورالعمل‌های بازار سرمایه ایران، مبانی مالی اسلامی، اصول حقوق مدنی و منابع فقه امامیه است. در مرحله نخست، ساختار و عملکرد بازارگردانی، تعهدات مستمر بازارگردان، نحوه تأمین

نقدشوندگی، کنترل نوسانات و استانداردهای بین‌المللی تحلیل شده است. سپس ماهیت اقتصادی - حقوقی قرارداد با تمرکز بر استمرار تعهدات، سرمایه‌گذاری و پذیرش ریسک بررسی شده و با عقود معین نظیر جعاله، وکالت، مضاربه و اجاره عمل مقایسه شده است در ادامه، با بهره‌گیری از ادله فقهی، شامل آیات مانند «أوفوا بالعقود» و «تجاره عن تراضٍ»، روایات مانند «المؤمنون عند شروطهم» و قواعد لاضرر و غرر، مشروعیت قرارداد به‌عنوان عقد نامعین اثبات شده و سازوکارهای حقوقی آن با توجه به اصل آزادی قراردادها، قواعد عمومی قراردادها و مقررات بازار سرمایه تحلیل گردیده است. نهایتاً، با تحلیل دقیق، توصیف جامع و استخراج چارچوب بومی بازارگردانی اسلامی در قالبی منسجم، الگوهای عملی محدود که صرفاً مبتنی بر تحلیل متون و سیاست‌گذاری بازارگردانی اسلامی و الزامات لازم شامل ساختار پاداش مبتنی بر ریسک، نظارت شرعی مستمر، شفافیت اطلاعاتی و تدوین استانداردهای فقهی استخراج شده است.

۱. مفاهیم و چارچوب نظری

برای تبیین جایگاه بازارگردانی در بازار سرمایه اسلامی، ابتدا لازم است مفهوم و فرایند بازارگردانی، و بنیان‌های شرعی و قواعد فقهی حاکم بر روابط و قراردادهای مالی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۱.۱. بازارگردانی در بازارهای سرمایه

برای درک کارکرد نهاد «بازارگردانی»، ابتدا لازم است مفهوم و نقش این نهاد عملیاتی در بازارهای سرمایه روشن شود و ویژگی‌های کلیدی آن مورد بررسی قرار گیرد.

۱.۱.۱. تعریف «بازارگردانی»

واژه «بازارگردانی»^۲ در ادبیات اقتصادی بر مدیریت بازار^۳ اطلاق می‌شود. در تعریف حقوقی این پژوهش، بازارگردانی واسطه‌گری در معاملات و خرید دارایی به نام خود و فروش مجدد آن در بازار سرمایه است. این فعالیت مالی کلان با تمرکز بر مدیریت بازار و نقدشوندگی انجام می‌شود؛ بازارگردان^۴ با هدف تعادل عرضه و تقاضا، کاهش فاصله قیمت خرید و فروش و حمایت از سهام یا اوراق خاص، نقدشوندگی را از طریق خرید و فروش مستمر تضمین و مانع نوسانات شدید می‌شود. برخلاف سبذگردان‌ها، بازارگردان‌ها معمولاً با ناشران اوراق یا سازمان بورس قرارداد دارند، نه سرمایه‌گذاران خرد. بر اساس بند «ج» ماده ۱ «دستورالعمل فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» (مصوب ۱۴۰۰)، بازارگردانی دادوستد اوراق با هدف تنظیم عرضه و تقاضا، تحدید دامنه نوسان و افزایش نقدشوندگی است. ماهیت حقوقی قرارداد بازارگردانی نوعی تعهد خرید است؛ بازارگردان متعهد می‌شود در صورت عدم فروش اوراق در بازار ثانویه، آن‌ها را خریداری و به نام خود بفروشد که به‌ویژه در رکود بازار معاملات را روان و نقدشوندگی را حفظ می‌کند.

۲.۱.۱. نقش بازارگردان در کارکرد بازار

² Market Making

³ Market Management

⁴ Market Maker

بازارگردان، یکی از نهادهای عملیاتی کلیدی در بازار سرمایه، متعهد به ارائه مستمر قیمت خرید و فروش اوراق خاص و تضمین نقدشوندگی است. (Barrales, 2012) ویژگی‌های کلیدی او عبارتند از حضور مستمر، مدیریت موجودی، تحمل ریسک نوسانات و کسب سود از اختلاف قیمت. این عملکرد نقش حیاتی در روانی و کارآمدی بازار دارد. بازارگردانان با تأمین نقدشوندگی، کشف قیمت منصفانه، کاهش نوسانات و تثبیت قیمت‌ها و تسهیل تشکیل سرمایه، به کارکرد سالم بازار کمک می‌کنند. (Barrales, 2012) با این حال، این نهاد با چالش‌هایی مانند خطر خروج در شرایط بحرانی، تعارض منافع، نیاز به نظارت و تعادل میان تعهدات و انگیزه‌ها مواجه است. (Barrales, 2012) در بازارهای سرمایه اسلامی، این چالش‌ها اهمیت ویژه‌ای دارند؛ زیرا علاوه بر الزامات مالی و عملیاتی، باید با موازین شرعی نیز سازگار باشند.

۳.۱.۱. دستورالعمل فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران (مصوب ۱۴۰۰):

سازمان بورس و اوراق بهادار تهران دستورالعمل بازارگردانی را نخستین بار در ۸ دی ۱۳۸۸ با ماده ۲۴، تبصره ۵ و ۳ پیوست تصویب و در ۲۴ مهر ۱۴۰۰ با ماده ۳۰ و تبصره جایگزین کرد و چارچوب جدید عملیات بازارگردانی را ارائه داد. دستورالعمل شامل تعاریف پایه، شرایط پذیرش شرکت‌ها، حدود وظایف بازارگردان، مقررات اجرایی و ضوابط تخلفات و ضمانت اجراهاست. بر اساس ماده ۲، صندوق‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی، شرکت‌های تأمین سرمایه و سایر اشخاص دارای مجوز کارگزاری یا معامله‌گری مجاز به عملیات بازارگردانی هستند. وفق ماده ۱۴، بازارگردان موظف به پایش سفارش‌ها، رعایت الزامات قانونی، ارزیابی عملکرد و مدیریت ریسک است و می‌تواند پیشنهاد تغییر دامنه نوسان قیمت ارائه دهد، مشروط بر رعایت حد مجاز و با تأیید نهاد ناظر (ماده ۲۱). ماده ۲۷ ضمانت اجراهای نقض تعهدات، شامل تذکر، تعلیق مجوز، جریمه نقدی، لغو مجوز یا امتیازات مرتبط را پیش‌بینی کرده است. تبصره ۱، مدیرعامل و اعضای هیئت‌مدیره را نیز مسئول دانسته و تبصره ۲، بورس را مجاز به توقف عملیات تا ۵ روز کاری در صورت ظن دستکاری قیمت یا استفاده از اطلاعات نهانی کرده است، با امکان تمدید تنها با موافقت معاونت نظارت و اطلاع‌رسانی فوری.

۴.۱.۱. مدل‌های بازارگردانی

بازارگردانی می‌تواند به سه مدل انجام بشود:

الف. مدل بازارگردانی تعیین‌شده:^۵ یک یا چند نهاد به‌عنوان بازارگردان رسمی اوراق خاص تعیین می‌شوند و برای نقدشوندگی تعهد دارند. مزایا: تعهد و پاسخ‌گویی واضح، ثبات در بحران؛ محدودیت‌ها: احتمال انحصار، هزینه بالاتر ناشران، محدودیت رقابت.

ب. مدل رقابتی:^۶ چند معامله‌گر بدون تعهد رسمی نقدشوندگی ارائه می‌کنند. مزایا: رقابت بیشتر، اسپرد کمتر، انعطاف و کارایی در شرایط عادی؛ محدودیت‌ها: بی‌ثباتی در بحران (مانند Flash Crash)، فقدان تعهد تثبیت بازار، احتمال دستکاری. (Barrales, 2012)

ج. مدل ترکیبی:^۷ ترکیب بازارگردانان تعیین‌شده و معامله‌گران رقابتی. مزایا: توازن ثبات و کارایی، رقابت در شرایط عادی، تعهد در بحران، انعطاف‌پذیری؛ محدودیت‌ها: پیچیدگی تنظیم‌گری و نیاز به هماهنگی دقیق.

۵.۱.۱. روش‌های بازارگردانی

⁵ Designated Market Maker

⁶ Competitive Model

⁷ Hybrid Model

بازارگردانی از روش‌های متعددی انجام می‌شود که مزایا، محدودیت‌ها و کارکردهای متفاوتی دارند و انتخاب آن تابع نقدشوندگی، حجم معاملات و ساختار نماد است:

الف. مبتنی بر حراج ناپیوسته^۸: معاملات دوره‌ای در زمان مشخص انجام و سفارش‌ها در پیش‌گشایش جمع‌آوری می‌شوند. پس از تعیین قیمت تعادلی، معامله انجام می‌شود. مزایا: ارتقای شفافیت، کشف منصفانه قیمت و کاهش نوسانات.

ب. مبتنی بر سفارش پیوسته^۹: بازارگردان در تمام ساعات معاملاتی سفارش‌ها را لحظه‌ای وارد سامانه می‌کند. مزایا: نقدشوندگی بالا، کشف لحظه‌ای قیمت، کنترل نوسانات؛ محدودیت: ریسک بالاتر برای بازارگردان^{۱۰}.

ج. مبتنی بر نقدینگی هدفمند^{۱۱}: بازارگردان منابع را در زمان‌ها یا شرایط خاص به‌کار می‌گیرد. مزایا: انعطاف و استفاده بهینه از منابع؛ محدودیت: وابسته به تشخیص صحیح زمان مداخله^{۱۲}.

۶.۱.۱. الزامات عملیاتی بازارگردان

بر اساس بهترین شیوه‌های بین‌المللی، بازارگردانان مشمول الزامات عملیاتی شامل حداقل حضور در ساعات معاملاتی (تعهد به ارائه قیمت برای درصد مشخصی از زمان)، اسپرِد حداکثر^{۱۳} (محدودیت اختلاف بین قیمت خرید و فروش که شاخص مهم نقدشوندگی است)، حداقل حجم سفارش، نگهداری سرمایه کافی برای مدیریت ریسک، گزارش‌دهی منظم عملکرد، و رعایت محدودیت‌های رفتاری مانند ممنوعیت دستکاری یا رفتار غیرمنصفانه هستند.

۲.۱. الزامات مشروعیت بازارگردانی بر اساس اصول بنیادین مالی اسلامی

اصول بنیادین مالی اسلامی که بر اصول مستنبط از قرآن، سنت و منابع معتبر فقهی استوار است و هدف آن ایجاد چارچوب اقتصادی عادلانه و منطبق با شریعت است (Rethel, 2010; Collins et al., 2009)، به شرح زیر تبیین می‌شوند:

۱.۲.۱. ممنوعیت ربا

ربا در فقه به اخذ زیاده در عقد قرض یا مبادله اشیای ربوی اطلاق شده و شامل ربای قرضی و معاملی است (کرکی، ۱۴۱۴ق، ج ۴، ص ۲۶۵؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۳، ص ۳۳۴؛ شهیدثانی، ۱۴۱۳ق، ج ۳، ص ۳۱۶؛ Jobst, 2007; Collins et al., 2009; Iqbal & Mirakhor, 2013). برخی تعاریف کل معامله‌های متضمن زیاده را ربا می‌دانند (کرکی، ۱۴۱۴ق، ج ۴، ص ۲۶۵؛ شهیدثانی، ۱۴۱۳ق، ج ۳، ص ۳۱۶). در حالی که اقتصاددانان ربا را محدود به قرض می‌کنند (موسویان، ۱۳۷۵، ص ۶۲). حرمت ربا مستند به قرآن، سنت، ضروری دین و اجماع است (بقره: ۲۷۵؛ حرّعاملی، ج ۱۸، ص ۱۱۷؛ علامه حلی، ۱۴۱۴ق، ج ۱۰، ص ۱۳۳؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۳، ص ۳۳۲) و فقه اسلامی هر ربای قرضی و معاملی را در

⁸ Call Auction-Based Market Making

⁹ Continuous Order-Based Market Making

¹⁰ این روش بر اساس ماده ۱۲ دستورالعمل بازارگردانی (مصوب ۱۴۰۰) الزام‌آور است. اکثر قراردادهای بازارگردانی در بورس ایران، از جمله نمادهای بزرگ مانند فملی، شستا و خودرو، بر اساس این مدل تنظیم شده‌اند.

¹¹ Targeted Liquidity Market Making

¹² این مدل در منابع قانونی صریحاً ذکر نشده، اما در صورت ایفای تعهدات منع قانونی ندارد و به‌عنوان روش مشروع مدیریت دارایی قابل استفاده است و می‌تواند مستند به ماده ۱۵ دستورالعمل بازارگردانی باشد که بر تأمین نقدینگی در زمان‌ها یا شرایط خاص بازار تمرکز دارد.

