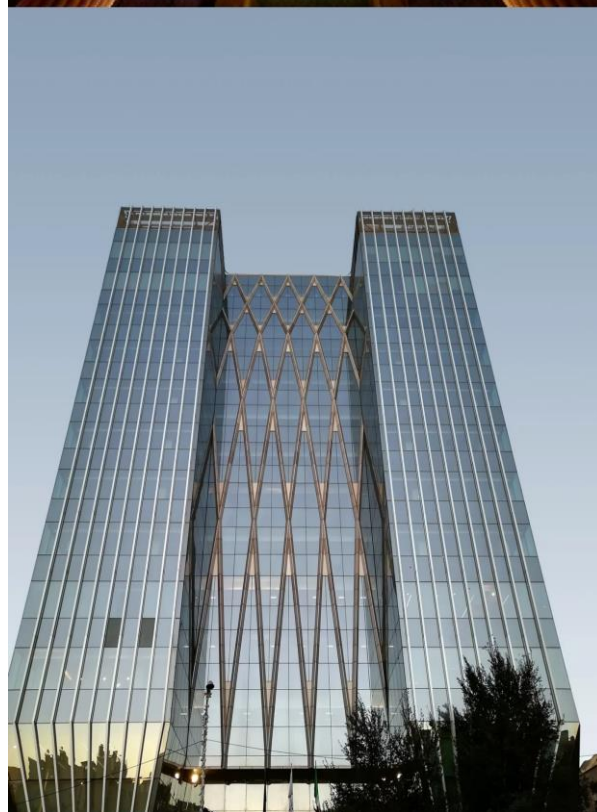


موردکاوی تعارضات منافع نهادهای مالی در بازار سرمایه اسلامی و ارائه دلالت‌های سیاستی مقتضی

میثم حامدی ، محمدحسین شریعتی‌نیا



اردیبهشت ۱۴۰۴

اداره مطالعات مالی اسلامی

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

سازمان بورس و اوراق بهادار



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION



سازمان بورس و اوراق بهادار
مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
اداره مطالعات مالی اسلامی

عنوان: موردکاوی تعارضات منافع نهادهای مالی در بازار سرمایه‌ی اسلامی و ارائه دلالت‌های سیاستی مقتضی

نویسندگان: میثم حامدی، محمدحسین شریعتی‌نیا

تاریخ گزارش: اردیبهشت ۱۴۰۴

این اثر در مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مدیریت است، نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار. لذا استناد به این متن به عنوان نظرات سازمان بورس و اوراق بهادار فاقد وجاهت حقوقی است. استفاده از این گزارش در سایر پژوهش‌ها، با ذکر منبع بلامانع است.

چکیده

در بازار سرمایه، روابط قراردادی متعددی میان سرمایه‌گذاران و نهادهای مالی، ناشران، شرکت‌های حسابرسی و سایر بنگاه‌های تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار وجود دارد. برخی از این بنگاه‌های اقتصادی، ضمن وجود روابط درونی با سهامداران، مدیران و کارکنان خود، روابط قراردادی چندجانبه‌ای با مشتریان خود داشته و به دلیل سرمایه‌گذاری شخصی (اشخاص حقوقی، مدیران، کارکنان و اشخاص وابسته به آنها) در بازار سرمایه، احتمال قرار گرفتن در شرایطی که منافع شخصی آنها (یا منافع اشخاص وابسته به آنها) در تعارض منافع با سایرین (به‌خصوص مشتریان و سرمایه‌گذاران) قرار گیرد وجود دارد. توسعه و تنوع نهادهای مالی در بازار سرمایه که خدمات متنوعی را به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند از یک سو و همچنین امکان سرمایه‌گذاری اشخاص درون شرکت از سوی دیگر باعث شده تا موضوع تعارض منافع و نحوه مدیریت آن برای نهادهای مالی از اهمیت زیادی برخوردار باشد. این در حالی است که تعارض منافع یکی از موضوعات مغفول مانده در بازارهای مالی کشور محسوب شده و ماهیت و مصادیق آن نه از منظر حقوقی و نه از منظر فقهی مورد بررسی قرار نگرفته است. سؤال اساسی در این پژوهش این است که ماهیت تعارض منافع چیست، در چه شرایطی نهادهای مالی با تعارض منافع مواجه می‌شوند، رویکردهای حقوقی به مدیریت تعارض منافع کدام‌اند و در نهایت مواجهه شرعی با موضوع تعارض منافع چگونه است. پژوهش حاضر از منظر هدف کاربردی و از منظر ماهیت و روش گردآوری داده‌ها، توصیفی تحلیلی محسوب می‌شود. در این پژوهش ابتدا ماهیت تعارض منافع و مصادیق آن در نهادهای مالی مورد بررسی قرار گرفته، سپس به رویکردهای حقوقی نسبت به رفع و مدیریت تعارض منافع پرداخته شده است و اقدامات لازم برای مدیریت تضاد منافع احصا گردیده است، و در نهایت با استفاده از تبیین حقوقی روابط درونی و برونی نهادهای مالی، موضوع تعارض منافع در روابط قراردادی از منظر فقهی مورد بررسی قرار گرفته است.

واژگان کلیدی: تعارض (تضاد) منافع، اشخاص وابسته، نهادهای مالی، فقه امامیه، وکالت.

خلاصه مدیریتی

در بازار سرمایه اسلامی، یکی از چالش‌های ساختاری و مهم که کارایی و سلامت بازار را تهدید می‌کند، موضوع «تعارض منافع» در نهادهای مالی است. در این پژوهش، ماهیت، ابعاد و پیامدهای این تعارضات بررسی و راهکارهای اجرایی برای مدیریت آن پیشنهاد شده است. توسعه و تنوع نهادهای مالی در بازار سرمایه که خدمات متنوعی را به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند از یک سو و همچنین امکان سرمایه‌گذاری اشخاص درون شرکت از سوی دیگر باعث شده تا موضوع تعارض منافع و نحوه مدیریت آن برای نهادهای مالی از اهمیت زیادی برخوردار باشد. این در حالی است که تعارض منافع یکی از موضوعات مغفول مانده در بازارهای مالی کشور محسوب شده و ماهیت و مصادیق آن نه از منظر حقوقی و نه از منظر فقهی مورد بررسی قرار نگرفته است. از منظر فقه اسلامی، وجود تعارض منافع در نهادهای مالی چنانچه منجر به خدشه‌دار شدن اصول وفاداری و امانت‌داری، و نقض قواعدی همچون «لاضرر»، «اکل مال به باطل»، «خیانت در امانت» و «تسبیب» گردد، مصداق تخلف شرعی و حقوقی خواهد بود و در بسیاری از موارد علاوه بر حرمت تکلیفی، ضمان مالی و مسئولیت مدنی نیز برای نهاد یا فرد تصمیم‌گیرنده ایجاد می‌شود. در این گزارش انواع خدمات نهادهای مالی در بازار سرمایه از منظر تعارض منافع مورد بررسی و تحلیل قرار گرفته و مصادیق تعارضات منافع یادشده برای هر یک از انواع خدمات نهادهای مالی شناسایی شده اند (جدول شماره ۱). در کنار وجود مصادیق متعدد بروز شرایط تعارض منافع در نهادهای مالی، اقدامات مختلفی را شرکت‌ها و نهادهای ناظر انجام داده‌اند تا اثر تعارض منافع کمینه شود. این اقدامات را می‌توان به صورت زیر خلاصه نمود. اقدامات مختلفی که نهادهای مالی در مواجهه با تعارض منافع انجام داده‌اند را می‌توان به‌صورت زیر خلاصه نمود:

- در اختیار داشتن سیاست مکتوب و شفاف در قبال شناسایی و مدیریت تعارض منافع؛
- استفاده از راهکارهای فناوری محور به منظور رصد و کنترل تعارضات در معاملات و قراردادهای شرکت با مشتریان؛
- ایجاد فرایندهای شفاف‌سازی تعارضات؛
- در اختیار داشتن چارچوب‌های مشخص برای انجام معاملات و قراردادهای با اهمیت و حساس؛
- ثبت و ضبط تصمیمات همراه با اتخاذ تدابیر خاص برای کنترل و مدیریت تعارض.
- محدودسازی امکان خرید سهام عرضه اولیه توسط مدیران دارایی وابسته به پذیرهنویسان: بند سوم از بخش ۱۰ (F) قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری آمریکا، اقدام به محدودسازی میزان سهام قابل خرید توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری وابسته به پذیرهنویسان نموده است. همچنین الزاماتی که نهادهای ناظر نیز نهادهای مالی را ملزم به اجرای آنها نموده‌اند از قرار زیر است:

- مجزاسازی بخش‌هایی از نهاد مالی که دچار تعارضند (Chinese Wall)؛
- کسب اجازه از مشتریان برای اقدام از سوی شرکت در صورت وجود تعارض منافع؛
- افشای اجباری وجود تعارض منافع بین نهاد مالی و مشتری و تعهد نهاد مالی بر اولویت دادن منافع مشتری نسبت به منافع نهاد مالی؛
- منع استفاده نهاد مالی از شرایط تعارض منافع اساسی (معمولاً جرم انگاری شده است).
- الزام شرکت‌های مدیریت دارایی به تدوین رویه‌های شرکت در مجامع و اعمال حق رای‌های نیابتی
- تقویت سازوکارهای مشاوره اعمال حق رای نیابتی در مجامع عمومی
- مدیر ارشد انطباق (CCO)

تحلیل این پژوهش نشان می‌دهد در روابط بین نهادهای مالی و مشتریان، استفاده از مدل قراردادهای سنتی (مانند وکالت، اجاره اشخاص، جعاله، مضاربه) تنها در برخی موارد پاسخگو است؛ از این رو، پیشنهاد استفاده از عقود «نامعین» با تکیه بر اصل آزادی قراردادهای سازوکارهای نظارت و جبران خسارت، می‌تواند راهکاری قابل قبول و منطبق با فقه اسلامی باشد.

۱. مقدمه

بازارهای مالی که از کارایی مناسبی برخوردارند، فرآیند تجهیز منابع از اشخاص دارای پس‌انداز و تخصیص آن به سمت شرکت‌های شایسته برای سرمایه‌گذاری را به خوبی انجام می‌دهند. این کارکرد اقتصادی ضروری بازارهای مالی منجر به افزایش بهره‌وری و ارتقای سرعت رشد در کل اقتصاد می‌شود. در این میان، داشتن اطلاعات صحیح و قابل اتکا کلید اصلی ایفای این نقش اساسی است.

یکی از موانع اصلی برای کارایی نظام مالی، عدم تقارن اطلاعاتی است؛ شرایطی که در آن یک طرف قرارداد، اطلاعات کمتر یا با دقت کمتری از طرف دیگر قرارداد در خصوص ماهیت قرارداد و یا شرایط محیطی مرتبط با آن در اختیار دارد. به‌عنوان مثال، مدیران ناشر (شرکت) نسبت به سهامداران عادی غالباً اطلاعات بیشتری نسبت به وضعیت شرکت، بازدهی آن و ریسک‌هایی که شرکت در اجرای پروژه‌های آتی با آن مواجه است، در اختیار دارند. عدم تقارن اطلاعاتی خود منجر به دو مشکل اساسی در نظام مالی می‌شود: ^۱ (کژگزینی^۱ (اطلاعات پنهان) و ^۲ (مخاطرات اخلاقی^۲ (اقدامات پنهان).

اصطلاحات یادشده که ریشه‌ی آن‌ها در صنعت بیمه بوده، به سرعت در سایر بازارهای مالی نیز به کار گرفته شدند. شرکت‌های بیمه‌ای به تجربه دریافته بودند که هرچقدر پوشش بیمه‌ای بیشتر باشد، انگیزه بیمه شده برای مراقبت کمتر است. بطوری‌که اگر کسب و کار بیمه شده از رونق مناسبی برخوردار نباشد، احتمال وقوع حادثه (مانند آتش‌سوزی) در آن شرکت نیز زیاد می‌گردد. این عدم مراقبت مناسب از سوی بیمه شده، اقدامی غیراخلاقی بشمار می‌آید.

انتخاب نامطلوب یکی نیز بعنوان یکی از مشکلات ناشی از عدم وجود اطلاعات کافی و مناسب شناخته می‌شود؛ که از نظر زمانی قبل از انجام یک قرارداد یا معامله صورت می‌گیرد؛ جایی که کمبود اطلاعات باعث می‌شود یک گزینه بدتر یا پست‌تر به جای یک گزینه متعالی و بهتر انتخاب شود. حال اگر سرمایه‌گذاران بازارهای مالی بازده مناسبی از سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که سهام آن‌ها در بازار عرضه شده نبرند، و علت این موضوع عدم وجود اطلاعات کافی برای تصمیم‌گیری درست و تشخیص سهام مناسب برای سرمایه‌گذاری باشد، به احتمال زیاد تمایل خود را برای سرمایه‌گذاری در سهام کلیه شرکت‌های موجود در بازار از جمله شرکت‌های پربازده و خوش‌آیند نیز از دست خواهند داد. این موضوع در ادبیات اقتصادی به «مسئله لیموها»^۳ معروف شده که در سال ۱۹۷۰ برای اولین بار توسط آکرلوف^۴ مطرح گردید.

در قراردادهای مالی، مخاطره اخلاقی بعد از انعقاد قرارداد رخ می‌دهد؛ بطوری‌که تأمین‌کننده منابع مالی دچار مخاطرات احتمالی ناشی از اقدامات نامطلوب دریافت‌کننده منابع مالی می‌شود. اقداماتی که بازده بیشتری برای دریافت‌کننده منابع مالی حاصل نموده اما ریسک بیشتری را برای تأمین‌کننده به همراه دارد. مخاطرات اخلاقی در قراردادهای مالی در شرایطی رخ می‌دهد که دریافت‌کننده منابع مالی، برای مصرف نامطلوب منابع با هدف استفاده‌ی شخصی یا انجام سرمایه‌گذاری‌های نامطلوبی که قدرت و نفوذ شخص را در یک پروژه یا شرکت افزایش می‌دهد، انگیزه دارد. به همین دلیل، انگیزه سرمایه‌گذاران برای حضور در بازار و سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف ممکن است کاهش یابد. برای کمینه کردن این مسئله، سرمایه‌گذاران باید اطلاعاتی در اختیار داشته باشند تا امکان رصد فعالیت‌های مدیران را فراهم سازد و نسبت به تخصیص منابع در جهت حداکثرسازی منافع سرمایه‌گذاران اطمینان یابند. این موضوع یعنی تعارض منافع سهامداران و مدیران که پس از جدایی مدیریت از مالکیت پدید آمده است با عنوان «مسئله نمایندگی» در ادبیات تخصصی رشته مدیریت شناخته می‌شود.

^۱Adverse Selection

^۲Moral Hazard

^۳Lemons Problem

^۴Akerlof

هر دو مشکل ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی (کژگزینی و مخاطرات اخلاقی) بر اهمیت وجود اطلاعات قابل اتکا در اجرای وظیفه‌ی بازارهای مالی نسبت به کانالیزه کردن منابع به سمت شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهینه‌ای دارند، دلالت دارد. برای اینکه سرمایه‌گذاران تمایل به سرمایه‌گذاری منابع خود در فرصت‌های سرمایه‌گذاری داشته باشند، باید امکان شناسایی شرکت‌های بهره‌ور و با ریسک کمتر را داشته و قادر به رصد شرکت‌هایی که منابع خود را در اختیار آنها قرار می‌دهند باشند.

پرواضح است که موضوع تعارض منافع، ریشه دو مشکل کژگزینی و مخاطرات اخلاقی پیش و پس از سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه است. اشخاص گرچه ماهیتاً امکان کسب اطلاعات از شرکتی که بطور مستقیم در آن سرمایه‌گذاری نموده‌اند را دارند، اما به دلیل گستردگی اطلاعات و همچنین ماهیت مالکیت در شخص حقوقی، امکان دریافت کلیه اطلاعات درون شرکت برای تمام سرمایه‌گذاران وجود نداشته و یا هزینه‌بر است؛ گرچه اساساً توانایی اشخاص برای دریافت و پردازش تمامی اطلاعات با سرعت و دقت محدود است.

بر همین اساس، بسیاری از اشخاص با مراجعه به نهادهای مالی روش سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بازار سرمایه را ترجیح می‌دهند. نهادهای مالی که قابلیت تجمع منابع از اشخاص مختلف را دارند، به دلایلی چون صرفه‌به‌مقیاس منابع بزرگ و همچنین ارتباط با مدیران و فعالان بازار، دسترسی بسیار بهتری به اطلاعات دارند. مراجعه به نهادهای مالی با وجود همه مزیت‌های ذکرشده، اما به دلیل وجود تعارض منافع، موجبات ایجاد انتخاب نامطلوب یا مخاطرات اخلاقی فراهم می‌شود.

در این گزارش تلاش شده است ضمن تشریح موضوع و مصادیق تعارض (تضاد) منافع در نهادهای مالی، راهکارهای سیاستی برای مدیریت و کنترل آن ارائه شود.

