

Journal of Islamic Law Research

پژوهش‌نامه حقوق اسلامی

A Jurisprudential Analysis of 'Market Making' in the Islamic Capital Market

Authors: Mohammad Hakim | Mohammad Bagher Panahi |
Mohammad Ali Alemi

Stable URL: <https://doi.org/10.30497/law.2026.249507.3936>

تحلیل فقهی «بازارگردانی» در بازار سرمایه اسلامی

نویسندگان: محمد حکیم | محمد باقر پناهی | محمد علی عالمی

پیوند دائمی: <https://doi.org/10.30497/law.2026.249507.3936>



Copyright 2026 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 Law Research* 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 'Market Making' in the Islamic Capital Market

Mohammad Hakim • Assistant Professor, Department of Jurisprudence and Law, Faculty of
Theology, College of Farabi, University of Tehran, Qom, Iran. (Corresponding Author)
mohammad.hakim@ut.ac.ir

Mohammad Bagher Panahi • LLM Student in Jurisprudence and Fundamentals of Islamic
Law, Faculty of Theology, College of Farabi, University of Tehran, Qom, Iran.
mohammad.b.panahi@ut.ac.ir

Mohammad Ali Alemi • LLM Student in Jurisprudence and Fundamentals of Islamic Law,
Faculty of Theology, College of Farabi, University of Tehran, Qom, Iran.
m.a.alemi@ut.ac.ir

Abstract

Context & Objective: Market making has emerged as a pivotal regulatory instrument within capital markets to ensure liquidity, mitigate price volatility, and maintain transaction equilibrium. Despite the rapid expansion of Islamic capital markets, the jurisprudential characterization of market making remains insufficiently explored within the Islamic legal and financial framework. This research addresses the fundamental question of the legal nature of market-making contracts under Islamic law and seeks to determine their validity relative to established doctrinal categories. The objective is to define the legal nature of this financial institution, establish its *Shari'ah* legitimacy, and identify the jurisprudential requirements necessary for its operation.

Method & Approach: The study utilizes a fundamental doctrinal research method with an Islamic legal approach. Data collection is library-based and documentary, drawing from Iranian capital market regulations, civil law principles, and Shi'a jurisprudential sources. The methodology involves a comparative analysis of market making against classical nominate contracts—including *Ju'alah*, *Wakalah*, *Mudarabah*, and *Ijarah al-A'mal*—to discern its distinct legal features. The research further evaluates the legitimacy of the contract



through primary Islamic sources such as the Quran and Sunnah as well as rational principles including the No-Harm (*La-Darar*) rule and the principle of contractual freedom.

Findings: The research demonstrates that the market-making contract does not strictly conform to any classical nominate contract because it requires continuous commitment, the employment of personal capital, and the inherent acceptance of market risk. Consequently, market making is characterized as an innominate (*Aqd-e-Nāmo'ayyan*) and emerging rational contract. Its legitimacy is supported by the Quranic mandates to fulfill all contracts and trade by mutual consent, alongside the legal principle that the default state of contracts is validity. The findings indicate that the validity of these contracts depends on adherence to fundamental Islamic financial prohibitions, including the ban on *Riba*, *Gharar*, and *Maysir*. Furthermore, legitimate market making must involve actual risk-sharing and must be backed by real assets rather than purely speculative or fixed-return mechanisms.

Conclusion: The research concludes that market making is a legitimate and binding institution within Islamic jurisprudence that facilitates market stability and prevents excessive uncertainty. It serves as a practical application of the No-Harm rule by preventing destructive fluctuations and market illiquidity. The study recommends a hybrid market-making model that combines designated obligations with competitive incentives. Policy recommendations include the formulation of specific *Shari'ah* standards by regulatory bodies, the implementation of continuous *Shari'ah* supervision, and the restructuring of market-maker rewards to be based on actual performance and risk-taking rather than guaranteed fixed fees. Such a framework ensures that the market-making institution remains consistent with the ethical and legal pillars of the Islamic financial system.

Keywords: Market Making, Islamic Capital Market, Stock Exchange, Financial Regulation.

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 مبانی حقوق اسلامی، دانشکده الهیات، دانشکده‌گان فارابی، دانشگاه تهران، قم، ایران. mohammad.b.panahi@ut.ac.ir
محمدعلی عالمی • دانشجوی کارشناسی ارشد فقه و مبانی 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 جعالة، 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 «تِجَارَةً عَنْ 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.



مقدمه

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. بازار سرمایه 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 و همکاران، 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 (Iqbal & Mirakhor, 2013; Rethel, 2010)، صنعت مالی اسلامی با چالش مهم شکاف میان نظریه و عمل مواجه است. بسیاری از ساختارها صرفاً صورت معاملات شرعی را رعایت می‌کنند، اما در عمل، مکانیزم‌های مالی متعارف را بازتولید می‌کنند (Collins et al, 2009; Rethel, 2010). در این چهارچوب، «بازارگردانی»^۲ به‌عنوان یکی از ارکان کلیدی بازار سرمایه نقش حیاتی دارد. بازارگردانان مسئول تضمین نقدشوندگی، تثبیت قیمت‌ها و کاهش نوسانات هستند (امین و همکاران، ۱۴۰۱؛ Ortega 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؛ زیرا 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

1. Capital Market
2. Market Making

چهارچوب‌های شرعی و مقررات دقیق برای فعالیت بازارگردانان نقش کلیدی در کاهش نوسانات، ارتقای اعتماد سرمایه‌گذاران و تضمین عملکرد پایدار بازار دارد.

هدف اصلی پژوهش حاضر پاسخ به این پرسش اساسی است که قرارداد بازارگردانی در بازار سرمایه اسلامی از منظر حقوق اسلامی چه ماهیتی دارد و چگونه می‌توان آن را در چهارچوب 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 می‌بخشد.

پیشینه پژوهش: مطالعات پیشین عمدتاً بر ابعاد فنی و عملیاتی بازارگردانی در بازارهای متعارف متمرکز بوده (Ortega Barrales, 2012؛ فدایی‌نژاد و کامل‌نیا، ۱۳۹۰؛ شهاب‌لواسانی و مرشدبابایی، ۱۳۹۹) یا به صورت کلی به مباحث حاکمیت شرکتی و انطباق با شریعت در نهادهای مالی اسلامی پرداخته‌اند (موسویان، ۱۳۹۲؛ حسینی مقدم، ۱۳۹۸؛ El-Hawary et al, 2004؛ Grais & Pellegrini, 2006؛ Wilson, 2012) بدون آنکه نهاد بازارگردانی به‌طور خاص و با رویکرد فقهی و 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، تمام مطالعات موجود به‌طور جامع احصا و تحلیل شده‌اند تا جایگاه پژوهش و تمایز آن با دیگر پژوهش‌ها روشن شود. 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 است و به‌ویژه با توجه به غیرتخصصی بودن تنها اثر فقهی موجود، سهم معناداری در رفع خلأهای فقهی و حقوقی اسلامی ادبیات بازارگردانی ایفا می‌کند.

در حوزه کتاب‌ها، راهنمای حقوقی بازارگردانی در بورس (عباسی و همکاران، ۱۴۰۲)، بازارگردانی را از حیث حقوقی تحلیل 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، 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 کیشادی و حسن‌زاده، ۱۴۰۱)، به‌رغم 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 چالشتی 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، ۱۳۹۹)، ماهیت بازارگردانی صرفاً از منظر حقوقی بررسی شده و ذیل تعهدات تنها به‌صورت بسیار مختصر به برخی الزامات شکلی اشاره شده درحالی‌که 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 و همکاران، 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.

درمجموع، 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 است 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^۱، 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 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 «...تجارة عن تراضٍ...»، روایات مانند «المؤمنون عند شروطهم» و قواعد لاضرر و غرر، مشروعیت قرارداد به عنوان عقد نامعین اثبات شده و سازوکارهای حقوقی آن با توجه به اصل آزادی قراردادها، قواعد عمومی قراردادها و مقررات بازار سرمایه تحلیل شده است. نهایتاً، با تحلیل دقیق، توصیف جامع و استخراج چهارچوب بومی بازارگردانی اسلامی در قالبی منسجم، الگوهای عملی محدود 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 چهارچوب 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 گیرد.

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» در ادبیات اقتصادی به مدیریت بازار^۲ اطلاق می‌شود. در تعریف حقوقی این پژوهش، بازارگردانی واسطه‌گری در معاملات و خرید دارایی به نام خود و فروش مجدد آن در

1. Market Maker
2. Market Management

بازار سرمایه است. این فعالیت مالی کلان با تمرکز بر مدیریت بازار و نقدشوندگی انجام می‌شود. بازارگردان 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 می‌کند و مانع نوسانات شدید می‌شود. برخلاف سیدگردان‌ها، بازارگردان‌ها معمولاً با ناشران اوراق یا سازمان بورس قرارداد دارند نه سرمایه‌گذاران خرد. بر اساس بند چ 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 کند 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

بازارگردان یکی از نهادهای عملیاتی کلیدی در بازار سرمایه، متعهد به ارائه مستمر قیمت خرید و فروش اوراق خاص و تضمین نقدشوندگی است (Ortega Barrales, 2012). ویژگی‌های کلیدی او عبارت‌اند 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 (Ortega Barrales, 2012). باین حال، این نهاد با چالش‌هایی مانند خطر خروج در شرایط بحرانی، تعارض منافع، نیاز به نظارت و تعادل میان تعهدات و انگیزه‌ها مواجه است (Ortega 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 و فرابورس ایران (مصوب ۱۴۰۰)

سازمان بورس و اوراق بهادار تهران دستورالعمل بازارگردانی را نخستین بار در ۸ دی ۱۳۸۸ با ۲۴ ماده، ۵ تبصره و ۳ پیوست تصویب و در ۲۴ مهر ۱۴۰۰ با ۳۰ ماده و ۲۷ تبصره جایگزین کرد و چهارچوب 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 را ارائه دهد مشروط بر رعایت حد مجاز و تأیید نهاد ناظر (ماده ۲۱). ماده ۲۷، ضمانت اجرای 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 با امکان تمدید تنها با موافقت معاونت نظارت و اطلاع‌رسانی فوری کرده است.