¹³ Maximum Spread

معاملات جدید نیز ممنوع می‌داند (موسویان، ۱۳۹۲). بنابراین درآمد مشروع در مالی اسلامی باید مبتنی بر ریسک و فعالیت واقعی باشد، نه سود ثابت (Jobst, 2007; Collins et al., 2009; Iqbal & Mirakhor, 2013). و بازارگردانی اسلامی باید از سود یا کارمزد تضمین‌شده پرهیز کند. در بازارگردانی شرعی، رابطه خرید و فروش واقعی است؛ بازارگردان مالک اوراق شده و ریسک قیمت را می‌پذیرد، بنابراین ربای قرضی منتفی است (El-Hawary et al., 2004; Barrales, 2012). اوراق بهادار از اموال ربوی همجنس نیستند و سود ناشی از اختلاف قیمت یا نوسان، ربای معاملی محسوب نمی‌شود؛ همچنین سود بازارگردان تضمین‌شده نیست. بنابراین بازارگردانی با رعایت این شرایط با منع فقهی مواجه نخواهد بود (Jobst, 2007; Iqbal & Mirakhor, 2013).

۲.۲.۱. ممنوعیت و نفی غرر

بطلان معاملات غرری بر اساس روایت «نَهَى النَّبِيُّ عَنْ بَيْعِ الْغَرَرِ» مورد اجماع فقهاست (حرّعاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۱۷، ص ۴۴۸؛ کرکی، ۱۴۱۴ق، ج ۴، ص ۱۰۱؛ نراقی، ۱۴۱۷ق، ص ۸۳؛ انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۴، ص ۱۷۵) و در همه عقود جاری است (مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص ۳۱۲-۳۱۳). غرر، به معنای خدعه، خطر یا جهالت و در اصطلاح ابهام شدید و عدم قطعیت مؤثر در معامله است (جوهری، ۱۴۱۰ق، ج ۲، ص ۷۶۸; Jobst, 2007; Collins et al., 2009) که در صورت غیرقابل قبول بودن عرفی، معامله باطل است (مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص ۳۱۱؛ نراقی، ۱۴۱۷ش، ص ۹۵؛ موسویان، ۱۳۹۲). قراردادهای مبتنی بر دارایی‌ها یا شاخص‌های مبهم به دلیل فقدان شفافیت، غرری و فاقد مشروعیت‌اند (Collins et al., 2009). بنابراین بازارگردانی اسلامی باید از ابهام اطلاعاتی و قیمت‌گذاری غیرشفاف پرهیز کند (El-Hawary et al., 2004). شفافیت، افشای قرارداد، نظارت بر قیمت‌گذاری و منع دستکاری، ابزار رفع غرر و تقویت مشروعیت فقهی بازارگردانی‌اند (Grais & Pellegrini, 2006; Barrales, 2012). نوسانات شدید قیمت و صف‌های طولانی نیز مصداق جهالت مفرط و غرر است؛ از این رو، الزام به بازارگردانی از سوی تنظیم‌گران به کاهش غرر و شکل‌گیری قیمت‌های منصفانه و غیرهیجانی کمک می‌کند.

۳.۲.۱. ممنوعیت قمار

حرمت قمار (میسر) در اسلام و سایر شرایع مسلم است (مأئده: ۹۰؛ شهیدثانی، ۱۴۱۳ق، ج ۱۴، ص ۱۷۶؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۲، ص ۱۰۹ و ج ۴۱، ص ۴۵؛ انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۱، ص ۳۷۱). از آنجا که میسر مبتنی بر حدس و گمان فاقد پشتوانه واقعی است (Collins et al., 2009)، تنها معاملاتی مشروع‌اند که بر دارایی واقعی استوار باشند. از این رو، قراردادهای مبتنی بر شاخص‌ها یا دارایی‌های انتزاعی غیرقابل قبض و اقباض، مانند برخی ابزارهای مشتقه، به دلیل شباهت ماهوی به قمار، از منظر فقهی نامشروع تلقی می‌شوند (موسویان، ۱۳۹۲).

۴.۲.۱. نفی ضرر

قاعده «نفی ضرر» مبتنی بر حدیث «لا ضرر و لا ضرار» (حرّعاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۱۸، ص ۳۲) هر معامله‌ای که اصل یا اوصاف آن متضمن ضرر باشد، فاقد مشروعیت می‌داند (حلی، ۱۳۸۷ق، ج ۲، ص ۴۸؛ عراقی، ۱۴۱۸ق، ص ۲۴؛ موسوی بجنوردی، ۱۴۱۹ق، ج ۱، ص ۲۱۳؛ مکارم شیرازی، ۱۳۷۹ق، ج ۱، ص ۲۸). هرچند عموماً چنانچه «أوفوا بالعقود» صحت عقود عقلایی را اقتضا می‌کنند (موسویان، ۱۳۹۲)، قاعده لاضرر هرگونه ایجاد یا زمینه‌سازی زیان را ممنوع می‌سازد (Rethel, 2010; Collins et al., 2009; Iqbal & Mirakhor, 2013). در بازار سرمایه، نوسانات شدید، فقدان نقدشوندگی و اختلالات ساختاری می‌تواند زیان گسترده ایجاد کند؛ همانند Flash Crash آمریکا (Barrales, 2012).

بنابراین، بازارگردانی با هدف کاهش نوسانات مخرب و تثبیت بازار، مصداق اجرای قاعده لاضرر است. مشروط به شفافیت و عدم ایجاد ضرر جدید (Grais & Pellegrini, 2006; Barrales, 2012). همچنین، هرچند قاعده تسلیط حق تصرف مشروع در اموال را تضمین می‌کند (احسائی، ۱۴۰۵، ج ۱، ص ۲۲۲؛ Collins et al., 2009; Rethel, 2010)، این حق در صورت ایجاد ضرر عمومی، اختلال در نظم بازار یا نقض تعهدات محدود می‌شود (Iqbal & Mirakhor, 2013; El-Hawary et al., 2004).

۵.۲.۱. ممنوعیت اکل مال به باطل

اصل قرآنی منع «اکل مال به باطل» (نساء: ۲۹) هرگونه تصرف یا تملک اموال بدون سبب عقلایی و مشروع را باطل می‌داند (طبرسی، ۱۳۷۲، ج ۳، ص ۵۹؛ طباطبایی، ۱۴۱۸، ج ۴، ص ۳۱۷؛ خونی، ۱۳۷۷، ج ۲، ص ۱۲۳؛ موسوی بجنوردی، ۱۴۱۹، ج ۵، ص ۲۱۵؛ حائری، ۱۴۲۳، ج ۱، ص ۲۲۷؛ امام خمینی، ۱۴۲۱، ج ۱، ص ۱۹۹). فقها حرمت تصرف از طریق اسباب باطل را اتفاقی دانسته‌اند، و برخی با توسعه مفهوم «باطل» هرگونه تصرف فاقد مابه‌ازای عقلایی را شامل می‌کنند (امام خمینی، ۱۴۲۱، ج ۱، ص ۱۰۰؛ موسویان، ۱۳۹۲). بدین‌رو، قراردادهای مالی بدون عوض واقعی—مانند معاملات شاخص‌محور، آتی، اختیار معامله، شرکت‌های هرمی و معاملات فارکس شاخص‌محور—مصداق اکل مال به باطل‌اند (موسویان، ۱۳۹۲)، و اصل منع اکل مال به باطل معیار اصلی مشروعیت بازارگردانی است، به‌گونه‌ای که از معاملات صوری، دستکاری قیمت و هر سازوکار غیرشفاف فاقد مابه‌ازای عقلایی باید اجتناب شود.

۶.۲.۱. مسئولیت مدنی بازارگردان در حقوق ایران

مسئولیت مدنی در معنای عام، تکلیف به جبران خسارت مادی و معنوی ناشی از فعل یا ترک فعل بدون مجوز قانونی است خواه عمدی یا غیرعمدی باشد که یا ناشی از عدم اجرای تعهد یا رابطه دینی قانونی شخص مسئول می‌باشد؛ حالت اول مسئولیت قراردادی و حالت دوم مسئولیت مدنی اصطلاحی نامیده می‌شود. (صفایی و رحیمی، ۱۳۹۲، ص ۶۱؛ جعفری لنگرودی، ۱۳۹۲، ص ۶۴۲؛ کاتوزیان، ۱۳۷۳، ص ۶).

الف. مسئولیت قراردادی بازارگردان در برابر ناشر/بورس

مسئولیت قراردادی ناشی از عدم اجرای تعهد است که به اعتبار موضوع، می‌تواند تعهد به وسیله یا تعهد به نتیجه باشد. (کاتوزیان، ۱۳۷۴، ج ۴، ص ۱۵۱) در تعهد به وسیله، متعهد موظف به انجام تلاش معقول و متعارف برای رسیدن به نتیجه است و اثبات عدم دستیابی به نتیجه جهت مسئولیت کافی نیست بلکه متعهدله باید تقصیر وی در انجام تعهد را ثابت کند (نصیری خوزانی و درودیان، ۱۳۸۰، ص ۱۲۶؛ کاتوزیان، ۱۳۷۴، ص ۱۶۹). در تعهد به نتیجه، متعهد موظف به تحویل نتیجه مورد نظر است و اثبات تلاش کافی نیست بلکه تنها در صورت قوه قاهره می‌تواند از مسئولیت معاف بشود. (امامی، ۱۳۶۶، ج ۱، ص ۴۵۹؛ تفرشی و مرتضوی، ۱۳۸۸، ص ۱۳-۱۴)

با توجه به نکات مذکور و مفاد «دستورالعمل فعالیت بازارگردانی» (مصوب ۱۴۰۰)، تعهدات و مسئولیت قراردادی بازارگردان ماهیتی رفتارمحور و مبتنی بر وسیله دارند؛ به این معنا که بازارگردان موظف است پارامترهای عملیاتی تعیین‌شده—از جمله حداقل معاملات روزانه، دامنه مظنه و حداقل سفارش انباشته (مواد ۴، ۱۲ و ۱۵)—را رعایت کند و انجام رفتار متعارف برای ایفای تعهدات کفایت می‌کند، نه تحقق نتیجه‌ای قطعی نظیر حفظ کامل نقدشوندگی یا جلوگیری از نوسانات بازار. مسئولیت قراردادی بازارگردان ناظر بر نقض الزامات مقرراتی و تخلف از تعهدات عملیاتی است (ماده ۲۷)، و صرف بروز اختلال یا قفل معاملاتی ناشی از شرایط بازار از جمله شوک‌های کلان، محدودیت‌های

ساختاری یا تصمیمات نهاد ناظر، دلیلی بر مسئولیت قراردادی بازارگردان محسوب نمی‌شود. بنابراین، بازارگردانی در بورس ایران، تعهدی مبتنی بر تلاش معقول و رعایت قواعد اجرایی است و تضمین تحقق نتایج اقتصادی یا عملکرد بازار، جزء تعهدات قراردادی بازارگردان نیست.

ب. مسئولیت مدنی بازارگردان در برابر سرمایه‌گذاران ثالث

بازارگردان تعهد قراردادی مستقیم در برابر سرمایه‌گذاران ثالث ندارد، اما مسئولیت مدنی او ناشی از رابطه دینی قانونی است و حسب انتساب خسارت به رفتار وی، در قالب دو نهاد اتلاف و تسبیب تحلیل می‌شود. بر اساس قاعده اتلاف، تلف یا ضرر مستقیم به فعل شخص منتسب باشد، ضمان بدون اثبات قصد یا تقصیر تحقق می‌یابد (مراغه‌ای، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص ۴۳۴؛ نجفی، ۱۴۰۴، ج ۲۷، ص ۳۲۲؛ محقق حلی، ۱۴۰۸ق، ج ۴، ص ۱۸۶ و ۲۳۷). در تسبیب، ضرر به واسطه فراهم‌سازی سبب تحقق می‌یابد و مسئولیت مستلزم انتساب عرفی رفتار مسبب و احراز تقصیر در عدم رعایت احتیاطات متعارف است (امامی، ۱۳۶۶، ج ۱، ص ۳۹۳؛ محقق داماد، ۱۳۸۸، ص ۱۱۸ و ۱۲۰؛ کاتوزیان، ۱۳۷۳، ص ۱۳۶؛ محقق حلی، ۱۴۰۸ق، ج ۴، ص ۲۳۷؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۳۷، ص ۴۶ و ۵۳؛ مکارم شیرازی، ۱۴۱۱ق، ج ۲، ص ۲۰۷ و ۲۹۷). بازارگردانی فعالیتی تنظیم‌گری شده، مجوزمحور و مستمر است که بر تکالیف قانونی در قبال بازار و سرمایه‌گذاران استوار است (بند ۲ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار؛ دستورالعمل بازارگردانی مصوب ۱۴۰۰) و رابطه دینی قانونی بازارگردان را شکل می‌دهد. دستورالعمل تکالیف مثبت ایجاد می‌کند: حضور هم‌زمان در خرید و فروش (مواد ۱۲، ۱۳، ۱۸)، حفظ حداقل سفارش و دامنه مظنه (مواد ۴ و ۱۲)، پایش ریسک و عملکرد (ماده ۱۴) و ایفای تعهد حتی با کمبود منابع (ماده ۱۵). افعال مثبت مغایر قانون—نظیر سفارش‌گذاری غیرمتعارف یا نقض دامنه مظنه (مواد ۱۲ و ۲۷، تبصره ۲)—که موجب زیان شود، مسئولیت بازارگردان با مبنای فقهی و حقوقی اتلاف بالمباشره و تسبیب قابل تحلیل است و با یافته‌های مالی نیز همسوست (Collins et al., 2009; Barrales, 2012). ترک فعل‌های ممنوع—مانند عدم ورود سفارش، عدم ترمیم حداقل سفارش یا خروج از نقش تثبیتی (مواد ۱۲، ۱۵، ۱۸، ۲۴، ۲۸)—در صورت ورود ضرر، تنها با احراز تقصیر حرفه‌ای قابل انتساب است و ضمانت اجراهای انتظامی (ماده ۲۷) می‌توانند قرینه تقصیر برای تحلیل تسبیب باشند. پژوهش‌های مالی اسلامی بر ضرورت تعریف دقیق تعهدات و پایش مستمر بازارگردانی برای پیشگیری از زیان‌ها تأکید کرده‌اند (El-Hawary et al., 2004; Grais & Pellegrini, 2006).

