

analyzing hidden orders in stock markets according to the prohibition of Gharar in Islamic jurisprudence

Mohammad Hossein Shariaty nia *
Hossein Hasanzadeh Sarvestani **
Mahdi Sadeghi Shahdani ***

Received: 2021/03/12
Accepted: 2021/08/05

Abstract

In recent years, the proliferation of hidden liquidity in financial markets has shifted to the center of regulatory debates and market micro-structure panels. Hidden order as one of the most used services which acts an important role in leading the prices and depth of transactions in stock markets. But there isn't still a particular research to study negative points of hidden order separately vs it's advantages & there is also no typical research that study Islamic principles related to hidden orders. The main question in this research is about Legitimacy of having hidden orders in Islamic stuck markets: can we use hidden orders in Islamic stuck markets based on the rule of prohibition of Gharar in Islamic jurisprudence? The research strategy is general qualitative which has five stage through the reasoning process. Next to describing different aspects of hidden orders, it will be tried to analyze verification of hidden order as a prohibited financial service based on Gharar. So both of analytical and descriptive way as two aspect of research purpose would be applied. During the research, the main approach is based on governmental jurisprudence and policy making. At the end, some contrasts with first-stage juridical principles are evident.

Keywords: hidden liquidity; hidden order; pre-trade transparency; asymmetric information; prohibition of Gharar; Islamic jurisprudence.
JEL Classification: Z12, D82, G14.

* M.A. Student of finance at Imam Sadigh university, Tehran, Iran.
mh.shariaty.nia@isu.ac.ir

** Ph.D. of finance in department of Islamic finance, management faculty, Imam Sadigh university, Tehran, Iran. h.hasanzadeh@isu.ac.ir

***Full Professor of economics, economics faculty, Imam Sadigh university, Tehran, Iran.
sadeghi@isu.ac.ir

تحلیل سفارش‌های پنهان در معاملات سهام بر اساس قاعده ممنوعیت غرر در فقه اسلامی

محمدحسین شریعتی نیا*

حسین حسن زاده سروسنایی**

مهدی صادقی شاهدانی***

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۲/۲۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۵/۱۴

چکیده

امروزه حجم نقدینگی پنهان در بازارهای مالی به‌طور قابل ملاحظه‌ای افزایش پیدا کرده و مورد توجه سرمایه‌گذاران، اقتصاددانان و سیاست‌گذاران بازار قرار گرفته است. سفارش‌های پنهان به‌عنوان یکی از پرکاربردترین خدمات بازارهای سهام، نقش قابل توجهی در تعیین عمق بازار و جهت‌دهی آن ایفا می‌کنند. امروزه پژوهش‌های بسیاری در رابطه با این مکانیسم و تأثیر آن در جهت‌گیری قیمت‌ها، رفتار معامله‌گران و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صورت گرفته است؛ با این حال تاکنون پژوهشی با رویکرد فقهی در رابطه با موضوع سفارش‌های پنهان انجام نشده است. سؤال اساسی پژوهش حاضر این است که «آیا سفارش‌های پنهان موجب غرری شدن معاملات سهام می‌شود؟». برای پاسخ به این مسئله پژوهشگران با اتخاذ یک سیر استدلالی پنج‌مرحله‌ای مبتنی بر استراتژی پژوهش کیفی عمومی ابتدا به توصیف مفهوم سفارش‌های پنهان بر اساس منابع متعارف پرداخته و سپس به تحلیل و تطبیق قاعده ممنوعیت غرر بر سفارش‌های پنهان به‌عنوان یک مسئله مستحده می‌پردازند. پژوهش صورت گرفته تطبیق و یا عدم تطبیق قاعده ممنوعیت غرر بر سفارش‌های پنهان را به‌عنوان یک حکم اولیه مورد تحلیل و بررسی قرار می‌دهد. سپس نتایج حاصل با روش گروه کانونی در معرض تحلیل و نقد صاحب‌نظران حوزه فقه مالی قرار خواهد گرفت. نتیجه پژوهش اینکه غرری بودن معاملات مبتنی بر سفارش‌های پنهان به اعتباراتی چون غرری بودن شرایط مهم معامله و ارزش مبیع (قیمت سهام) به‌عنوان یک حکم اولیه محرز می‌شود.

واژگان کلیدی: سفارش‌های پنهان، تقارن اطلاعاتی؛ شفافیت پیش از معاملات سهام؛ قاعده ممنوعیت غرر؛ فقه اسلامی.

طبقه‌بندی JEL: Z12, D82, G14

* دانشجوی کارشناسی ارشد معارف اسلامی و مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق، تهران، ایران.

mh.shariaty.nia@isu.ac.ir

0000-0001-7014-6564

** استادیار، گروه مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق، تهران، ایران. h.hasanzadeh@isu.ac.ir

sadeghi@isu.ac.ir

*** استاد تمام، دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد دانشگاه امام صادق، تهران، ایران.

مقدمه

امروزه حجم نقدینگی پنهان در بازارهای مالی به طور قابل ملاحظه‌ای افزایش پیدا کرده و مورد توجه سرمایه‌گذاران، اقتصاددانان و سیاست‌گذاران بازار قرار گرفته است. در همین راستا سفارش‌های پنهان^۱ به‌عنوان یکی از پرکاربردترین خدمات بازارهای سهام در رابطه با نقدینگی پنهان نقش قابل توجهی در تعیین عمق بازار و جهت‌دهی آن ایفا می‌کنند.

سفارش‌های ناپیدا^۲ و نیز بخش پنهان سفارش‌های دوبخشی^۳ (حجم نمایشی) اغلب با عنوان عمومی سفارش‌های پنهان در بازار سهام شناخته می‌شوند. سفارش دوبخشی سفارش نسبتاً بزرگی است که در راستای پنهان کردن حجم واقعی سفارش از دیگر معامله‌گران، به بخش‌های کوچکی تقسیم شده است. گزینه‌ی سفارش‌های پنهان اطمینان می‌دهد که سفارش ارسال شده در سیستم ثبت سفارش‌ها، آشکار نخواهد شد و لذا اثری بر دیگر فعالان بازار نخواهد داشت^۴. در تجارت مدرن، معامله‌گران تلاش دارند تا استراتژی‌های تجاری را پنهان کنند و از عواقب ناخوشایند قیمتی جلوگیری کنند؛ بنابراین سفارش‌های دوبخشی که از آنها با استعاره‌ی «کوه یخ^۵» یاد می‌شود با ساختاری که طی آن تنها کسر کوچکی از کل سفارش نمایش داده می‌شود، به‌طور فزاینده‌ای مورد توجه قرار گرفته‌اند و تقریباً در تمامی معاملات عمده و سیستم‌عامل‌های تجاری در سراسر جهان استفاده می‌شود. این نوع از سفارش‌ها بیشتر مورد استفاده‌ی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نهادهای حقوقی است و مانع از جهش‌های قیمتی در هنگام سفارش‌گذاری می‌شود. این در حالی است که سفارش‌های پنهان نوع خاصی از سفارش‌ها در بازار هستند که سایر معامله‌گران موفق به کشف آن نمی‌شوند؛ در این صورت بخش پنهان حجم‌های نمایشی تنها یکی از زیرمجموعه‌های سفارش‌های پنهان به‌شمار می‌آیند.

امروزه پژوهش‌های بسیاری در رابطه با این ابزار و تأثیر آن در جهت‌گیری قیمت‌ها، رفتار معامله‌گران و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صورت گرفته است. با این حال تاکنون پژوهشی صرفاً انتقادی نسبت به موضوع سفارش‌های پنهان انجام نشده است؛ لذا این موضوع به‌عنوان یکی از مباحث نو و کاربردی در بازار سرمایه مورد توجه قرار گرفته است.

در این پژوهش محققان پس از مرور مبانی نظری مرتبط با سفارش‌های پنهان در بازارها و منابع متعارف و ارائه‌ی نقاط مثبت و منفی و نیز تجارب داخلی و بین‌المللی سفارش‌های پنهان، به بررسی تطبیق این ابزار با مصادیق و ابعاد متنوع قاعده‌ی ممنوعیت غرر در فقه اسلامی می‌پردازند.

در رابطه با تسامح عرفی معامله‌گران بازار سهام در مقابل این ابزار نیز از طرفی شرایط «مسامحه‌ی عرف» قابل پذیرش برای شارع مورد بازخوانی قرار گرفته و از طرف دیگر صرف ادعای تسامح عرفی معامله‌گر در مقابل موضوع پنهان کردن سفارش‌های خرید و فروش در بازار سهام، با استفاده از ابزارهایی چون نظرسنجی (پرسشنامه) و مستندات تجارب گذشته در بورس تهران به چالش کشیده شده است.

در آخر نتایج بخش تحلیلی مقاله با استفاده از گروه کانونی متشکل از متخصصان حوزه فقه مالی مورد نقد و بررسی قرار گرفت؛ به‌طوری‌که از مواضع تطبیق مدنظر پژوهشگران، در دو موضع غرری شدن معاملات با سفارش‌های پنهان به اعتبار غرری شدن ارزش مبیع (قیمت) و غرری شدن معاملات با سفارش‌های پنهان به اعتبار غرری شدن شرایط معامله - به‌عنوان یک حکم اولیه و نه نهایی - مورد پذیرش قرار گرفت.

نکته‌ی قابل توجهی که بر اهمیت این پژوهش می‌افزاید، این است که به نظر می‌رسد با اجرای قوانین اسلامی در رابطه با این مسئله‌ی خاص، نقاط منفی سفارش پنهان نیز که به‌عنوان مانعی در راه رسیدن به شعارها و ارزش‌های بازار سهام قرار دارند برطرف گشته و بازار به شفافیت و کارایی بالاتری دست خواهد یافت.

۱- مبانی نظری (بخش توصیفی پژوهش)

۱-۱- پیشینه‌ی تحقیق:

به طور کلی می‌توان بیش‌تر پژوهش‌های مرتبط با موضوع تا کنون را به اعتبار هدف در چهار دسته طبقه‌بندی کرد؛ (۱) برخی اثر سفارش‌های پنهان را بر قیمت سهام مورد بررسی قرار داده‌اند، (۲) برخی با رویکردی انتقادی شفافیت بازار را در سایه‌ی سفارش‌های پنهان بررسی کرده و به نقاط ضعف آن پرداخته‌اند، (۳) برخی هم با روش‌های کمی با طراحی مدل‌های مختلف در صدد رسیدن به نقطه‌ی بهینه برای اجرای سفارش‌ها برآمدند؛ (۴) آثاری نیز به بررسی فواید و ضرورت وجود سفارش‌های پنهان در بازار معاملات سهام پرداخته‌اند.

دی‌هاند و کاترین^۶ (۲۰۰۲) در مقاله خود با نام «رابطه‌ی بین نقدینگی و شفافیت» به بررسی این موضوع می‌پردازند که آیا این مطلب که گفته می‌شود مقداری عدم شفافیت برای رسیدن به یک حد کافی نقدینگی در بازار نیاز است، درست است یا خیر؛ در این راستا نویسندگان، سفارش‌های پنهان را یک تهاتر واقعی میان شفافیت و نقدینگی بازار می‌دانند.