۴.۱.۱. مدل‌های بازارگردانی

بازارگردانی می‌تواند به سه مدل انجام شود.

- الف. مدل بازارگردانی تعیین‌شده^۱: یک یا چند نهاد به‌عنوان بازارگردان رسمی اوراق خاص تعیین می‌شوند و برای نقدشوندگی تعهد دارند که مزایای آن، تعهد و پاسخ‌گویی واضح و ثبات در بحران و محدودیت‌های آن احتمال انحصار، هزینه بالاتر ناشران و محدودیت رقابت است.
- ب. مدل رقابتی^۲: چند معامله‌گر بدون تعهد رسمی نقدشوندگی را ارائه می‌کنند که مزایای آن شامل رقابت بیشتر، اسپرد کمتر و انعطاف و کارایی در شرایط عادی و محدودیت‌های آن شامل بی‌ثباتی در بحران (مانند Flash Crash)، فقدان تعهد تثبیت بازار و احتمال دست‌کاری می‌شود (Ortega Barrales, 2012).
- ج. مدل ترکیبی^۳: ترکیب بازارگردانان تعیین‌شده و معامله‌گران رقابتی که مزایای آن توازن ثبات و کارایی، رقابت در شرایط عادی، تعهد در بحران و انعطاف‌پذیری و محدودیت‌های آن پیچیدگی تنظیم‌گری و نیاز به هماهنگی دقیق است.

1. Designated Market Maker
2. Competitive Model
3. Hybrid Model

۵.۱.۱. روش‌های بازارگردانی

بازارگردانی با روش‌های متعددی انجام می‌شود که مزایا، محدودیت‌ها و کارکردهای متفاوتی دارند و انتخاب آن‌ها تابع نقدشوندگی، حجم معاملات و ساختار نماد است.

الف. مبتنی بر حراج ناپیوسته^۱: معاملات دوره‌ای در زمان مشخص انجام و سفارش‌ها در پیش‌گشایش جمع‌آوری می‌شوند. پس از تعیین قیمت تعادلی، معامله انجام می‌شود که مزایای آن شامل ارتقای شفافیت، کشف منصفانه قیمت و کاهش نوسانات و محدودیت‌های آن شامل کاهش سرعت و نقدشوندگی معاملات، تأخیر در واکنش به اخبار، و احتمال عدم تعادل یا نوسان قیمت تعادلی می‌شود.

ب. مبتنی بر سفارش پیوسته^۲: بازارگردان در تمام ساعات معاملاتی، سفارش‌ها را لحظه‌ای وارد سامانه می‌کند که مزایای آن نقدشوندگی بالا، کشف لحظه‌ای قیمت و کنترل نوسانات و محدودیت‌های آن ریسک بالاتر برای بازارگردان است.^۳

ج. مبتنی بر نقدینگی هدفمند^۴: بازارگردان منابع را در زمان‌ها یا شرایط خاص به‌کار می‌گیرد که مزایای آن شامل انعطاف و استفاده بهینه از منابع می‌شود و محدودیت آن وابسته بودن به تشخیص صحیح زمان مداخله است.^۵

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)، اسپرد حداکثر^۶

1. Call Auction-Based Market Making

2. Continuous Order-Based Market Making

۳. 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.

4. Targeted Liquidity Market Making

۵. این مدل در منابع قانونی صریحاً ذکر نشده است، 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.

6. Maximum Spread

(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 چهارچوب 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؛ شهید ثانی، ۱۴۱۳ق، ج ۳، ص. ۳۱۶؛ Collins et al, 2009; Jobst, 2007; Iqbal & Mirakhor, 2013). برخی تعاریف، کل معامله‌های متضمن زیاده را ربا می‌دانند (کرکی، ۱۴۱۴ق، ج ۴، ص. ۲۶۵؛ شهید ثانی، ۱۴۱۳ق، ج ۳، ص. ۳۱۶) درحالی‌که اقتصاددانان ربا را محدود به قرض می‌کنند (موسویان، ۱۳۷۵، ص. ۶۲). حرمت ربا مستند به قرآن و سنت، ضروری دین و اجماع است (بقره، آیه ۲۷۵؛ حر عاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۱۸، ص. ۱۱۷؛ حلی (علامه)، ۱۴۱۴ق، ج ۱۰، ص. ۱۳۳؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۳، ص. ۳۳۲) و فقه اسلامی هر ربای قرضی و معاملی را در 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 می‌شود و ریسک قیمت را می‌پذیرد. بنابراین، ربای قرضی منتفی است (El-Hawary et al, 2004; Ortega 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

بطران معاملات غرری بر اساس روایت «نَهَى النَّبِيُّ عَنْ بَيْعِ الْغَرَرِ» مورد اجماع فقهاست (حر عاملی، 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، صص. 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، ۱۴۱۷ق، 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; Ortega Barrales, 2012). نوسانات شدید قیمت و صف‌های طولانی نیز مصداق جهالت مفرط و غرر است. ازاین‌رو 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 (مائده، آیه ۹۰؛ شهید ثانی، ۱۴۱۳ق، ج ۱۴، ص. ۱۷۶؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۲، ص. ۱۰۹؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۴۱، ص. ۴۵؛ انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۱، ص. ۳۷۱). از آنجاکه میسر مبتنی بر حدس و گمان فاقد پشتوانه واقعی است (Collins et al, 2009)، تنها معاملاتی مشروع‌اند که بر دارایی واقعی استوار باشند. ازاین‌رو 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» (حر عاملی، 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، ۱۴۱۱ق، ج ۱، ص. ۲۸). هرچند عموماتی چون «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 مانند Flash Crash آمریکا (Ortega 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; Ortega Barrales, 2012). همچنین، هرچند قاعده تسلیط حق تصرف مشروع در اموال را تضمین می‌کند (احسائی، ۱۴۰۵ق، ج ۱، ص. ۲۲۲؛ Rethel, 2010; Collins et al, 2009)، 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، آیه ۲۹)، هرگونه تصرف یا تملک اموال بدون سبب عقلایی و مشروع را باطل می‌داند (طبرسی، ۱۳۷۲ق، ج ۳، ص. ۵۹؛ طباطبائی، ۱۴۱۸ق، ج ۴، ص ۳۱۷؛ خویی، ۱۳۷۷ق، ج ۲، ص. ۱۲۳؛ موسوی بجنوردی، ۱۴۱۹ق، ج ۵، ص. ۲۱۵؛ حائری، ۱۴۲۳ق، ج ۱، ص. ۲۲۷؛ خمینی (امام)، ۱۴۲۱ق، 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 (خمینی (امام)، ۱۴۲۱ق، 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 است. 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 تعهد را ثابت کند (نصیری خوزانی و درودیان، ۱۳۸۰، ص. ۱۲۶؛ کاتوزیان، ۱۳۷۴، ج ۴، 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، صص. 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 دارد. 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 جزو 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، اگر تلف یا ضرر، مستقیم به فعل شخص منتسب باشد، ضمان بدون اثبات قصد یا تقصیر تحقق می‌یابد (مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص. ۴۳۴؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۷، ص. ۳۲۲؛ حلی (محقق)، ۱۴۰۸ق، ج ۴، صص. 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، صص. ۱۱۸ و ۱۲۰؛ کاتوزیان، ۱۳۷۳، ص. ۱۳۶؛ حلی (محقق)، ۱۴۰۸ق، ج ۴، ص. ۲۳۷؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۳۷، صص. ۴۶ و ۵۳؛ مکارم شیرازی، ۱۴۱۱ق، ج ۲، صص. 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 و 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). در 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 بالمباشرة و تسبیب قابل تحلیل است و با یافته‌های مالی نیز همسوست (Collins et al, 2009; Ortega, Barrales, 2012). ترک فعل‌های ممنوع - مانند عدم ورود سفارش، عدم ترمیم حداقل سفارش یا خروج از نقش تثبیتی (مواد ۱۲، ۱۵، ۱۸، ۲۴ و 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^۱

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

۳.۱. تطبیق اصول بنیادین مالی اسلامی بر بندبند 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 ۱۴۰۰/۵/۱۸ و با رعایت اصول مالی اسلامی ازجمله تحمل ریسک واقعی، منع سود تضمین‌شده و منع معاملات صوری بین اشخاص زیر منعقد می‌شود. ناشر/تأمین‌کننده 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 تضمین‌شده 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 می‌شود).

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 می‌شود).

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

(تحلیل: تعیین حداکثر اسپرد از ایجاد نوسان مصنوعی جلوگیری می‌کند و با اصل لاضرر همخوانی دارد).

۶. نقدشوندگی: قابلیت انجام معامله حداقل حجم تعیین‌شده 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 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 است.

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

فصل سوم: پارامترها و تعهدات عددی بازارگردانی

بازارگردان متعهد می‌شود در هر روز معاملاتی

۱. حداقل... سفارش خرید و... سفارش فروش را به‌صورت هم‌زمان در سامانه معاملات ثبت کند.

(تحلیل: الزام به ثبت هم‌زمان سفارش‌ها به شفافیت و نفی غرر کمک می‌کند).

۲. حداقل حجم هر سفارش برابر ۱۰۰۰ سهم باشد (یا معادل حداقل سفارش انباشته مصوب بورس، هرکدام بیشتر باشد).

(تحلیل: تعیین حجم مشخص، شفافیت و نفی غرر را تضمین می‌کند).

۳. حداکثر اختلاف بین بهترین قیمت خرید و فروش از ۳ درصد قیمت مرجع روز قبل تجاوز نکند مگر با مجوز بورس.

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

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

(تحلیل: حضور فعال بازارگردان باعث تحقق نقدشوندگی واقعی و تسهیم ریسک واقعی می‌شود).

۵. همه 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 هریک از تعهدات فوق، حسب مورد، مصداق عدم ایفاء تعهدات بازارگردانی تلقی می‌شود.

(تحلیل: شفافیت تبصره باعث قابل پیگیری بودن تخلف و جلوگیری از ضرر و غرر می‌شود).

فصل چهارم: الزامات عملیاتی و مالی اسلامی (این فصل در قراردادهای متداول موجود نیست)

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 می شود.

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

۴. منع معاملات صوری و دستکاری قیمت: هرگونه سفارش غیر واقعی، معاملات صوری یا ایجاد نوسان مصنوعی ممنوع است و تخلف شرعی و قانونی محسوب می شود.