۷.۲.۱. واقعی و پشتوانه‌دار بودن معاملات

فعالیت‌های مالی اسلامی باید به دارایی‌های واقعی و ملموس مانند سهام، کالاها یا اوراق دارای پشتوانه واقعی متکی باشند. این ویژگی، تمایز اصلی بازار مالی اسلامی با ساختارهای بدهی‌محور و سفته‌بازانه متعارف است (Jobst, 2007; Collins et al., 2009).

بنابراین اگر بازارگردان صرفاً با ابزارهای بدهی‌محور یا قراردادهای انتزاعی (مانند برخی مشتقات فاقد پشتوانه واقعی) اقدام به ایجاد نقدشوندگی کند، عملاً وارد معاملات صوری یا سفته‌بازانه می‌شود که با اصول مالی اسلامی ناسازگار است.

۸.۲.۱. تسهیم ریسک^{۱۴}

تقسیم منصفانه سود و زیان، از اصول محوری معاملات مشروع، به ویژه در عقود مشارکتی و نامعین است و موجب پیوند واقعی سرمایه با فعالیت اقتصادی می شود (Collins et al., 2009؛ Iqbal & Mirakhor, 2013). سودآوری مشروع مستلزم پذیرش ریسک کنترل پذیر و ارزش آفرین است، نه صرف مخاطره یا قمار و ربا (مصباحی مقدم و صفری، ۱۳۸۸، ص ۱۲۲-۱۲۴؛ صدر، ۱۳۶۰، ج ۲، ص ۲۳۴-۲۳۶؛ امین و دیگران، ۱۴۰۱). بازارگردانی اسلامی نیز باید بر اصل تسهیم ریسک واقعی استوار باشد؛ و درآمدش متناسب با مشارکت و ارزش افزوده اقتصادی باشد، نه صرفاً از اسپرد یا کارمزدهای ثابت.

۳.۱. تبیین اصول بنیادین مالی اسلامی بر بند به بند قرارداد جامع بازارگردانی اسلامی (نسخه پیشنهادی مبتنی بر حقوق اسلامی و مقررات بورس و بازارگردانی)
مقدمه

این قرارداد در راستای اجرای بند (۲) ماده (۷) قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و دستورالعمل فعالیت بازارگردانی مصوب ۱۴۰۰/۰۵/۱۸، و با رعایت اصول مالی اسلامی از جمله تحمل ریسک واقعی، منع سود تضمین شده و منع معاملات صوری، بین اشخاص زیر منعقد می گردد:

ناشر / تأمین کننده دارایی:

بازارگردان: (دارای مجوز معتبر از سازمان بورس)

{تحلیل: مقدمه قرارداد با اصول مالی اسلامی سازگار است، زیرا به صراحت به تحمل ریسک واقعی بازارگردان، منع سود تضمین شده و ممنوعیت معاملات صوری اشاره شده است. هیچ بند تضمین سود ثابت که ربا محسوب شود در مقدمه نیست.}

فصل اول - تعاریف

۱. بازارگردان: شخص حقوقی دارای مجوز عملیات بازارگردانی موضوع ماده (۲) دستورالعمل ۱۴۰۰.

{تحلیل: تعریف دقیق بازارگردان و اشاره به مجوز رسمی، با شفافیت و نفی غرر سازگار است.}

۲. نماد معاملاتی: اوراق بهادار مورد بازارگردانی با نماد «.....».

{تحلیل: شفافیت نماد معاملاتی باعث نفی غرر می شود.}

۳. قیمت مرجع: قیمت پایانی نماد در روز معاملاتی قبل.

{تحلیل: استفاده از قیمت پایانی قبلی باعث مشخص شدن مرجع و کاهش ابهام (غرر) است.}

۴. حداقل سفارش انباشته: حداقل حجم سفارش خرید و فروش که بازارگردان مکلف به نگهداری آن است.

{تحلیل: مشخص شدن حداقل سفارش باعث شفافیت معاملات و نفی غرر می شود.}

۵. دامنه مظنه: حداکثر اختلاف مجاز بین بهترین سفارش خرید و فروش طبق مجوز بورس.

{تحلیل: تعیین حداکثر اسپرد از ایجاد نوسان مصنوعی جلوگیری کرده و با اصل لاضرر همخوانی دارد.}

۶. نقدشوندگی: قابلیت انجام معامله حداقل حجم تعیین شده در دامنه مظنه مجاز طی زمان معاملاتی.

{تحلیل: تعریف نقدشوندگی با توجه به حجم مشخص و دامنه مظنه، شفافیت و امکان تسهیم ریسک واقعی را تضمین می‌کند.}

فصل دوم – موضوع قرارداد

موضوع این قرارداد، انجام عملیات بازارگردانی اسلامی بر روی نماد «.....» با هدف: افزایش نقدشوندگی، تحدید دامنه نوسان قیمت و تسهیل کشف قیمت منصفانه، مطابق مجوز عملیات بازارگردانی صادره از بورس و با رعایت اصول مالی اسلامی می‌باشد.

{تحلیل: این بند کاملاً با اصول مالی اسلامی سازگار است؛ اهداف شفاف هستند و هیچ تضمین سودی داده نمی‌شود که مطابق با ممنوعیت ربا است. هدف کاهش نوسان و افزایش نقدشوندگی، با اصل لاضرر و منع غرر مطابقت دارد.}

فصل سوم – پارامترها و تعهدات عددی بازارگردانی

بازارگردان متعهد می‌گردد در هر روز معاملاتی:

۱. حداقل سفارش خرید و سفارش فروش به صورت هم‌زمان در سامانه معاملات ثبت نماید؛

{تحلیل: الزام به ثبت هم‌زمان سفارش‌ها به شفافیت و نفی غرر کمک می‌کند.}

۲. حداقل حجم هر سفارش برابر ۱,۰۰۰ سهم باشد (یا معادل حداقل سفارش انباشته مصوب بورس، هر کدام بیشتر باشد)؛

{تحلیل: تعیین حجم مشخص، شفافیت و نفی غرر را تضمین می‌کند.}

۳. حداکثر اختلاف بین بهترین قیمت خرید و فروش از ۳٪ قیمت مرجع روز قبل تجاوز ننماید، مگر با مجوز بورس؛

{تحلیل: محدودیت اسپرد از ایجاد نوسان مصنوعی جلوگیری می‌کند و با اصل لاضرر سازگار است.}

۴. حداقل در ۸۰٪ زمان جلسه معاملاتی دارای سفارش فعال خرید و فروش باشد؛

{تحلیل: حضور فعال بازارگردان باعث تحقق نقدشوندگی واقعی و تسهیم ریسک واقعی می‌شود.}

۵. کلیه سفارش‌ها دارای پشتوانه واقعی، قابل تسویه و غیرصوری باشند.

{تحلیل: این بند با منع معاملات صوری و اصل پشتوانه واقعی کاملاً مطابقت دارد.}

تبصره: عدم رعایت هر یک از تعهدات فوق، حسب مورد مصداق عدم ایفای تعهدات بازارگردانی تلقی می‌گردد.

{تحلیل: شفافیت تبصره باعث قابل پیگیری بودن تخلف و جلوگیری از ضرر و غرر است.}

فصل چهارم – الزامات عملیاتی و مالی اسلامی (این فصل در قراردادهای متداول موجود نمی‌باشد و از ابتکارات پژوهش جهت ارائه نمونه مطلوب قرارداد بازارگردانی اسلامی است)

۱. عدم تضمین سود: بازارگردان حق دریافت سود ثابت، حداقل بازده یا هرگونه جبران زیان تضمین شده را ندارد.

۲. منبع درآمد مشروع: درآمد بازارگردان صرفاً از اختلاف واقعی قیمت خرید و فروش تحقق یافته پس از کسر کارمزدهای رسمی بورس حاصل می‌شود.

۳. تحمل ریسک واقعی: بازارگردان در معرض سود و زیان واقعی فعالیت خود بوده و زیان احتمالی قابل انتقال به ناشر یا بورس نیست.

۴. منع معاملات صوری و دستکاری قیمت: هرگونه سفارش غیرواقعی، معاملات صوری یا ایجاد نوسان مصنوعی ممنوع و تخلف شرعی و قانونی محسوب می‌شود.

۵. کنترل اثر قیمتی: تأثیر فعالیت بازارگردان بر قیمت نباید بیش از٪ میانگین نوسانات متعارف بازار باشد؛ در غیر این صورت گزارش اصلاحی الزامی است.

{تحلیل: فصل چهارم خود اصول بنیادین مالی اسلامی است و نیاز به تحلیل و تطبیق ندارد.}

فصل پنجم - مدیریت منابع و الزامات نظارتی

۱. بازارگردان موظف است دارایی و منابع مالی خود را به نحوی مدیریت نماید که همواره قادر به ایفای تعهدات خرید و فروش باشد؛

{تحلیل: مدیریت منابع برای تحقق تعهدات واقعی با تسهیم ریسک واقعی و نفی غرر هماهنگ است.}

۲. اتمام منابع مالی یا دارایی، رافع مسئولیت بازارگردان نخواهد بود؛

{تحلیل: این بند تضمین می‌کند بازارگردان مسئولیت ریسک واقعی خود را بپذیرد و مطابق با لاضرر است.}

۳. کلیه عملیات صرفاً از طریق کد اختصاصی بازارگردانی انجام می‌شود.

{تحلیل: شفافیت در کد معاملاتی از معاملات صوری و غرر جلوگیری می‌کند.}

فصل ششم - گزارش‌دهی و پایش

۱. بازارگردان موظف است روزانه حداکثر تا ساعت گزارش سفارش‌ها، معاملات، اسپرد، حجم باقی‌مانده و عملکرد را ارائه نماید؛

{تحلیل: شفافیت روزانه باعث کاهش غرر و معاملات غیر واقعی است و افزایش شفافیت است.}

۲. گزارش‌های ماهانه شامل تحلیل نقدشوندگی، ریسک و انحراف قیمتی خواهد بود؛

{تحلیل: کنترل ریسک و نقدشوندگی مطابق با تسهیم ریسک واقعی و لاضرر است.}

۳. کلیه گزارش‌ها باید در سامانه رسمی بورس ثبت و قابل رهگیری باشند؛

{تحلیل: مطابق با لاضرر و نفی غرر از طریق شفافیت است.}

۴. سوابق بازارگردانی حداقل به مدت ۵ سال نگهداری می‌شود.

{تحلیل: قابلیت پیگیری طولانی مدت با اصل شفافیت و پیشگیری از غرر و معاملات صوری و نفی ضرر مطابقت دارد.}

فصل هفتم - نحوه محاسبه درآمد

۱. فرمول محاسبه درآمد بازارگردان:

درآمد = معافیت‌های کارمزدی + سود حاصل از اختلاف قیمت خرید و فروش + کارمزدهای رسمی بورس

{تحلیل: درآمد مبتنی بر تفاوت واقعی خرید و فروش و نه سود تضمین‌شده، مبتنی بر ممنوعیت ربا است.}

۲. در صورت تحقق زیان، بازارگردان حق مطالبه هیچ‌گونه جبران یا پرداخت از ناشر یا بورس را ندارد؛

{تحلیل: تسهیم ریسک واقعی و منع ربا رعایت شده است.}

فصل هشتم - مدت، فسخ و خاتمه

۱. فسخ یک‌جانبه بدون دلیل موجه و معرفی بازارگردان جایگزین معتبر نخواهد بود؛

{تحلیل: تضمین اجرای تعهدات واقعی و جلوگیری از غرر و ضرر.}

۲. خاتمه قرارداد منوط به تسویه کامل معاملات و ایفای تعهدات باقیمانده است.