اسر و مونچ^۷ (۲۰۰۵) در مقاله‌ی خود با عنوان «جهت‌یابی سفارش‌های دوبخشی» در رابطه با استفاده‌ی بهینه از سفارش‌های دوبخشی به چگونگی جهت‌گیری بازار در حضور سفارش‌های پنهان می‌پردازند. نتیجه پژوهش به بیان این نکته می‌پردازد که سفارش‌های پنهان که با هدف تأثیرات قیمتی توسعه یافته‌اند، برای بهترین اجرای ممکن در محدوده‌ی قیمتی مدنظر، باید درصد بهینه‌ای از کل سفارش‌ها را تشکیل دهند؛ که این درصد بهینه نیز در بازارهای مختلف با مدل‌های کمی پیشنهادی قابل محاسبه است.

فری و سانداس^۸ (۲۰۱۷) در مقاله‌ی «تأثیر سفارش‌های پنهان بر سفارش‌های محدود به قیمت» در رابطه با اثرات سفارش‌های پنهان به بررسی تأثیر آن بر جریان

سفارش‌ها و قیمت می‌پردازند. نتیجه پژوهش تأثیرات قیمتی سفارش‌های پنهان را اثبات می‌کند.

بسمبندر و همکاران^۹ (۲۰۰۸) در مقاله‌ی خود با نام «نقدینگی پنهان: تحلیل راهبردهای افشای سفارش‌ها در بازارهای سهام الکترونیکی» در رابطه با استراتژی‌های افشای سفارش‌ها به بررسی ویژگی‌های مختلف سفارش پنهان و توصیف نقاط مثبت و منفی آن می‌پردازند.

آولاندا، رید و استویکو^{۱۰} (۲۰۱۰) در مقاله‌ی خود با عنوان «پیش‌بینی قیمت در حضور سفارش پنهان» اثرات این نوع از سفارش را بر قیمت سهام بررسی می‌کنند. نتیجه از تأثیرات فاحش سفارش‌های پنهان بر قیمت سهام حکایت دارد.

هاچ و هانگ^{۱۱} (۲۰۱۲) در مقاله‌ی خود با عنوان «در سوی پنهان بازار: تشخیص و تحلیل سفارش‌های پنهان» به بررسی امکان تشخیص قرارگیری سفارش‌های پنهان و تأثیر این سفارش‌ها بر معاملات می‌پردازند. در نهایت پژوهشگران برخی توصیه‌ها را برای شناسایی احتمالی سفارش‌های چندبخشی ارائه می‌کنند.

گوکان سبیراقلو و همکاران^{۱۲} (۲۰۱۳) در اثر خود با عنوان «سه مطلب در رابطه با سفارش‌های پنهان در بازار سرمایه» به بررسی ابعاد تأثیر سفارش‌های پنهان در بازار سرمایه و ارائه‌ی مدلی ساختاری برای دستیابی به نقطه‌ی بهینه در استراتژی افشای سفارش‌ها و بررسی کیفیت عرضه و تقاضا در حضور سفارش‌های پنهان با استفاده از نظریه‌ی بازی‌ها می‌پردازد.

دِگرایس و همکاران^{۱۳} (۲۰۱۸) در اثر خود در رابطه با ارتباط سفارش‌های پنهان با تجارت تاریک (غیرشفاف) به بررسی سفارش‌های پنهان به‌عنوان جایگزین و یا مکمل برای تجارت تاریک می‌پردازند. در پایان آن‌ها سفارش‌های پنهان را به‌عنوان ابزار راهبردی برای معاملات تاریک معرفی می‌کنند.

میزوترا و همکاران^{۱۴} (۲۰۱۵) در یک تحقیق مبتنی بر روش‌های شبیه‌سازی، اثر ساختارهای غیرشفافِ سفارش‌ها را بر کارایی و فرآیند کشف قیمت در بازارهای مالی بررسی می‌کنند. نتیجه پژوهش بیانگر رابطه سهمی شکل کارایی و شفافیت (آن هم صرفاً به دلیل ساختار سفارش‌ها) است.

نیکلاس هاج و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۷) در مقاله‌ی خود در رابطه با بررسی اثرات منفی سفارش‌های پنهان بر کارایی بازار اینگونه نتیجه‌گیری می‌کند: «مخفی کردن بیش از حد مشکل‌زا خواهد بود زیرا طرف‌های متقابل در بازار جذب نخواهند شد؛ لذا مخفی کردن بیش از حد باعث عدم هماهنگی نقدینگی و در نتیجه باعث ناکارآمدی و نوسانات قیمت خواهد شد».

در رابطه با ابعاد فقهی موضوع نیز متأسفانه تا کنون پژوهشی به مطالعه تطبیقی سفارش‌های پنهان با هیچ‌یک از قواعد فقه اسلامی نپرداخته است.

در مورد نوآوری این مقاله توضیح آن که پژوهش مربوطه ابتدا براساس منابع و اسناد متعارف به بررسی مفهوم سفارش‌های پنهان در بازار سرمایه، فواید و نقاط منفی آن پرداخته - که تاکنون در این زمینه هیچ اثر پژوهشی داخلی به چشم نمی‌خورد - و سپس به تحلیل و بررسی این ابزار در تطبیق با قاعده ممنوعیت غرر در فقه اسلامی می‌پردازد.

۲-۱- ادبیات موضوع:

۲-۱-۱- تعریف سفارش‌های پنهان:

تعاریف متعددی در رابطه با سفارش‌های پنهان در منابع اطلاعاتی قابل مشاهده‌اند. سه اصطلاح «سفارش دویخشی»، «سفارش ناپیدا» و «سفارش پنهان» در ادبیات متعارف موضوع دیده می‌شود که شناخت هریک و یافتن نقاط اشتراک و افتراق آنها با یکدیگر به شناخت مسئله بسیار کمک می‌کند. در ادامه به ذکر چند نمونه از تعاریف ارائه شده می‌پردازیم:

«سفارش‌های دوبخشی تک سفارش‌های بزرگی هستند که به تعدادی سفارش کوچکتر تقسیم شده‌اند. این سفارش‌ها غالباً طبق یک برنامه خودکار معین در بازار عمل کرده و با هدف پنهان کردن اندازه‌ی واقعی سفارش مورد استفاده قرار می‌گیرند»^{۱۶}. «سرمایه‌گذارانی که درصدد پنهان کردن سفارش‌ها با اندازه‌ی بزرگ هستند، می‌توانند با استفاده از امکان کتمان سفارش، سفارش‌های ارسالی خود به بازار را به‌طور کامل پنهان کنند. نوع سفارش‌گذاری پنهان یک روش برای حفظ گمنامی در بازار است زمانی که می‌خواهید حجم زیادی از سهام، اختیارات سهام، آتی‌ها، اوراق قرضه و... معامله کنید»^{۱۷}.

«سفارش‌های پنهان به معامله‌گران اجازه می‌دهد تا سفارش‌های محدود خود را در سیستم‌های ما و نیز در IOB^{۱۸} و ITBB^{۱۹} وارد کنند بدون آنکه دیگر فعالان بازار از قیمت و یا حجم سفارش آگاه شوند»^{۲۰}.

بورس اوراق بهادار تهران نیز در ماده ۱۲ دستورالعمل اجرایی نحوه‌ی انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران^{۲۱} سفارش‌های دوبخشی را در کنار سفارش‌های انجام و ابطال و اجرای دوطرفه‌ی سفارش، نوعی از انواع اجرای سفارش‌ها معرفی می‌کند: «سفارش دو بخشی، سفارش خرید یا فروشی است که دارای دو بخش پنهان و آشکار است. بخش آشکار سفارش در صف خرید یا فروش قرار گرفته و قابل‌رؤیت می‌باشد و بخش پنهان آن به صورت غیرفعال است. حجم قسمت آشکار و پنهان سفارش توسط کارگزار تعیین می‌شود. در صورتی که کل بخش آشکار سفارش معامله شود، به میزان حجم قسمت آشکار، سفارش پنهان فعال شده و در نوبت قرار می‌گیرد. حداقل کل سفارش و حداقل حجم قسمت آشکار در سفارش‌های دو بخشی، توسط بورس تعیین می‌شود».

در مقایسه با سفارش‌های دوبخشی، شکل شدیدتر کاهش شفافیت پیش از معاملات را می‌توان در معامله‌گری با سفارش‌های ناپیدا تجربه کرد که در طی این نوع از

سفارش‌گذاری سفارش‌ها می‌توانند به‌طور کلی پنهان شوند. چنین سفارش‌هایی حتی قیمت ارسال شده را نیز آشکار نمی‌کنند؛ بنابراین اثراتی همچون عرضه نقدینگی پنهان بر بازارهای سهام مبتنی بر ثبت سفارش‌ها دارند. تفاوت مهم دیگر ما بین سفارش‌های دوبخشی و سفارش‌های ناپیدا در اینست که در مورد سفارش‌های ناپیدا نه تنها اندازه، بلکه محل قرارگیری سفارش‌ها نیز نامشخص است (هاچ و هانگ^{۲۲}، 2012). درحالی‌که تاکنون آثار سفارش‌های پنهان به‌صورت کامل شناخته نشده و مورد مطالعه قرار نگرفته است، می‌توان جذاب‌ترین جنبه‌ی آن‌را امکان قرارگیری این سفارش‌ها به‌صورت کاملاً پنهان در بازه‌ی میان برترین مظنه‌ها در دو طرف بازار قلمداد کرد. نکته مهم اینست که اجرای این سفارش‌ها با هیچ‌گونه تغییر قابل مشاهده‌ای در سایر مظنه‌ها همراه نیست. بنابر تعاریف مطرح می‌توان دریافت که سفارش‌های پنهان به‌عنوان اصطلاحی عام برای سفارش‌های نامشخص برای سایرین است که گاهی بر سفارش‌های ناپیدا در بازارهای غیرشفاف-استعاره‌ی «استخر تاریک»^{۲۳}- اطلاق می‌شود و گاهی بر بخش پنهان سفارش‌های دوبخشی.

۱-۲-۲- مزیت‌های سفارش‌های پنهان در بازار سرمایه:

اولین فایده‌ی سفارش‌های پنهان را می‌توان جلوگیری از به‌وجود آمدن رفتار توده‌ای^{۲۴} (حرکت گله‌ای) دانست که یکی از چالش‌های اصلی پیش روی بازارهای سهام امروزی بوده و از نظر برخی افراد یک ویژگی انسانی است. رفتار توده‌ای را می‌توان به‌عنوان یک تمایل در افراد برای تقلید از گروهی بزرگ‌تر (منطقی یا غیر منطقی) معرفی کرد؛ چرا که به‌شکل جداگانه ممکن است اکثر مردم لزوماً آن گزینه را انتخاب نکنند. دلایل متعددی در مورد به‌وجود آمدن رفتار توده‌ای وجود دارد که از جمله‌ی آن‌ها می‌توان به فشار اجتماعی برای همراهی با دیگران و وجود یک منطق رایج به این شرح که: «بعید است یک گروه بزرگ اشتباه کنند» برای متقاعد کردن خود

در رابطه با سایر ریسک‌های متوجه یک سرمایه‌گذاری اشاره کرد (فری و سانداس^{۲۵}، 2017).