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

(تحلیل: فصل چهارم خود از 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 کند که همواره قادر به ایفاء 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 می کند بازارگردان مسئولیت ریسک واقعی خود را بپذیرد و مطابق با لاضرر است).

۳. همه عملیات صرفاً از طریق کد اختصاصی بازارگردانی انجام می شود.

(تحلیل: شفافیت در کد معاملاتی از معاملات صوری و غرر جلوگیری می کند).

فصل ششم: گزارش دهی و پایش

۱. بازارگردان موظف است روزانه حداکثر تا ساعت... گزارش سفارش ها، معاملات، اسپرد،

حجم باقی‌مانده و عملکرد را ارائه کند.

(تحلیل: شفافیت روزانه باعث کاهش غرر و معاملات غیرواقعی 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. همه گزارش‌ها باید در سامانه رسمی بورس ثبت شوند 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 طولانی‌مدت 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

رباست).

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 رباست).

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 و حقوقی قرارداد بازارگردانی و تعیین ماهیت آن، می‌توان آن را با برخی از عقود معین در فقه و حقوق اسلامی مقایسه کرد.

۲.۱. جعالة

«جعالة» 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 می‌کند (Collins et al, 2009؛ ماده ۵۶۱ قانون مدنی).

قرارداد بازارگردانی از برخی جهات شبیه عقد جعالة است؛ زیرا ناشر یا بورس در برابر ایفای نقش بازارگردان در تنظیم بازار و افزایش نقدشوندگی، پاداش یا اجرت پرداخت می‌کند. با این حال، تفاوت‌های بنیادی مهمی دارند.

الف. بازارگردان برخلاف عامل در جعالة، فعالیتی مستمر و روزانه دارد و اجرت او بر اساس عملکرد پیوسته و نه تحقق یک نتیجه واحد پرداخت می‌شود و علاوه بر خدمت، با سرمایه خود وارد معاملات می‌شود و ریسک نوسانات قیمت را می‌پذیرد که امری فراتر از ساختار سنتی جعالة است.

ب. جعالة عقدی جایز محسوب می‌شود (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۳۵، ص. ۱۹۲) درحالی‌که قرارداد بازارگردانی غالباً لازم و غیرقابل فسخ یک‌طرفه است. بنابراین، تطبیق بازارگردانی با جعالة از حیث خدمت‌محور بودن قابل دفاع است، اما به دلیل این تفاوت اساسی، ناقص ارزیابی می‌شود.

ج. در ماهیت جعالة میان فقها اختلاف نظر وجود دارد. برخی آن را «عقد» دانسته‌اند (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 کرده‌اند 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 ماهیت متفاوتی است. به این ترتیب، ماهیت جعاله در عمل متغیر است 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 تمام شرایط و حالات، ساختار قراردادی لازم و تداوم فعالیت را حفظ می‌کند. 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 می‌کرد و متناسب با وضعیت بازار یا شرایط قرارداد، به صورت متغیر تحقق می‌یافت در حالی که خلاف این مسئله محرز شد.

د. در جعاله، برخلاف مشهور (شهید ثانی، ۱۴۱۳ق، ج ۱۱، ص. ۱۵۲؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۳۵، صص. ۱۹۳-۱۹۵)، مطابق آنچه منقول از بعضی فقهاء است، ضرورتی ندارد که میزان کار و جعل به طور کامل معلوم باشد (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۶، صص. ۳۵۸-۳۵۹؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، 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 شیوه انجام عمل و میزان اجرت جهت رفع غرر کافی است (خامنی (امام)، ۱۳۹۲، ج ۱، ص. ۵۸۸).

هـ. از حیث ضمانت نیز برخی فقهاء 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). بازارگردانی با توجه به ویژگی‌های خاص مانند استمرار فعالیت، ورود سرمایه و تحمل ریسک و لزوم قرارداد، از ساختار سنتی جعاله متمایز می‌شود. 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 می‌کند (ماده ۶۵۶ قانون مدنی؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۷، ص. ۳۴۷؛ AbdulRahman, 2010; Collins et al, 2009).

از دیگر سو، حقوق دانان، 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 گاه بازارگردان نماینده ناشر یا بورس در معاملات تلقی می‌شود و بازارگردان به عنوان 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 نیز وجود دارد از جمله در وکالت، وکیل معمولاً با سرمایه موکل عمل می‌کند و تنها مستحق اجرت الوکاله است در حالی که 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 حالی که بازارگردان ذاتاً ریسک بازار را می‌پذیرد و زیان‌های احتمالی بر عهده وی است. وکالت عقدی جایز است (خیمینی (امام)، ۱۳۹۲، ج ۲، ص ۴۵)، اما بازارگردانی با تعهدات مستمر و لازم تعریف می‌شود. 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 (شهید ثانی، ۱۴۱۳ق، ج ۴، ص. ۳۴۳؛ نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۶، ص. ۳۳۶).

در بازارگردانی نیز نوعی فعالیت تجاری و تحقق سود وجود دارد، اما ساختار رابطه متفاوت است؛ زیرا بازارگردان برخلاف مضارب، سرمایه‌گذار اصلی است نه عامل سرمایه‌گذار. علاوه بر این، 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 درحالی‌که در مضاربه، سودآوری هدف محوری به شمار می‌رود.

همچنین، در مضاربه برخلاف بازارگردانی، دادوستد به نام عامل و به‌وسیله 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 است. از دیگر سو، طبق ماده ۵۴۷ قانون مدنی و تصریح فقها (حر 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. علاوه‌براین، 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 کل 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، بی‌تا، ص ۱۱۲) که در آن منفعت عمل انسان در برابر اجرت مشخص به تملک در می‌آید (خمینی (امام)، ۱۳۹۲، ج ۱، ص. ۶۰۶؛ خویی، بی‌تا: 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. باوجوداین، منفعت مورد اجاره در بازارگردانی به‌روشنی قابل اندازه‌گیری و تملک نیست و اجرت نیز غالباً ثابت نیست و به رفتار بازار وابستگی مستقیم دارد. علاوه‌براین، اجیر معمولاً ریسک مالی مستقلی نمی‌پذیرد، اما بازارگردان ذاتاً ریسک‌پذیر است و سرمایه او درگیر معاملات است. لذا این مقایسه از جهت خدمت‌محوری قابل قبول به‌نظر می‌رسد، اما تمام الزامات اجاره عمل را پوشش نمی‌دهد.

۵.۲. سایر عقود

سایر عقود مشابه مانند بیع تعهدی، قراردادهای دلالی، حق‌العمل‌کاری و عاملی و ضمان نیز قابل بررسی‌اند، 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 قانون تجارت) که نقش واسطه دارد، بازارگردان مستقیم وارد معامله می‌شود و با هدف تنظیم بازار اقدام می‌کند و برخلاف حق‌العمل‌کار (ماده ۳۵۷ قانون تجارت) و عامل، معاملات را به نام خود و با منابع خود انجام می‌دهد و رابطه‌ای مشابه نمایندگی یا حق‌العمل‌کاری ایجاد نمی‌کند (ستوده تهرانی، ۱۳۹۰، ص. ۵۲؛ قنوتی و عیسایی تفرشی، ۱۳۸۰، ص. ۷۱). نهایتاً، بازارگردانی با عقد ضمان متفاوت است؛ زیرا در آن نقل یا ضم ذمه رخ نمی‌دهد (ماده ۶۹۸ قانون مدنی؛ ماده ۴۰۲ قانون تجارت).

جمع‌بندی: با توجه به تطبیقات، قرارداد بازارگردانی در بازار سرمایه اسلامی با هیچ‌یک از عقود معین فقهی به‌طور کامل منطبق نیست و هیچ عقدی به‌تنهایی قادر به تبیین ماهیت آن نیست. بازارگردانی به‌عنوان عقدی مستقل و نوظهور، ترکیبی از خدمت، سرمایه‌گذاری و پذیرش ریسک است و باید تحت قالب عقد غیرمعین، ذیل اصل «اوفوا بالعقود» و ماده ۱۰ قانون مدنی تحلیل شود. مطابق جدول زیر، 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 تنظیم‌گرایانه با اثر عمومی» موجب خروج آن از قالب عقود کلاسیک می‌شود. در ادامه، تمام این مطالب به همراه تحلیل قیاسی در دو جدول ارائه می‌شود.

جدول «یک»: جمع‌بندی شباهت‌ها و تفاوت‌های بازارگردانی با عقود معین

بعد تحلیل قیاسی	جعاله	وکالت	مضاربه	اجاره عمل	سایر عقود	بازارگردانی
طرفین	جاعل/عامل	موکل/وکیل	رب‌المال/مضارب	مستأجر/اجیر	متعهد/متعهدله یا واسطه	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 نتیجه‌محور	نیابتی	مشارکتی	خدمت شخص معین	تعهد یا وساطت موردی	تعهد مستمر معاملاتی
منیع سرمایه	بدون سرمایه عامل	سرمایه موکل	سرمایه رب‌المال	بدون سرمایه اجیر	غالباً بدون سرمایه مستقل	سرمایه بازارگردان
تحمل ریسک	بر عهده 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 عملکردمحور
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 تنظیم‌گرایانه
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

عقود معین	شباهت	تفاوت	قیاس
جعاله	بازارگردان مانند عامل جعاله خدمت ارائه می‌دهد و اجرت دریافت می‌کند.	بازارگردانی مستمر و روزانه است، اجرت بر اساس عملکرد پیوسته و نه نتیجه واحد است، سرمایه شخصی وارد می‌کند و ریسک بازار را می‌پذیرد. عقد جعاله جایز است، ولی بازارگردانی لازم است.	از آنجاکه تعهد مستمر، تحمل ریسک و سرمایه شخصی در جعاله وجود ندارد، بازارگردانی قابل فروکاست به جعاله نیست.
وکالت	بازارگردان گاه نماینده ناشر/بورس است و کارمزد دریافت می‌کند.	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.	از آنجاکه لزوم، تعهد مستمر و ریسک بازار در وکالت وجود ندارد، بازارگردانی قابل فروکاست به وکالت نیست.
مضاربه	هر دو فعالیت تجاری و با هدف کسب درآمد دارند	مضارب سرمایه مالک را مدیریت می‌کند و سودمحور است. بازارگردان سرمایه خود را وارد می‌کند، زیان و ریسک مستقیم بر عهده اوست، هدف اصلی، تنظیم بازار و نقدشوندگی است و اجرت مستقل از سود مشاع دارد.	از آنجاکه ماهیت، ریسک، هدف و ورود سرمایه در مضاربه متفاوت است، بازارگردانی قابل فروکاست به مضاربه نیست.
اجاره عمل	ارائه خدمت/عمل در برابر دریافت اجرت	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.	از آنجاکه اجرت متغیر، ریسک و سرمایه شخصی در اجاره عمل وجود ندارد، بازارگردانی قابل فروکاست به آن نیست.
سایر عقود	تعهد به خرید و فروش یا انجام فعالیت مشخص	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.	از آنجاکه اجتماع تعهد مستمر، ریسک، سرمایه شخصی و هدف تنظیم‌گرایانه در سایر عقود وجود ندارد، بازارگردانی قابل فروکاست به هیچ‌یک از این عقود نیست.