۲. مفهوم‌شناسی تعارض منافع

در بررسی مفهوم تعارض منافع به‌صورت کلان، باید به این نکته اشاره کرد که غالب تصمیماتی که اشخاص اتخاذ می‌کنند ممکن است در مقابل منافع شخص دیگر، تعارض داشته باشد. به‌عنوان مثال، کارمندی که منفعت وی در افزایش حقوق و دستمزد است، منافعش با کارفرمایی که قصد کاهش هزینه‌های جاری را دارد، تعارض دارد؛ همچنین سهامداری که قصد فروش سهام خود را دارد و منافع وی در فروش سهم به قیمت بالاتر است در مقابل خریداری که منفعت او، خرید سهم به قیمت پایین‌تر است، دچار تعارض منافع است؛ لذا زمانی که از تعارض منافع سخن به میان می‌آید، نباید فراموش کرد که این مفهوم، مفهوم گسترده‌ای است و ممکن است طیف وسیعی از مصادیق را شامل شود. آنچه در این گزارش بعنوان تعارض منافع در نظر گرفته می‌شود، مفهوم محدودتری است.

اساساً اجماعی بر روی تعریف مفهوم تعارض منافع وجود ندارد و غالباً مصادیق بروز تعارض منافع، در قبال تعریف آن در ادبیات موضوع ذکر شده است. اما بررسی ماهیت تعارض منافع و آنچه در ادبیات مالی به‌عنوان یکی از مشکلات موجود در ارائه‌ی خدمات در صنعت مالی شناخته می‌شود، به تعاریفی خاصی ختم شده است. براساس یکی از تعاریف، «تعارض منافع زمانی بروز می‌کند که ارائه‌کننده خدمات مالی (نهاد مالی) یا نماینده‌ی وی دارای منافع متعددی باشد که آن منافع، انگیزه‌هایی برای سوء استفاده یا پنهان نمودن اطلاعات ایجاد نماید؛ اطلاعاتی که برای کارا عمل کردن بازارهای مالی ضروری است» (Crocket & et al, 2004). در تعریف دیگر، «تعارض منافع وضعیتی است که در آن یک طرف معامله به طور بالقوه می‌تواند با انجام اقداماتی که بر طرف مقابل خود تأثیر نامطلوب می‌گذارد، منتفع شود» (Mehran & et al, 2007). علاوه بر تعاریف فوق، سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار نیز در سال ۲۰۰۷ تعریفی از تعارض منافع در نهادهای مالی ارائه داده است. براساس این تعریف، تعارض منافع شرایطی احتمالی است که منافع یک نهاد مالی با منافع مشتریان، سرمایه‌گذاران یا سایر اشخاص ناسازگار یا واگرا است؛ و یا وضعیتی است که یک گروه از مشتریان با گروه دیگر، منافعشان با یکدیگر در تعارض باشد (IOSCO, 2007).

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار در گزارش سال ۲۰۱۰ خود، تعارض منافع را دسته‌بندی نموده و احتمال بروز آن را بین شرکت و یک مشتری (تعارض نوع اول)، بین گروه‌های مختلف مشتریان (تعارض نوع دوم) و همچنین درون سازمان، تیم یا یک بخش از نهادهای مالی (تعارض درون بخشی) تشخیص داده است. همچنین این سازمان بین‌المللی معتقد است که تمام انواع تعارضات ذکر شده در بالا بر تمام نهادهای مالی اثرگذار نبوده و اندازه و ماهیت تعارض، مبتنی بر پیچیدگی کسب‌وکار نهادهای مالی متفاوت است (IOSCO, 2010).

کوپان و لنز (Kumpan & Leyens, 2008) در تحقیق خود درخصوص تعارض منافع در نهادهای واسطه‌گری (نهادهای مالی) و به‌منظور یافتن تعریفی صحیح از تعارض منافع، به عناصر تشکیل دهنده تعارض منافع اشاره نموده‌اند. این محققان عناصر تعریف تعارض منافع را چنین بر شمرده‌اند:

- (۱) **منفعت:** برای اینکه تعارض منافع بوجود آید، حتماً باید منفعتی وجود داشته باشد که با یک منفعت دیگر در تعارض بوده و یا احتمال تعارض داشته باشد (یعنی اثر منفی بر منفعت دیگر گذارد). درخصوص اثرگذاری، منفعت در تعارض باید اثر مستقیم بر تصمیمی که موجب انتفاع یک طرف می‌شود داشته باشد و رابطه آنها باید طولی و قطعی (نه تصادفی) باشد. لذا منافعی که در موضوع تعارض منافع مطرح است، زمانی بروز می‌کند که یک رابطه مالی، کاری، تجاری یا شخصی (به‌عنوان مثال) وجود داشته باشد.
- (۲) **تصمیم‌گیری و اعمال نظر:** تعارض منافع زمانی بروز می‌کند که یک رابطه‌ی قراردادی یا یک رابطه‌ی حقوقی بین دو یا چند شخصیت وجود داشته باشد که طی آن یکی از طرف‌ها، ملزم به تصمیم‌گیری از جانب طرف یا اطراف دیگر است. علاوه بر تصمیم‌گیری، طرفی که اقدام به تصمیم‌گیری می‌نماید باید قادر به اعمال نظر و اختیار خود در تصمیم نیز باشد؛ بنابراین در زمانی که دستور اجرای یک سفارش از سوی مشتری به کارگزار یا سب‌گردان صادر می‌شود و آن‌ها اختیاری در اجرا یا عدم اجرای سفارش ندارند، تعارض منافع در رابطه با این مورد مطرح نیست.
- (۳) **وظیفه شخص اقدام‌کننده (تصمیم‌گیرنده):** طرف اقدام‌کننده باید ذیل رابطه‌ی حقوقی، وظیفه اقدام در جهت منافع اشخاص دیگر را داشته باشد؛ به عبارت دیگر، تصمیم‌گیری درباره نحوه اقدام صرفاً مبتنی بر منافع شخص مشتری یا سرمایه‌گذار باشد؛ که اقدام‌کننده ضمن حفظ منافع خود و سایر اشخاصی که حفظ منافع آن‌ها را نیز بر عهده دارد، منافع شخص مزبور را مبنای تصمیماتش قرار می‌دهد.
- (۴) **وظیفه وفاداری و صداقت:** وظیفه وفاداری یا صداقت نیز مسئولیت‌های اقدام‌کننده یا تصمیم‌گیرنده است. باید خاطر نشان نمود که این مسئولیت در ادبیات حقوق نانوشته (حقوق عرفی) با حقوق مدنی متفاوت است. به‌طوری که در حقوق عرفی این موضوع از قانون تراست‌ها گرفته شد و سپس ذیل دکترین برابری (یا مسئولیت امانتداری) توسعه داده شد. در حقوق عرفی، ضمن قرار گرفتن در یک منصب یا موقعیت معین، این مسئولیت بر فرد بار می‌شود. در حالی که در حقوق نوشته یا حقوق مدنی، این مسئولیت از طریق قرارداد بر شخصی که در منصب یا موقعیت قرار می‌گیرد بار می‌شود. به هر حال علی‌رغم تفاوت در دکترین حقوقی، درخصوص وظیفه وفاداری، یک مسئله را تأکید دارند: ممنوعیت سوء استفاده اقدام‌کننده از موقعیت خود و اولویت دادن به منافع خود یا اشخاص وابسته به خود نسبت به شخص یا اشخاصی که تصمیم‌گیری یا انجام اقدام از جانب آنها را در تعهد دارد.

جهت جمع‌بندی، "تعارض منافع را می‌توان شرایط یا احتمال بروز شرایطی دانست که در آن منافع یک شخص یا اشخاص وابسته به وی، با منافع اشخاصی که مبتنی بر رابطه‌ی قراردادی تعهداتی نسبت به آن پذیرفته است و در عین حال اختیار اعمال نظر نیز در آن را داشته است، در تعارض باشد".

۳. موضوع تعارض منافع در نهادهای مالی

تقریباً تمامی معاملات و تراکنش‌ها در بازار سرمایه از طریق نهادهای مالی که به‌عنوان واسطه‌گر، خدمات مالی به فعالان بازار ارائه می‌کنند، صورت می‌گیرد. کسب‌وکار نهادهای مالی به‌عنوان یک فعالیت اقتصادی، اساساً مبتنی بر معاملات و قراردادهایی است که برای اشخاص حقیقی و حقوقی و به نمایندگی از آن‌ها انجام می‌دهند. محور اصلی توسعه کسب‌وکار نهادهای مالی در میان اشخاص مختلف، اعتماد است. سرمایه‌گذاران و مشتریان، انجام معاملات یا تراکنش‌های خود را به نهادهای مالی که اعتماد بیشتری به آنها دارند واگذار می‌کنند. جلب اعتماد و کسب وجهه توسط نهادهای مالی، امری سخت اما از دست دادن آن بسیار ساده است.