سفارش‌های پنهان به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد که اهداف تجاری خود را پنهان کنند (دی واین و دی هاند^{۲۶}، 2007). هنگامی که یک سرمایه‌گذار عمده (اغلب نهادی) از سفارش‌های پنهان استفاده می‌کند، تحرکات قیمتی و سفارش‌های موجود در صف‌های خرید و فروش با تغییرات کمتری همراه هستند و همین تغییرات کم زمینه‌ی به‌وجود آمدن رفتارهای توده‌ای را کاهش می‌دهد؛ زیرا معامله‌گران غیر فعال نشانه‌های محسوسی از بازار برای تقلید از دیگران نمی‌یابند.

از دیگر فواید مهم سفارش پنهان، پوشش ریسک در معرض برای معامله‌گران با اندازه‌ی سفارش‌های نسبتاً بزرگ است. منظور از ریسک در معرض برای سفارش‌ها، ریسک سایر هزینه‌های احتمالی است که ناشی از آشکار شدن انگیزه‌های تجاری معامله‌گران است. در زمان افشای سفارش‌ها با به‌وجود آمدن تحرک در سمت مقابل بازار که متأثر از همین آشکارسازی است، امکان اجرای سفارش‌ها (به‌ویژه در محدوده قیمتی موردنظر معامله‌گر) کاهش می‌یابد. معامله‌گر در چنین شرایطی با پنهان کردن و تقسیم‌بندی سفارش‌های بزرگ خود، ریسک در معرض کمتری را پذیرفته و سفارش‌های خود را با احتمال موفقیت بیشتر و در محدوده‌ی قیمتی مطلوب‌تری ارسال می‌کند (سبیراقلو و هورست، 2013).

جلوگیری از پیش‌دستی یکی دیگر از ویژگی‌های مثبت سفارش‌های پنهان است. در حالی که افشای سفارش‌ها به صورت‌های گوناگون - همچون پیش‌دستی، کزگزینی و - هزینه‌های معامله را افزایش می‌دهد (دی‌واین و دی‌هاند، 2007)، یکی از فواید سفارش‌های پنهان جلوگیری از پدیده‌هایی چون پیش‌دستی به‌شمار می‌آید (سبیراقلو، هاچ و هورست، 2017).

مزیت قابل ملاحظه‌ای که این سفارش را برای نهادهای سرمایه‌گذاری و نیز نهاد ناظر جذاب کرده است، امکان تقطیع سفارش‌های بزرگ است. این امکان زمینه‌ی اجرای سفارش‌ها در محدوده‌ی قیمتی مناسب را برای سرمایه‌گذاران نهادی فراهم می‌کند و در این صورت با جلب رضایت سرمایه‌گذاران بزرگ حجم نقدینگی بازار و در نتیجه کیفیت رقابت در آن افزایش می‌یابد.

۱-۲-۳- نقاط منفی سفارش‌های پنهان:

مطالعات انجام شده بر روی سفارش‌های پنهان حاکی از وجود تضاد معناداری میان این نوع از سفارش با شفافیت پیش از معاملات است. شفافیت پیش از معاملات در واقع به دسترسی منصفانه و با سرعت بالا به وسیله‌ی انتشار اطلاعات مربوط به معاملات پیش از انجام معامله اشاره دارد.

یکی از مهمترین اطلاعاتی که قبل از معامله مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد نظام عرضه و تقاضاست که در واقع روند حرکت قیمت در آینده را تا حدودی قابل پیش‌بینی می‌سازد. به‌طور کلی در شبکه‌های ارتباطی الکترونیکی به دلیل نوع و کیفیت معاملات و نحوه‌ی ارتباط طرفین پیش از انجام معامله، اهمیت عرضه و تقاضا به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های تعیین‌کننده‌ی قیمت از سایر مؤلفه‌های دیگر بسیار بیشتر است. بنابراین عرضه و تقاضا در بازارهای سرمایه بسیار پراهمیت‌تر و مؤثرتر از بازارهای دیگر نقش ایفا می‌کنند؛ بنابراین هرگونه خلل در نظام عرضه و تقاضا می‌تواند موجب فاصله گرفتن قیمت از ارزش واقعی سهام شود، به روندهای کاذب قیمت دامن بزند و در نهایت عدم کارایی بازار را در پی داشته باشد.

بدیهی است زمانی که معامله‌گران از سفارش‌های پنهان استفاده می‌کنند، صفوف خرید و فروش کاذب می‌شوند و به‌عنوان نمادی که نشان‌دهنده‌ی نظام عرضه و تقاضا باشد، قابل اطمینان نیستند. بنابراین به‌نظر می‌رسد مسئله‌ی سفارش‌های پنهان در بازار سرمایه یک تهاتر واقعی میان نقدشوندگی و شفافیت است (دی‌هاند و کترین، ۲۰۰۲).

مشکل دیگر سفارش‌های پنهان موانعی است که در رابطه با کارایی اطلاعاتی بازار ایجاد می‌کنند. کاربرد افزایشی از نقدینگی پنهان، نگرانیهای تنظیمی را افزایش می‌دهد که در نهایت ممکن است روی کیفیت مکانیسم کشف قیمت در بازارهای شفاف اثر بگذارد. اگر کارایی اطلاعاتی بازار را با ایده‌هایی چون فاصله‌ی قیمت از ارزش ذاتی سهام‌های معاملاتی در بازارهای سرمایه مدلسازی کنیم، مشاهده خواهیم کرد که این فاصله در بازارهای با عمق پنهان بیشتر، بسیار بزرگتر است. این مسئله نشان‌دهنده‌ی چالش معنادار سفارش‌های پنهان با کارایی اطلاعاتی بازار است (پیش‌نویس دستورالعمل بازارها و ابزارهای مالی اتحادیه اروپا، 2011).

به‌طور کلی به‌وجود آمدن نوسانات شدید قیمتی به دلیل بروز اختلال در نظام عرضه و تقاضا می‌تواند به عدم کارایی قیمت‌ها منجر شود. این در حالی است که به‌نظر می‌رسد در حالت تعادل پنهان کردن اهداف معامله و تجارت می‌تواند باعث عدم هماهنگی بین عرضه و تقاضای نقدینگی شود و نوسانات قیمت بیش از حد ایجاد کند و بر کارایی قیمت آسیب زند (سبیراقلو، هاچ و هورست، 2017).

امروزه یکی دیگر از شعارها و ارزش‌های بازارهای سرمایه، فراهم آوردن زمینه‌ی دسترسی منصفانه و یکسان برای سایر سرمایه‌گذاران است. اگر عدالت را مستقل از سایر ارزش‌های بازار همچون شفافیت در نظر بگیریم آنگاه درخواهیم یافت که این کلمه در سایه‌ی سفارش‌های پنهان مفهومی پوچ است. زمانیکه سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ برای پوشش ریسک در معرض خود مرتبا از سفارش‌های پنهان استفاده می‌کنند، سرمایه‌گذاران خرد در اغمای عمیقی در رابطه با عمق پنهان سفارش‌های بازار برای سهم‌های گوناگون قرار دارند. رییس کمیسیون بورس اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا در این باره می‌گوید: «...باید مراقب باشیم که مزایای کوتاه‌مدت معاملات غیرشفاف برای مبادله‌کنندگان شخصی، وضعیت تمام سرمایه‌گذاران را در بلندمدت با در معرض خطر قرار دادن تابع کشف قیمت بازارهای عمومی به تحلیل نبرد.»^{۲۷}

۱-۲-۴- سفارش‌های پنهان در بازارهای مالی متعارف

وقتی صحبت از عمق بازار می‌شود، نقش سفارش‌های پنهان غیر قابل انکار است. ۴۴٪ از حجم یورونکست^{۲۸} پاریس، ۳۰٪ از حجم سهام ثبت شده‌ای که کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا^{۲۹} بر روی آنها نظارت می‌کند، ۲۶٪ از اجرای سفارش‌ها در بازار بورس اسپانیا، ۱۷٪ از حجم معاملات صورت گرفته در نزدک و... همگی از سفارش‌های پنهان تشکیل شده‌اند (سبیراقلو، هاچ و هورست، ۲۰۱۷).

امروزه سفارش‌های پنهان در بیش از ۱۰۰ نوع بازار سهام متفاوت در دنیا از بازارهای آمریکای شمالی گرفته تا خاورمیانه و بازارهای جهانی پشتیبانی می‌شود. در ادامه جدولی شامل اطلاعاتی همچون کاربرد این دسته از سفارش‌ها در پلتفرم‌های مختلف معاملاتی، بازارهای گوناگون و... ارائه می‌شود.^{۳۰}

جدول شماره ۱ - ویژگی‌ها و کاربرد سفارش‌های پنهان در پلتفرم‌های مختلف معاملاتی

کاربرد در بازارهای متنوع	کاربرد در سبک‌های معامله‌گری	کاربرد در ایستگاه‌های معاملاتی ^{۳۱}	محصولات و ابزارهای مالی	محصولات و ابزارهای مالی	ویژگی‌ها
ابزارهای آمریکایی	هوشمند	ATR ^{۳۲}	قراردادهای تفاضلی ^{۳۳}	اوراق قرضه	امکانات پیش‌رفته
ابزارهای اروپایی	مستقیم	OT ^{۳۴}	EFP ^{۳۵}	سهام	معاملات هوشمند
		TIF ^{۳۶}	کومبوها ^{۳۷}	اختیار معامله	ریسک محدود
			ابزارهای بدون پرداخت ^{۳۸}	معاملات آتی	توسعه قیمتی ^{۳۹}
			بازار معاملات ارزا	اختیارات آتی	معاملات پرسرعت
					حفظ حریم خصوصی

۵-۲-۱- سفارش‌های پنهان در بازار سرمایه‌ی ایران

در بازار سرمایه ایران، سفارش‌های پنهان اولین بار در ماده‌ی ۱۲ دستورالعمل اجرایی نحوه‌ی انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران شکل رسمی به خود می‌گیرد. بورس اوراق بهادار تهران سفارش‌های دوبخشی را در کنار سفارش‌های انجام و ابطال و اجرای دوطرفه‌ی سفارش، نوعی از انواع اجرای سفارش‌ها معرفی می‌کند و می‌نویسد: «سفارش دو بخشی، سفارش خرید یا فروشی است که دارای دو بخش پنهان و آشکار است. بخش آشکار سفارش در صف خرید یا فروش قرار گرفته و قابل رؤیت می‌باشد و بخش پنهان آن به صورت غیرفعال است. حجم قسمت آشکار و پنهان سفارش توسط کارگزار تعیین می‌شود. در صورتی که کل بخش آشکار سفارش معامله شود، به میزان حجم قسمت آشکار، سفارش پنهان فعال شده و در نوبت قرار می‌گیرد. حداقل کل سفارش و حداقل حجم قسمت آشکار در سفارش‌های دو بخشی، توسط بورس تعیین می‌شود.»