۳. قرارداد بازارگردانی به مثابه عقد نامعین

این نوع قراردادها دارای ساختار 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 کرد.

۱.۳. مبانی فقهی صحت بازارگردانی در قالب عقد نامعین

فقیهان 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 شوند. از این رو لازم است مبانی فقهی صحت قراردادهای نوپدید بررسی شود؛ مبانی‌ای که با اتکا به اطلاقات قرآنی، روایات معتبر و سیره عقلایی، مشروعیت و لزوم چنین قراردادهایی را اثبات می‌کنند.

۱.۱.۳. آیه «...أوفوا بالعقود...» (مائده، آیه ۱)

آیه شریفه «یا ایها الذین آمنوا أوفوا بالعقود...» 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، بی‌تا، 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 نو ظهور و عقلایی در هر زمان و مکان را نیز دربرمی‌گیرد. در نتیجه، قرارداد بازارگردانی نیز به عنوان 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، ۱۴۲۰ق، 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 موسع از آیه «...اوفوا بالعقود...» که همه قراردادهای را مشمول وجوب وفا می‌داند، برداشت مضیقی 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 (خمينی (امام)، 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 شناخته شده 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 قراردادهای 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؛ به ویژه آنکه آیه شامل غایبان و نسل‌های آینده نیز است. افزون‌براین، 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. 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. افزون‌براین،

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 «...تِجَارَةُ عَنْ تَرَاضٍ...» (نساء، آیه ۲۹)

بازارگردانی به عنوان 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 تجارةً عن تراضٍ...» به عنوان یکی از مهم‌ترین ادله شرعی در اثبات صحت قراردادهای نوپدید (موسویان، ۱۳۹۲)، دلیل مشروعیت قرارداد بازارگردانی نیز به شمار می‌آید؛ زیرا واژه «اکل» 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؛ خویی، ۱۳۷۷، ج ۲، ص. ۱۲۳؛ موسوی بجنوردی، ۱۴۱۹ق، ج ۵، ص. ۲۱۵). اگر «اکل» به معنای «تملک» باشد، مدلول آیه آن است که هر تجارتی که بر پایه تراضی واقع شود (مانند 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 «اکل» به معنای «تصرف» باشد، باز هم مدلول آیه بر صحت قراردادهای عقلایی موجب تصرف دلالت دارد (شهید ثانی، ۱۴۱۳ق، ج ۲، صص. ۱۰۶-۱۰۷؛ حائری، ۱۴۲۳ق، ج ۱، صص. 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 (خمینی (امام)، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص. ۱۰۰). بر این اساس، قرارداد بازارگردانی مصداقی روشن از «تجارة عن تراض» محسوب می‌شود. از دیگر سو، واژه «باطل» در آیه نیز در معنای عرفی خود به کار رفته است (خمینی (امام)، 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 می‌شود (خمینی (امام)، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص. ۱۰۰). تقابل «باطل» با «تجارة 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» (حر عاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۲۱، ص. ۲۷۶)، واژه «شرط» در لغت به معنای الزام و التزام دانسته شده است (زبیدی، ۱۴۱۴ق، ج ۱۰، ص. ۳۰۵). باین حال، مشهور فقها دلالت روایت را ناظر به شروط ضمن عقد تلقی کرده‌اند و الزامات ابتدایی را خارج از شمول آن می‌دانند (انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۵، ص. ۲۱؛ خمینی (امام)، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص. ۱۳۶). براین 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 موسعی از روایت ارائه داده و آن را شامل مطلق الزامات و التزامات عقلایی دانسته‌اند (خمینی (امام)، 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 (خمینی (امام)، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص. ۸۶). افزون‌براین، 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 عمومات به واسطه اجماع (معروف حسینی، بی تا، ص. ۴۲۴)، تلقی شرط ابتدایی به عنوان وعده غیرالزام‌آور (گیلائی، ۱۳۷۹، ص. ۲۸۳) و لزوم ذکر شرط به عنوان رکن عقد (مدرسی، ۱۳۹۳ق، ص. ۲۲۲) از دیگر ادله این دیدگاه است.

در پاسخ، نخست باید میان شرط ابتدایی یک تعهدی و دوتعهدی تفکیک کرد؛ زیرا شرط ابتدایی دوتعهدی، ماهیتاً در حکم عقد مستقل بوده و مشمول عمومات 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 (خمینی (امام)، ۱۴۲۱ق، ج ۵، ص. ۲۲؛ خویی، ۱۳۷۷، ج ۷، ص. ۳۵۳). سوم، وعده‌های انشایی متضمن تعهد الزام‌آور، از منظر فقهی لازم‌الوفا بوده و از وعده محض خارج‌اند (نراقی، ۱۴۱۷ق، ص ۴۴) که این ویژگی در قرارداد بازارگردانی به‌روشنی وجود دارد. افزون‌براین، شرط همواره رکن عقد محسوب نمی‌شود و عدم ذکر آن در متن عقد، لزوماً به بطلان نمی‌انجامد (مدرسی،

۱۳۹۳ق، ص. ۲۲۲).

افزون‌براین، می‌توان با تحلیل قرارداد بازارگردانی در قالب مجموعه‌ای از شروط ضمن عقد عقود مشابه و با رعایت عدم مخالفت با مقتضای ذات عقد، به تدریج تفاوت‌ها را کاهش داد 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 است و نیازمند تفسیرهای بعید یا تحمیل هزینه‌های اضافی بر قانون‌گذار نیست.

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

۴.۱.۳. سیره عقلا

عقلا در هر عصر، قراردادهای نوظهوری را برای رفع نیازهای اقتصادی و تعاملات مالی-اجتماعی خویش وضع می‌کنند. بازارگردانی نیز دقیقاً در همین چهارچوب قرار می‌گیرد. از آنجاکه 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 ازجمله قرارداد بازارگردانی در بازار سرمایه تردید شود. در چنین مواردی، «اصل لزوم قراردادها» راهگشاست. 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 (حلی (علامه)، ۱۴۱۳ق، ج ۵، ص. ۶۴؛ شهید اول، بی‌تا، ج ۲، ص. ۲۴۲؛ مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص. ۱۳۶؛ انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۳، ص. ۵۳؛ کاشف‌الغطا، ۱۳۵۹ق، ج ۱، ص. ۹۸؛ خمینی (امام)، ۱۴۲۱ق، ج ۴، ص. ۲۳؛ خویی، ۱۳۷۷، ج ۴، ص. ۱۸).

فقیهان برای اثبات اصل لزوم قراردادها به ادله متنوعی - ازجمله آیات «...أوفوا بالعقود...» و

آیه «...تجارة عن تراض...» (انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۵، صص. ۱۹-۲۰؛ نایینی، ۱۴۱۳ق، ج ۱، ص. ۱۸۰؛ موسوی بجنوردی، ۱۴۱۹ق، ج ۵، صص. ۲۱۴-۲۱۵؛ خمینی (امام)، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص. ۱۷۰)، حدیث «لا یحلّ دم امرئ مسلم ولا ماله إلا بطیبة نفسیه» (حر عاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۱۴، ص. ۵۷۳؛ انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۱، صص. 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.

براین‌اساس، 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 - به‌عنوان 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 ادله‌ای چون آیات «...تجارة عن تراض...» و «...أوفوا بالعقود...» و روایات «الناس مسلطون علی أموالهم»، «المؤمنون عند شروطهم» و «لا ضرر ولا ضرار» استوار است (Rethel, 2010; Collins et al, 2009) - و قواعد آمره مبتنی بر نظم عمومی و اخلاق حسنه. به عبارتی، اصل بر غیرآمره بودن قواعد و مقررات است و نیازمند دلیل است 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 استثنایی 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، ج ۱، ص. ۹۵). «قانون بازار اوراق بهادار» (مصوب ۱۳۸۴)، «دستورالعمل فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» (مصوب ۱۴۰۰) و آیین‌نامه‌های مربوطه چون جنبه اجتماعی و عمومی پیدا می‌کنند و

مستقیماً در بازار اثرگذار هستند، از قواعد آمره به شمار می‌روند، اما در مواردی که این دستورالعمل ساکت یا امکان تشخیص امری بودن قاعده مشکل بود، باید مطابق اصل ۱۶۷ قانون اساسی به منابع و فتاوی معتبر مراجعه کرد؛ زیرا مسئله مهمی است و نمی‌توان به اجمال فروگذار شد.

بنابراین، فقه اسلامی و حقوق ایران با نوآوری در قراردادهای - در صورت رعایت موازین شرعی و عدم مخالفت با قواعد آمره- انعطاف‌پذیری کاملی دارد و می‌تواند با نیازهای مدرن بازارهای مالی از جمله بازارگردانی همگام شود.