تمامی اشخاص حرفه‌ای شامل نهادهای مالی، در تعاملات خود دو نقش ایفا می‌کنند: اصیل و یا نمایندگی (وکیل در غالب موارد). نهادهای مالی غالباً نقش نمایندگی دارند و عموماً منابع خود را درگیر ریسک فعالیت‌های مشتری نمی‌کنند. شخص اصیل و نهاد مالی بعنوان نماینده‌ی وی وارد یک رابطه قراردادی می‌شوند که در آن نهاد مالی، ارائه خدمات مشخص (مانند سب‌گردانی، انجام معاملات یا ارائه‌ی مشاوره‌ی تخصصی) به مشتری یا سرمایه‌گذار را بر عهده می‌گیرد. در مقابل ارائه‌ی این خدمات، مشتری نیز پرداخت اجرت یا کارمزد که ممکن است مقداری ثابت و یا وابسته به عملکرد نهاد مالی باشد را می‌پذیرد. نقش دوگانه‌ی نهاد مالی و ظرفیتی که در این نهادها برای کسب اطلاعات و انجام اقدام وجود دارد، ماهیتاً موضوع تعارض منافع را بوجود می‌آورد؛ جایی که منافع نهاد مالی به‌عنوان اصیل با منافع مشتری یا سرمایه‌گذار که نهاد مالی نقش نمایندگی وی را بر عهده دارد، در تعارض است. نکته‌ای که باید بدان توجه نمود این است که وجود تعارض منافع در نهادهای مالی، به خودی خود دچار مشکل نبوده و احتمال وجود تعارض منافع در تمامی نهادهای مالی قابل پذیرش است. تعارض منافع صرفاً مجموعه‌ای از شرایط است که احتمال ایجاد زیان و خسارت برای یک طرف، یا ایجاد عایدی غیرمنصفانه برای طرف دیگر را بوجود می‌آورد. اما مشکل زمانی بوجود می‌آید که در هنگام وجود شرایط تعارض منافع، اقداماتی انجام می‌شود که آن اقدام یا عواقب ناشی از آن اقدام، منجر به نقض وظایف نمایندگی نهاد مالی شده و گاه عوایدی برای نهاد مالی به همراه دارد که از خسارت مشتری حاصل شده است. حتی اگر زیان یا خسارتی نیز بر مشتری وارد نشود، ادراک نسبت به وجود یک تعارض و عدم اطلاع مشتری نسبت به آن، خود می‌تواند مشکل‌ساز باشد.

نهادهای مالی از طریق ارتباط مستقیم با سرمایه‌گذاران و یا با ایجاد ارتباط با سایر نهادهای مالی، خدمات متفاوتی مانند کارگزاری، مدیریت سبد، تأمین مالی و... انجام می‌دهند. خدماتی که نهادهای مالی انجام می‌دهند و به دلیل تنوع در این خدمات، و همچنین رابطه اصیل و نمایندگی که با مشتریان خود دارند، آنها را به بستری برای بروز شرایط تعارض منافع مبدل ساخته است. در شرایطی که نهادهای مالی خدمات متنوعی را به مشتری ارائه می‌کنند و منافعی نیز در خدماتی که ارائه می‌کنند وجود داشته باشد، انگیزه کافی برای ارائه‌ی اطلاعات خلاف واقع یا گمراه‌کننده به مشتری وجود دارد.

اصل ۳۱ از اهداف و اصول تنظیم اوراق بهادار منتشر شده از سوی آی‌سکو، ذیل بخش H با عنوان اصول مربوط به نهادهای مالی، اظهار می‌دارد: «نهادهای مالی با هدف حمایت از منافع مشتریان و دارایی‌های آنان و همچنین اطمینان از مدیریت صحیح ریسک، ملزم به ایجاد یک ساز و کار درونی هستند که بتوانند با استانداردهای درون سازمانی و عملیاتی منطبق گردند و مدیریت نهاد مالی نیز باید مسئولیت اصلی این مسائل را بپذیرد» (IOSCO, 2017). علاوه بر این، آی‌سکو در روش‌شناسی ارزیابی مطابقت با اصول و اهداف تنظیم اوراق بهادار، ذیل همان بخش، دو مورد را جهت حفظ منافع مشتریان متذکر شده است:

۱) نهاد مالی باید کوشش و دقت نظر کافی نسبت به حفظ بیشترین منافع برای مشتریان و همچنین یکپارچگی بازار را به خرج

دهد؛

۲) نهاد مالی نباید منافع خود را بر منافع مشتریان خود ارجح بداند و باید برخورد مشابه و یکسانی با مشتریانی که در شرایط مشابه قرار دارند داشته باشد.

لذا با توجه به آنچه ذکر شد، موضوع قراردادین نهادهای مالی درخصوص تعارض منافع، به دلیل ماهیت رابطه آن‌ها با مشتری و سرمایه‌گذار و همچنین تأکید نهادهای مختلف بین‌المللی نسبت به آن است.

۴. مصادیق تعارض منافع در نهادهای مالی

به دلیل گستردگی و تنوع خدماتی که نهادهای مالی ارائه می‌دهند، مصادیق زیادی از تعارض منافع در این نهادها وجود دارد. هرچقدر تنوع خدمات ارائه شده از سوی یک نهاد بیشتر باشد، احتمال بروز تعارض منافع نیز بیشتر خواهد بود. اساسی‌ترین مصداقی که در نهادهای مالی موجب بروز شرایط تعارض منافع می‌شود، در اختیار داشتن اطلاعات نهانی و همچنین در اختیار داشتن اطلاعات محرمانه مشتریان است. جدول ۱ مصادیق بارز تعارض منافع در برخی نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه را نشان داده است:

جدول ۱- مصادیق بارز تعارض منافع در نهادهای مالی		
نوع فعالیت	مصادیق تعارض منافع	نوع تعارض منافع
کارگزاری اوراق بهادار	استفاده از اطلاعات معاملاتی مشتری برای پیش‌دستی معاملات (کارگزار اوراق بهادار مشابهی با مشتری در اختیار دارد و سفارش مشتری را مبتنی بر جهت سفارش، بعد از سفارش خود انجام می‌دهد).	تعارض بین نهاد مالی و مشتری
	استفاده از اطلاعات معاملاتی مشتری جهت منافع یک مشتری دیگر (کارگزار سفارش یک مشتری VIP را زودتر از مشتری که سفارش خود را به کارگزار داده است اجرا می‌کند).	تعارض بین مشتری و مشتری
	تشویق مشتری به انجام معاملات بیشتر جهت ایجاد کارمزد برای کارگزاری	تعارض بین نهاد مالی و مشتری
	تشویق سرمایه‌گذاری مشتری در ابزاری که کارمزد بیشتری برای کارگزار به همراه دارد	تعارض بین نهاد مالی و مشتری
	تشویق سرمایه‌گذاری مشتری در نمادهایی که منفعت خاصی برای مدیران یا سهامداران کارگزاری دارد	تعارض بین نهاد مالی و مشتری
	ارائه گزارش‌های تحلیلی همراه کننده به مشتری از سوی بخش‌های متفاوت کارگزاری	تعارض درون گروهی و تعارض بین مشتری و نهاد مالی
	پذیرش مشتری بدون اخذ آزمون و سایر شرایط معامله‌گری در بازار سهام (شامل احراز هویت مشتری)	تعارض بین نهاد مالی و مقررات
	تخصیص اعتبار جهت خرید اعتباری اوراق بهادار بدون ارزیابی اعتبار مشتری	تعارض بین نهاد مالی و مقررات
سبدگردانی اوراق بهادار	استفاده از اطلاعات معاملاتی سبدهای مشتریان و جهت دهی آن در معاملات شخصی	تعارض کارکنان نهاد مالی با مشتری
	استفاده از اطلاعات یک سبد جهت معاملات سبد یک مشتری دیگر	تعارض بین مشتری با مشتری
	انجام معاملات پرریسک با هدف کسب سود بیشتر و دریافت پاداش بیشتر	تعارض بین کارکنان با سهامداران نهاد مالی
	اولویت دادن به تعدیل سبد یک مشتری نسبت به یک مشتری دیگر (سبدگردان معاملات مشتری VIP را زودتر از مشتریان دیگر به انجام می‌رساند)	تعارض بین مشتری با مشتری
	سوق دادن سرمایه‌گذاری مشتری به سمت صندوق‌های زیر مجموعه سبدگردانی بدون در نظر گرفتن شرایط پذیرش ریسک یا انتظارات مشتری	تعارض بین نهاد مالی با مشتری

انجام معاملات مکرر (معاملات چرخشی) به منظور ایجاد کارمزد برای کارگزار هم گروه	تعارض بین سهامداران نهاد مالی با مشتری
هدایت معاملات صندوق سرمایه‌گذاری زیر مجموعه جهت معاملات شخصی سیدگردانی یا مدیران سیدگردانی	تعارض بین کارکنان نهاد مالی با مشتری
هدایت معاملات صندوق‌های سرمایه‌گذاری یا سبدهای اختصاصی در جهت اخذ یا حفظ صندلی مدیریتی مدیران سیدگردان در ناشران	تعارض بین نهاد مالی با مشتری
انتقال بازدهی به سبدهایی که قراردادهای سودآورتری با سیدگردان دارند	تعارض بین نهاد مالی با مشتری
سوق دادن سرمایه مشتری به عرضه اولیه سهامی که شخص وابسته سیدگردانی آن را پذیره‌نویسی کرده است.	تعارض بین نهاد مالی با مشتری
پذیرش مشتری بدون احراز هویت و سایر شرایط الزامی پذیرش مشتری	تعارض بین نهاد مالی و مقررات
تعیین ارکان انتشار اوراق از شرکت‌های هم‌گروه بدون توجه به نفع نهایی مشتری	تعارض بین نهاد مالی و مشتری
استفاده از منابع صندوق زیر مجموعه برای ایفای تعهدات نهاد مالی به‌عنوان متعهد پذیره‌نویسی	تعارض بین نهاد مالی و مشتری
تشویق مشتری به روش‌ها و ابزارهایی که هزینه‌های بیشتری برای مشتری و منفعت بیشتری برای پذیره‌نویس دارد	تعارض بین نهاد مالی و مشتری

تامین سرمایه و گروه خدمات بازار سرمایه

همانطور که مشخص است، طیف گسترده‌ای از تعارض منافع در فعالیتهای انواع نهادهای مالی قابل وقوع است.

۵. تحلیل ابعاد فقهی و حقوقی تعارض منافع

برای ارائه‌ی یک تحلیل فقهی جامع، موضوع تعارض منافع از چندین منظر قابل بررسی و مطالعه است:

- ۱) ماهیت‌شناسی رابطه‌ی نهادهای مالی با مشتریان در بازار سرمایه و بررسی عقود پایه مفروض در این روابط
- ۲) بررسی قواعد و ملاحظات فقهی و حقوقی مرتبط با موضوع
- ۳) بررسی احکام و پیامدهای فقهی

۵.۱. بررسی ماهیت و عقود پایه در تعریف روابط بین نهادهای مالی با مشتریان در بازار سرمایه

ماهیت روابط نهادهای مالی با مشتریان، بسته به نوع خدمات ارائه‌شده، ممکن است متنوع باشد؛ هرچند در همه‌ی دستورالعمل‌ها و قراردادهایی که رابطه‌ی نهادهای مالی و مشتریان را می‌کند، عقود پایه بصورت قاعده‌مند تعیین نگردیده است، بطور کلی عقود پایه‌ای که از منظر فقهی می‌توان برای روابط نهادها با مشتریان‌شان در بازار سرمایه در نظر گرفت به شرح ذیل است:

- ۱) **وکالت:** نهاد مالی به عنوان وکیل از طرف مشتری برای سرمایه‌گذاری، خرید یا فروش اوراق مالی عمل می‌کند. در یک نگاه فقهی، وکالت یک عقد معین امانی و اذنی است. قید اصلی وکالت به واسطه ماهیت امانی آن، ضرورت رعایت مصلحت موکل است؛ که البته غالباً در ادبیات فقهی از واژه‌ی غبطه استفاده می‌گردد (حاج‌عزیزی، ۱۳۹۴: ۱۵). معیار عدم رعایت مصلحت در عقد وکالت را نیز می‌توان ترجمانی از حد ضرر قابل تحمل توسط انسان متعارف در نظر گرفت. از سویی دیگر بررسی‌ها نشان می‌دهد که عرف همواره مصلحت خود را در استفاده از فرصت‌های انتفاعی و پرهیز از عدم‌النفع دانسته و عدم کسب منفعت را مصداقی از ضرر می‌انگارد (صفایی، ۱۴۰۱: ۵۶). در مورد اندازه و ابعاد ضرر یا عدم‌النفع قابل مسامحه و یا غیرقابل مسامحه نیز مجدداً می‌توان به عرف متخصص در این حوزه مراجعه نمود (ایران‌پور، ۱۴۰۳).

- ۲) **جعاله:** گاه نحوه‌ی تعامل نهادهای مالی در ارائه برخی خدمات در بازار سرمایه و دریافت کارمزد آن از مشتریان، متناسب با عقد جعاله از سلسله عقود معین فقهی است. برخی فقها جعاله را انشای التزام به عوض معلوم برای انجام عملی که مشروع و عقلایی

است، تعریف می‌نمایند (نجفی، ۱۴۰۴، ج ۳۵، ۱۸۷). ماده ۵۶۱ قانون مدنی جعاله را "التزام شخصی به اداء اجرت معلوم در مقابل عملی اعم از اینکه طرف معین باشد یا نامعین" تعریف می‌کند. شایان ذکر است همه‌ی فقها بر عهده‌ی و جایز بودن جعاله اتفاق نظر دارند؛ گرچه در مورد عقد یا ایقاع بودن ماهیت آن اختلاف نظر بسیار است. نکته حائز اهمیت اینکه قانون‌گذار شرایط خاصی برای جُل در نظر نگرفته همچنان که فقها نیز در رابطه با لزوم مشخص و معین بودن مقدار آن با انعطاف بیشتری نسبت به سایر عقود برخورد می‌کنند (توکل و همکاران، ۱۴۰۳).

۳) **اجاره:** سوال این است که آیا می‌توان خدمات نهادهای مالی در بازار سرمایه را در قالب عقد اجاره‌ی اشخاص (شخصیت حقوقی نهادهای مالی) از آن‌ها گرفت؟ اجاره اشخاص در فقه و حقوق عبارت است از عقدی که به موجب آن منافع شخص در قبال عوضی معین به دیگری تملیک می‌شود. در این نوع اجاره، اجاره‌کننده مستأجر، شخص مورد اجاره اجیر و مال الاجاره اجرت نامیده می‌شود. اهلیت اجیر و تعیین منفعت و اجرت از شرایط اجاره اشخاص است. در تعیین منفعت، دو مولفه‌ی مدتی که اجیر باید کار کند و کاری که اجیر باید انجام دهد اهمیت دارد. بنابراین نظر به اینکه در فقه اسلامی، عقد اجاره اشخاص به معنای اجاره دادن خدمات یا کار آن‌ها است نه اجاره دادن خود شخص، می‌توان از خدمات تخصصی یک شخص حقیقی یا حقوقی در قالب عقد اجاره اشخاص نیز استفاده کرد. بنابراین، از نظر شرعی و حقوقی، استفاده از خدمات نهادهای مالی در بازار سرمایه از طریق عقد اجاره اشخاص امکان‌پذیر است.

۴) **عقود مشارکتی:** در برخی قراردادهای مثل مشارکت مدنی یا مضاربه، رابطه نهاد مالی با مشتریان به صورت مشارکتی قابل تعریف است. بعنوان مثال عملیات تخصصی سبذگردانی را می‌توان ذیل عقد مضاربه تعریف نمود؛ به نحوی که سبذگردان بعنوان عامل، سرمایه‌ی مشتری را بعنوان مالک مدیریت کرده و بر روی آن کار می‌کند.

۵) **بیع خدمات:** رابطه‌ی نهادهای مالی با مشتریان برای ارائه خدمات متنوع در حوزه‌ی بازار سرمایه ذیل عقد بیع قابلیت بازتعریف دارد؛ بگونه‌ای که با توجه به نظر مشهور فقهای معاصر در توسعه عقد بیع به حوزه اعتبارات غیرعینی، خدمات نامشهود نیز در قالب عقد بیع قابلیت معامله دارند.

۶) **نمایندگی یا روابط قراردادی در قالب عقود نامعین:** در برخی موارد، نهاد مالی به عنوان نماینده مشتری یا شرکت‌های خاص در معاملات حضور دارد. برخی صاحب‌نظران حقوقی در بازار سرمایه نیز بر این باورند که ماهیت نمایندگی متعارف در بازار سرمایه گاه فراتر و متفاوت از ماهیت عقد وکالت با مفهوم سنتی آن است؛ به نحوی که از نظر فقهی می‌توان آن را در قالب عقود نامعینی تعریف نمود که حقوق و تعهدات هر یک از طرفین قرارداد در قالب یک عقد لازم کاملاً مشروع و مشخص است؛ همچنین از منظر حقوقی نیز با توجه به اصل آزادی قراردادهای ذیل ماده ۱۰ قانون مدنی قرار گرفته و کاملاً قانونی است.

هر یک از این روابط از منظر فقهی و حقوقی مستلزم رعایت اصول، قواعد و ملاحظات خاصی است و تعارض منافع می‌تواند مشروعیت این روابط را مخدوش کند.

۵.۲. بررسی قواعد و ملاحظات فقهی و حقوقی مرتبط با موضوع

در این قسمت قواعد و ملاحظات فقهی-حقوقی که با موضوع تعارض منافع می‌تواند بیش‌ترین ارتباط را داشته باشد، بررسی شده و هر یک به تفکیک توضیح داده خواهد شد.

۱) **قاعده ممنوعیت ضرر:** قاعده "لا ضرر" قاعده فقهی برگرفته از متن حدیث نبوی «لا ضرر و لا ضرار فی الاسلام» که بر نفی ضرر و زیان زدن به خود و دیگران در دین اسلام و حرمت آن دلالت می‌کند (فرهنگنامه اصول فقه، ۱۳۸۹). قاعده لا ضرر از قواعد مشهوری است که در بیشتر ابواب فقهی کاربرد دارد و در اهمیت آن گفته شده که یکی از پنج قاعده‌ای است که مسائل فقهی بر آن استوار است. به گفته برخی محققان، قاعده لا ضرر در اغلب نظام‌های حقوقی معاصر تحت عنوان «عدم جواز سوءاستفاده از حق» مطرح شده است (مظلوم و همکاران، ۱۳۹۶، ص ۱۹). از جمله بنابر اصل ۴۰ قانون اساسی ایران، هیچ‌کس نمی‌تواند اعمال حق خویش را وسیله ضرر رساندن به غیر یا تجاوز به منافع عمومی قرار دهد. و بر اساس اصل ۴۳، ضرر رساندن به دیگری ممنوع است.

(۲) قاعده ممنوعیت خیانت در امانت: از منظر فقهی اصطلاح خیانت در امانت به معنای استفاده کردن، تصاحب، تصرف و تلف نمودن همراه با سوءنیت در مالی است که نزد شخص امین به امانت سپرده شده باشد؛ بطوری که این تصرف و استفاده نمودن بدون اجازه از صاحب مال و در جهت خلاف مقصود امانت‌گذار باشد. به عقیده شیخ طوسی، خیانت در امانت، امتناع از ادای حقی است که ادای آن تضمین شده است. از مصادیق امین در ابواب متنوع فقهی می‌توان به مستودع در عقد ودیعه، مرتهن در عقد رهن، مستعیر در عقد عاریه، عامل در مضاربه و وکیل در عقد وکالت اشاره کرد. از منظر حقوقی، قانون‌گذار کیفری تعریفی از جرم خیانت در امانت ارائه نداده، لیکن حقوق‌دانان با توجه به مصادیق مذکور در ماده ۶۷۳ و ۶۷۴ قانون مجازات اسلامی، خیانت در امانت را به عمل عمدی و بر خلاف امانت امین و به ضرر صاحب مال تعریف کرده‌اند.

(۳) قاعده ممنوعیت اکل مال به باطل: با بررسی مبانی فقهی قاعده و تحلیل گستره‌ی شمول آن، مضمون قاعده «اکل مال به باطل» را می‌توان چنین استنباط نمود که هرگونه تصرف در اموال باید بر اساس حق و عدالت و بر مبنای صحیح صورت گیرد و هر چه غیر از این باشد، حرام و باطل است. برخی فقها گستره‌ی شمولیت این قاعده را تنها باطل شرعی می‌دانند؛ در حالی که شیخ انصاری دامنه‌ی این قاعده را محدود به باطل شرعی ندانسته و باطل عرفی را نیز مشمول این قاعده می‌داند. غالب فقهای معاصر همچون امام خمینی نیز بر همین عقیده‌اند.

(۴) قاعده تسبیب و ضمان: قاعده تسبیب از جمله قواعد فقهی مؤثر در باب ضمان است. بر اساس این قاعده اگر شخصی با واسطه سبب ورود خسارت به دیگری شود، در صورت انتساب خسارت به او ضامن خواهد بود. مستندات این قاعده روایات و اجماع است که روایات مربوطه بیشترین نقش را در اثبات قاعده دارند. قاعده تسبیب رابطه عمیقی با قاعده اتلاف دارد. هرچند در کتب متقدمین تسبیب به عنوان قاعده فقهی مستقلی مطرح نبوده بلکه آن را تحت قاعده اتلاف به نحو اتلاف بالمباشره و اتلاف بالتسبیب قرار داده‌اند، در قلم متأخرین، قاعده تسبیب بطور جداگانه مورد بحث محققین قرار گرفته است (شریعتی‌نیا، ۱۴۰۱). بر اساس قاعده اتلاف اگر شخص به طور مستقیم و مباشرتاً موجب ورود خسارت به دیگری شود، ضامن جبران خسارت است. این قاعده هم در حقوق مدنی و هم در حقوق کیفری کاربرد فراوان دارد؛ از جمله در ماده ۷۰۳ قانون مدنی در بحث ضمان قهری آمده است: "موجبات ضمان قهری عبارتند از غصب و آنچه در حکم غصب است، اتلاف، تسبیب، استیفاء." بر اساس قاعده تسبیب اگر کسی بطور غیرمستقیم و مع‌الواسطه موجب تلف مال دیگری گردد، ضامن است و مسئول جبران خسارت می‌باشد؛ اعم از اینکه موجب شدن عمدی باشد یا غیرعمدی و اعم از اینکه در اثر انجام فعلی باشد و یا در اثر ترک وظیفه‌ای (طباطبایی لطفی و روشنی، ۱۳۹۵، ص ۸۰).

(۵) قاعده ممنوعیت غش در معامله: غش از عوامل نیرنگ و خدعه به دیگران است که قرآن آن را از علائم نفاق برشمرده و آن را تقبیح نموده است. به بیانی دیگر هر معامله‌ای که در جنس یکی از عوضین (ثمن یا مثن) فریب و خدعه‌ای باشد، غش محسوب می‌گردد. علاوه بر مبنای قرآنی بر حرمت و تقبیح غش، روایات متعددی از پیامبر (ص) و معصومین (ع) بر حرمت غش وارد شده که طبق نظر فقها به حد تواتر رسیده است. غش در معامله موجب سلب اعتماد عمومی از جامعه شده و یکی از گناهان بزرگ اجتماعی است که قوام و سرمایه‌های بزرگ اجتماعی و اعتماد عمومی را به غارت می‌برد (دادفر و سیفی، ۱۳۹۹). حرمت غش حکم تکلیفی است که انجام دهنده آن، مرتکب فعل حرامی شده است و مجازات اخروی دارد؛ از نظر حکم وضعی معامله غش صحیح است؛ اما اگر طرف مقابل از حقیقت آگاه شود، خیار عیب، تدلیس و یا خیار غبن برای وی متصور است که نوع خیار برحسب نوع غش، متفاوت است (بهرامی‌نژاد و ابراهیمی، ۱۳۹۳).

۵.۳. جمع‌بندی تحلیل ابعاد فقهی-حقوقی موضوع توسط پژوهشگران

با توجه به قواعد فقهی و حقوقی پیش‌گفته، پرواضح است که اگر نتوان به سهولت بطلان معاملات انجام شده در شرایط تعارض منافع را استنباط نمود، حرمت تکلیفی بر آن‌ها مترتب است؛ می‌تواند انواع خیار را برای طرفین معامله ایجاد کند؛ و مسئولیت ضرر و یا عدم‌النفع پیش‌آمده و لزوم جبران آن متوجه شخص مربوطه است.

از سویی دیگر باتوجه به سازکار بازارهای سرمایه و حجم معاملات بسیار بالا و متوالی و لزوم حفظ نظام حاکم بر آنها، نه تنها بعنوان یک ملاحظه اجرایی که بعنوان یک عنوان ثانوی فقهی ذیل قواعد حفظ نظام سوق، می‌بایست از همان ابتدا با سلب خیار از کلیه معامله‌گران بازار، برای جلوگیری از کژمنشی‌های ناشی از تعارض منافع، از ظرفیت قاعده ضمان و جرمه‌های تبعی استفاده شود.

در رابطه با عقد پایه خدمات نهادهای مالی به مشتریان در بازار سرمایه نیز با توجه به ملاحظات چگونگی مشخص نبودن عددی کارمزد بصورت دقیق، ضرورت لازم بودن قراردادهای و همچنین ضرورت انعطاف‌پذیری عقد مربوطه باتوجه به نیازها و شرایط متنوع ارائه خدمات در بازار سرمایه، عقیده نگارندگان بر این است که استفاده از عقود نامعین در تعیین رابطه‌ی نهادهای مالی با مشتریان خود نسبت به عقود سنتی متعارف ارجحیت دارد.

۵.۴. تشکیل گروه کانونی خبرگان فقه مالی

در ادامه با هدف افزایش روایی تحلیل فقهی-حقوقی انجام گرفته توسط پژوهشگران، ابعاد فقهی و حقوقی تعارض منافع در قالب سه سوال مجزای تخصصی با کارگروه فقهی بازار سرمایه که متشکل از فقها و حقوق‌دانان خبره‌ی مرتبط است،^۷ مطرح شد. سوالات و جواب‌های تفصیلی و نتایج جمعی حاصل از جلسه گروه کانونی یادشده که با همکاری مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار برگزار گردید، به شرح ذیل است:

الف) سوالات مطرح شده با گروه کانونی:

- ۱) با توجه به مصادیق ذکر شده برای تعارض منافع در نهادهای مالی، ماهیت رابطه‌ی نهادهای مالی با مشتریان را در قالب کدام یک از عقود باید تعریف نمود؟ کدام یک به واقعیت نزدیک‌تر بوده و چالش‌های کمتری به دنبال دارد؟
 - ۲) قواعد و ملاحظات فقهی و حقوقی مرتبط و صدق یا عدم صدق هر یک از آنها بر موضوع تعارض منافع چگونه است؟
 - ۳) از منظر فقهی حکم تکلیفی یا وضعی در هر یک از مصادیق یادشده به چه صورت است؟ ابعاد حقوقی آن چگونه است؟
- ب) پاسخ‌های مطرح شده در مقابل سوالات فوق الذکر عبارتند از:

- در رابطه با عقد پایه بهینه‌ای که رابطه‌ی نهادهای مالی را با مشتریان به خوبی تفسیر کند، می‌توان از عقود همچون وکالت، مضاربه، مشارکت، بیع خدمات، اجاره اشخاص و جعاله بعنوان عقود معین و متعارف که در فقه و قانون مدنی تعریف شده اند، استفاده نمود. البته جایز بودن برخی عقود از سویی و تنوع زیاد در الگوی درآمد و کارمزد نهادهای از سوی دیگر منجر شده تا عقود معین در تطابق کامل با ماهیت رابطه‌ی نهادهای با مشتریان نباشد. در چنین شرایطی می‌توان از ظرفیت عقود نامعین مطابق ماده ۱۰ قانون مدنی که مبتنی بر اصل حقوقی آزادی قراردادهای بوده و مبانی فقهی روشنی همچون آیات تجارت و وجوب وفا و

^۷ مشخصات اعضای شرکت‌کننده در جلسه گروه کانونی که مورخ پنجشنبه ۱۴۰۳/۱۰/۲۰ و در محل دفتر کارگروه فقهی بازار سرمایه در شهر مقدس قم برگزار گردید به شرح ذیل است:

نام عضو گروه کانونی	سوابق تخصصی مرتبط با موضوع
حجت الاسلام دکتر مجید رضایی	دکترای تخصصی اقتصاد و عضو هیات علمی دانشگاه
حجت الاسلام دکتر عربی	دکترای تخصصی اقتصاد و عضو هیات علمی دانشگاه
حجت الاسلام نجفی	استاد سطوح عالی حوزه
حجت الاسلام علوی فریدنی	استاد سطوح عالی حوزه
حجت الاسلام دکتر معصومی‌نیا	دکترای اقتصاد و عضو هیات علمی دانشگاه

همچنین روایات متعدد است، استفاده نمود؛ در چنین شرایطی، می‌توان شرایط قرارداد، حقوق و مسئولیت‌های متعاملین و کیفیت عوض و معوض را دقیقاً متناسب با نیاز و توافق طرفین در یک قرارداد نامعین در نظر گرفت.

- همان‌طور که در تحلیل اولیه پژوهشگران نیز مطرح شده است، عناوینی چون ممنوعیت ضرر، تسبیب و ضمان، خیانت در امانت، غش در معامله و ممنوعیت اکل مال به باطل از جمله عناوینی است که در مواضعی که تعارض منافع وجود دارد، مصداق پیدا می‌کنند؛ که البته غالباً اثر وضعی نداشته و منجر به بطلان معاملات نمی‌گردد؛ اما حرمت تکلیفی چنین معاملاتی کاملاً مشخص بوده و در بسیاری از موارد نیز خیار فسخ برای متعاملین ایجاد می‌نماید. البته با توجه به سازکار معاملات متعدد و متوالی در بازار سرمایه و لزوم سلب خیار از معامله‌گران این بازار برای حفظ نظام آن، به نوعی می‌توان ادعا نمود که طرف فریب خورده و زیان دیده در چنین شرایطی امکان استفاده از خیار و استیفای حق خود را نخواهد داشت. این دغدغه را می‌توان در قراردادهای تعریف شده برای خدمات نهادهای مالی به مشتریان در نظر گرفته و با تعریف جرائم و یا شرایط انفساخ مبتنی بر عقود نامعین (جدید) موجبات استیفای حق طرف زیان‌دیده در موقعیت‌های ناشی از تعارض منافع را فراهم آورد.

۶. دلالت‌های سیاستی

در کنار وجود مصادیق متعدد بروز شرایط تعارض منافع در نهادهای مالی، اقدامات مختلفی را شرکت‌ها و نهادهای ناظر انجام داده‌اند تا اثر تعارض منافع کمینه شود. این اقدامات را می‌توان به صورت زیر خلاصه نمود:

اقدامات مختلفی که نهادهای مالی در مواجهه با تعارض منافع انجام داده‌اند را می‌توان به صورت زیر خلاصه نمود:

- ۱) در اختیار داشتن سیاست مکتوب و شفاف در قبال شناسایی و مدیریت تعارض منافع؛
- ۲) استفاده از راهکارهای فناوری محور به منظور رصد و کنترل تعارضات در معاملات و قراردادهای شرکت با مشتریان؛
- ۳) ایجاد فرایندهای شفاف‌سازی تعارضات؛
- ۴) در اختیار داشتن چارچوب‌های مشخص برای انجام معاملات و قراردادهای با اهمیت و حساس؛
- ۵) ثبت و ضبط تصمیمات همراه با اتخاذ تدابیر خاص برای کنترل و مدیریت تعارض.
- ۶) محدودسازی امکان خرید سهام عرضه اولیه توسط مدیران دارایی وابسته به پذیرهنویسان؛ بند سوم از بخش ۱۰ (f) قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری آمریکا؛ اقدام به محدودسازی میزان سهام قابل خرید توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری وابسته به پذیرهنویسان نموده است.

الزاماتی که نهادهای ناظر نیز نهادهای مالی را ملزم به اجرای آنها نموده‌اند از قرار زیر است:

- ۱) مجزاسازی بخش‌هایی از نهاد مالی که دچار تعارضند (Chinese Wall)؛
- ۲) کسب اجازه از مشتریان برای اقدام از سوی شرکت در صورت وجود تعارض منافع؛
- ۳) افشای اجباری وجود تعارض منافع بین نهاد مالی و مشتری و تعهد نهاد مالی بر اولویت دادن منافع مشتری نسبت به منافع نهاد مالی؛
- ۴) منع استفاده نهاد مالی از شرایط تعارض منافع اساسی (معمولاً جرم انگاری شده است).
- ۵) الزام شرکت‌های مدیریت دارایی به تدوین رویه‌های شرکت در مجامع و اعمال حق رای‌های نیابتی
- ۶) تقویت سازوکارهای مشاوره اعمال حق رای نیابتی در مجامع عمومی
- ۷) مدیر ارشد انطباق (CCO)

^۱Investment Company Act, Rule 10(f)-3

- (۱) علی ابراهیمی کردلر، مهدی محمدآبادی، رضا حصارزاده (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان با توزیع سود سهام و محدودیت در تأمین مالی"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال اول، شماره ۴، ص ۵۳-۷۴؛
 - (۲) وحید بخردی نسب، فاطمه ژوال نژاد، حسام رحمانی (۱۳۹۹)، "واکنش سرمایه‌گذاران به حمایت در برابر تضاد منافع طی دوره رکود اقتصادی"، فصلنامه توسعه و سرمایه، دوره پنجم، شماره ۲، پیاپی ۹، ص ۲۱۱ تا ۲۳۰.
 - (۳) داود منظور، مصطفی عباسی کلاش (۱۳۹۸)، "نقش شفافیت در کاهش تعارض منافع و مقابله با فساد"، فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، سال هفتم، شماره ۲۷، ص ۸۷-۱۰۳.
 - (۴) مهدی صفری گرایلی، خدیجه نجفیان (۱۳۹۶)، "معاملات با اشخاص وابسته و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی: آزمون تجربی نظریه تضاد منافع"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال دهم، شماره سی و پنجم، ص ۷۷-۹۰.
 - (۵) مهرداد صادقیان ندوشن، محمود باقری (۱۳۹۵)، "تعارض منافع ذینفعان شرکت‌ها و راهکارهای حل آن"، پژوهش‌های حقوق تطبیقی، دوره ۲۰، شماره ۳، ص ۱۳۶-۱۶۳.
 - (۶) علی زارع، زینب نوابی مقدم، احمد یوسفی صادقلو، جعفر جمالی (۱۴۰۱)، "بررسی فقهی و حقوقی تعارض منافع در بانک‌های غیر دولتی"، مطالعات فقه و حقوق اسلامی، سال ۱۴، شماره ۲۶، ص ۳۵۹-۳۸۶.
- 1) Akerlof, G. (1970), 'The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism', Quarterly Journal of Economics 84 (3), August, pp. 488-500.
 - 2) Kinander, M. (2018), "Conflicts of interest in finance: Does regulating them reduce moral judgment, and is disclosure harmful?", Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol. 26 No. 3, pp. 334-350.
 - 3) Murray, N., Manrai, A.K. and Manrai, L.A. (2017), "The financial services industry and society: The role of incentives/punishments, moral hazard, and conflicts of interests in the 2008 financial crisis", Journal of Economics, Finance and Administrative Science, Vol. 22 No. 43, pp. 168-190.
 - 4) Penhall, W. (2015), "Fiduciary duties of UK investment managers and conflicts: the arch financial products case", Journal of Investment Compliance, Vol. 16 No. 3, pp. 43-48.
 - 5) Nathan Garas, S. (2012), "The conflicts of interest inside the Shari'a supervisory board", International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 5 No. 2, pp. 88-105.
 - 6) Rocket, Harris, Mishkin, White (2004), Geneva Reports on the World Economy, No. 5, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research, Geneva.
 - 7) Mehran, Hamid & Stulz, Rene M., 2007. "The economics of conflicts of interest in financial institutions", Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 85(2), pages 267-296, August.
 - 8) IOSCO (2007), "Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings", loc. cit. supra n. 2, p. 4.
 - 9) IOSCO (2010), "Guidelines for the Regulation of Conflicts of Interest Facing Market Intermediaries", Emerging Markets Committee.
 - 10) Kumpan, Christoph and Leyens, Patrick C. "Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation –", vol. 5, no. 1, 2008, pp. 72-100
 - 11) IOSCO (2017), "Objectives and Principles of Securities Regulation".
 - 12) IOSCO (2017), "Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation".
 - 13) Collins, Patrik (2016), Regulation of Securities, Markets and Transactions, John Wiley & Sons Inc.

-
- 14) Crockett, Andrew; Harris, Trevor; Mishkin, Frederic; White, Eugene (2015), *Conflicts of Interest in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them?*, Centre for Economic Policy Research
- 15) IOSCO (2000), *Conflicts Of Interests Of CIS Operators*, Report of the Technical Committee.
- 16) IOSCO (2003), *IOSCO Statement Of Principles For Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts Of Interest*, Report of the Technical Committee.
- 17) IOSCO (2007), *Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings*, Report of the Technical Committee.
- 18) IOSCO (2009), *Private Equity Conflicts of Interest*, Report of the Technical Committee.
- 19) IOSCO (2018), *Conflicts of interest and associated conduct risks during the equity capital raising process*, Report of the Technical Committee.
- 20) IOSCO (2020), *Conflicts of interest and associated conduct risks during the debt capital raising process*, Report of the Technical Committee.
- 21) La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert (2001), *Investor Protection and Corporate Governance*, John F. Kennedy School of Government.
- 22) Moloney, Niamh (2014), *Eu Securities And Financial Markets Regulation*, Oxford University Press.
- 23) Nelson, Paul (2008), *Capital Markets Law and Compliance*, Cambridge University Press.
- 24) Palmiter, Alan (2017), *Securities Regulation*, Wolters Kluwer in New York.
- 25) Wymeersch, Eddy (2007), *Conflicts Of Interest in Financial Services Groups*, the Ghent University Law School.
- 26) Agrawal, A., & Chen, M. A. (2008). Do Analyst Conflicts Matter? Evidence from Stock Recommendations. *The Journal of Law and Economics*, 51(3), 503–537. <https://doi.org/10.1086/589672>
- 27) Armour, J., Awrey, D., Davies, P., Enriques, L., Gordon, J. N., Mayer, C. P., Payne, J., & Davies, P. L. (2016). *Principles of financial regulation* (First edition). Oxford University Press.
- 28) Benzoni, L., & Schenone, C. (2010). Conflict of interest and certification in the U.S. IPO market. *Journal of Financial Intermediation*, 19(2), 235–254. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2009.02.003>
- 29) Bongaerts, D. & European Central Bank (Eds.). (2014). *Alternatives for issuer-paid credit rating agencies*. European Central Bank. <https://doi.org/10.2866/22409>
- 30) Bonsall, S. B., Gillette, J. R., Pundrich, G., & So, E. (2024). Conflicts of interest in subscriber-paid credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 77(1), 101614. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2023.101614>
- 31) Bush, C. (2022). Dealing with the conflicts of interest of credit rating agencies: A balanced cure for the disease. *Capital Markets Law Journal*, 17(3), 334–364. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmac012>
- 32) Casavecchia, L., & Tiwari, A. (2016). Cross trading by investment advisers: Implications for mutual fund performance. *Journal of Financial Intermediation*, 25, 99–130. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2015.06.001>
- 33) Chemmanur, T. J., Hu, G., & Huang, J. (2010). The Role of Institutional Investors in Initial Public Offerings. *Review of Financial Studies*, 23(12), 4496–4540. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq109>

-
- 34) Cici, G., Gibson, S., & Moussawi, R. (2010). Mutual fund performance when parent firms simultaneously manage hedge funds. *Journal of Financial Intermediation*, 19(2), 169–187. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2009.04.002>
- 35) Comerton-Forde, C., & Tang, K. M. (2007). The Determinants of Frontrunning: Evidence from the Toronto Stock Exchange.
- 36) Dasgupta, A., Fos, V., & Sautner, Z. (2020). Institutional Investors and Corporate Governance. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3682800>
- 37) Duan, Y., Jiao, Y., & Tam, K. (2021). Conflict of interest and proxy voting by institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, 70, 102089. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102089>
- 38) Ferreira, M. A., Matos, P., & Pires, P. (2018). Asset Management within Commercial Banking Groups: International Evidence. *Journal of Finance*, 73(5), 2181–2227. Scopus. <https://doi.org/10.1111/jofi.12702>
- 39) Finansinspektionen. (2024). Consumer Protection Report 2024 (Ref. no. 24-11545).
- 40) Gompers, P., & Lerner, J. (1999). Conflict of interest in the issuance of public securities: Evidence from venture capital. *Journal of Law and Economics*, 42(1), 1–28. Scopus. <https://doi.org/10.1086/467416>
- 41) IOSCO. (2010). Guidelines for the Regulation of Conflicts of Interest Facing Market Intermediaries (Growth and Emerging Markets Committee). International Organization of Securities Commissions.
- 42) Pagano, M., & Röell, A. (1993). Front-running and stock market liquidity. In V. Conti & R. Hamaui (Eds.), *Financial Markets Liberalisation and the Role of Banks* (1st ed., pp. 178–199). Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511599156.012>
- 43) Palladino, L. M. (2024). Establishing a public option for asset management in the United States. *Review of Social Economy*, 82(2), 241–260. Scopus. <https://doi.org/10.1080/00346764.2023.2237485>
- 44) Peluso, D. (2020). Turning a blind eye: The complicit trespassing of ‘Chinese walls’ in financial institutions in New York. *Critique of Anthropology*, 40(4), 438–454. <https://doi.org/10.1177/0308275X20959421>
- 45) Pratobevera, G. (2024). Bank-affiliated institutional investors and IPO syndicates formation. *Journal of Corporate Finance*, 86. Scopus. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2024.102587>
- 46) Saunders, A., Cornett, M. M., & Erhemjamts, O. (2021). *Financial institutions management: A risk management approach* (Tenth edition). McGraw-Hill Education.
- 47) Zeng, Y., Yuan, Q., & Zhang, J. (2015). Blurred stars: Mutual fund ratings in the shadow of conflicts of interest. *Journal of Banking and Finance*, 60, 284–295. Scopus. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.08.029>
- 48) Zhao, X. (2008). Conflict of Interests between Load Fund Investors and Brokers and Financial Advisors. China Europe International Business School (CEIBS).