گرچه طبق بند سوم قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران «هر شخصی که اقدامات وی نوعاً منجر به ایجاد ظاهری گمراه‌کننده از روند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت‌های کاذب و یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار شود «مجرم بوده و به حبس تعزیری و یا جزای نقدی محکوم‌اند، اما تطبیق این قانون بر شخصی که با سفارش پنهان نظام عرضه و تقاضا را کاذب می‌کند تا کنون از چشم پژوهشگران داخلی مغفول مانده است. این در حالی است که خواهیم دید مسئله‌ی سفارش‌های پنهان در گذشته برای نهاد ناظر بازار سهام ایران به‌عنوان یک چالش مطرح بوده است. تا پیش از سال ۱۳۹۴ سرمایه‌گذاران به‌اختیار خود اقدام به تعیین میزان حجم آشکار و پنهان سفارش‌های خود می‌کردند که البته پس از ایجاد اختلال ساختاری به‌وسیله سفارش‌های دوبخشی که موجب گمراهی سایرین نیز شده بود، در سال ۱۳۹۴ اداره نظارت بر بازار سازمان بورس با اشاره به لزوم جلوگیری از تکرار چنین رویه‌های

غلطی با هدف پیش‌گیری از تخلفات و ارتقاء شفافیت حداکثری در معاملات، حداقل حجم قسمت آشکار در سفارش‌های دوبخشی را ۳۰ درصد از حجم کل سفارش تعیین می‌کند.^۴ سرانجام پس از ۵ سال و اعتراض‌های رسمی و غیررسمی به تصمیمات نهاد ناظر در رابطه با عدم شفافیت در نظام سفارش‌گذاری که بیشتر از طرف فعالین حقیقی و خرد بازار مطرح می‌شد و در زمان تصمیم سازمان بورس مبنی بر حذف مظنه‌ها در بازار پایه به اوج خود رسید، شرکت بورس تهران در اطلاعیه‌ای از ممنوعیت کامل سفارش‌های دوبخشی (پنهان) در ریزساختارهای معاملاتی بورس خبر داد.^۴

زمانی که با ابزاری چون سفارش‌های پنهان با این وسعت کاربرد و تأثیر در بازار روبرو هستیم، طبعاً باید ابتدا مطالعات کاملی در خصوص چگونگی سیاست‌گذاری و ارائه‌ی این ابزار به مشتریان صورت پذیرد. با این حال تاکنون پژوهشی صرفاً انتقادی نسبت به موضوع سفارش‌های پنهان انجام نشده است. وسعت کاربرد و تأثیر این مسئله خود نشان‌دهنده‌ی حساسیت بالای پژوهش است.

۳-۱- مقدمات و توصیفات فقهی

۳-۱-۱- مطالعه‌ی جایگاه احکام اولیه، ثانویه و حکومتی در بررسی مسائل

مستحده:

حکم اولی؛ به آن دستوری گفته می‌شود که شارع اسلام بر مبنای صلاح و فساد اولی موجود در موضوع یا متعلق، انشا کرده است. اما حکم ثانوی؛ در موردی است که شارع بر مبنای تزاحم و صلاح و فساد حالت عارض و موقت، با مصلحت و مفسده اولی جعل حکم می‌کند. گروهی نیز در تعریف حکم اولی و ثانوی بر این باور هستند که اولیت و ثانویت، امور نسبی هستند؛ وقتی حکمی بر عنوانی از موضوعات بار می‌شود، اگر بدون عنایت و نظر به عناوین دیگر لحاظ شود آن را حکم اولی می‌نامند. احکام و قضاوت‌های فقهی در بسترهای مختلف نیز متفاوتند. فقها مسائل روز و نیازهای متغیر را در بسترهای متفاوتی بررسی می‌کنند. گاهی تمتع از یک مسئله‌ی مستحده یا سلوک

در مجرای شرایطی نو و متفاوت در بعد فردی (فقه شخصی) بدون اشکال است؛ اما ممکن است همین مسئله‌ی مستحدثه از بعد اجتماعی و اثراتی که بر جامعه وارد می‌کند (فقه حکومتی)، حکمی متفاوت داشته باشد. در همین راستا فقها قائل به تقسیم فقه به انواعی همچون فقه شخصی، فقه نوعی و فقه حکومتی هستند. احکام حکومتی نیز احکامی هستند که در جهت اداره‌ی نظام اسلامی بر مبنای مصلحت اسلام و مسلمین صادر می‌گردد.

در رابطه با سفارش‌های پنهان به‌عنوان یک مورد مستحدثه نیز باید به این نکته توجه داشت که ما در این اثر صرفاً به مطالعه‌ی تطبیقی و تحلیل سفارش‌های پنهان با قاعده‌ی ممنوعیت غرر در فقه اسلامی در حوزه‌ی احکام اولیه‌ی اسلام خواهیم پرداخت؛ بدین معنا که اگر در مطالعه‌ی صدق غرر بر سفارش‌های پنهان به حکم خاصی رسیدیم، با توجه به اینکه حکم مورد نظر بدون عنایت به عناوین دیگر لحاظ شده است، آن حکم اولیه است. بنابراین قبل از بررسی تزاخم‌های احتمالی با قواعد ثانویه، نمی‌توان ادعا کرد که حکم نهایی اسلام در رابطه با موضوع مطرح را دریافته‌ایم.

۲-۳-۱- قاعده‌ی غرر در معاملات:

واژه‌ی عربی غرر به معنای نا اطمینانی و مخاطره است. اصطلاح غرر مربوط به قاعده‌ای در باب شروط صحت بیع در مکاسب مطرح می‌شود. این قاعده عاملی برای جلوگیری از ایجاد معاملات نامتوازن و غیر شفاف است که رعایت آن از بروز نزاع در سطح جامعه‌ی خاص خود جلوگیری می‌کند. منظور از معاملات غرری آن دسته از عقود می‌باشند که فرجام آنها برای طرفین یا یکی از دو طرف مجهول بوده و باعث ضرر و خطر گردد.

شیعه و سنی بر حدیث نبوی مبنا در این قاعده که حدیث نبوی «نهی النبی عن بیع الغرر» است، استناد کرده‌اند و آن از مسلمانات امت اسلامی است (امام خمینی، ۱۴۱۵، ص. ۲۹۵). در منابع فقهی شیعی حدیث فوق را سید مرتضی در انتصار، ابن ادریس در

سراثر، علامه در تذکره، پسر علامه در شرح قواعد، فاضل مقداد در التقیح، شهید در قواعد، طریحی در مجمع‌البحرین، جوهری در صحاح، ابن اثیر در نهاییه و حاجبی در مختصر نقل کرده‌اند (نراقی، ۱۳۷۵، ص. ۸۴). همچنین حدیث فوق به‌عنوان دلیل روایی حرمت بیع غرری در کتب معتبر اهل سنت چون صحیح مسلم (صحیح مسلم، ج ۳، ص. ۱۱۵۳)، سنن ابی داود (سنن ابی داود، ج ۳، ص. ۶۷۳)، سنن نسائی (سنن نسائی، ج ۷، ص. ۲۶۲)، مسند احمد ابن حنبل (مسند احمد، ج ۱، ص. ۱۱۶) و... نیز آورده شده است. با این توصیف برخی از فقها در اعتبار سند این حدیث مناقشه کرده‌اند به اینکه اولاً حدیث به‌صورت مرسل نقل شده و نام برخی راویان در سلسله‌ی سند محذوف است و ثانیاً راویانی که نام آنها ذکر شده مورد وثوق نیستند و ثالثاً اشتهار حدیث بحدی نیست که آنرا در تمامی طبقات تا زمان صدورش از امام معصوم متواتر گرداند (خویی، ۲۵۶)؛ لکن اشتهار حدیث غرر به‌حدی است که جابر از ضعف سند بوده و این مسئله مورد پذیرش بسیاری از فقیهان چون شیخ انصاری و مرحوم نایینی و... است تا جایی که ابن ادریس حلی که به‌خبر واحد عمل نمی‌کند، حدیث غرر را کاملاً پذیرفته و روایات معتبر دیگری را به‌دلیل مخالفت با مضمون آن مردود می‌شمارد (موسوی بجنوردی، ۱۳۸۷). این درحالی‌است که حتی فقهایی چون مرحوم آیت‌الله خوئی که قائل به قاعده‌ی انجبار نیستند، قاعده‌ی غرر را با دلایل توجیه می‌کنند.

پس از مطالعه آثار و نظرات مختلف در رابطه با این قاعده با یک نگاه جامع می‌توان معاملات غرری را در دو حوزه‌ی کلی معاملات غرری به اعتبار مبیع غرری و معاملات غرری به اعتبار شرایط معامله دسته‌بندی کرد. الگوی زیر مدلی است که این پژوهش در توصیف قاعده‌ی غرر برای مطالعه‌ی تطبیقی با مسائل مستحدثه ارائه می‌دهد.

جدول شماره ۲ - ابعاد قاعده‌ی ممنوعیت غرر

مبیع غرری به اعتبار غرری بودن ماهیت و ذات مبیع	عدم اطلاع از ارزش عوضین	قاعده‌ی نفی بیع غرری ^{۴۲}
مبیع غرری به اعتبار غرری بودن مقدار مبیع مورد معامله		
مبیع غرری به اعتبار غرری بودن صفت آن مبیع که بر ثمن آن و یا به عبارت جامع‌تر بر تصمیم مشتری تأثیر بگذارد.		
خطر عدم وجود مبیع		
خطر عدم قدرت بر تسلیم یا تسلّم مبیع		
عدم اطلاع از سایر شرایط معامله		

۱-۳-۲-۱- معیار تشخیص غرر در معامله:

در رابطه با ملاک و معیار غرر باید به این نکته توجه داشت که مسئله‌ی غرر در فقه اسلامی مانند ربا نیست که هر مقدار از آن هرچند محدود و ناچیز حرام و مورد منع شارع باشد؛ بلکه همواره میزانی از خطر در بازارهای اسلامی مورد پذیرش است (Muhammad Ayyub, 2007)^{۴۳}. بنابراین اسلام به این واقعیت که هرگونه فعالیت اقتصادی با مخاطراتی همراه است باور داشته و احادیثی چون «من كان له الغنم فعليه الغرم» (موسوی‌الخمینی، ۱۴۱۵ه.ق.، ص. ۴۳۶) از پیامبر اکرم (ص) نیز به همین موضوع اشاره دارد؛ اما میزان ابهام و خطر مورد نظر اسلام در معاملات نامحدود نبوده و مقدار معینی دارد. اسلام مرز بین معاملات غرری و غیرغرری را مسامحه‌ی عرف تعیین کرده و در واقع ملاک و معیار غرر، تسامح عقلا است. بدیهی است که در مورد حکم بطلان «معاملات غرری» که از روایت مشهور نبوی (ص) و سایر روایات دیگر و اجماع فقیهان استفاده شده است، نیازی به ارجاع به عرف (چه عرف عام و سیره عقلا و چه عرف خاص و سیره متشرعه) وجود ندارد؛ زیرا شارع حکم قطعی و روشنی در این مورد بیان نموده است و داوری عرف را فقط در تعیین مصداق و تشخیص موضوع پذیرفته است.