{تحلیل: اصل لاضرر و تسهیم ریسک رعایت شده است.}

فصل نهم - ضمانت اجرا و تخلفات

۱. تخلفات شامل عدم رعایت تعهدات عددی، عدم حضور مؤثر، ایجاد نوسان مصنوعی، معاملات صوری یا نقض اصول مالی اسلامی است؛

{تحلیل: شفافیت در تعریف تخلفات، جلوگیری از غرر و ربا است.}

۲. ضمانت اجراها مطابق ماده (۲۷) دستورالعمل بازارگردانی ۱۴۰۰ شامل تذکر، جریمه، تعلیق یا لغو مجوز خواهد بود؛

{تحلیل: مجازات متناسب با تخلف و اصل تسهیم ریسک واقعی، سازگار است.}

۲. تطبیق قرارداد بازارگردانی با عقود معین فقهی

برای تحلیل فقهی - حقوقی قرارداد بازارگردانی و تعیین ماهیت آن، می توان آن را با برخی از عقود معین در فقه و حقوق اسلامی مقایسه کرد:

۱.۲. جعاله

«جعاله» عقدی - البته جایز - است که طی آن جاعل در برابر انجام عملی معین، بدون آنکه علم به عمل یا عوض شرط باشد، پرداخت اجرت را برای عامل تعهد می کند (Collins et al., 2009; ماده ۵۶۱ قانون مدنی).

قرارداد بازارگردانی از برخی جهات شبیه عقد جعاله است، زیرا ناشر یا بورس در برابر ایفای نقش بازارگردان

در تنظیم بازار و افزایش نقدشوندگی، پاداش یا اجرت پرداخت می کند. با این حال، تفاوت های بنیادی مهمی دارند:

الف. بازارگردان برخلاف عامل در جعاله، فعالیت مستمر و روزانه دارد و اجرت او بر اساس عملکرد پیوسته و

نه تحقق یک نتیجه واحد پرداخت می شود و علاوه بر خدمت، با سرمایه خود وارد معاملات شده و ریسک نوسانات قیمت را می پذیرد؛ که امری فراتر از ساختار سنتی جعاله است.

ب. جعاله عقدی جایز محسوب می شود (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۳۵، ص ۱۹۲)، در حالی که قرارداد بازارگردانی

غالباً لازم و غیرقابل فسخ یک طرفه است. بنابراین، هرچند تطبیق بازارگردانی با جعاله از حیث خدمت محور بودن قابل دفاع باشد، اما به دلیل این تفاوت اساسی، ناقص ارزیابی می شود.

ج. در ماهیت جعاله میان فقها اختلاف نظر وجود دارد: برخی آن را «عقد» دانسته اند (طوسی، ۱۳۸۷ق، ج ۳،

ص ۳۲۳)، برخی «ایقاع» (خویی، ۱۴۱۰ق، ج ۲، ص ۱۱۶)، و گروهی دیگر آن را «نوعی تسبیب عرفی و عقلایی» یا

«متغیر به حسب موارد» تلقی کرده اند که اقرب به صواب هم همین است (شهید ثانی، ۱۴۱۳ق، ج ۱۱، ص ۱۴۹؛ سبزواری،

۱۴۱۳ق، ج ۱۸، ص ۲۰۳). بنابراین جعاله در موارد متغیر و به حسب موارد دارای ماهیات متفاوتی است به این ترتیب،

ماهیت جعاله در عمل متغیر بوده و بسته به شرایط و عرف، ممکن است به صورت عقد، ایقاع یا تسبیب عقلایی تحقق

یابد از طرفی بازارگردانی، در مقابل، دارای ماهیت واحد، معین و مستمر است و در تمامی شرایط و حالات ساختار

قراردادی لازم و تداوم فعالیت را حفظ می کند. بنابراین، هرگونه تلاش برای انطباق بازارگردانی با جعاله با مشکل

بنیادین مواجه است؛ زیرا اگر بازارگردانی واقعاً منطبق با جعاله بود، ماهیت آن نیز باید در شرایط مختلف تغییر می کرد و

متناسب با وضعیت بازار یا شرایط قرارداد، به صورت متغیر تحقق می یافت در حالی که خلاف این مسئله محرز شد.

د. در جعاله، بر خلاف مشهور (شهید ثانی، ۱۴۱۳ق، ج ۱۱، ص ۱۵۲؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۳۵، ص ۱۹۳-۱۹۵)

طبق نظر بعضی از فقها ضرورتی ندارد که میزان کار و جعل به طور کامل معلوم باشد (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۶، ص ۳۵۸-

۳۵۹؛ ج ۳۵، ص ۱۹۲). بنابراین اگر قرارداد بازارگردانی ذیل جعاله تحلیل شود، علم اجمالی-مجهولیت عرفی قابل تسامح مضر به صحت عقد نیست - نسبت به شیوهی انجام عمل و میزان اجرت جهت رفع غرر کافی است (امام خمینی، ۱۳۹۲، ج ۱، ص ۵۸۸).

هـ. از حیث ضمانت نیز، برخی فقها بر اساس آیه ۷۲ سوره یوسف و روایات معتبر، در جعاله ضمانت اجرت پیش از آغاز عمل را پذیرفته‌اند (طوسی، ۱۴۰۷ق، ج ۳، ص ۳۱۶؛ ابن زهره، ۱۴۱۷ق، ج ۱، ص ۲۶۰)، هرچند تحقق عمل را شرط صحت ضمان دانسته‌اند (مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص ۴۶۹؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۶، ص ۱۳۷). در مقابل، برخی دیگر ضمانت را به معنای مصطلح نپذیرفته و آن را صرفاً تعهدی برای پرداخت اجرت در صورت امتناع جاعل تلقی کرده‌اند (خویی، ۱۴۰۹ق، ج ۱، ص ۲۰۰). در صورتی که عامل نسبت به سودآوری یقین داشته باشد، تضمین سود در ابتدای قرارداد نیز اشکالی ندارد (تبریزی، ۱۳۸۵، ج ۲، ص ۲۷۹).

با توجه به ویژگی‌های خاص بازارگردانی مانند استمرار فعالیت، ورود سرمایه و تحمل ریسک و لزوم قرارداد، از ساختار سنتی جعاله متمایز می‌گردد. بنابراین، تطبیق بازارگردانی با جعاله بیشتر تشبیهی ناقص است، نه انطباق کامل. ۲.۲. وکالت

وکالت عقدی جایز است که به موجب آن یکی از طرفین (موکل)، طرف دیگر (وکیل) را با تفویض اختیار برای انجام امری نایب خود می‌نماید (ماده ۶۵۶ قانون مدنی و ر.ک: نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۷، ص ۳۴۷؛ Collins et al., 2009; Abdul-Rahman 2010).

از دیگر سو، حقوقدانان، وکالت را تنها در مورد امر حقوقی و نه عادی جایز میدانند (کاتوزیان ۱۳۹۰، ص ۴۳۸) و تصمیم به معامله از مراحل اراده که رکن سازنده هر عمل حقوقی است، محسوب می‌شود (شهیدی، ۱۳۹۶، ص ۱۲۹). بنابراین، وکالت بودن بازارگردانی متوقف بر احراز حقوقی بودن تصمیم بازارگردان است.

می‌توان قرارداد بازارگردانی را از نوع وکالت با اجرت فرض کرد؛ زیرا در بازارگردانی نیز گاهی بازارگردان نماینده ناشر یا بورس در معاملات تلقی می‌شود؛ و بازارگردان به‌عنوان وکیل، از طرف ناشر یا سازمان بورس مأمور به انجام معاملات در بازار سهام است و در قبال این فعالیت، کارمزد دریافت می‌کند.

اما تفاوت‌های مهمی وجود دارد: در وکالت، وکیل معمولاً با سرمایه موکل عمل می‌کند و تنها مستحق اجرت الوکاله است، در حالی‌که بازارگردان با سرمایه خود معامله می‌کند و سود مورد انتظار از محل اسپرد و نوسانات قیمت نصیب او می‌شود. همچنین وکیل اصولاً ضامن نیست مگر در صورت تقصیر، در حالی‌که بازارگردان ذاتاً ریسک بازار را می‌پذیرد و زیان‌های احتمالی بر عهده وی است. وکالت عقدی جایز است (امام خمینی، ۱۳۹۲، ج ۲، ص ۴۵) اما بازارگردانی با تعهدات مستمر و لازم تعریف می‌گردد. نتیجتاً تطبیق بازارگردانی با وکالت نیز از نظر ماهوی کامل نیست.

۳.۲. مضاربه

مضاربه عقدی جایز است که در آن مالک سرمایه، سرمایه‌ای را در اختیار عامل (مضارب) قرار می‌دهد تا با آن تجارت کند و در سود حاصل شریک باشند (شهیدثانی، ۱۴۱۳ق، ج ۴، ص ۳۴۳؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۶، ص ۳۳۶).

هرچند در بازارگردانی نیز نوعی فعالیت تجاری و تحقق سود وجود دارد، اما ساختار رابطه متفاوت است؛ زیرا بازارگردان برخلاف مضارب، سرمایه‌گذار اصلی است و نه عامل سرمایه‌گذار. علاوه بر آن، در بازارگردانی، زیان ناشی

از نوسانات قیمت مستقیماً بر عهده بازارگردان است. همچنین هدف اصلی بازارگردانی تنظیم بازار و افزایش نقدشوندگی است و سودآوری نقش تبعی دارد؛ در حالی که در مضاربه سودآوری هدف محوری به شمار می‌رود.

همچنین، در مضاربه، بر خلاف بازارگردانی، دادوستد به نام عامل و به وسیله وی صورت می‌پذیرد و صرفاً نتیجه به دلیل شراکت مالک و مضارب، به صاحب سرمایه نیز می‌رسد (کاتوزیان، ۱۳۹۰، ص ۵۴۷). همچنین، غرض اصلی مضارب و عامل در عقد مضاربه، شراکت در سود است؛ اما هدف اولی بازارگردان ایجاد نقدشوندگی و تنظیم عرضه و تقاضا در بازار اوراق بهادار می‌باشد. از دیگر سو، طبق ماده ۵۴۷ قانون مدنی و تصریح فقها (حرّ عاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۱۹، باب ۵، ج ۱، ص ۲۲)، یکی از ارکان مضاربه، نقد بودن سرمایه است؛ اما بازارگردان با دارایی‌های مالی متنوع و گاه غیرنقد، همچون سهام و اوراق بهادار مواجه است. علاوه بر آن، طبق دیدگاه فقها (طباطبایی یزدی، ۱۴۰۹ق، ج ۵، ص ۱۵۶) و نیز ماده ۵۴۸ قانون مدنی، سهم مضارب در عقد مضاربه، جزئی از سهام مشاع کلّ است؛ اما بازارگردان اجرت و کارمزد مشخص و مستقل از سود مشاع دریافت می‌کند. عوامل یادشده، باعث خروج بازارگردانی از قلمرو عقد مضاربه است.

۴.۲. اجاره عمل

اجاره عمل عقدی لازم است (خویی، بی تا: ص ۱۱۲) که در آن منفعت عمل انسان در برابر اجرت مشخص به تملک در می‌آید (امام خمینی، ۱۳۹۲: ج ۱، ص ۶۰۶؛ خویی، بی تا: ص ۹).

این عقد در مقایسه با بازارگردانی، از آن جهت قابل طرح است که بازارگردان خدمتی مانند تثبیت بازار و تأمین نقدشوندگی ارائه می‌دهد و در مقابل از ناشر یا بورس پاداش دریافت می‌کند. با وجود این، منفعت مورد اجاره در بازارگردانی به روشنی قابل اندازه‌گیری و تملک نیست و اجرت نیز غالباً ثابت نبوده و به رفتار بازار وابستگی مستقیم دارد. علاوه بر آن، اجیر معمولاً ریسک مالی مستقلی نمی‌پذیرد، اما بازارگردان ذاتاً ریسک‌پذیر است و سرمایه او درگیر معاملات است. لذا، اگرچه این مقایسه از جهت خدمت محوری قابل قبول به نظر می‌رسد، اما تمام الزامات اجاره عمل را پوشش نمی‌دهد.