بازارگردانی اوراق بهادار نهادی است در تلاقی حقوق خصوصی و حقوق عمومی اقتصادی؛ زیرا فعالیت آن بر قراردادهای خصوصی مبتنی است (مواد ۴، ۸ و 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 می‌شوند (مواد ۵، ۱۴، ۱۹ و ۲۷). از آنجاکه این قواعد ذیل حقوق عمومی اقتصادی بازار سرمایه محسوب می‌شوند، هرگونه تعارض قراردادهای خصوصی با آن‌ها موجب عدم اعتبار یا محدودیت در اجرای نوآوری‌ها می‌شود. بنابراین، قواعد آمره حقوق عمومی اقتصادی به دلیل نقش حاکمیتی و نظم‌آفرینی در بازار، بر قراردادهای خصوصی مقدم‌اند و محدودیت نوآوری در فقه و حقوق خصوصی را موجب می‌شوند. در نتیجه، تحلیل بازارگردانی تنها در چهارچوب ترکیبی حقوق خصوصی و عمومی اقتصادی، جامع و دقیق خواهد بود.

همچنین، بازارگردانی - طبق ماده ۱۹۰ قانون مدنی - منوط به رعایت شرایط عمومی صحت عقد است که در این قرارداد عموماً برقرار بوده و عبارت از موارد زیر است.

الف. قصد و اراده و رضا (ماده ۱۹۰ قانون مدنی؛ شهیدی، ۱۳۹۶، صص. ۵۵-۵۷): طرفین با اختیار و آگاهی قرارداد را منعقد می‌کنند (Collins et al, 2009).

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

ج. مشروعیت جهت و موضوع قرارداد (مواد ۱۹۰، ۲۱۷ و ۹۷۵ قانون مدنی): 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 بعد، 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 سایر آیین نامه هاست. ه. امکان اجرا: تعهدات بازارگردان همان طور که گذشت، طبق ماده ۱۰ قانون مدنی، مبتنی بر اصول مالی اسلامی است و در چهارچوب قواعد آمره و حقوق عمومی اقتصادی قابلیت عملیاتی سازی و نظارت پذیری دارد (El-Hawary et al, 2004; Barrales, 2012).

نتیجه گیری

پژوهش حاضر در راستای پاسخ به پرسش اساسی خود - یعنی قرارداد بازارگردانی در بازار سرمایه اسلامی چه ماهیت حقوقی دارد و چگونه می توان آن را در چهارچوب 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 مانند جعاله، وکالت، مضاربه، اجاره عمل و سایر 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، آیه ۱) و «...تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ...» (نساء، آیه ۲۹)، روایات نبوی (صلی الله علیه و آله) مانند «المؤمنون عند شروطهم»، قاعده سلطنت، سیره عقلا و اصل لزوم قراردادهای به طور قاطع اثبات می شود.

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 و تحقق قاعده لاضرر و ارتقای عدالت معاملاتی، در بازار سرمایه اسلامی مشروع قلمداد می‌شود؛ البته برخی مصادیق و مدل‌های بازارگردانی (مثلاً مبتنی بر ابزارهای مشتقه پریسک یا تضمین سود) می‌توانند همچنان نامشروع باشند و مشروعیت نهاد، منوط به طراحی صحیح قرارداد (نسخه پیشنهادی قرارداد بازارگردانی مبتنی بر اصول مالی اسلامی، قوانین و دستورالعمل‌های بازارگردانی و نمونه‌های واقعی موجود، طراحی و ارائه شد) و نظارت جدی است.

۵. مدل مطلوب بازارگردانی اسلامی، یک مدل ترکیبی است که در شرایط عادی از رقابت چندین بازارگردان بهره می‌برد و در شرایط بحرانی بر تعهد بازارگردان تعیین شده با نظارت مستمر شرعی تکیه می‌کند. بنابراین، پیشنهادهای سیاستی این است که شورای فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار موظف شود «استاندارد فقهی قرارداد بازارگردانی» را تدوین و ابلاغ کند (نسخه پیشنهادی از قرارداد که در پژوهش طراحی و ارائه شد، در این راستا می‌تواند 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 شود. علاوه بر این، طراحی و عرضه «صکوک تعهد بازارگردانی» به عنوان ابزار تأمین مالی شرعی بازارگردانان نیز قابل پیشنهاد است.

منابع

- (۱) قرآن کریم.
- (۲) قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۶۸).
- (۳) قانون بازار اوراق بهادار (۱۳۸۴).
- (۴) قانون تجارت (۱۳۱۱).
- (۵) قانون مدنی ایران (۱۳۰۷).
- (۶) دستورالعمل فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران (۱۴۰۰).
- (۷) ابن زهره، حمزه بن علی (۱۴۱۷ق). غنیة النزوع (جلد ۱). قم: مؤسسه امام صادق (علیه السلام).
- (۸) ابن فارس، احمد (۱۴۲۰ق). معجم مقاییس اللغة (جلد ۲). بیروت: دارالکتب العلمیة.
- (۹) احسائی، محمد بن علی بن ابی جمهور (۱۴۰۵ق). عوالی اللثالی (جلد ۱). قم: دار سیدالشهدا (علیه السلام).
- (۱۰) امامی، سیدحسن (۱۳۶۶). حقوق مدنی (جلد ۱). چاپ ۶، تهران: کتابفروشی اسلامیة.
- (۱۱) امین، سیدعلیرضا، بصیری، حمیدرضا و معصومی نیا، غلامعلی (۱۴۰۱). واکاوی فقهی موانع مشروعیت سیدگردانی نهادهای مالی در بازار سرمایه. اقتصاد اسلامی، سال ۲۲، شماره ۸۵، صص ۳۳-۵۹.
- (۱۲) انصاری، مرتضی (۱۴۱۵ق). المکاسب المحرمة (جلدهای ۱، ۳، ۴ و ۵). قم: مجمع الفکر الاسلامی.
- (۱۳) انصاری، مسعود و طاهری، محمدعلی (۱۳۸۴). دانشنامه حقوق خصوصی (جلد ۱). چاپ ۱، تهران: محراب فکر.
- (۱۴) ایروانی، علی (۱۴۰۶ق). حاشیه المکاسب (جلد ۱). تهران: وزارت فرهنگ و ارشاد اسلامی.
- (۱۵) تبریزی، میرزاجواد (۱۳۸۵). استفتانات جدید (جلد ۲). قم: سرور.
- (۱۶) تفرشی، محمدعیسی و 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.
- (۱۷) جعفری لنگرودی، محمدجعفر (۱۳۹۲). ترمینولوژی حقوق. چاپ ۲۲، تهران: گنج دانش.
- (۱۸) جوهری، اسماعیل بن حماد (۱۴۱۰ق). الصحاح (جلد ۲). بیروت: دارالعلم للملایین.
- (۱۹) حائری، سیدکاظم (۱۴۲۳ق). فقه العقود (جلد ۱). قم: مجمع اندیشه اسلامی.
- (۲۰) حر عاملی، محمد بن حسن (۱۴۰۹ق). وسائل الشیعة (جلدهای ۱۴، ۱۷، ۱۸، ۱۹ و ۲۱). قم: مؤسسه آل البيت (علیه السلام).
- (۲۱) حسینی مقدم، سیدروح الله (۱۳۹۸). بازارگردانی در بازار اوراق بهادار. چاپ ۲، تهران: چالش.
- (۲۲) حلی (علامه)، حسن بن یوسف (۱۴۱۳ق). مختلف الشیعة (جلد ۵). قم: دفتر انتشارات اسلامی.
- (۲۳) حلی (علامه)، حسن بن یوسف (۱۴۱۴ق). تذکرة الفقها (جلد ۱۰). قم: مؤسسه آل البيت (علیه السلام).

- (۲۴) حلی (محقق)، جعفر بن حسن (۱۴۰۸ق). شرایع الاسلام (جلد ۴). قم: اسماعیلیان.
- (۲۵) حلی، محمد بن حسن (۱۳۸۷ق). ایضاح الفوائد (جلد ۲). قم: اسماعیلیان.
- (۲۶) خمینی (امام)، سید روح الله (۱۳۹۲). تحریر الوسیله (جلدهای ۱ و ۲). تهران: مکتبه العلمیه الاسلامیه.
- (۲۷) خمینی (امام)، سید روح الله (۱۴۲۱ق). کتاب البیع (جلدهای ۱، ۴ و ۵). قم: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (رحمت الله علیه).
- (۲۸) خوانساری، احمد (۱۳۹۴ق). جامع المدارک فی شرح المختصر النافع. تهران: مکتبه الصدوق.
- (۲۹) خویی، سید ابوالقاسم (۱۳۷۷). مصباح الفقاهه (جلدهای ۲، ۴ و ۷). قم: مکتبه الداوری.
- (۳۰) خویی، سید ابوالقاسم (۱۴۰۹ق). مبانی العروه الوثقی (سید محمد تقی خویی، مقرر) (جلدهای ۱ و ۲). قم: مدرسه دارالعلم.
- (۳۱) خویی، سید ابوالقاسم (۱۴۱۰ق). منهاج الصالحین (جلد ۲). قم: مدینه العلم.
- (۳۲) خویی، سید ابوالقاسم (بی تا). المستند؛ الاجاره. بی جا: بی نا.
- (۳۳) راغب اصفهانی، حسین بن محمد (۱۴۱۲ق). مفردات الفاظ القرآن. بیروت: دارالعلم.
- (۳۴) رحیمی کلیشادی، محمد (۱۴۰۲). بازارگردانی در معاملات سهام. چاپ ۱، تهران: ترمه.
- (۳۵) رحیمی کلیشادی، محمد و حسن زاده، حسین (۱۴۰۱). طراحی سازوکار بازارگردانی در معاملات سهام بورس اوراق بهادار تهران مبتنی بر فقه امامیه (پایان نامه کارشناسی ارشد). تهران: دانشگاه امام صادق علیه السلام.
- (۳۶) رشتی، میرزا حبیب الله (۱۳۱۱ق). کتاب الاجاره. بی جا: بی نا.
- (۳۷) زبیدی، سید محمد مرتضی (۱۴۱۴ق). تاج العروس (جلد ۱۰). بیروت: دارالفکر.
- (۳۸) سیزواری، سید عبدالاعلی (۱۴۱۳ق). مذهب الاحکام (جلدهای ۱۸ و ۱۹). قم: مؤسسه المنار.
- (۳۹) ستوده تهرانی، حسن (۱۳۹۰). حقوق تجارت. چاپ ۳۰، تهران: دادگستر.
- (۴۰) شهاب لواسانی، کیهان و مرشد بابایی، صدف (۱۳۹۹). بررسی اثر افزایش احتمال معامله معامله گران مطلع بر انتخاب نامساعد بازارگردان. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۴۶، صص. ۱۲۵-۱۳۶.
- (۴۱) شهید اول، محمد بن مکی (بی تا). القواعد والفوائد (جلد ۲). قم: کتاب فروشی مفید.
- (۴۲) شهید ثانی، زین الدین بن علی (۱۴۱۳ق). مسالک الافهام (جلدهای ۲، ۳، ۴، ۱۱ و ۱۴). قم: مؤسسه المعارف الاسلامیه.
- (۴۳) شهیدی، مهدی (۱۳۷۱). قرارداد تشکیل بیع. مجله تحقیقات حقوقی، ۱۰ (۱)، صص. ۵۷-۹۰.
- (۴۴) شهیدی، مهدی (۱۳۹۶). حقوق مدنی ۱: تشکیل قراردادها و تعهدات. چاپ ۱۳، تهران: مجد.
- (۴۵) صدر، سید محمد باقر (۱۳۶۰). بررسی هایی درباره اقتصاد اسلام (ترجمه اقتصادنا، عبدالعلی اسپیهدی،

مترجم) (جلد ۲). تهران: جهاد سازندگی.