بنابراین، اساساً ملاک و معیار تشخیص غرر در معامله، داوری عرف و یا گواهی عرف و عادت و حکم عقلا می‌باشد؛ بنابراین اگر اختلافی در تحقق و عدم تحقق غرر در معامله، در منابع و آثار فقهی وجود داشته باشد، در واقع ناشی از همین داوری عرف در تشخیص مصداق است (رفیعی، ۱۳۷۸، صص. ۵۳-۵۱).

۱-۴- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش صورت گرفته، پژوهشی مالی اسلامی با استفاده از روش کیفی عمومی بوده که در عین حال از مطالعات انجام شده در منابع متعارف نیز در جهت بررسی نقادانه‌ی سفارش‌های پنهان و تطبیق قاعده‌ی فقهی ممنوعیت غرر در معاملات بر موضوع استفاده می‌کند. منطق پژوهش نیز منطقی استقرایی است؛ زیرا فرآیند پژوهش به گونه‌ای است که ابتدا با جمع‌آوری اطلاعات جزئی به بازتعریف و الگوسازی پرداخته و سپس فرضیه‌ی تطبیق الگوهای تعریف شده بر موضوع پژوهش مورد تحلیل و بررسی قرار گرفته و در نهایت به یک نتیجه کلی منجر می‌شود.

در رابطه با راهبرد پژوهش به صورت کلی می‌توان پژوهش حاضر را یک پژوهش کیفی عمومی^{۴۴} دارای ۵ مرحله دانست که هر یک از مراحل را می‌توان ذیل دو مرتبه‌ی روشی توصیفی و یا تحلیلی دسته‌بندی کرد. در مرحله اول پژوهشگر با بررسی کتابخانه‌ای منابع متعارف به توصیف سفارش‌های پنهان به عنوان موضوع اصلی و مسئله مستحدثه‌ی مورد بررسی در پژوهش پرداخت. در مرحله دوم از بخش توصیفی پژوهش، قاعده غرر به عنوان یکی از ضوابط صحت بیع در قالب یک الگوی مفهومی بازتعریف شد. در ادامه پژوهشگر در مرحله سوم با تحلیل و تطبیق و یا عدم تطبیق هر یک اجزای قاعده‌ی غرر بر سفارش‌های پنهان، به سؤال محوری پژوهش که «آیا سفارش‌های پنهان موجب غرری شدن معاملات سهام می‌شود؟» پاسخ می‌دهد. در این مرحله سؤال کلی پژوهش به سؤالات جزئی افزوده و تطبیق هر یک از اجزای الگوی ارائه شده برای قاعده‌ی غرر در مرحله دوم بر سفارش‌های پنهان به عنوان یک

سؤال مجزا پاسخ داده می‌شود. مرحله‌ی چهارم مرحله‌ای است که مسامحه‌ی عرف متخصص (معامله‌گران سهام) به‌عنوان ملاک قاعده‌ی غرر در موضوع پژوهش مورد بررسی و تحلیل قرار می‌گیرد؛ همچنین از ابزاری همچون پرسشنامه باز برای جمع‌آوری اطلاعات در این مرحله استفاده می‌شود. در مرحله آخر از بخش تحلیلی پژوهش نیز نتایج حاصله با برگزاری جلسه‌ی گروه کانونی متشکل از خبرگان فقه مالی مورد نقد و ارزیابی قرار می‌گیرد.

در رابطه با روش‌های گردآوری داده‌ها نیز به تناسب نیاز در هر مرحله از فرآیند پژوهش از روش‌های کتابخانه‌ای و میدانی (پرسشنامه و گروه کانونی) استفاده شده است.

۲- تجزیه و تحلیل فقهی (بخش تحلیلی پژوهش)

۲-۱- مطالعه تطبیقی سفارش‌های پنهان با ابعاد فقهی ارائه شده

در این مرحله به‌عنوان اولین مرحله‌ی بخش تحلیلی پژوهش به بررسی تطبیق هر یک از بخش‌های ابعاد پیشنهادی مقاله (برای قاعده غرر) بر موضوع سفارش‌های پنهان به‌طور جداگانه خواهیم پرداخت. بدیهی است سؤال محوری پژوهش در این بخش به سؤالات متناظر با هر یک از اجزای قاعده‌ی غرر افزای می‌شود و در ادامه پژوهش با روش تحلیلی و استنباطی به جست و جوی پاسخ هر یک از سؤالات خواهیم پرداخت:

۱-۱-۲- خطر عدم اطلاع از ارزش عوضین (۷):

یکی از موارد غرر، خطر به اعتبار جهل به جنس یا مقدار و یا وصف «مورد معامله» است؛ در صورتی که طرفین به مورد معامله علم نداشته باشند، در واقع عوض یا معوض خود را در محل و موضع خطر و غرر قرار می‌دهند؛ زیرا ممکن است در مقابل عوضی که می‌دهند، معوض معادل بدست نیاورند (نراقی، ۱۴۱۷، ص. ۹۴). به‌طور کلی در نظام مالی اسلامی اطلاعات نقش اساسی ایفا می‌کند. عدم تقارن اطلاعاتی در قراردادها می‌تواند مربوط به ابعاد و زوایای متفاوتی از موضوع مورد معامله (مبیع)

باشد. مواردی همچون ذات و ماهیت، مقدار و اوصاف مبیع مورد معامله از مهم‌ترین ابعادی هستند که تقارن اطلاعاتی طرفین معامله نسبت به آن‌ها جهت صحت معاملات از نظر شارع ضروری است. با توجه به نکات یادشده به نظر می‌رسد مهم‌ترین موردی که در بخش «خطر عدم اطلاع از ارزش عوضین» و زیرمجموعه‌های آن می‌تواند به‌عنوان شاخص مورد بررسی قرار گیرد مفهوم «قیمت» است. بنابراین اگر قیمت معامله هرگونه خطری را متوجه طرفین سازد و یا اینکه قیمت در فضای ابهام تعیین شود، معامله غرری و باطل است. حال سؤال اینجاست که «آیا سفارش‌های پنهان موجب غرری شدن معاملات سهام به اعتبار خطر نسبت به ارزش مبیع (قیمت سهام) می‌شود؟» برای پاسخ ابتدا به‌عنوان مقدمه باید به دو نکته اشاره کرد؛ اول اینکه قیمت فی نفسه مفهومی مستقل نبوده و مستقیماً وابسته به عوامل دیگری است. عرضه و تقاضا یا به عبارت دقیق‌تر در ادبیات بازار مبتنی بر سفارش‌های^{۴۵} سهام ایران، مظنه‌های خرید و فروش در دو جهت بازار هستند که قیمت را تعیین کرده و هدایت می‌کنند. در واقع قیمت مفهومی است که در زمان تطابق بالاترین مظنه‌ی خرید و پایین‌ترین مظنه‌ی فروش در مجموعه سفارش‌های ارسالی به هسته معاملات متولد می‌شود. نکته‌ی دوم اینکه پژوهش‌های متعددی به مطالعه‌ی رابطه میان قیمت و سفارش‌ها پرداخته‌اند که به وضوح به اثر مستقیم اطلاعات مربوط به حجم و مظنه‌ی سفارش‌ها بر قیمت اشاره کرده و حتی اثر مربوطه را اندازه‌گیری می‌کنند. امروزه حتی مدل‌هایی ارائه می‌شود که به معامله‌گران امکان اندازه‌گیری و مقایسه اطلاعات مربوط به سفارش‌ها برای تخمین چگونگی رفتار کوتاه‌مدت قیمت را می‌دهند (آولاندا، رید و استویکو، 2010). بنابراین هرگونه دستکاری یا حتی پنهان کردن سفارش‌ها می‌تواند به عدم کارایی اطلاعاتی قیمت‌ها منجر شود. در حالت تعادل دیگر مؤلفه‌ها، پنهان کردن اهداف معامله و تجارت می‌تواند باعث عدم هماهنگی بین عرضه و تقاضای نقدینگی شود و نوسانات قیمت

سهام مربوطه در بازار سهام نمی‌باشد. در بازارهای تاریک نیز معامله‌گران اطلاعات مربوط به مظنه‌های سایرین و حجم عرضه و تقاضا در دو سمت بازار را ندارند. آنچه در این جا مطرح می‌شود این مسئله است که آیا کیفیت و کمیت سفارش‌های خرید و فروش برای یک سهم خاص در بازار سهام - با توجه به تأثر مستقیم قیمت از سفارش‌ها و مظنه‌های معامله‌گران سهام مربوطه - جزء آن دسته صفاتی محسوب می‌شود که اگر مجهول گردد معامله را غرری به اعتبار غرری بودن صفت مبیع مورد معامله قلمداد کنیم؟ نظر پژوهشگران در این رابطه مثبت است؛ همانگونه که توفّر یا کمیابی یک مبیع در بازار از ویژگی‌های مهمی است که همواره مدنظر عرف قرار دارد، در مقام تطبیق می‌توان آگاهی از نظام سفارش‌گذاری برای هر سهم در بازارهای سهام الکترونیکی را حق معامله‌گران پیش از انجام هر معامله‌ای دانست. نتایج نظرسنجی که توسط محققان از معامله‌گران بازار سهام صورت گرفته نیز گواهی بر این مدعا است.

۲-۱-۲- خطر عدم وجود مبیع و خطر عدم قدرت بر تسلیم یا تسلیم مبیع (*):

از مجموع آرا و نظریات فقها به دست می‌آید که اساساً بیع اشیای معدوم که محتمل‌الوجودند، جایز نیست (رفیعی، ۱۳۷۸، ص. ۶۶). آیت‌الله خویی نیز دو مورد ذکر شده را خارج از بحث غرر می‌داند و آن را در باب «بیع مالا یملک» قرار می‌دهد. گاهی نیز هر دو یا یکی از عوضین به‌گونه‌ای است که قدرت بر قبض و اقباض آن نیست در نتیجه بیع آن و پرداخت عوض در مقابل آن غرری و خطری است (موسویان ۱۳۹۰، ص. ۱۲۸). البته که این دو مورد از انواع غرر در مدل پیشنهادی ما ارتباطی به موضوع مورد بررسی (سفارش‌های پنهان) نداشته و خارج از بحث است زیرا سفارش‌گذاری پنهان در بستر پلتفرم‌های معاملاتی نوین بازار سهام است که امروزه به‌صورت کاملاً هوشمند و الکترونیکی اجرا می‌شوند؛ بنابراین مبیع یعنی برگه‌ی سهام موجود بوده و در تسلیم و تسلیم برگه‌ی سهام هیچ‌گونه شبهه و خطری مشاهده نمی‌شود. در واقع می‌توان

ادعا کرد که در مدل امروزی معاملات سهام صدق قاعده‌ی غرر به اعتبار خطر عدم وجود عوضین و عدم قدرت در تسلیم و یا تسلیم عوضین تقریباً غیر ممکن است.