۵.۲. سائر عقود

سائر عقود مشابه مانند بیع تعهدی، قراردادهای دلالی، حق العمل کاری و عاملی و ضمان نیز قابل بررسی اند اما از اهمیت کمتری برخوردارند. در قرارداد بازارگردانی، بازارگردان متعهد به خرید و فروش سهام یا اوراق بهادار در شرایط خاص بازار است و این تعهد از منظر حقوقی مشابه بیع تعهدی بررسی می‌شود (جعفری لنگرودی، ۱۳۹۲، ص ۵۵۲؛ کاتوزیان، ۱۳۷۷، ص ۹؛ شهیدی، ۱۳۷۱، ص ۱۱)، با این تفاوت که در بیع تعهدی یا وعده بیع هر دو طرف متعهد به خرید و فروش هستند، ولی در بازارگردانی تنها بازارگردان متعهد است و معاملات با اشخاص ثالث انجام می‌شود، بنابراین ماهیت آن حرفه‌ای و تنظیم‌گرایانه است و صرفاً بر توازن بازار اثر دارد (جعفری لنگرودی، ۱۳۹۲، ص ۵۵۲؛ کاتوزیان، ۱۳۷۷، ص ۹؛ شهیدی، ۱۳۷۱، ص ۱۱). همچنین، برخلاف دلال (ماده ۳۳۵ ق.ت) که نقش واسطه دارد، بازارگردان مستقیم وارد معامله می‌شود و با هدف تنظیم بازار اقدام می‌کند و برخلاف حق العمل کار (ماده ۳۵۷ ق.ت) و عامل، معاملات را به نام خود و با منابع خود انجام می‌دهد و رابطه‌ای مشابه نمایندگی یا حق العمل کاری ایجاد نمی‌کند (ستوده تهرانی، ۱۳۹۰، ص ۵۲؛ قنواتی و عیسانی تفرشی، ۱۳۸۰، ص ۷۱). نهایتاً، بازارگردانی با عقد ضمان متفاوت است، زیرا در آن نقل یا ضم ذمه رخ نمی‌دهد (ماده ۶۹۸ ق.م؛ ماده ۴۰۲ ق.ت).

جمع بندی: با توجه به تطبیقات، قرارداد بازارگردانی در بازار سرمایه اسلامی با هیچ یک از عقود معین فقهی به طور کامل منطبق نیست و هیچ عقدی به تنهایی قادر به تبیین ماهیت آن نیست. بازارگردانی به عنوان عقدی مستقل و نوظهور، ترکیبی از خدمت، سرمایه گذاری و پذیرش ریسک است و باید تحت قالب عقد غیرمعین، ذیل اصل «اوفوا بالعقود» و ماده ۱۰ قانون مدنی تحلیل شود. مطابق جدول ذیل، بازارگردانی تنها در برخی اوصاف پراکنده با هر عقد معین اشتراک دارد؛ اما اجتماع ارکان «تعهد مستمر»، «ورود سرمایه شخصی»، «تحمل ریسک بازار» و «هدف تنظیم گرایانه با اثر عمومی» موجب خروج آن از قالب عقود کلاسیک می شود. در ادامه تمامی این مطالب به همراه تحلیل قیاسی در دو نمودار ارائه می گردد:

جدول «یک» جمع بندی شباهت ها و تفاوت های بازارگردانی با عقود معین

بعد تحلیل قیاسی	جعاله	وکالت	مضاربه	اجاره عمل	سایر عقود	بازارگردانی
طرفین	جاعل/عامل	موکل/وکیل	رب المال/مضارب	مستاجر/اجیر	متعهد	ناشر یا سازمان بورس / بازارگردان
موضوع	انجام عمل	نیابت حقوقی	تجارت با سرمایه مالک	تملیک منفعت عمل	تعهد به بیع یا واسطه	تنظیم بازار و تضمین نقدشوندگی
ماهیت تعهد	موردی و نتیجه محور	نیابتی	مشارکتی	خدمت شخص معین	تعهد یا وساطت موردی	تعهد مستمر معاملاتی
منبع سرمایه	بدون سرمایه عامل	سرمایه موکل	سرمایه رب المال	بدون سرمایه اجیر	غالباً بدون سرمایه مستقل	سرمایه بازارگردان
تحمل ریسک	برعهده جاعل	عدم ضمان مگر به تقصیر	زیان بر عهده مالک	بدون ریسک مالی	فاقد ریسک بازار	تحمل ذاتی ریسک بازارگردان
نوع عوض	جعل پس از حصول نتیجه	اجرت وکالت	سهم مشاع سود	اجرت معین	حق الزحمه یا کمیسیون	ترکیبی از کارمزد و سود عملکرد محور
هدف اصلی	انجام عمل	اجرای اراده موکل	تحصیل سود	انتفاع از عمل	تسهیل معامله	تنظیم بازار، نقد شوندگی و ثبات بازار
لزوم/جواز	جایز	جایز	جایز	لازم	غالباً جایز	غالباً لازم
اثر بر اشخاص ثالث	محدود	محدود	محدود	محدود	محدود	گسترده و تنظیم گرایانه
مسئولیت	مسئولیت محدود	مسئولیت محدود	مسئولیت محدود	مسئولیت محدود	مسئولیت محدود	مسئولیت مالی مستقیم از زیان بازار

جدول «دو» تحلیل قیاسی مبتنی بر شباهت‌ها و تفاوت‌های بازارگردانی با عقود معین

قیاس	تفاوت	شباهت	
از آنجا که تعهد مستمر، تحمل ریسک و سرمایه شخصی در جعاله وجود ندارد، بازارگردانی قابل فروکاست به جعاله نیست.	بازارگردانی مستمر و روزانه است، اجرت بر اساس عملکرد پیوسته و نه نتیجه واحد، سرمایه شخصی وارد می‌کند و ریسک بازار را می‌پذیرد؛ عقد جعاله جایز است ولی بازارگردانی لازم است.	بازارگردان همانند عامل جعاله خدمت ارائه می‌دهد و اجرت دریافت می‌کند.	جعاله
از آنجا که لزوم، تعهد مستمر و ریسک بازار در وکالت وجود ندارد، بازارگردانی قابل فروکاست به وکالت نیست.	وکیل عمدتاً با سرمایه موکل عمل می‌کند و ضامن نیست، وکالت جایز و قابل فسخ است؛ بازارگردان با سرمایه خود معامله می‌کند، ریسک بازار را می‌پذیرد و تعهدات مستمر و لازم دارد.	بازارگردان گاهی نماینده ناشر/بورس است و کارمزد دریافت می‌کند.	وکالت
از آنجا که ماهیت، ریسک، هدف و ورود سرمایه در مضاربه متفاوت است، بازارگردانی قابل فروکاست به مضاربه نیست.	مضارب سرمایه مالک را مدیریت می‌کند و سود محوری است، بازارگردان سرمایه خود را وارد می‌کند، زیان و ریسک مستقیم برعهده اوست، هدف اصلی تنظیم بازار و نقدشوندگی است، اجرت مستقل از سود مشاع دارد.	هر دو فعالیت تجاری و با هدف کسب درآمد دارند.	مضاربه
از آنجا که اجرت متغیر، ریسک و سرمایه شخصی در اجاره عمل وجود ندارد، بازارگردانی قابل فروکاست به آن نیست.	منفعت در بازارگردانی (نقدشوندگی و تثبیت قیمت) قابل اندازه‌گیری و تملیک نیست، اجرت وابسته به عملکرد بازار و متغیر است، اجیر ریسک مالی ندارد ولی بازارگردان سرمایه خود را درگیر می‌کند و ریسک می‌پذیرد؛ اجاره عمل لازم است ولی بازارگردانی علاوه بر خدمت، سرمایه‌گذاری و ریسک دارد.	ارائه خدمت/عمل در برابر دریافت اجرت.	اجاره عمل
از آنجا که اجتماع تعهد مستمر، ریسک، سرمایه شخصی و هدف تنظیم‌گرایانه در سائر عقود وجود ندارد، بازارگردانی قابل فروکاست به هیچ یک از این عقود نیست.	بازارگردان تنها متعهد است، معاملات با اشخاص ثالث، ماهیت حرفه‌ای و تنظیم‌گرایانه، ریسک مستقیم و سرمایه شخصی وارد شده است، برخلاف دلال، حق‌العمل‌کار و ضمان که یا نقش واسطه است یا ضامن نیست.	تعهد به خرید و فروش یا انجام فعالیت مشخص.	سایر عقود

۳. قرارداد بازارگردانی به مثابه عقد نامعین

این نوع قراردادها دارای ساختاری ترکیبی (مرکب از خدمت، سرمایه‌گذاری و پذیرش ریسک) هستند و ماهیت اقتصادی خاصی را پیگیری می‌کنند که در عقود سنتی سابقه صریح ندارند از این رو باید آن را در زمره عقود نامعین در حقوق اسلامی دسته‌بندی نمود.

۱.۳. مبنای فقهی صحت بازارگردانی در قالب عقد نامعین

هرچند فقیهان در هنگام شک در مشروعیت یک قرارداد و عدم دستیابی به دلیل شرعی خاص یا عام بر صحت آن، با استصحاب عدم ترتب آثار، فساد قرارداد مشکوک را ثابت می‌دانند (مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص ۶؛ نراقی، ۱۴۱۷ق، ص ۱۶۰؛ موسویان، ۱۳۹۲)، لکن برخی ادله اجتهادی فقهی می‌توانند موجب زوال شک یادشده گردند. از این رو، لازم است مبانی فقهی صحت قراردادهای نوپدید بررسی گردد؛ مبانی‌ای که با اتکاء به اطلاقات قرآنی، روایات معتبر و سیره عقلایی، مشروعیت و لزوم چنین قراردادهایی را اثبات می‌نمایند.

۱.۱.۳. آیه «أوفوا بالعقود» (مائده: ۱)

آیه شریفه «یا ایها الذین آمنوا أوفوا بالعقود» (مائده: ۱) از بنیادی‌ترین ادله شرعی در اثبات صحت قراردادهای نوپدید، از جمله قرارداد بازارگردانی، به شمار می‌آید. واژه «عقد» در لغت به معنای مطلق عهد یا عهد موثق آمده است؛ بدین معنا که هرگاه دو طرف نسبت به موضوعی تعهد متقابل داشته باشند، آن رابطه «عقد» نامیده می‌شود (فیومی، بی تا، ج ۲، ص ۵۷۵؛ ابن فارس، ۱۴۲۰ق، ج ۲، ص ۸۶). تعبیر «العقود» نیز جمع «عقد» و به معنای پیمان‌هاست و با توجه به اینکه «ال» در آن برای استغراق افراد است، دلالت بر عموم و شمول همه قراردادهای دارد (حائری، ۱۴۲۳ق، ج ۱، ص ۲۰۸). بنابراین، اطلاق این آیه نه تنها عقود معین رایج در عصر شارع، بلکه قراردادهای نوظهور و عقلایی در هر زمان و مکان را نیز در بر می‌گیرد. در نتیجه، قرارداد بازارگردانی نیز به‌عنوان یکی از ابتکارات عقلایی در بازار سرمایه، مشمول اطلاق آیه خواهد بود.

از دیگر سو، مقصود از «وفای به عقد» در این آیه، عمل به مقتضای قرارداد و پایبندی به آثار آن است (ابن فارس، ۱۴۰۴ق، ج ۷، ص ۱۲۹) که به دلالت التزامی، بر صحت و نفوذ آنها دلالت دارد؛ زیرا امر به ترتیب اثر، مستلزم صحت عقد است و شارع در قرارداد فاسد به وفا و ترتیب اثر فرمان نمی‌دهد (موسویان، ۱۳۹۲).

در برابر برداشت موسّع از آیه «أوفوا بالعقود» که همه قراردادهای مشمول وجوب وفا می‌داند، برداشت مضیق وجود دارد که شمول آیه را به عقود معهود و رایج در عصر شارع مقدس محدود می‌سازد (طباطبایی، ۱۴۱۸ق، ج ۸، ص ۱۱۴) و با چندین اشکال، عمومیت آیه را مورد تردید قرار می‌دهد: نخست آنکه اگر آیه شامل همه عقود باشد، با توجه به عدم لزوم وفای به بسیاری از قراردادهای، تخصیص اکثر لازم می‌آید که امری قبیح است (امام خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص ۱۱۷؛ مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص ۱۷). دوم آنکه حمل لفظ عام بر عموم، در فرض وجود قرینه بر انصراف جایز نیست و وجود قراردادهای معهود پیش از نزول آیه، موجب انصراف واژه «عقود» به همان موارد شناخته‌شده می‌شود (علیدوست، ۱۳۹۷، ج ۱، ص ۷۶). سوم آنکه حمل آیه بر عموم، مستلزم جمع میان جنبه تأسیسی و تأکیدی در یک استعمال واحد است، حال آنکه استعمال لفظ در بیش از یک معنا جایز نیست (نراقی، ۱۴۱۷ق، ص ۲۰). نهایتاً گفته شده است که اگر «عقد» به معنای پیمان موثق باشد، شمول آیه نسبت به همه قراردادهای مستلزم دور خواهد بود؛ زیرا صحت عقد منوط به شمول آیه و شمول آیه نیز متوقف بر وثاقت عقد می‌شود (مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص ۲۲).