(۴۶) صفایی، سیدحسین و رحیمی، حبیب‌الله (۱۳۹۲). مسئولیت مدنی؛ الزامات خارج از قرارداد. تهران: سمت.

(۴۷) طباطبایی یزدی، سیدمحمدکاظم (۱۴۰۹ق). العروة الوثقی (جلد ۵). بیروت: مؤسسه الاعلمی.

(۴۸) طباطبایی، سیدعلی بن محمد (۱۴۱۸ق). ریاض المسائل فی تحقیق الاحکام بالدلائل (جلدهای ۴ و ۸). قم: مؤسسه آل‌البیت (علیه‌السلام).

(۴۹) طبرسی، فضل بن حسن (۱۳۷۲). مجمع البیان فی تفسیر القرآن (جلد ۳). تهران: ناصر خسرو.

(۵۰) طوسی، محمد بن حسن (۱۳۸۷ق). المبسوط فی فقه الامامیه (جلد ۳). تهران: مکتبه المرتضویه.

(۵۱) طوسی، محمد بن حسن (۱۴۰۷ق). تهذیب الاحکام (جلد ۳). تهران: دارالکتب الاسلامیه.

(۵۲) عباسی، سجاد و نیک فرجام، کمال (۱۴۰۰). تحلیل حقوقی بازارگردانی در بورس اوراق بهادار (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). تهران: دانشگاه علوم قضایی و خدمات اداری.

(۵۳) عباسی، سجاد، تاجیک‌زاده، سعید و پاسیان، محمدرضا (۱۴۰۲). راهنمای حقوقی بازارگردانی در بورس. چاپ ۱، تهران: نشر بازرگانی.

(۵۴) عباسی، سجاد، تاجیک‌زاده، سعید و علیزاده، سعید (۱۳۹۹). بررسی ماهیت حقوقی قرارداد بازارگردانی. دومین کنفرانس ملی علوم انسانی و توسعه، صص. ۷-۱.

(۵۵) عراقی، آقاضیا (۱۴۱۸ق). قاعده لاضرر. قم: دفتر تبلیغات اسلامی.

(۵۶) علیدوست، ابوالقاسم (۱۳۹۷). فقه و حقوق قراردادها (جلد ۱). چاپ ۴، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

(۵۷) فدایی‌نژاد، محمد اسماعیل 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.

(۵۸) فیومی، احمد بن علی (بی‌تا). المصباح المنیر (جلد ۲). بی‌جا: دارالکتب العلمیه.

(۵۹) قنواتی، جلیل و عیسایی تفرشی، عیسی (۱۳۸۰). رابطه نهاد نمایندگی با نهادهای حق‌العمل‌کاری، عاملی و دلالتی. مجله مجتمع آموزش عالی قم، ۱۱ (۳)، صص ۵۵-۸۱.

(۶۰) کاتوزیان، ناصر (۱۳۷۳). حقوق مدنی؛ الزامات خارج از قرارداد (ضمان قهری). تهران: دانشگاه تهران.

(۶۱) کاتوزیان، ناصر (۱۳۷۴). قواعد عمومی قراردادها (جلدهای ۱ و ۴). تهران: شرکت سهامی انتشار.

(۶۲) کاتوزیان، ناصر (۱۳۷۷). حقوق مدنی؛ عقود معین. تهران: گنج دانش.

(۶۳) کاتوزیان، ناصر (۱۳۹۰). قانون مدنی در نظم حقوق کنونی. چاپ ۳۱، تهران: بنیاد حقوقی.

- (۶۴) کرکی، علی بن حسین (۱۴۱۴ق). جامع المقاصد (جلد ۴). قم: مؤسسه آل البيت (عليهم السلام).
- (۶۵) کاشف الغطاء، محمدحسین (۱۳۵۹ق). تحرير المجلة (جلد ۱). نجف: المكتبة المرتضوية.
- (۶۶) گیلانی، ابوالقاسم (۱۳۷۹). جامع الشتات. تهران: دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران.
- (۶۷) محقق داماد، سیدمصطفی (۱۳۸۸). قواعد فقه؛ بخش مدنی. چاپ ۱۹، تهران: مرکز نشر اسلامی.
- (۶۸) مدرسی، سیدمحمدتقی (۱۳۹۳ق). الفقه الاسلامی؛ قسم المعاملات. بیروت: دارالصادق.
- (۶۹) مراغی، سیدمیرعبدالفتاح (۱۴۱۷ق). العناوين الفقهية (جلد ۲). قم: دفتر انتشارات اسلامی جامعه مدرسین.
- (۷۰) مصباحی مقدم، غلامرضا و صفری، محمد (۱۳۸۸). بررسی درآمد حاصل از تحمل ریسک از دیدگاه آموزه‌های 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 (۱۴۱۱ق). القواعد الفقهية (جلد ۲). قم: مدرسه امیرالمؤمنین (علیه السلام).
- (۷۴) موسوی بجنوردی، سیدحسن (۱۴۱۹ق). القواعد الفقهية (جلدهای ۱ و ۵). قم: الهادی.
- (۷۵) موسویان، سیدعباس (۱۳۷۵). پس انداز و سرمایه گذاری در اقتصاد اسلامی. تهران: دانشگاه شهید بهشتی.
- (۷۶) موسویان، سیدعباس (۱۳۹۲). مبانی فقهی بازارهای پول و سرمایه و کاربردهای آن. معرفت اقتصاد اسلامی، سال ۵، شماره ۹، صص. ۵۷-۷۸.
- (۷۷) موسویان، سیدعباس (۱۳۹۹). بازار سرمایه اسلامی. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- (۷۸) نایینی، میرزا محمدحسین (۱۴۱۳ق). المكاسب والبيع (جلد ۱). قم: دفتر انتشارات اسلامی.
- (۷۹) نجفی، محمدحسن (۱۴۰۴ق). جواهر الکلام (جلدهای ۲۲، ۲۳، ۲۶، ۲۷، ۳۵، ۳۷ و ۴۱). بیروت: دار احیاء التراث العربی.
- (۸۰) نراقی، احمد (۱۴۱۷ق). عوائد الایام. قم: دفتر تبلیغات اسلامی.
- (۸۱) نصیری خوزانی، مصطفی و درودیان، حسنعلی (۱۳۸۰). جبران خسارت ناشی از نقض قرارداد (پایان نامه کارشناسی ارشد). تهران: دانشگاه تهران.
- (۸۲) نظری چالستری، سمیه و فیضی چکاب، غلامنبی (۱۳۹۸). حقوق و تعهدات اطراف قرارداد بازارگردانی (پایان نامه کارشناسی ارشد). تهران: دانشگاه علامه طباطبائی.
- (۸۳) نوروزی، حمید (۱۳۹۹). ماهیت حقوقی بازارگردانی و آثار آن در بازار اوراق بهادار (پایان نامه

کارشناسی ارشد). شیراز: دانشگاه شیراز.

- 84) AbdulRahman, Y. (2010). The art of Islamic banking and finance: Tools and techniques for community-based banking. John Wiley & Sons, 1(1), 1-425.
- 85) 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.
- 86) 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.
- 87) 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.
- 88) 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.
- 89) Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2013). Economic development and Islamic finance. World Bank Publications, 1(1), 1-310.
- 90) Jobst, A. (2007). The economics of Islamic finance and securitization. The Journal of Structured Finance, 13(1), 6-27.
- 91) 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.
- 92) Rethel, L. (2010). Whose legitimacy? Islamic finance and the global financial order. Review of International Political Economy, 18(1), 75-98.
- 93) 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.