۳-۱-۲- عدم اطلاع از سایر شرایط معامله (۷):

گاهی عوضین از حیث وجود و قدرت بر تسلیم و مالیت روشن هستند، لکن شرایط معامله به گونه‌ای است که پرداخت عوض در آن معامله با آن شرایط و خصوصیات خطری است (موسویان ۱۳۹۰، ص. ۱۲۸). همچنین مبهم و غرری بودن شرایط معامله در برخی موارد موجب تغییر ثمن مبیع مورد معامله و یا تجدید نظر طرفین معامله است.

حال سؤال پژوهش در بررسی تطبیقی این جز از اجزای قاعده‌ی غرر با سفارش‌های پنهان این است که "آیا شرط آگاهی از مظنه‌ها و سفارش‌ها در طرفین بازار سهام جزء آن دسته شرایط با اهمیت محسوب می‌شود که اگر مجهول گردد معامله را غرری به اعتبار غرری بودن شرایط معامله قلمداد کنیم؟"

در پاسخ باید به این نکته توجه داشت که همانگونه که توفّر یا کمیابی یک مبیع در بازار از ویژگی‌های مهمی است که همواره مدنظر عرف قرار دارد، در مقام تطبیق می‌توان آگاهی از نظام سفارش‌گذاری برای هر سهم در بازارهای سهام الکترونیک را حق معامله‌گران پیش از انجام هر معامله‌ای دانست. ساختار و فرآیند بازارهای الکترونیکی سفارش‌محور نیز بگونه‌ای است که نیاز معامله‌گران به اطلاعات مظنه‌ها و سفارش‌های موجود در دو طرف بازار بسیار بیش‌تر احساس شده و با حضور تعداد قابل توجهی از معامله‌گران فعال^{۴۶} با رویکرد کوتاه‌مدت بر اهمیت و لزوم آگاهی از این اطلاعات افزوده شده است. نتایج نظرسنجی که توسط پژوهشگر از معامله‌گران بازار سهام صورت گرفته نیز گواهی بر این مدعا است.

سفارش پنهان امکان کاذب کردن مظنه‌های خرید و فروش و یا ابهام در آن را فراهم می‌کند. همچنین تأثیرات مستقیم و غیر مستقیم آن بر قیمت سهام در ادبیات موضوع

کاملاً شناخته شده است. واضح است که تأثیرات قیمتی خود هدف استراتژیک توسعه‌ی این ابزار به‌عنوان یک نوع از انواع سفارش در بازار سهام‌اند (سبیراقلو و هورست، ۲۰۱۳)؛ عبارت بهتر معامله‌گران در راستای کتمان انگیزه‌های تجاری خود از این نوع سفارش‌گذاری استفاده می‌کنند تا در محدوده‌ی قیمتی مطلوب خود موفق به اجرای سفارش‌های‌شان شوند. در واقع اثر قیمتی سفارش پنهان همان جلوگیری از تحركات واقعی قیمت سهام بوده که ناشی از نظام شفاف عرضه و تقاضا - مظنه‌های واقعی خریدار و فروشنده - است (سبیراقلو، هاچ و هورست، ۲۰۱۷). اکنون باید به این نکته توجه داشت که تغییرات قیمتی خود حاکی از تأثیر سفارش‌های پنهان بر نظام عرضه و تقاضا و تصمیم سرمایه‌گذار است. در واقع هنگامی که شرایط مورد معامله که در تقاضا و قیمت مؤثر است، مبهم باشد، اگرچه مورد معامله موجود و قدرت بر تسلیم و دریافت آن وجود داشته باشد، معامله غرری است (صادقی شاهدانی، ۱۳۹۴، ص ۳۴۰)؛ بنابراین با توجه به دو مقدمه یادشده در رابطه با اهمیت سفارش‌ها و مظنه در نزد عرف معامله‌گر در بازارهای سهام و تأثیر مستقیم آن بر قیمت سهام، تطبیق غرر بر سفارش‌های پنهان به اعتبار غرری بودن سایر شرایط معامله صحیح است.

نتیجه‌ی تحلیل تطبیق اجزای قاعده‌ی غرر بر سفارش‌های پنهان به‌عنوان مرحله‌ی سوم از مراحل پنج‌گانه‌ی راهبرد پژوهش اینکه به سه اعتبار می‌توان معاملات مبتنی بر سفارش‌های پنهان در بازار سهام را ذیل معاملات غرری دسته‌بندی کرد: اول به اعتبار وجود ابهام و خطر نسبت به [عوامل مؤثر بر] ارزش مبیع (قیمت سهام)، دوم به اعتبار غرری شدن اوصاف مبیع (در صورت در نظر گرفتن مظنه‌های سهم و ساختار سفارش‌های موجود در دوطرف بازار برای یک سهم به‌عنوان یکی از اوصاف سهام مربوطه) و سوم به اعتبار غرری شدن سایر شرایط معامله.

۲-۲- مرحله‌ی چهارم: بررسی تسامح عقلا در رابطه با سفارش‌های پنهان

در رابطه با بررسی تسامح و یا عدم تسامح عرفی معامله‌گر در مورد خطری که در اثر جهل نسبت به اطلاعات مظنه‌ها و سفارش‌ها متوجه معاملات آن‌ها می‌شود ابتدا در قالب یک نظرسنجی مبتنی بر انتشار پرسشنامه باز، نظر عرف در رابطه با مسئله‌ی سفارش‌های پنهان و دستکاری مظنه‌ها را به‌عنوان ملاک غرری بودن معاملات سهام مورد تحلیل و بررسی قرار می‌دهیم و سپس به یک شبهه‌ی موضوعیه در رابطه با تسامح عرف پاسخ می‌دهیم.

بنابر نظرسنجی انجام شده از یک نمونه‌ی آماری ۲۰۰ عضوی از معامله‌گران و کارشناسان بازار بورس اوراق بهادار تهران، همه‌ی اعضای نمونه به دو سؤال ذیل در قالب یک پرسشنامه باز پاسخ داده‌اند:

سؤال اول) آیا شما به‌عنوان یک معامله‌گر در زمان انجام معاملات سهام در بورس تهران و یا فرابورس ایران به اطلاعات مربوط به سفارش‌ها و مظنه‌های موجود در دو طرف بازار برای سهام مربوطه به‌عنوان یکی از فاکتورهای مهم تصمیم‌گیری توجه می‌کنید؟

الف) بله، همواره قبل از خرید یا فروش به آنها به‌عنوان یک فاکتور مهم در تصمیم‌گیری توجه دارم.

ب) خیر، اطلاعات یادشده اهمیتی در فرآیند تصمیم‌گیری من ندارد.

ج) گاهی توجه می‌کنم و گاهی نیز بی‌توجه به مظنه‌ها و سفارش‌ها معامله می‌کنم.

سؤال دوم) آیا شما به‌عنوان یک فعال در بازار سهام ایران وجود سفارش‌های پنهان به‌عنوان یک خدمت کارگزاری عادلانه می‌دانید؟

الف) بله این ابزار عادلانه بوده و به نقدشوندگی سهام کمک می‌کند.

ب) خیر این ابزار موجب گمراهی معامله‌گر در اعتماد به مظنه‌های برتر در دو سوی بازار به‌عنوان یکی از ابزارهای شفافیت پیش‌ازمعاملات می‌شود.

ج) نمی‌دانم سفارش‌های پنهان چیست.

نتایج تقریبی نظرسنجی به این صورت بوده است که در رابطه با سؤال اول پرسشنامه ۷۲ درصد به گزینه الف، ۸ درصد به گزینه ب و ۲۰ درصد به گزینه ج رأی داده‌اند. در مورد سؤال دوم نیز ۲۰ درصد به گزینه الف، ۲۶ درصد به گزینه ب و ۵۴ درصد به گزینه‌ی ج رأی داده‌اند.

بنابراین می‌توان دریافت که امروزه غالباً عرف معامله‌گر در ساختار برخط معاملات در بورس‌های سفارش‌محور سهام، همواره به سفارش‌ها و مظنه‌ها به‌عنوان یکی از شرایط بااهمیت پیش از انجام معامله توجه کرده و بدون آگاهی از آن‌ها تصمیم‌گیری نمی‌کنند.

حال با توجه به مقدمات مطرح شده در رابطه با عرف و تسامح عقلا، سؤال اساسی که مطرح می‌شود این است که آیا صرف معامله عرف در بازار سرمایه متعارف امروزه و بی‌توجهی به ابهامی که در سیستم عرضه و تقاضا وجود دارد می‌تواند به معنای تسامح عقلا باشد یا خیر؟ به عبارت دیگر آیا می‌توان «دلال التزامی معامله‌ی سرمایه‌گذاران در بازار سهام بر تسامح عقلا در رابطه با خطر و ابهامات موجود در نظام معاملاتی بازار سهام» را گزاره‌ای صحیح دانست؟

در پاسخ باید گفت اولاً مراد از مسامحه‌ی عقلا در این مورد مسامحه‌ی ای است که پس از تنبّه، از تصمیم و رفتار گذشته‌ی خود اعراض نکنند؛ عبارت دیگر مراد فقها از تسامح عرف، عرف متخصص است (مهدی نراقی، صص ۳۰۲ - ۳۰۵). لذا مسامحه‌ی شخصی که به مظنه‌های خرید و فروش اعتماد کرده و ضرر می‌کند و پس از تنبّه درمیابد که این شاخص، نمودی کاذب از نظام عرضه و تقاضا بوده و از تصمیم خود پشیمان می‌گردد، معتبر نمی‌باشد؛ ضمن اینکه علت این که معامله‌گران در بازار همچنان به معامله می‌پردازند تسامح آن‌ها از عدم شفافیت در بازار و نظام عرضه و تقاضا نیست، بلکه ممکن است دلایل دیگری همچون استراتژی‌های بسیار بلندمدت، اطلاعات ویژه

و... وجود داشته باشد. آیا با وجود چنین اطلاعاتی در رابطه با وضعیت سفارش‌ها در بازارها تسامح عرف می‌تواند دلیل منطقی داشته باشد. ثانيا دیدگاه فقهی ما در مواجهه‌ی با این مسئله از منظر فقه حکومتی است و نه از منظر فقه شخصی؛ بنابراین نمی‌توانیم بی‌توجهی یا استفاده‌ی تعدادی از سرمایه‌گذاران در رابطه با سفارش‌های پنهان را مبنای قضاوت و سیاست‌گذاری خود قرار دهیم.