در پاسخ، اولاً عموم آیه، عموم افرادی است و افراد صحیح و لازم‌الوفای قراردادها به مراتب بیش از افراد فاسد یا غیرالزام‌آور آن‌هاست؛ از این رو، خروج برخی مصادیق، مستلزم تخصیص اکثر قبیح نخواهد بود (مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص ۱۷). ثانیاً صرف وجود قراردادهای پیشین، بدون احراز حضور ذهنی آن‌ها نزد همه مخاطبان، قرینه‌ای برای انصراف عام از عموم محسوب نمی‌شود؛ به‌ویژه آنکه آیه شامل غایبان و نسل‌های آینده نیز هست. افزون بر این، در اصول فقه میان «عموم» و «اطلاق» تفاوت اساسی وجود دارد؛ بدین معنا که در عموم، تنها قرینه قطعی برخلاف، مانع جریان ظهور است، در حالی که در اطلاق، حتی احتمال قرینه نیز مانع تمسک می‌شود، و از این رو، قرینه احتمالی مورد ادعا توان مزاحمت با عموم آیه را ندارد (مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص ۱۸؛ علیدوست، ۱۳۹۷، ج ۱، ص ۸۵). ثالثاً کارکرد تأسیسی و تأکیدی آیه به معنای استعمال لفظ در دو معنا نیست، بلکه ناظر به آثار متفاوت یک حکم واحد است و چنین استعمالی عرفاً پذیرفته شده و فاقد محذور اصولی است (نراقی، ۱۴۱۷ق، ص ۲۰). در نهایت، وثاقت و استحکام از مقومات عرفی مفهوم عقد است و عقود متداول میان مردم ذاتاً تعهد موثق محسوب می‌شوند؛ افزون بر آن، روایات نیز شمول آیه نسبت به عقود رایج را منوط به اثبات پیشینی صحت شرعی نکرده‌اند، از این رو، ادعای دور وارد نخواهد بود (مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص ۲۳).

۲.۱.۳. آیه «تِجَارَةٌ عَنْ تَرَاضٍ» (نساء: ۲۹)

بازارگردانی، به‌عنوان سازوکار معاملاتی مبتنی بر تراضی طرفین، مصداقی از تجارت است؛ و عرف آن را سبب برای انتقال و تصرف می‌داند. آیه شریفه «یا ایها الذین آمنوا لا تأکلوا أموالکم بینکم بالباطل إلا أن تكون تجارَةً عن تراضٍ» (نساء: ۲۹) به عنوان یکی از مهم‌ترین ادله شرعی در اثبات صحت قراردادهای نوپدید (موسویان، ۱۳۹۲)، دلیل مشروعیت قرارداد بازارگردانی نیز به شمار می‌آید؛ زیرا واژه «أکل» در این آیه به صورت مجازی به معنای «تملک» یا «مطلق تصرف» به کار رفته است (طبرسی، ۱۳۷۲، ج ۳، ص ۵۹؛ طباطبایی، ۱۴۱۸ق، ج ۴، ص ۳۱۷؛ خونی، ۱۳۷۷، ج ۲، ص ۱۲۳؛ موسوی بجنوردی، ۱۴۱۹ق، ج ۵، ص ۲۱۵). اگر «أکل» به معنای «تملک» باشد، مدلول آیه آن است که هر تجارتی که بر پایه تراضی واقع شود (همانند بازارگردانی)، سبب مشروع برای انتقال مالکیت خواهد بود و شارع نیز این سبب را امضا کرده است (ایروانی، ۱۴۰۶ق، ج ۱، ص ۱۱۳)؛ و اگر «أکل» به معنای «تصرف» باشد، باز هم مدلول آیه بر صحت قراردادهای عقلایی موجب تصرف دلالت دارد (شهید ثانی، ۱۴۱۳ق، ج ۲، ص ۱۰۶-۱۰۷؛ حائری، ۱۴۲۳ق، ج ۱، ص ۲۲۷-۲۲۸).

همچنین واژه «تجارت» در لغت به معنای هر نوع معامله‌ای است که به قصد تحصیل سود انجام گیرد (راغب اصفهانی، ۱۴۱۲ق، ص ۱۶۴) و استعمال آن در قرآن کریم نشان‌دهنده عمومیت و شمول نسبت به همه معاملات مالی و غیرمنحصر در بیع است (امام خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص ۱۰۰). بر این اساس، قرارداد بازارگردانی مصداقی روشن از «تِجَارَةٌ عَنْ تَرَاضٍ» محسوب می‌شود.

از دیگر سو، واژه «باطل» در آیه نیز در معنای عرفی خود به کار رفته است (امام خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص ۱۰۲). عنوان «باطل» در نگاه عرف، علت حرمت و بطلان تصرف است و هر سببی که نزد عقلا صحیح و مشروع تلقی شود، باطل نیست و از سوی شارع نیز امضا می‌گردد (امام خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص ۱۰۰). تقابل «باطل» با «تِجَارَةٌ

عن تراض» نیز نشان می‌دهد که هرگونه معامله‌ای که نزد عرف صحیح و مبتنی بر رضایت طرفین باشد، از سوی شارع نیز امضا شده و معتبر است.

۳.۱.۳. روایت «المؤمنون عند شروطهم»

مشروعیت قرارداد بازارگردانی در قالب مجموعه‌ای از شروط توجیه می‌شود. در روایت نبوی «المؤمنون عند شروطهم» (حرّعاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۲۱، ص ۲۷۶)، واژه «شرط» در لغت به معنای الزام و التزام دانسته شده است (زبیدی، ۱۴۱۴ق، ج ۱۰، ص ۳۰۵). با این حال، مشهور فقها دلالت روایت را ناظر به شروط ضمن عقد تلقی کرده و الزامات ابتدایی را خارج از شمول آن می‌دانند (انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۵، ص ۲۱؛ امام خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص ۱۳۶). بر این اساس، برخی فقها استناد به روایت را برای اثبات صحت قراردادهای مستقل و نوپدید، از جمله عقود نامعین، کافی ندانسته‌اند (موسویان، ۱۳۹۲).

در مقابل، گروهی از فقها با نفی انحصار معنای شرط به شروط ضمن عقد، تفسیر موسّعی از روایت ارائه داده و آن را شامل مطلق الزامات و التزامات عقلایی دانسته‌اند (امام خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص ۱۴؛ سبزواری، ۱۴۱۳ق، ج ۱۹، ص ۲۳۲). در برابر این دیدگاه، قائلان به تفسیر مضیق استدلال کرده‌اند که شرط ابتدایی، به‌ویژه به لحاظ عرفی، خارج از مفهوم شرط است؛ زیرا عرف، شرط را تعهدی می‌داند که در ضمن معامله قرار گرفته باشد (امام خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص ۸۶). افزون بر این، شمول روایت نسبت به شروط ابتدایی را مستلزم استعمال مجازی و نیازمند قرینه دانسته‌اند که در روایت وجود ندارد (خوانساری، ۱۳۹۴ق، ص ۲۰۲). همچنین ادعای تخصیص عموماً به واسطه اجماع (معروف حسینی، بی‌تا، ص ۴۲۴)، تلقی شرط ابتدایی به‌عنوان وعده غیرالزام‌آور (گیلانی، ۱۳۷۹، ص ۲۸۳) و لزوم ذکر شرط به‌عنوان رکن عقد (مدرسی، ۱۳۹۳ق، ص ۲۲۲) از دیگر ادله این دیدگاه است.

در پاسخ، نخست باید میان شرط ابتدایی یک‌تعهدی و دو‌تعهدی تفکیک کرد؛ زیرا شرط ابتدایی دو‌تعهدی، ماهیتاً در حکم عقد مستقل بوده و مشمول عموماً الزام و التزام است. قرارداد بازارگردانی نیز تعهدی دوجانبه و قراردادی مستقل به شمار می‌آید. دوم آنکه اجماع ادعاشده، ناظر به شروط ابتدایی دو‌تعهدی پیش از عقد نکاح است و قابلیت تعمیم به سایر معاملات را ندارد (امام خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۵، ص ۲۲؛ خوئی، ۱۳۷۷، ج ۷، ص ۳۵۳). سوم، وعده‌های انشائی متضمن تعهد الزام‌آور، از منظر فقهی لازم‌الوفاء بوده و از وعده محض خارج‌اند (نراقی، ۱۴۱۷ق، ص ۴۴)، که این ویژگی در قرارداد بازارگردانی به‌روشنی وجود دارد. افزون بر این، شرط همواره رکن عقد محسوب نمی‌شود و عدم ذکر آن در متن عقد، لزوماً به بطلان نمی‌انجامد (مدرسی، ۱۳۹۳ق، ص ۲۲۲).

افزون بر این، می‌توان با تحلیل قرارداد بازارگردانی در قالب مجموعه‌ای از شروط ضمن عقد عقود مشابه و با رعایت عدم مخالفت با مقتضای ذات عقد، به‌تدریج تفاوت‌ها را کاهش داده و به سمت شناسایی آن به‌عنوان عقدی مستقل حرکت کرد؛ همان‌گونه که در فقه، صلح در مواردی مانند صلح سرقفلی کارکرد بیع یعنی انتقال مالکیت را ایفا می‌کند، بدون آنکه بیع نامیده شود. این رویکرد، از حیث تقنینی نیز عملیاتی‌تر بوده و نیازمند تفسیرهای بعید یا تحمیل هزینه‌های اضافی بر قانون‌گذار نیست.

بر این مبنا، دلالت روایت بر لزوم وفای به قراردادهای عرفی نامعین روشن می‌شود. بنابراین، قرارداد بازارگردانی، چه بر اساس تفسیر موسّع و چه حتی با تفسیر مضیق (از طریق تحلیل آن به‌عنوان شرط ضمن عقد یا تعهد دو‌تعهدی)، مشمول مفاد روایت بوده و لزوم وفای به تعهدات ناشی از آن از منظر فقهی قابل دفاع است.

عقلا در هر عصر، قراردادهای نوظهوری را برای رفع نیازهای اقتصادی و تعاملات مالی - اجتماعی خویش وضع می‌کنند. بازارگردانی نیز دقیقاً در همین چارچوب قرار می‌گیرد. از آنجا که عقلا در هر دوره متناسب با نیازهای اقتصادی و اجتماعی خود شیوه‌های نوینی برای معاملات ابداع و ضوابطی برای آن وضع می‌کنند، قرارداد بازارگردانی نیز به‌عنوان یکی از ابتکارات عقلایی در بازار سرمایه، مشمول اطلاق آیه «أوفوا بالعقود» خواهد بود.

۵.۱.۳. اصل لزوم در قراردادها

ممکن است در لزوم یا جواز قراردادهای نامعین و نوپدید، از جمله قرارداد بازارگردانی در بازار سرمایه، تردید شود. در چنین مواردی، «اصل لزوم قراردادها» راهگشا است؛ بدین معنا که اصل اولی در همه قراردادها، لزوم و عدم امکان فسخ یک‌جانبه است، مگر آنکه دلیل خاصی بر جواز فسخ وجود داشته باشد (علّامه حلی، ۱۴۱۳ق، ج ۵، ص ۶۴؛ شهید اول، بی‌تا، ج ۲، ص ۲۴۲؛ مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص ۱۳۶؛ انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۳، ص ۵۳؛ کاشف‌الغطاء، ۱۳۵۹ق، ج ۱، ص ۹۸؛ امام خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۴، ص ۲۳؛ خویی، ۱۳۷۷ش، ج ۴، ص ۱۸).

فقیهان برای اثبات اصل لزوم قراردادها به ادله متنوعی - از جمله آیه «أوفوا بالعقود» و آیه «تجارة عن تراض» (انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۵، ص ۱۹-۲۰؛ نائینی، ۱۴۱۳ق، ج ۱، ص ۱۸۰؛ موسوی بجنوردی، ۱۴۱۹ق، ج ۵، ص ۲۱۴-۲۱۵؛ امام خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص ۱۷۰)؛ حدیث «لا یحلّ دم امرئ مسلم ولا ماله إلا بطیبة نفسه» (حر عاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۱۴، ص ۵۷۳؛ انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۱، ص ۳۲۵ و ۳۲۹؛ رشتی، ۱۳۱۱ق، ص ۱۵)؛ سیره عقلا که همواره قراردادهای عقلایی را لازم‌الوفا می‌دانند (موسوی بجنوردی، ۱۴۱۹ق، ج ۵، ص ۲۰۲؛ حائری، ۱۴۲۳ق، ج ۱، ص ۲۸۵)؛ و استصحاب اثر انتقال ملکیت در فرض شک (موسویان، ۱۳۹۲) - استناد کرده‌اند.

بر این اساس، قرارداد بازارگردانی نیز مشمول اصل لزوم است که این امر موجب ثبات و اعتماد در بازار سرمایه و تضمین کارکرد نهادی بازارگردانی در حفظ نقدشوندگی و انتظام معاملات خواهد بود.