References

- 1) The Holy Quran.
- 2) Civil Code of Iran (1307 SH/1928) [in Persian].
- 3) Commercial Code of Iran (1311 SH/1932) [in Persian].
- 4) Constitution of the Islamic Republic of Iran (1368 SH/1989) [in Persian].
- 5) Securities Market Law of Iran (1384 SH/2005) [in Persian].
- 6) Instructions for Market Making Activity in Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bourse (1400 SH/2021) [in Persian].
- 7) Abbasi, Sajjad, & Nikfarjam, Kamal (1400 SH/2021). Taḥlīl-e Ḥoqūqī-ye Bāzārgardānī dar Būrs-e Owṛāq-e Bahādār [Legal Analysis of Market Making in the Stock Exchange] (Master's thesis). Tehran: University of Judicial Sciences and Administrative Services [in Persian].
- 8) Abbasi, Sajjad, Tajikzadeh, Saeed, & Alizadeh, Saeed (1399 SH/2020). Barresi-ye Māhiyat-e Ḥoqūqī-ye Qarārdād-e Bāzārgardānī [Investigating the Legal Nature of Market Making Contract]. Dovvomin Konferans-e Melli-ye Olum-e Ensani va Tose'eh [Second National Conference on Humanities and Development], pp. 1-7 [in Persian].
- 9) Abbasi, Sajjad, Tajikzadeh, Saeed, & Pasban, Mohammad Reza (1402 SH/2023). Rāhnāmā-ye Ḥoqūqī-ye Bāzārgardānī dar Būrs [Legal Guide to Market Making in the Stock Exchange] (1st ed.). Tehran: Commercial Printing and Publishing [in Persian].
- 10) AbdulRahman, Y. (2010). The art of Islamic banking and finance: Tools and techniques for community-based banking. John Wiley & Sons, 1(1), 1-425.
- 11) Ahsai, Mohammad ibn Ali ibn Abi Jumhur (1405 AH/1984). 'Awālī al-la'ālī (Vol. 1). Qom: Dar Sayyid al-Shohada [in Arabic].
- 12) Alidoust, Abolghasem (1397 SH/2018). Feqh va Ḥoqūq-e Qarārdādā [Jurisprudence and Law of Contracts] (Vol. 1, 4th ed.). Tehran: Research Institute for Islamic Culture and Thought [in Persian].
- 13) Amin, Sayyid Alireza, Basiri, Hamidreza, & Masouminia, Gholamali (1401 SH/2022). Vākāvi-ye Feqhī-ye Mavāne'-e Mašrū'iyat-e Sabadgardānī-ye Nehādā-ye Mālī dar Bāzār-e Sarmāyeh [Jurisprudential Analysis of the Obstacles to the Legitimacy of Portfolio Management by Financial Institutions in the Capital Market]. Eqtesad-e Eslami [Islamic Economics], Year 22, No. 85, pp. 33-59 [in Persian].
- 14) Ansari, Masoud, & Taheri, Mohammad Ali (1384 SH/2005). Dānešnāmeḥ-ye Ḥoqūq-e Koṣūṣī [Encyclopedia of Private Law] (Vol. 1, 1st ed.). Tehran: Mehrab-e Fekr [in Persian].
- 15) Ansari, Morteza (1415 AH/1994). al-Makāsib al-muḥarramah (Vols. 1, 3, 4 & 5). Qom: Islamic Thought Assembly [in Arabic].
- 16) 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.
- 17) 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.
- 18) Emami, Sayyid Hasan (1366 SH/1987). *Hoqūq-e Madanī* [Civil Law] (Vol. 1, 6th ed.). Tehran: Islamiyah Bookstore [in Persian].
 - 19) Fadaeinejad, Mohammad Esmail, & Kamelnia, Mojtaba (1390 SH/2011). *Barresi-ye Aṭārḥā-ye Bāzārgardānī rū-ye Naqdšavandegī-ye Sahām va Sūd-āvarī-ye Ān barāye Bāzārgardān dar Būrs-e Owrāq-e Bahādār-e Tehrān* [Investigating the Effects of Market Making on Stock Liquidity and Its Profitability for Market Makers in Tehran Stock Exchange]. *Cheshmandaz-e Modiriyat-e Mali* [Financial Management Perspective], Vol. 3, No. 1, pp. 41–54 [in Persian].
 - 20) Fayyumi, Ahmad ibn Ali (n.d.). *al-Miṣbāḥ al-munīr* (Vol. 2). [n.p.]: Dar al-Kotob al-Ilmiyah [in Arabic].
 - 21) Ghanavati, Jalil, & Isa'i Tafreshi, Eisa (1380 SH/2001). *Rābeṭeh-ye Nehād-e Namāyandegī bā Nehādḥā-ye Ḥaqq al-ʿAmal-kārī, ʿĀmeli va Dalālī* [The Relationship of Representation Institution with Commission Agency, Factor, and Brokerage Institutions]. *Majalleh-ye Mojtamaʿ-e Āmūzeš-e ʿĀli-ye Qom* [Journal of Qom Higher Education Complex], Vol. 11, No. 3, pp. 55–81 [in Persian].
 - 22) Gilani, Abolqasem (1379 SH/2000). *Jāmiʿ al-Ṣatāt* [Collection of Scattered Matters]. Tehran: Faculty of Law and Political Science, University of Tehran [in Persian].
 - 23) 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.
 - 24) 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.
 - 25) Haeri, Sayyid Kazem (1423 AH/2002). *Feqh al-ʿuqūd* (Vol. 1). Qom: Islamic Thought Assembly [in Arabic].
 - 26) Hilli (Allamah), Hasan ibn Yousuf (1413 AH/1992). *Muḵtalaf al-Šiʿah* (Vol. 5). Qom: Islamic Publications Office [in Arabic].
 - 27) Hilli (Allamah), Hasan ibn Yousuf (1414 AH/1993). *Tadkīrat al-foqahāʾ* (Vol. 10). Qom: Aal al-Bayt Institute [in Arabic].
 - 28) Hilli (Muhaqqiq), Jafar ibn Hasan (1408 AH/1987). *Šarāʾiʿ al-Eslām* (Vol. 4). Qom: Ismāʿīliyyān [in Arabic].
 - 29) Hilli, Mohammad ibn Hasan (1387 AH/1967). *İdāḥ al-favāʾid* (Vol. 2). Qom: Ismāʿīliyyān [in Arabic].
 - 30) Hosseini Moghaddam, Sayyid Ruhollah (1398 SH/2019). *Bāzārgardānī dar Bāzār-e Owrāq-e Bahādār* [Market Making in Securities Market] (2nd ed.). Tehran: Chalesh [in Persian].
 - 31) Hurr al-Amili, Mohammad ibn Hasan (1409 AH/1988). *Wasāʾil al-Šiʿah* (Vols. 14, 17, 18, 19 & 21). Qom: Aal al-Bayt Institute [in Arabic].
 - 32) Ibn Faris, Ahmad (1420 AH/1999). *Muʿjam maqāyīs al-luġah* (Vol. 2). Beirut: Dar al-Kotob al-Ilmiyah [in Arabic].

- 33) Ibn Zuhrah, Hamzah ibn Ali (1417 AH/1996). Ġunyat al-nuzū' (Vol. 1). Qom: Imam Sadiq Institute [in Arabic].
- 34) Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2013). Economic development and Islamic finance. World Bank Publications, 1(1), 1-310.
- 35) Iraqi, Aqa Zia (1418 AH/1997). Qā'idat lā ɗarar. Qom: Islamic Propagation Office [in Arabic].
- 36) Irvani, Ali (1406 AH/1985). Ḥāšiyat al-Makāsib (Vol. 1). Tehran: Ministry of Culture and Islamic Guidance [in Arabic].
- 37) Jafari Langarudi, Mohammad Jafar (1392 SH/2013). Termīnūlūzī-ye Ḥoqūq [Legal Terminology] (22nd ed.). Tehran: Ganj-e Danesh [in Persian].
- 38) Jawhari, Ismail ibn Hammad (1410 AH/1989). al-Šiḥāḥ (Vol. 2). Beirut: Dar al-Ilm lil-Malayin [in Arabic].
- 39) Jobst, A. (2007). The economics of Islamic finance and securitization. The Journal of Structured Finance, 13(1), 6-27.
- 40) Karaki, Ali ibn Hossein (1414 AH/1993). Jāmi' al-maqāṣid (Vol. 4). Qom: Aal al-Bayt Institute [in Arabic].
- 41) Kashif al-Ghita, Mohammad Hossein (1359 AH/1940). Taḥrīr al-Majallah (Vol. 1). Najaf: Al-Maktabah al-Murtadaviyah [in Arabic].
- 42) Katouzian, Nasser (1373 SH/1994). Ḥoqūq-e Madanī; Eltezāmāt-e Kārej az Qarārdād (Žamān-e Qahrī) [Civil Law; Non-Contractual Obligations (Strict Liability)]. Tehran: University of Tehran [in Persian].
- 43) Katouzian, Nasser (1374 SH/1995). Qavā'id-e 'Umūmī-ye Qarārdādḥā [General Rules of Contracts] (Vols. 1 & 4). Tehran: Enteshar Publishing Company [in Persian].
- 44) Katouzian, Nasser (1377 SH/1998). Ḥoqūq-e Madanī; 'Uqūd-e Mo'ayyan [Civil Law; Nominate Contracts]. Tehran: Ganj-e Danesh [in Persian].
- 45) Katouzian, Nasser (1390 SH/2011). Qānūn-e Madanī dar Naẓm-e Ḥoqūqī-ye Konūnī [Civil Code in Current Legal Order] (31st ed.). Tehran: Bonyad-e Hoquqi [in Persian].
- 46) Khoei, Sayyid Abu al-Qasim (1377 SH/1998). Mišbāḥ al-faqāḥah (Vols. 2, 4 & 7). Qom: Maktabat al-Dawari [in Arabic].
- 47) Khoei, Sayyid Abu al-Qasim (1409 AH/1988). Mabānī al-'urwat al-vuṭqā (Sayyid Mohammad Taqi Khoei, Transcr.) (Vols. 1 & 2). Qom: Dar al-Ilm School [in Arabic].
- 48) Khoei, Sayyid Abu al-Qasim (1410 AH/1989). Minhāj al-šāliḥīn (Vol. 2). Qom: Madinat al-Ilm [in Arabic].
- 49) Khoei, Sayyid Abu al-Qasim (n.d.). al-Mostanad: al-Ijārah. [n.p.] [in Arabic].
- 50) Khomeini (Imam), Sayyid Ruhollah (1392 SH/2013). Taḥrīr al-vasilah (Vols. 1 & 2). Tehran: Maktabat al-Ilmiyah al-Islamiyah [in Arabic].
- 51) Khomeini (Imam), Sayyid Ruhollah (1421 AH/2000). Ketāb al-bay' (Vols. 1, 4 & 5). Qom: Institute for Compilation and Publication of Imam Khomeini's Works [in Arabic].
- 52) Khwansari, Ahmad (1394 AH/1974). Jāmi' al-madārik fi šarḥ al-Muḫtaṣar al-nāfi'. Tehran: Maktabat al-Saduq [in Arabic].