بنابراین در پایان این بخش به‌عنوان مرحله چهارم از سیر استنباطی پژوهش حاضر با راهبرد کیفی عمومی، نتیجه اینکه تطبیق اولیه‌ی قاعده غرر بر سفارش‌های پنهان به اعتباراتی که در مرحله سوم بیان شد، از نظر عرف متخصص نیز غیر قابل مسامحه بوده و لذا غرری بودن معاملات یادشده تأیید می‌شود.

۳-۲- مرحله‌ی پنجم: نقد مطالعه‌ی تطبیقی سفارش‌های پنهان با قاعده‌ی

نفی غرر

در رابطه با نقد مطالعه‌ی تطبیقی صورت گرفته در نخستین گام از بخش تحلیلی پژوهش، جلسه گروه کانونی در خرداد ماه ۱۳۹۸ با حضور متخصصان حوزه‌ی مالی اسلامی^{۴۷} برگزار شد که نقطه نظرات اولیه مطرح در جلسه را می‌توان در چهار مورد زیر تبیین نمود:

- امروزه ساختار مبتنی بر سفارش‌های بازارهای الکترونیکی سهام، به‌گونه‌ای طراحی شده که عملاً امکان و احتمال وجود غرر در معاملات را بسیار ناچیز می‌کند؛ بنابراین عموماً ابهامات مطرح در معاملات بازار سهام قابل مسامحه بوده و خطر قابل اعتنایی مطرح نیست.
- قیمت سهام نمایش داده شده در تابلوی معاملات، میانگین وزنی تمام معاملات صورت گرفته بوده و اگرچه ممکن است در برخی شرایط تطابق کامل با مظنه‌های موجود در دو جهت بازار برای سهام مربوطه نداشته باشد، اما با توجه به محدودیت دامنه‌ی نوسان قیمت‌ها و ساختار قیمت‌نمایشی

تابلو عملاً تفاوت چندانی بین قیمت تابلو و محدوده‌ی قیمتِ مظنه‌های موجود در دو طرف بازار نبوده و در صورت وجود نیز شاید بتوان آن را قابل مسامحه دانست.

• عدم اطلاع از سایر شرایط معامله به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های معاملات غرری را نیز می‌توان منصرف به شرایط پرداخت دانست. سایر شرایط معامله‌ای که فقهای معاصر اغلب از آن به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های مورد بررسی در بحث غرر در معاملات یاد می‌کنند، با توجه به برخی روایات خاص (در موضوع روش‌ها و شرایط پرداخت) مطرح شده که شاید نتوان براحتی موضوع خاص این روایات را به هر مسأله‌ی دیگری ذیل «سایر شرایط معامله» تعمیم داد. در نهایت جمع‌بندی اعضای حاضر در جلسه مربوطه در مورد ادعای پژوهشگران در رابطه با سه موضع تطبیقی سفارش‌های پنهان با قاعده ممنوعیت غرر به صورت خلاصه در محورهای ذیل جمع‌آوری گردیده است:

(۱) استدلال مطرح شده در رابطه با تطبیق قاعده غرر به اعتبار غرری شدن/ارزش مبیع (قیمت سهام) با توجه به ایجاد ابهام و خدعه در ساختار سفارش‌های سهام، رابطه‌ی علیّی قیمت با سفارش‌ها و مظنه‌ها و نیز وجود اسناد متعدد از تأثیرات قیمتی سفارش‌های پنهان در صورت غیرقابل مسامحه بودن تغییرات قیمتی منطقی به‌نظر می‌رسد.

(۲) به‌نظر می‌رسد منظور از اوصافی از مورد معامله که باید عاری از هرگونه ابهام، خطر و غرر باشند، اوصاف ذاتی مبیع بوده و شامل موردی چون قیمت و حجم مظنه‌های خرید و فروش برای مبیع مورد نظر (سهام) نمی‌شود؛ بنابراین تطبیق قاعده ممنوعیت غرر بر موضوع سفارش‌های پنهان به اعتبار غرری شدن اوصاف مبیع قابل پذیرش نیست.

۳) نظام سفارش‌گذاری و ساختار مظنه‌های سهام در دو جهت بازار با توجه به ساختار مبتنی بر سفارش‌های بازارهای الکترونیکی امروزه جزء یکی از مهم‌ترین شرایط معامله محسوب شده و با توجه به پدیده‌هایی چون معاملات اهرمی، استراتژی‌های معاملاتی کوتاه‌مدت، نوسانگیری‌های ساعتی و معاملات الگوریتمی، دستکاری و ایجاد هرگونه ابهام و خدعه در آن‌ها به وسیله‌ی سفارش‌های پنهان منجر به غرری شدن معاملات به اعتبار غرری شدن شرایط مهم معامله می‌شود.

در پاسخ به احتمال انصراف شرایط مهم معامله در قاعده‌ی ممنوعیت غرر به برخی مصادیق خاص ذکر شده در روایات نیز باید به این نکته اشاره کرد که فارغ از وجود دلایل نقلی مستقیم در رابطه با موضوع مستحدثه‌ی پژوهش، اهمیت فوق‌العاده‌ی ساختار سفارش‌ها در معاملات بازارهای سهام امروزی و تأثیرگذاری بالای آن بر تصمیم معامله‌گران تا حدی است که وجود هرگونه ابهام یا خطر در ساختار سفارش‌ها می‌تواند زمینه‌ساز غرری شدن و در نتیجه بطلان کل معامله شود. بنابراین انحصار شرایط مهم معامله به شرایط مذکور در روایات غرر نیز بنابر تصریح خود اعضای شرکت‌کننده در جلسه گروه کانونی نیز صرفاً در حد یک ادعا بوده که البته ارزش تحلیل و بررسی در قالب یک اثر پژوهشی مستقل را دارد.

قابل تسامح بودن غرر در معاملات سهام در شرایطی که دامنه نوسان روزانه قیمت محدود شده نیز به آسانی قابل اثبات نیست؛ زیرا با توجه به ریزساختارها و مکانیسم معاملاتی بازارهای الکترونیکی و سفارش‌محور سهام امروزی همچون استفاده از اهرم‌های معاملاتی و معاملات الگوریتمی پرتکرار، تغییرات شدت محدود (در حد یک یا چند ریال) در قیمت سفارش‌های ارسالی به هسته معاملات نیز می‌تواند آثار بسیار بزرگی بر سود یا زیان معامله‌گران به‌ویژه معامله‌گران فعال و نهادی داشته باشد؛ بنابراین اثبات این ادعا که با توجه به محدودیت در دامنه نوسان قیمت‌ها می‌توان غرری بودن

معاملات را قابل تسامح دانست به آسانی ممکن نبوده و غرری شدن معاملات مبتنی بر سفارش‌های پنهان به اعتبار غرری شدن شرایط مهم معامله کماکان مطرح است. البته بدیهی است که بررسی قابل تسامح بودن یا نبودن موارد مطرح در جلسه گروه کانونی و اظهار نظر قطعی در این خصوص نیز همگی در قالب این اثر پژوهشی با اهداف یادشده در چکیده و مقدمه‌ی مقاله ممکن نبوده و کارهای پژوهشی و آماری مجزایی با محوریت این موضوعات می‌طلبند.

لازم به ذکر است بنابر تصریح همه اعضای حاضر در جلسه، هریک از نقدهای مطرح در جلسه گروه کانونی، ابعاد تکمیلی پژوهش صورت گرفته را در برمی‌گیرد و هریک به‌عنوان فرضیه‌ی پژوهش مجزایی قابلیت بررسی دارند. بخش عمده‌ی تفاوت دیدگاه‌های کارشناسی مطرح در جلسه نیز تنها در رابطه با قابل تسامح بودن یا نبودن ابهامات و خطرات مطرح در مطالعه‌ی تطبیقی صورت گرفته بوده و منافعی صدق ادعاهای مطرح در پژوهش نیستند. هدف پژوهشگر از ذکر نقدهای مطرح در رابطه با تحلیل صورت گرفته در پژوهش، ارائه‌ی جمیع ابعاد و نظرات کارشناسی مربوط به موضوع سفارش‌های پنهان در کنار نظر خود به مخاطب در راستای هدایت وی به سمت قضاوتی صحیح بوده است.

نتیجه‌گیری:

۱) با مطالعه‌ی سفارش‌های پنهان و بررسی مکانیزم، هدف و کاربرد آن‌ها در بازار سهام وجود برخی تعارضات با ارزش‌های بازار سرمایه کارا و بازار سرمایه اسلامی کاملاً مشهود است. مفاهیمی همچون شفافیت پیش از معاملات و دسترسی منصفانه و یا حتی کارایی اطلاعاتی قیمت‌ها در سایه‌ی عمق پنهان بیش از حد در بازارهای سرمایه تهدید می‌شود. ادبیات موضوع کار شده در رابطه با سفارش‌های پنهان در منابع متعارف نیز حاکی از آن است که استفاده‌ی از سفارش‌های پنهان در معاملات سهام می‌تواند همراه با مفاهیمی

چون ابهام، خطر، خدعه و فریب بوده و لذا قاعده‌ی ممنوعیت غرر در معاملات به‌عنوان یکی از جدی‌ترین چالش‌های ارائه‌ی خدمات سفارش‌های پنهان به مشتریان در بازار سرمایه‌ی اسلامی مطرح می‌شود.

(۲) با بررسی تطبیق قاعده‌ی غرر بر موضوع سفارش‌های پنهان، با تحلیل سفارش‌های پنهان و تطبیق آن بر هر بخش ابعاد پیشنهادی پژوهش در توصیف قاعده‌ی غرر به‌صورت کاملاً مستقل، صدق قاعده‌ی غرر به‌عنوان یک حکم اولیه بر موضوع معاملات مبتنی بر ارسال سفارش‌های پنهان، غیرقابل انکار است. صدق قاعده‌ی غرر بر معاملات مبتنی بر سفارش‌های پنهان نیز به دو اعتبار غرری شدن شرایط با اهمیت معامله و غرری شدن ارزش مبيع (قیمت سهام) مورد تایید اکثریت اعضای شرکت‌کننده در جلسه نهایی گروه کانونی به‌عنوان خبرگان بازار سرمایه اسلامی قرارگرفت. در رابطه با تسامح عقلاً نیز با انجام یک نظرسنجی مبتنی بر ابزار پرسشنامه‌ی آزاد مشخص گردید عرف معامله‌گر در بازارهای سهام این خطر و ابهام را قابل اغماض و مسامحه نمی‌دانند.

(۳) احتمال انصراف غرری بودن سایر شرایط معامله به غرری بودن برخی شرایط خاص ذکر شده در روایات همچون شرایط پرداخت و نیز احتمال قابل مسامحه بودن تفاوت قیمت تابلو با مظنه‌ها با توجه به وجود دامنه نوسان محدود روزانه از جمله نقدهای مطرح شده در جلسه‌ی گروه کانونی در انتهای فرآیند پژوهش هستند. گرچه با اشاره به برخی جنبه‌های تکمیلی نقدهای یادشده پاسخ‌هایی برای آن‌ها در مقاله ارائه شده‌است، اما طبعاً اظهارنظر نهایی و قطعی نسبت به هریک از نقدهای یادشده نیازمند کارهای پژوهشی مستقل در آینده است.

۴) واضح است که جایگاه پژوهش صورت گرفته در حوزه‌ی بررسی انطباق یک قاعده‌ی فقهی بر مسئله در راستای رسیدن به حکم اولیه است؛ بنابراین بررسی احکام ثانویه و تراحم‌های ممکن با دیگر قواعد فقهی همچون قاعده‌ی تسلیط، اقدام، لاضرر، حفظ نظام سوق و... در رابطه با سفارش‌های پنهان در قالب پژوهش‌های دیگر پیشنهاد می‌شود.

یادداشت‌ها:

1. hidden orders
2. non-display orders
3. iceberg orders
4. support.bitfinex.com
5. iceberg
6. D'Hond & Catherine
7. Angelika Esser & Burkart Monch.
8. Frey & Sandas
9. Bessembinder, m. Panayides & k. Venkatamaran
10. Avellaneda Marco, Reed Josh & Stoikov Sasha
11. Nikolaus Hautsch & Ruihong Huang
12. Gökhan Cebiroglu & Ulrich Horst
13. Hans Degryse, Geoffrey Tombeur & Gunther Wuyts
14. Mizuta Takanobu, Kosugi Shintaro, Kusumoto Takuya, Matsumoto Wataru & Izumi, Kiyoshi
15. Gökhan Cebiroglu, Nikolaus Hautsch & Ulrich Horst Humboldt;
16. www.investopedia.com
17. www.interactivebroker.com
18. International Order Book
19. International Bulletin Board
20. Service Announcement of London stock exchange, 02 February 2009;
۲۱. دستورالعمل اجرایی نحوه‌ی انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران، مصوب ۱۳۸۹/۹/۱۸ شورای عالی بورس، ماده ۱۲
22. Nikolaus Hautsch, Ruihong Huang
۲۳. استخر تاریک (dark pool) استعاره از بازارهای الکترونیکی سهامی است که سفارش‌های خرید و فروش در پلتفرم معاملاتی آن‌ها برای عموم معامله‌گران نمایش داده نشده و اصطلاحاً بازارهایی برای معاملات تاریک هستند.
24. Herding effects
25. Frey, Sandas
26. De Winne & D'Hondt
27. SEC Chairman Shapiro, 2010

28. Euronext paris
 29. SEC;
 30. www.interactivebrokers.com;
 31. trading work station(TWS);
 32. attribute;
 33. CFD;
 34. order type;
۳۵. "Exchange of Futures for Physical" نوع خاصی از توافق‌نامه‌های خصوصی بین دو طرف بوده که طرفین برای معامله‌ی موقعیت‌های باز آتی خود که بر روی سبدهی از دارایی‌های پایه گرفته‌اند، امضا می‌کنند.
36. time in force
۳۷. "COMBOs" انواع خاصی از استراتژی موقعیت‌گیری در اختیار معاملات که خود ترکیبی از چندین اختیار ساده بوده و با توجه به شرایط بازار (خرسی یا گاوی) توسط شرکت‌های فعال در زمینه‌ی مهندسی مالی طراحی می‌شوند.
38. free of payment
 39. price improve
۴۰. خبرگزاری بورس پرس، ۹۴/۴/۲۳، کد خبری ۱۴۱۱۸، مصاحبه با پیمانی مورخ (سخنگوی سازمان بورس و اوراق بهادار)؛
۴۱. خبرگزاری سنا، ۱۳۹۹/۳/۲۱، کد خبری ۶۵۶۱۷، مصاحبه با محمود گودرزی (معاون بازار شرکت بورس تهران)؛
۴۲. اقتباس شده از: موسویان، سیدعباس، (۱۳۹۰)، مبانی فقهی بازار پول و سرمایه
43. Muhammad Ayyub, 2007
 44. general qualitative research strategy
 45. order-driven markets
 46. active trader
۴۷. اعضای شرکت‌کننده در جلسه گروه کانونی:

ردیف	نام صاحب نظر	سمت و تحصیلات
۱	سید عباس موسویان	استاد تمام فقه اقتصادی و دبیر کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار
۲	غلامرضا مصباحی مقدم	استاد تمام اقتصاد اسلامی و رئیس کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار
۳	مهدی صادقی شاهدانی	استاد تمام اقتصاد و عضو هیات علمی دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد دانشگاه امام صادق
۴	حسین حسن زاده سروستانی	دکترای تخصصی مالی و عضو هیئت علمی دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق
۵	محمدحسین شریعتی نیا	پژوهشگر، دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه امام صادق

کتابنامه:

- حر عاملی، محمدبن حسن (۱۱۰۴ق.). وسائل الشیعه، قم: آل البيت، ج ۱۷.
- خویی، ابوالقاسم (۱۴۱۴ق.). الشروط او الالتزامات التبعية فی العقود، لبنان: دارالمورخ العربی، ج ۱.
- دستوالعمل اجرایی نحوه‌ی انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران، مصوب ۱۳۸۹/۹/۱۸ شورای عالی بورس، ماده ۱۲.
- رفیعی، محمدتقی (۱۳۷۸). مطالعه‌ی تطبیقی غرر در معامله، قم: دفتر تبلیغات اسلامی حوزه‌ی علمیه قم.
- صادقی شاهدانی، مهدی (۱۳۹۴). مدیریت ریسک در نظام مالی اسلامی، تهران: دانشگاه امام صادق (ع).
- طباطبایی، سید محمد (۱۳۴۱). بحثی درباره‌ی مرجعیت و روحانیت (مقاله‌ی ولایت و زعامت)، تهران: شرکت سهامی انتشار.
- محقق بجنوردی (۱۴۱۲ق.). دروس التمهیدیة فی القواعد الفقہیة، قم: دفتر تبلیغات اسلامی حوزه‌ی علمیه قم.
- مشکینی اردبیلی، علی (۱۳۷۴). اصطلاحات الاصول، قم: نشر الهادی.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۹۰). مبانی فقهی بازار پول و سرمایه، تهران: دانشگاه امام صادق (ع).
- موسوی الخمینی، روح‌الله (۱۴۱۵ق.). کتاب البیع، قم: موسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی.
- موسوی بجنوردی، سیدمحمد (۱۳۸۷). "ابهام و لزوم رفع آن از مورد معامله"، فصلنامه فقه و مبانی حقوق، ۱۳، ۱۲۵-۱۶۱.
- نراقی، احمد بن محمد مهدی (۱۳۷۵). عوائد الایام، قم: دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم؛
- Horr Ameli, (1692), Vasa'el-o-shi'a, Qom, Alol'bayt, 17, 458;
- Mohaqiq Bojnourdi, (1991), Dorous-o-Attam'hidiya fil-Ghawa'id Alfeghhiya, Qom, Islamic preaching center of Hawzah;
- Khou'ei, Abol'ghasim, (1993), Shorut va Eltezamat Attaba'eia fil'oghoud, Lebanon, Dar-ol-Movarrek Alarabi, 1, 99;
- Mousavi Khomeini, Rouh-ollah, (1994), Kitab Al-bai, Qom, Imam Khomeini publication;
- Meshkini, ali, (1995), Al-osoul terminalogy, Qom, Al-hadi;

- Naraghi Ahmad, (1996), Awa'ed-o-Alayyam, Qom, Islamic preaching center of Hawzah;
- Mohammad Taghi Rafii, (1999), A Comparative Study of Gharar in Transaction, Qom, Islamic preaching center of Hawzah;
- Mousavi Bojnourdi S.M. & Shirazi Mohammad Reza, (2008), ambiguity in the object of transaction and its removal, Qom, journal of Islamic jurisprudence and law researches;
- Moosavian & Bahari, (2010), jurisprudential foundations of money and capital market, Tehran, Imam Sadigh;
- Executive instruction of trading in Tehran exchange approved in 2010, 12th article;
- Sadeghi & Mohseni, (2015), financial risk management in Islamic risk and banking, Tehran, Imam Sadigh;
- (2018). Retrieved from www.interactivebrokers.com.
- (2018). Retrieved from www.imam-khomeini.ir.
- (2018). Retrieved from www.Investopedia.com.
- (2018). Retrieved from support.bitfinex.com.
- Arole Geresse. (2017). Effects of lit and dark market fragmentation on liquidity. *Journal of Financial Markets*. 35. 1-20;
- Avellaneda, Marco; Reed, Josh; Stoikov, Sasha. (2010). Forecasting Prices in the Presence of Hidden Liquidity. *Algorithmic Finance*. 1. 1. 13;
- Ayyub, M. (2007). *Understanding Islamic Finance*. Wiley;
- Bessembinder, H., Panayides, M., & Venkataraman, K. (2008). Hidden Liquidity: An Analysis of Order Exposure Strategies in Electronic Stock Markets. *Financial economics*. 94. 3. 361-383;
- Cebiroglu, G., Hautsch, N., & Horst, U. (2017). Order Exposure and Liquidity Coordination: Does Hidden Liquidity Harm Price Efficiency? CFS working paper. 468;
- Cebiroglu, G., & Horst, U. (2013). Determinants and Impact of Hidden Liquidity. 649 SFB discussion papers. SFB649DP2012-023. Sonderforschungsbereich 649. Humboldt University. Berlin. Germany;
- Degryse, Nikolaos, Geoffrey & Gunther (2018). Two Shades of Opacity: Hidden Orders versus Dark Trading. Bocconi university working paper. 1-57. Rome. Italy;
- De winne, & D'Hondt. (2007). hide and seek in the market: placing and detecting hidden orders. *review of finance*. 11. 4. 663-692;
- D'Hondt, & Catherine. (2002). the relationship between liquidity and transparency: a minimum of opaqueness for a sufficient market liquidity. *european finance association (efa)*. 29;

- Esser, & Mönch. (2005). the navigation of an iceberg: the optimal use of hidden orders. *finance research letters*. 4. 2. 68-81;
- Frey, & Sandas. (2017). the impact of iceberg orders in limit order books. *the quarterly journal of finance*. 40;
- Hautsch, & Huang. (2012). on the dark side of the market: identifying and analyzing hidden order placements. *center for financial studies*. 2012/04;
- Kovaleva, & Giuliaiori. (2015). the impact of reduced pre-trade transparency regimes on market quality. 57;
- Mizuta Takanobu, Kosugi Shintaro, Kusumoto Takuya, Matsumoto Wataru & Izumi, Kiyoshi (2015), Effects of dark pools on financial markets' efficiency and price discovery function: an investigation by multi-agent simulations, *Evolutionary and Institutional Economics Review*, 12;