۶.۱.۳. اصل آزادی قراردادها

مطابق با ماده ۱۰ قانون مدنی («قراردادهای خصوصی نسبت به کسانی که آن را منعقد نموده‌اند، در صورتی که خلاف صریح قانون نباشد، نافذ است») و بر اساس اصل آزادی قراردادها - به عنوان یکی از اصول حاکم بر قراردادها (کاتوزیان، ۱۳۷۴، ج ۱، ص ۱۴۴؛ انصاری و طاهری، ۱۳۸۴، ج ۱، ص ۱۸) - اصل در عقود، صحت و اباحه است؛ مشروط بر رعایت شرایط عمومی صحت عقد و عدم مخالفت با حکم الزامی شرع - این امر بر ادله ای چون آیه «تجارة عن تراض»، «أوفوا بالعقود»، «الناس مسلطون علی أموالهم»، «المؤمنون عند شروطهم»، «لا ضرر و لا ضرار» استوار است. (Collins et al., 2009؛ Rethel, 2010) - و قواعد آمره مبتنی بر نظم عمومی و اخلاق حسنه. به عبارتی اصل بر غیرآمره بودن قواعد و مقررات است و نیازمند دلیل می‌باشد و در صورت تعارض قاعده آمره با اصل آزادی قراردادها، قواعد آمره مقدم خواهند شد چون حاکم بر ماده ۱۰ است مانند قواعد متضمن احکام استثنائی و حاکمیتی. این قواعد چون مرتبط با نظم عمومی است و جنبه اجتماعی آن غلبه کامل بر جنبه فردی و خصوصی دارد امکان تراضی برخلاف آن وجود ندارد (کاتوزیان، ۱۳۷۴، ص ۹۵). «قانون بازار اوراق بهادار» (مصوب ۱۳۸۴)، «دستورالعمل فعالیت بازارگردانی

در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» (مصوب ۱۴۰۰) و آیین نامه های مربوطه چون جنبه اجتماعی و عمومی پیدا میکند و مستقیماً اثرگذار در بازار هستند از قواعد آمره به شمار می روند اما در مواردی که این قانون ساکت بود یا امکان تشخیص امری بودن قاعده مشکل بود باید مطابق اصل ۱۶۷ ق.ا به منابع و فتاوی معتبر مراجعه کرد چراکه مساله مهمی است و نمی توان به اجمال فروگذار شد.

بنابراین فقه اسلامی و حقوق ایران با نوآوری در قراردادها- در صورت رعایت موازین شرعی و عدم مخالفت با قواعد آمره- انعطاف پذیری کاملی دارد و می تواند با نیازهای مدرن بازارهای مالی، از جمله بازارگردانی، همگام شود. بازارگردانی اوراق بهادار نهادی است در تلاقی حقوق خصوصی و حقوق عمومی اقتصادی، زیرا اگرچه فعالیت آن بر قراردادهای خصوصی مبتنی است (مواد ۴، ۸، ۱۰ دستورالعمل بازارگردانی ۱۴۰۰) اما همزمان مشمول قواعد و الزامات حاکمیتی و نظارتی بورس است که با هدف حفظ نظم، شفافیت و ثبات بازار سرمایه اعمال می شوند (مواد ۵، ۱۴، ۱۹، ۲۷). از آنجا که این قواعد ذیل حقوق عمومی اقتصادی بازار سرمایه محسوب می شوند، هرگونه تعارض قراردادهای خصوصی با آن ها موجب عدم اعتبار یا محدودیت در اجرای نوآوری ها می گردد، بنابراین، قواعد آمره حقوق عمومی اقتصادی، به دلیل نقش حاکمیتی و نظم آفرینی در بازار، بر قراردادهای خصوصی مقدم اند و محدودیت نوآوری در فقه و حقوق خصوصی را موجب می شوند، در نتیجه تحلیل بازارگردانی تنها در چارچوب ترکیبی حقوق خصوصی و حقوق عمومی اقتصادی، جامع و دقیق خواهد بود.

بازارگردانی همچنین منوط به رعایت شرایط عمومی صحت عقد- طبق ماده ۱۹۰ قانون مدنی- است که در این قرارداد عموماً برقرار بوده و عبارتند از:

الف. قصد و اراده و رضا (ماده ۱۹۰ ق.م.؛ شهیدی، ۱۳۹۶، ص ۵۵-۵۷): طرفین با اختیار و آگاهی قرارداد را منعقد می کنند (Collins et al., 2009).

ب. اهلیت (ماده ۱۹۰ ق.م.؛ شهیدی، ۱۳۹۶، ص ۲۳۱): بازارگردان باید اهلیت و صلاحیت و مجوز حرفه ای لازم را داشته باشد (El-Hawary et al., 2004; Grais & Pellegrini, 2006).

ج. مشروعیت جهت و موضوع قرارداد (مواد ۱۹۰ و ۲۱۷ و ۹۷۵ ق.م.): هدف قرارداد (افزایش نقدشوندگی و تنظیم بازار)، مشروع و مورد نیاز جامعه اقتصادی است (Iqbal & Mirakhor, 2013).

د. عدم مخالفت با قواعد آمره شرعی و قانونی که در وهله اول و به صورت کلی قوانین و اسناد بالادستی است که به صورت عمومی بر همه عقود نظارت دارند و در وهله بعدی به صورت تخصصی تر «قانون بازار اوراق بهادار» (مصوب ۱۳۸۴) و «دستورالعمل فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» (مصوب ۱۴۰۰) و سائر آیین نامه ها می باشد.

ه. امکان اجرا: تعهدات بازارگردان همانطور که گذشت طبق ماده ۱۰ ق.م.، مبتنی بر اصول مالی اسلامی و در چارچوب قواعد آمره و حقوق عمومی اقتصادی قابلیت عملیاتی سازی و نظارت پذیری دارند (El-Hawary et al., 2004; Barrales, 2012).

نتیجه گیری

این پژوهش - که متمایز ترین پژوهش در بین معدود تلاش های نظام مند برای تحلیل فقهی - حقوقی بازارگردانی در بازار سرمایه اسلامی است - در راستای پاسخ به پرسش اساسی خود - «قرارداد بازارگردانی در بازار سرمایه اسلامی چه ماهیت حقوقی دارد و چگونه می توان آن را در چارچوب عقود مشروع تحلیل کرد؟» - به نتایج ذیل دست یافته است:

۱. قرارداد بازارگردانی، به دلیل ویژگی های خاص خود، مانند استمرار تعهدات، به کارگیری سرمایه شخصی بازارگردان، پذیرش ریسک واقعی نوسان قیمت و ترکیبی بودن ماهیت خدمتی - سرمایه ای، با ساختار سنتی هیچ یک از عقود معین فقهی همچون جعاله، وکالت، مضاربه، اجاره عمل و سائر عقود مشابه انطباق کامل ندارد و باید به عنوان عقد نامعین نوظهور و عقلایی مورد تحلیل قرار گیرد.

۲. مشروعیت شرعی قرارداد بازارگردانی بر پایه اطلاق ادله معتبر فقهی از جمله آیات شریفه «أَوْفُوا بِالْعُقُودِ» (مائده: ۱) و «تِجَارَةٌ عَنِ تَرَاضٍ» (نساء: ۲۹)، روایات نبوی (ص) «المؤمنون عند شروطهم»، قاعده سلطنت، سیره عقلا و اصل لزوم قراردادها به طور قاطع اثبات می گردد.

۳. صحت و کارآمدی این عقد در بازار سرمایه، منوط به رعایت اصول بنیادی مالی اسلامی، مانند ممنوعیت ربا و غرر، منع قمار و اکل مال به باطل، قاعده لاضرر، تسهیم ریسک، پشتوانه واقعی دارایی ها و شفافیت حداکثری اطلاعاتی است؛ و عدم رعایت هر یک از این اصول، قرارداد را از مشروعیت خارج و کارآمدی عملی آن را مخدوش می سازد.

۴. پاداش بازارگردان نیز باید مبتنی بر عملکرد واقعی و پذیرش ریسک باشد نه کارمزد یا سود تضمین ثابت، تا اصل تسهیم ریسک و پرهیز از ربا به طور کامل رعایت شود.

بنابراین، بازارگردانی نه تنها فاقد منع شرعی نیست، بلکه به عنوان ابزاری ضروری برای کاهش غرر عرفی ناشی از نوسانات شدید و صفوف معاملاتی، تحقق قاعده لاضرر و ارتقای عدالت معاملاتی، در بازار سرمایه اسلامی مشروع قلمداد می شود. البته برخی مصادیق و مدل های بازارگردانی (مثلاً مبتنی بر ابزارهای مشتقه پرریسک یا تضمین سود) می توانند همچنان نامشروع باشند و مشروعیت نهاد، منوط به طراحی صحیح قرارداد (نسخه پیشنهادی قرارداد بازارگردانی مبتنی بر اصول مالی اسلامی، قوانین و دستورالعمل های بازارگردانی و نمونه های واقعی موجود، طراحی و ارائه گردید) و نظارت جدی است.

۵. مدل مطلوب بازارگردانی اسلامی، مدل ترکیبی است که در شرایط عادی از رقابت چندین بازارگردان بهره می برد و در شرایط بحرانی بر تعهد بازارگردان تعیین شده با نظارت مستمر شرعی تکیه می کند. بنابراین، پیشنهاد های سیاستی این است که شورای فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار موظف گردد «استاندارد فقهی قرارداد بازارگردانی» را تدوین و ابلاغ نماید (نسخه پیشنهادی از قرارداد که در پژوهش طراحی و ارائه گردید، در این راستا می تواند مورد استفاده نهادهای حاکمیتی قرار گیرد). همچنین، دستورالعمل فعالیت بازارگردانی (مصوب ۱۴۰۰) با افزودن الزامات شرعی صریح از جمله تشکیل هیئت نظارت شرعی، ممنوعیت پاداش ثابت و الزامی کردن تسهیم ریسک اصلاح فوری گردد. علاوه بر آن، طراحی و عرضه «صکوک تعهد بازارگردانی» به عنوان ابزار تأمین مالی شرعی بازارگردانان نیز قابل پیشنهاد است.

منابع

- ۱) قرآن کریم
- ۲) دستورالعمل فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران (۱۴۰۰)
- ۳) قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۶۸)
- ۴) قانون بازار اوراق بهادار (۱۳۸۴)
- ۵) قانون تجارت (۱۳۱۱)
- ۶) قانون مدنی (۱۳۰۷)
- ۷) ابن زهره، حمزه بن علی. (۱۴۱۷ق). غنیه النزوع. قم: مؤسسه امام صادق (ع).
- ۸) ابن فارس، احمد. (۱۴۲۰ق). معجم مقاییس اللغة. بیروت: دار الکتب العلمیة.
- ۹) احسائی، محمد بن علی بن ابی جمهور. (۱۴۰۵ق). عوالی الآلی. قم: دار سیدالشهداء (ع).
- ۱۰) امام خمینی، سید روح الله. (۱۳۹۲). تحریر الوسیلة. تهران: مکتبه العلمیه الاسلامیة.
- ۱۱) امام خمینی، سید روح الله. (۱۴۲۱ق). کتاب البیع. قم: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره).
- ۱۲) امامی، سید حسن. (۱۳۶۶). حقوق مدنی (جلد ۱، چاپ ششم). تهران: انتشارات کتابفروشی اسلامیة.
- ۱۳) امین، سیدعلیرضا؛ بصیری، حمیدرضا و معصومی نیا، غلامعلی. (۱۴۰۱). «واکاوی فقهی موانع مشروعیت سبذگردانی نهادهای مالی در بازار سرمایه». اقتصاد اسلامی، سال ۲۲، شماره ۸۵، بار ۱۴۰۱ش، صص ۳۳-۵۹.
- ۱۴) انصاری، مرتضی. (۱۴۱۵ق). المکاسب المحرمة. قم: مجمع الفکر الاسلامی.
- ۱۵) انصاری، مسعود و طاهری، محمدعلی. (۱۳۸۴). دانشنامه حقوق خصوصی (چاپ اول). تهران: محراب فکر.
- ۱۶) ایروانی، علی. (۱۴۰۶ق). حاشیة المکاسب. تهران: وزارت فرهنگ و ارشاد اسلامی.
- ۱۷) تبریزی، میرزا جواد. (۱۳۸۵). استفتانات جدید. قم: سرور.
- ۱۸) تفرشی، محمدعیسی؛ مرتضوی، عبدالحمید. (۱۳۸۸). مطالعه تطبیقی تعهد به وسیله و به نتیجه در فقه، حقوق فرانسه و ایران. فصلنامه فقه و مبانی حقوق، ۱۵، ۱۱-۳۲.
- ۱۹) جعفری لنگرودی، محمدجعفر. (۱۳۹۲). ترمینولوژی حقوق (چاپ بیست و دوم). تهران: گنج دانش.
- ۲۰) جوهری، اسماعیل بن حماد. (۱۴۱۰ق). الصحاح. بیروت: دار العلم للملایین.
- ۲۱) حائری، سید کاظم (۱۴۲۳ق). فقه العقود. قم: مجمع اندیشه اسلامی.
- ۲۲) حرّ عاملی، محمد بن حسن. (۱۴۰۹ق). وسائل الشیعة. قم: مؤسسه آل البیت (ع).
- ۲۳) حسینی مقدم، سیدروح اله. (۱۳۹۸). بازارگردانی در بازار اوراق بهادار (چاپ دوم). تهران: نشر چالش.
- ۲۴) حلی، محمد بن حسن. (۱۳۸۷ق). ایضاح الفوائد. قم: اسماعیلیان.

- ۲۵) خوانساری، احمد. (۱۳۹۴ق). جامع المدارک فی شرح المختصر النافع. تهران: مکتبه الصدوق.
- ۲۶) خوبی، سیدابو القاسم (۱۴۰۹ق). مبانی العروه الوثقی. مقرر: سید محمد تقی خوبی. قم: مدرسه دارالعلم.
- ۲۷) خوبی، سید ابو القاسم. (۱۳۷۷). مصباح الفقاهة. قم: مکتبه الداوری.
- ۲۸) خوبی، سیدابو القاسم. (۱۴۱۰ق). منهاج الصالحین. قم: مدینه العلم.
- ۲۹) خوبی، سیدابو القاسم. (بی تا). المستند- الاجاره. بی جا: بی تا.
- ۳۰) راغب اصفهانی، حسین بن محمد. (۱۴۱۲ق). مفردات ألفاظ القرآن. بیروت: دارالعلم.
- ۳۱) رحیمی کلشادی، محمد. (۱۴۰۲). بازارگردانی در معاملات سهام (چاپ اول). تهران: انتشارات ترمه.
- ۳۲) رحیمی کلشادی، محمد؛ حسنزاده، حسین. (۱۴۰۱). طراحی سازوکار بازارگردانی در معاملات سهام بورس اوراق بهادار تهران مبتنی بر فقه امامیه (پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران، ایران). بازیابی شده از <https://libsaeed.isu.ac.ir/site/catalogue/1230007>
- ۳۳) رشتی، میرزاحبیب‌الله. (۱۳۱۱ق). کتاب الاجاره. بی جا، بی تا.
- ۳۴) زبیدی، سیدمحمد مرتضی (۱۴۱۴ق). تاج العروس. بیروت: دارالفکر.
- ۳۵) سیزواری، سید عبدالاعلی. (۱۴۱۳ق). مهذب الاحکام. قم: مؤسسه المنار.
- ۳۶) ستوده تهرانی، حسن. (۱۳۹۰). حقوق تجارت (چاپ سی‌ام). تهران: دادگستر.
- ۳۷) شهاب‌لوانسانی، کیهان و مرشدبابایی، صدف. (۱۳۹۹). «بررسی اثر افزایش احتمال معامله، معامله‌گران مطلع بر انتخاب نامساعد بازارگردان». دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۴۶، صص ۱۲۵-۱۳۶.
- ۳۸) شهیداول، محمد بن مکی عاملی. (بی تا). القواعد و الفوائد. قم، کتابفروشی مفید.
- ۳۹) شهیدثانی، زین الدین بن علی عاملی. (۱۴۱۳ق) مسالک الأفهام. قم: مؤسسه المعارف الاسلامیه.
- ۴۰) شهیدی، مهدی (۱۳۹۶). حقوق مدنی ۱: تشکیل قراردادها و تعهدات. (چاپ سیزدهم). تهران: مجد.
- ۴۱) شهیدی، مهدی. (۱۳۷۱). «قرارداد تشکیل بیع». مجله تحقیقات حقوقی، ۱۰(۱)، صص ۵۷-۹۰.
- ۴۲) صدر، سید محمدباقر. (۱۳۶۰). بررسی هایی درباره اقتصاد اسلام (ترجمه اقتصادنا، مترجم: عبد العلی اسپهبدی). تهران: جهاد سازندگی.
- ۴۳) صفایی، سید حسین؛ رحیمی، حبیب‌الله. (۱۳۹۲). مسئولیت مدنی: الزامات خارج از قرارداد. تهران: سمت.
- ۴۴) طباطبایی یزدی، سید محمد کاظم (۱۴۰۹ق). العروه الوثقی. بیروت: مؤسسه الأعلمی.
- ۴۵) طباطبایی، سید علی بن محمد. (۱۴۱۸ق). ریاض المسائل فی تحقیق الاحکام بالدلائل. قم: مؤسسه آل البيت (ع).
- ۴۶) طبرسی، فضل بن حسن. (۱۳۷۲). مجمع البیان فی تفسیر القرآن. تهران: ناصر خسرو.
- ۴۷) طوسی، محمد بن حسن (۱۳۸۷ق). المبسوط فی فقه الامامیه. تهران: مکتبه المرتضویه.
- ۴۸) طوسی، محمد بن حسن (۱۴۰۷ق). تهذیب الاحکام. تهران: دارالکتب الاسلامیه.

- ۴۹) عباسی، سجاد؛ تاجیک‌زاده، سعید؛ پاسبان، محمدرضا. (۱۴۰۲). راهنمای حقوقی بازارگردانی در بورس (چاپ اول). تهران: چاپ و نشر بازرگانی.
- ۵۰) عباسی، سجاد؛ تاجیک‌زاده، سعید؛ علیزاده، سعید. (۱۳۹۹). «بررسی ماهیت حقوقی قرارداد بازارگردانی». دومین کنفرانس ملی علوم انسانی و توسعه، صص ۱-۷.
- ۵۱) عباسی، سجاد؛ نیک‌فرجام، کمال. (۱۴۰۰). تحلیل حقوقی بازارگردانی در بورس اوراق بهادار (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). قابل‌بازیابی از گنج، پایگاه اطلاعات علمی ایران (ایراندک) ش .
(<https://ganj.irandoc.ac.ir/viewer/8f2115e1aaff20028d3b4cf6f7936c6c?sample=1>)
- ۵۲) عراقی، آقاضیاء. (۱۴۱۸ ق.). قاعدة لاضرر. قم: دفتر تبلیغات اسلامی.
- ۵۳) علامه حلی، حسن بن یوسف. (۱۴۱۳ ق.). مختلف الشیعة. قم: دفتر انتشارات اسلامی.
- ۵۴) علامه حلی، حسن بن یوسف. (۱۴۱۴ ق.). تذکرة الفقهاء. قم: مؤسسه آل‌البیت (ع).
- ۵۵) علیدوست، ابوالقاسم. (۱۳۹۷). فقه و حقوق قراردادها (چاپ چهارم). تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- ۵۶) فدائی‌نژاد، محمداسماعیل و کامل‌نیا، مجتبی. (۱۳۹۰). «بررسی اثرات بازارگردانی روی نقدشوندگی سهام و سودآوری آن برای بازارگردان در بورس اوراق بهادار تهران». چشم‌انداز مدیریت مالی، ۳(۱)، صص ۴۱-۵۴.
- ۵۷) قیومی، احمد بن علی. (بی تا). المصباح المنیر. بی جا، دارالکتب العلمیة.
- ۵۸) قنوتی، جلیل؛ عیسانی تفرشی، عیسی. (۱۳۸۰). «رابطه نهاد نمایندگی با نهادهای حق‌العمل‌کاری، عاملی و دلالتی». مجله مجتمع آموزش عالی قم، ۱۱(۳)، صص ۵۵-۸۱.
- ۵۹) کاتوزیان، ناصر. (۱۳۹۰). قانون مدنی در نظم حقوق کنونی. (چاپ سی و یکم). تهران: انتشارات بنیاد حقوقی.
- ۶۰) کاتوزیان، ناصر. (۱۳۷۴). قواعد عمومی قراردادها. تهران: شرکت سهامی انتشار.
- ۶۱) کاتوزیان، ناصر. (۱۳۷۷). حقوق مدنی: عقود معین. تهران: گنج دانش.
- ۶۲) کاتوزیان، ناصر. (۱۳۷۳). حقوق مدنی: الزامات خارج از قرارداد (ضمان قهری). تهران: دانشگاه تهران.
- ۶۳) کرکی، علی بن حسین. (۱۴۱۴ ق.). جامع المقاصد. قم: مؤسسه آل‌البیت (ع).
- ۶۴) کاشف‌الغطاء، محمد حسین. (۱۳۵۹ ق.). تحریر المجله: نجف: المكتبة المرتضویة.
- ۶۵) گیلانی، ابوالقاسم. (۱۳۷۹). جامع الشتات. تهران: دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران.
- ۶۶) محقق حلی، جعفر بن حسن. (۱۴۰۸ ق.). شرایع الإسلام. قم: اسماعیلیان.
- ۶۷) محقق داماد، سید مصطفی. (۱۳۸۸). قواعد فقه: بخش مدنی (چاپ نوزدهم). تهران: مرکز نشر اسلامی.
- ۶۸) مراغی، سید میر عبدالفتاح. (۱۴۱۷ ق.). العناوین الفقہیة. قم: دفتر انتشارات اسلامی جامعه مدرسین.
- ۶۹) مدرسی، سید محمدتقی. (۱۳۹۳ ق.). الفقه الإسلامی: قسم المعاملات. بیروت: دارالصادق.

۷۰) مصباحی مقدم، غلامرضا و صفری، محمد. (۱۳۸۸). «بررسی درآمد حاصل از تحمل ریسک از دیدگاه آموزه های اسلامی». اقتصاد اسلامی، سال ۹، شماره ۳۶.

۷۱) معروف حسینی، هاشم. (بی تا). نظریه العقد فی الفقه الجعفری. بیروت: المؤلف.

۷۲) معصومی نیا، غلامعلی. (۱۳۸۹). ابزارهای مشتقه: بررسی فقهی و اقتصادی. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

۷۳) مکارم شیرازی، ناصر و همکاران. (۱۳۷۳). تفسیر نمونه. تهران: دارالکتب الاسلامیه.

۷۴) مکارم شیرازی، ناصر. (۱۴۱۱ق). القواعد الفقهیه. قم: مدرسه امیرالمؤمنین (ع).

۷۵) موسوی بجنوردی، سیدحسن. (۱۴۱۹ق). القواعد الفقهیه. قم: الهادی.

۷۶) موسویان، سیدعباس. (۱۳۷۵). پس انداز و سرمایه گذاری در اقتصاد اسلامی. تهران: دانشگاه شهید بهشتی.

۷۷) موسویان، سید عباس. (۱۳۹۹). بازار سرمایه اسلامی. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

۷۸) موسویان، سیدعباس. (۱۳۹۲). «مبانی فقهی بازارهای پول و سرمایه و کاربردهای آن». معرفت اقتصاد اسلامی. سال پنجم، شماره ۹، صص ۵۷-۷۸.

۷۹) نائینی، میرزا محمدحسین. (۱۴۱۳ق). المكاسب والبیع. قم: دفتر انتشارات اسلامی.

۸۰) نجفی، محمد حسن. (۱۴۰۴ق). جواهر الکلام. بیروت: دار إحياء التراث العربی.

۸۱) نراقی، احمد. (۱۴۱۷ق). عوائد الأيام. قم، دفتر تبلیغات اسلامی.

۸۲) نصیری خوزانی، مصطفی و درودیان، حسنعلی. (۱۳۸۰). جبران خسارت ناشی از نقض قرارداد. (پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، تهران، ایران). بازیابی شده از <https://noordoc.ir/thesis/view/85768?viewType=pdf>

۸۳) نظری چالستری، سمیه؛ فیضی چکاب، غلامنبی. (۱۳۹۸). حقوق و تعهدات اطراف قرارداد بازارگردانی (پایان نامه کارشناسی ارشد). قابل بازیابی از گنج، پایگاه اطلاعات علمی ایران (ایراندک ش. <https://ganj.irandoc.ac.ir/viewer/b9ff9de309f56d172e405157939b2f54?sample=1>)

۸۴) نوروزی، حمید؛ مبین، حجت. (۱۳۹۹). ماهیت حقوقی بازارگردانی و آثار آن در بازار اوراق بهادار (پایان نامه کارشناسی ارشد). قابل بازیابی از گنج، پایگاه اطلاعات علمی ایران (ایراندک ش. <https://ganj.irandoc.ac.ir/viewer/0d340137507d57324e6a9e8dd1b19f42?sample=1>)

85) Abdul-Rahman, Y. (2010). The art of Islamic banking and finance: Tools and techniques for community-based banking. John Wiley & Sons, 1(1), 1-425.

86) Collins, E. F., Hess, D., Maisannes, C., Shanmugam, B., Zaha, R., & Hayat, U. (2009). A primer on Islamic finance. Research Foundation Publications, 2009(6), 1-60.

87) El-Hawary, D., Grais, W., & Iqbal, Z. (2004). Regulating Islamic financial institutions: The nature of the regulated. World Bank Policy Research Working Paper Series, 3227(1), 1-35.

88) Grais, W., & Pellegrini, M. (2006). Corporate governance and shariah compliance in institutions offering Islamic financial services. World Bank Policy Research Working Paper Series, 4054(1), 1-45.

- 89) Grais, W., & Pellegrini, M. (2006). Corporate governance in institutions offering Islamic financial services: Issues and options. *World Bank Policy Research Working Paper Series*, 4052(2), 1-55.
- 90) Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2013). Economic development and Islamic finance. *World Bank Publications*, 1 (1), 1-310 .
- 91) Jobst, A. (2007). The economics of Islamic finance and securitization. *The Journal of Structured Finance*, 13(1), 6-27.
- 92) Ortega Barrales, E. (2012). Lessons from the flash crash for the regulation of high-frequency traders. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 17(4), 1159-1188 .
- 93) Rethel, L. (2010). Whose legitimacy? Islamic finance and the global financial order. *Review of International Political Economy*, 18(1), 75-98.
- 94) Wilson, R. (2012). Corporate governance in Islamic financial institutions. In *Islamic finance in Europe: Towards a plural financial system* (pp. 203-222). Edinburgh University Press.