- 53) Makarem Shirazi, Naser (1411 AH/1990). al-Qavā'id al-feqhīyah (Vol. 2). Qom: Imam Ali School [in Arabic].
- 54) Maraghi, Sayyid Mir Abd al-Fattah (1417 AH/1996). al-'Anāvin al-feqhīyah (Vol. 2). Qom: Islamic Publications Office of the Society of Seminary Teachers [in Arabic].
- 55) Maroof Hosseini, Hashem (n.d.). Naẓariyat al-'aqd fi al-feqh al-Ja'fari. Beirut: Author [in Arabic].
- 56) Masouminia, Gholamali (1389 SH/2010). Abzārḥā-ye Moštaqqeh; Barresi-ye Feqhī va Eqtesādī [Derivative Instruments; Jurisprudential and Economic Analysis]. Tehran: Research Institute for Islamic Culture and Thought [in Persian].
- 57) Mesbahi Moghaddam, Gholamreza, & Safari, Mohammad (1388 SH/2009). Barresi-ye Darāmad-e Ḥāṣel az Taḥammol-e Risk az Didgah-e Āmūzehhā-ye Eslāmī [Investigating Income Derived from Risk Bearing from the Perspective of Islamic Teachings]. Eqtesad-e Eslami [Islamic Economics], Year 9, No. 36 [in Persian].
- 58) Modarresi, Sayyid Mohammad Taqi (1393 AH/1973). al-Feqh al-Eslāmī; Qism al-Mu'āmalāt. Beirut: Dar al-Sadiq [in Arabic].
- 59) Mohaghegh Damad, Sayyid Mustafa (1388 SH/2009). Qavā'id-e Feqh; Baḵṣ-e Madanī [Jurisprudential Rules; Civil Section] (19th ed.). Tehran: Islamic Publication Center [in Persian].
- 60) Mousavi Bojnourdi, Sayyid Hasan (1419 AH/1998). al-Qavā'id al-feqhīyah (Vols. 1 & 5). Qom: Al-Hadi [in Arabic].
- 61) Mousavian, Sayyid Abbas (1375 SH/1996). Pas-Andāz va Sarmāyeh-gozāri dar Eqtesād-e Eslāmī [Savings and Investment in Islamic Economics]. Tehran: Shahid Beheshti University [in Persian].
- 62) Mousavian, Sayyid Abbas (1392 SH/2013). Mabānī-ye Feqhī-ye Bāzārḥā-ye Pūl va Sarmāyeh va Kārburdhā-ye Ān [Jurisprudential Foundations of Money and Capital Markets and Their Applications]. Ma'refat-e Eqtesad-e Eslami [Knowledge of Islamic Economics], Year 5, No. 9, pp. 57-78 [in Persian].
- 63) Mousavian, Sayyid Abbas (1399 SH/2020). Bāzār-e Sarmāyeh-ye Eslāmī [Islamic Capital Market]. Tehran: Research Institute for Islamic Culture and Thought [in Persian].
- 64) Naeini, Mirza Mohammad Hossein (1413 AH/1992). al-Makāsib va al-bay' (Vol. 1). Qom: Islamic Publications Office [in Arabic].
- 65) Najafi, Mohammad Hasan (1404 AH/1983). Javāhir al-kalām (Vols. 22, 23, 26, 27, 35, 37 & 41). Beirut: Dar Ihya al-Turath al-Arabi [in Arabic].
- 66) Naraghi, Ahmad (1417 AH/1996). 'Avā'id al-ayyām. Qom: Islamic Propagation Office [in Arabic].
- 67) Nasiri Khozani, Mostafa, & Doroudian, Hassan Ali (1380 SH/2001). Jobrān-e Ḳasārat-e Nāṣi az Naqṣ-e Qarārdād [Compensation for Damages Arising from Breach of Contract] (Master's thesis). Tehran: University of Tehran [in Persian].
- 68) Nazari Chaleshtari, Somayyeh, & Feyzi Chekab, Gholamnabi (1398 SH/2019). Ḥoqūq va Ta'ahhodāt-e Aṭrāf-e Qarārdād-e Bāzārgardānī [Rights and

- Obligations of the Parties to the Market Making Contract] (Master's thesis). Tehran: Allameh Tabataba'i University [in Persian].
- 69) Norouzi, Hamid (1399 SH/2020). Māhiyat-e Hoqūqī-ye Bāzārgardānī va Ātār-e Ān dar Bāzār-e Owrāq-e Bahādār [Legal Nature of Market Making and Its Effects in the Securities Market] (Master's thesis). Shiraz: Shiraz University [in Persian].
 - 70) 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.
 - 71) Raghīb Isfahani, Hossein ibn Mohammad (1412 AH/1991). *Mufradāt alfāz al-Qur'ān*. Beirut: Dar al-Ilm [in Arabic].
 - 72) Rahimi Klishadi, Mohammad (1402 SH/2023). Bāzārgardānī dar Mo'āmelāt-e Sahām [Market Making in Stock Transactions] (1st ed.). Tehran: Termeh [in Persian].
 - 73) Rahimi Klishadi, Mohammad, & Hassanzadeh, Hossein (1401 SH/2022). Ṭarāḥī-ye Sāzūkār-e Bāzārgardānī dar Mo'āmelāt-e Sahām-e Būrs-e Owrāq-e Bahādār-e Tehrān Mobtanī bar Feqh-e Emāmiyeh [Designing the Mechanism of Market Making in Stock Transactions of Tehran Stock Exchange Based on Imami Jurisprudence] (Master's thesis). Tehran: Imam Sadiq University [in Persian].
 - 74) Rashti, Mirza Habibollah (1311 AH/1893). *Ketāb al-ijārah*. [n.p.] [in Arabic].
 - 75) Rethel, L. (2010). Whose legitimacy? Islamic finance and the global financial order. *Review of International Political Economy*, 18(1), 75-98.
 - 76) Sabzawari, Sayyid Abd al-A'la (1413 AH/1992). *Muhaddab al-aḥkām* (Vols. 18 & 19). Qom: al-Manar Institute [in Arabic].
 - 77) Sadr, Sayyid Mohammad Baqir (1360 SH/1981). *Barresihāyī dar Bāreh-ye Eqtesād-e Eslāmī* (Translation of *Iqtisaduna*, Abdolali Espahbodi, Trans.) [Studies on Islamic Economics] (Vol. 2). Tehran: Jihad-e Sazandegi [in Persian].
 - 78) Safai, Sayyid Hossein, & Rahimi, Habibollah (1392 SH/2013). *Mas'ūliyat-e Madanī; Eltezāmāt-e Kārej az Qarārdād* [Civil Liability; Non-Contractual Obligations]. Tehran: SAMT [in Persian].
 - 79) Shahab Lavasani, Keyhan, & Morshedbabaei, Sadaf (1399 SH/2020). *Barresī-ye Ātār-e Afzāyesh-e Eḥtemāl-e Mo'āmeleh-ye Mo'āmelegharān-e Moṭṭale' bar Entekāb-e Nāmosā'ed-e Bāzārgardān* [Investigating the Effect of Increasing the Trading Probability of Informed Traders on Market Maker's Adverse Selection]. *Danesh-e Mali-ye Tahlil-e Owraq-e Bahadar* [Financial Knowledge of Securities Analysis], Year 13, No. 46, pp. 125-136 [in Persian].
 - 80) Shahid-e Awwal, Mohammad ibn Makki (n.d.). *al-Qavā'id va al-favā'id* (Vol. 2). Qom: Mofid Bookstore [in Arabic].
 - 81) Shahid-e Sani, Zain al-Din ibn Ali (1413 AH/1992). *Masālik al-afhām* (Vols. 2, 3, 4, 11 & 14). Qom: Islamic Knowledge Institute [in Arabic].
 - 82) Shahidi, Mehdi (1371 SH/1992). *Qarārdād-e Taškīl-e Bay'* [Contract for the Formation of Sale]. *Majalleh-ye Tahqiqat-e Hoquqi* [Journal of Legal Research], No. 10 (1), pp. 57-90 [in Persian].

- 83) Shahidi, Mehdi (1396 SH/2017). *Hoqūq-e Madanī 1; Taškīl-e Qarārdādihā va Ta'ahhodāt* [Civil Law 1; Formation of Contracts and Obligations] (13th ed.). Tehran: Majd [in Persian].
- 84) Sotoudeh Tehrani, Hasan (1390 SH/2011). *Hoqūq-e Tejārat* [Commercial Law] (30th ed.). Tehran: Dadgostar [in Persian].
- 85) Tabarsi, Fazl ibn Hasan (1372 SH/1993). *Majma' al-bayān fī tafsīr al-Qur'ān* (Vol. 3). Tehran: Naser Khosrow [in Arabic].
- 86) Tabatabai Yazdi, Sayyid Mohammad Kazim (1409 AH/1988). *al-'Urwat al-vuṭqā* (Vol. 5). Beirut: Al-A'lami Foundation [in Arabic].
- 87) Tabatabai, Sayyid Ali ibn Mohammad (1418 AH/1997). *Riyāḍ al-masā'il fī taḥqīq al-aḥkām bi-al-dalā'il* (Vols. 4 & 8). Qom: Aal al-Bayt Institute [in Arabic].
- 88) Tabrizi, Mirza Javad (1385 SH/2006). *Esteftā'āt-e Jadīd* [New Inquiries] (Vol. 2). Qom: Soroor [in Persian].
- 89) Tafreshi, Mohammad Eisa, & Mortazavi, Abdulhamid (1388 SH/2009). *Moṭāla'eh-ye Toṭbīqī-ye Ta'ahhod beh Vasīleh va beh Natījeh dar Feqh, Hoqūq-e Farānseh va Irān* [Comparative Study of Obligation of Means and Obligation of Result in Jurisprudence, French and Iranian Law]. *Faslnameh-ye Feqh va Mabani-ye Hoquq* [Quarterly Journal of Jurisprudence and Principles of Law], Vol. 15, pp. 11-32 [in Persian].
- 90) Tusi, Mohammad ibn Hasan (1387 AH/1967). *al-Mabsūṭ fī feqh al-Emāmīyah* (Vol. 3). Tehran: Al-Maktabah al-Murtadaviyah [in Arabic].
- 91) Tusi, Mohammad ibn Hasan (1407 AH/1986). *Tahdīb al-aḥkām* (Vol. 3). Tehran: Dar al-Kotob al-Islamiyah [in Arabic].
- 92) 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.
- 93) Zobeidi, Sayyid Mohammad Morteza (1414 AH/1993). *Tāj al-'arūs* (Vol. 10). Beirut: Dar al-Fikr [in Arabic].



پروہشگاہ علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی