



10.30497/IFR.2020.75437

20.1001.1.22518290.1400.11.1.1.9

دو فصلنامه علمی «تحقیقات مالی اسلامی»؛ سال یازدهم، شماره اول (پیاپی ۳۱)، پاییز و زمستان ۱۴۰۰

مقاله پژوهشی، صص. ۳۹-۷۴

ارزیابی و تحلیل معاملات تقلیدی^۱ و قرارداد معاملات انعکاسی از منظر فقهی و حقوقی^۲

میلاذ خوش‌زبان*

محمودرضا خواجه‌نصیری**

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۲۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۱/۱۱

مقاله برای اصلاح به مدت ۲۹ روز نزد نویسندگان بوده است.

چکیده

معاملات تقلیدی و انعکاسی، یکی از روش‌های نوین معاملاتی است که بهره‌گیری از آن در بازارهای مالی، گسترش یافته است. با توجه به ویژگی‌های این شیوه معاملاتی، به نظر می‌رسد که نه تنها می‌توان از این روش در مسیر تعمیق بازار سرمایه اسلامی استفاده کرد، بلکه این نوع معاملات می‌تواند به‌عنوان یک ضرورت در توسعه کمی و کیفی از سوی سیاست‌گذاران بازار مورد بهره‌برداری قرار گیرد.

مقاله حاضر با هدف تحلیل روابط ارکان معاملات تقلیدی و انعکاسی از منظر فقهی و حقوقی و ارزیابی کاربردی آن؛ به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا می‌توان از ظرفیت‌های موجود در این شیوه معاملاتی در توسعه بازار سرمایه اسلامی و بسط فین‌تک اسلامی استفاده کرد و اینکه آیا این شکل از معاملات، با اصول و موازین فقه اسلامی انطباق دارد؟ به‌منظور پاسخ به این سؤال‌ها، از روش تحقیق کیفی و ابزار مصاحبه در قالب برگزاری گروه‌های کانونی استفاده شده است. نتایج پژوهش مؤید آن است که به‌کارگیری معاملات تقلیدی و انعکاسی در بازار سرمایه کشور، از منظر فقهی، حقوقی و اجرایی، مغایرتی با شریعت اسلام نداشته و در بازار سرمایه اسلامی قابلیت بهره‌برداری دارد. همچنین یافته مذکور، مورد تأیید کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفته است.

واژگان کلیدی

معاملات تقلیدی (کپی)؛ معاملات اجتماعی؛ قرارداد معاملات انعکاسی؛ فین‌تک؛ مالی اسلامی.

طبقه‌بندی JEL: G11, G18, G20, G23

* دانش‌آموخته کارشناسی ارشد مدیریت مالی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران؛ و عضو انجمن مالی

اسلامی ایران (نویسنده مسئول)

khoshzaban@iaif.ir

0000-0001-7087-7033

** دانش‌آموخته دکتری مهندسی مالی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران؛ و عضو انجمن مالی اسلامی

khajenasiri@tamadonib.com

ایران



مقدمه

صنعت فناوری مالی^۳ یا به اختصار فین تک^۴ به شرکت‌هایی گفته می‌شود که با استفاده از فناوری‌های به‌روز، نوآوری را به خدمات مالی می‌آورند. این شرکت‌ها در حال گسترش خدمات مالی از طریق معرفی ایده‌های نوآورانه، اجازه ایجاد سریع محصول و افزایش رقابت هستند. فین تک در حال بازتعریف خدمات مالی در قرن بیست و یکم است (روبینی^۵، ۱۳۹۶، ص. ۲۱). فین تک اسلامی را می‌توان به‌عنوان فناوری‌هایی تعریف کرد که در مالی اسلامی استفاده می‌شوند تا قوانین و ارزش‌های اسلامی را رعایت و تقویت نمایند تا اقتصادی مقاوم، پایدار و عادلانه بسازند. فین تک اسلامی از همه عناصر ضروری فناوری استفاده می‌کند تا فرآیندهای دست و پاگیر و تنگناها را به هم بزند و مشکل عدم دسترسی اقشار محروم جامعه به سرمایه را رفع کند (محمد و علی^۶، ۱۳۹۸، ص. ۸۸).

شبکه‌های اجتماعی که به کاربران این امکان را می‌دهند که سرمایه‌گذاری‌های یکدیگر را دنبال نمایند، در حال جلب توجه بی‌سابقه‌ای هستند. سرمایه‌گذاران حقیقی که عملکردی عالی دارند در حال تبدیل شدن به ستاره‌های بازار هستند. اغلب مشتری‌های این شبکه‌ها افراد علاقه‌مند به حوزه مالی هستند که زمان و منابع لازم را برای تبدیل شدن به‌عنوان سرمایه‌گذار حرفه‌ای را ندارند. این شبکه‌ها در حال دموکراتیزه کردن و مردمی‌سازی دنیای سرمایه‌گذاری هستند. آنها به مردم اجازه می‌دهند تا موفقیت‌ها و شکست‌های معاملاتی افراد را ببینند. براساس تحقیقی که بین سال‌های ۲۰۱۲ و ۲۰۱۳ میلادی از ۲۵۴ شرکت انجام گرفته است، حدود ۱۳ درصد از کارگزاری‌هایی که به اشخاص حقیقی خدمت ارائه می‌دهند، این امکان را فراهم کرده‌اند که معامله دیگر کاربران را تقلید نمایند (Morgan, 2013). معاملات اجتماعی یکی از حوزه‌های مدیریت سرمایه‌گذاری^۷ و فناوری ثروت^۸ محسوب می‌شود. فناوری ثروت را می‌توان به‌عنوان تکنولوژی یا نرم‌افزاری تعریف کرد که به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا تصمیمات بهتری را در رابطه با نحوه سرمایه‌گذاری و مدیریت پول خود اتخاذ نمایند (چیستی و پوشمن^۹، ۱۳۹۸، ص. ۲۳). طی سال‌های اخیر شبکه‌های اجتماعی متعددی مانند ئی‌تورو^{۱۰} ظهور کرده‌اند. ئی‌تورو به‌عنوان یک شرکت نوآور، ارائه‌دهنده معاملات اجتماعی است. این شرکت یک بستر اختصاصی برای کاربران خود ایجاد می‌کند تا آنها بتوانند در مورد استراتژی‌ها و معاملات خود بحث نمایند. کاربران می‌توانند از استراتژی‌های کاربران موفق و معروفی که اجازه می‌دهند بخشی از پرتفوی^{۱۱} آنها نمایش

داده شود، تقلید نمایند. ئی‌تورو معامله‌گران معروف خود را تأیید هویت می‌کند تا اطمینان حاصل نماید که آنها از نام و تصویر واقعی خود استفاده می‌کنند (روبینی، ۱۳۹۶، ص. ۱۶۴). معاملات اجتماعی به دانش کمی در مورد بازارهای مالی احتیاج دارد و یک روش کم‌هزینه و پیشرفته است که جایگزینی برای روش‌های سنتی مدیریت ثروت است. این راهکارها به مشتریان بیشتری خدمات می‌دهند و به آنها این قدرت را می‌دهند تا بتوانند کنترل بیشتری بر مدیریت ثروت خود داشته باشند (World Economic Forum, 2015, p. 125). براساس دسته‌بندی مجمع جهانی اقتصاد در گزارش سال ۲۰۱۵ میلادی معاملات اجتماعی در دسته مدیریت سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرند، که در حال توانمندسازی سرمایه‌گذاران هستند. معاملات اجتماعی یکی از ۱۱ خوشه نوآورانه در خدمات مالی محسوب می‌شوند.



نمودار (۱): دسته‌بندی خدمات مالی و یازده خوشه نوآورانه

منبع: (World Economic Forum, 2015, p. 24)

بسترهای سرمایه‌گذاری اجتماعی اجازه تقلید از استراتژی‌های موفق سرمایه‌گذاری را بدون نیاز به پرداخت هزینه به کارشناسان، فراهم می‌کنند (روبینی، ۱۳۹۶، ص. ۱۵۹). تحقیقات نشان می‌دهد که تعداد بسیار زیادی و تنوع بسیار بالایی از سکوه‌های^{۱۲} معاملات اجتماعی، تقلید و انعکاسی وجود دارد. این محصولات شامل طبقات مختلف دارایی از جمله صندوق‌های قابل معامله، سهام، ارز، کالاها و مشتقات می‌شوند (سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار، ۲۰۱۷، ص. ۲۷).

با استفاده از این‌گونه معاملات، تحلیل‌گران حرفه‌ای به‌عنوان معامله‌گران راهبر می‌توانند برای خود درآمدزایی کرده و براساس عملکردشان درآمدی جانبی داشته باشند. از طرفی با بالاتر رفتن شفافیت بازار به‌واسطه جریان آزاد اطلاعات، امکان اینکه سرمایه‌گذاران بتوانند از تحلیل‌های تحلیل‌گران حرفه‌ای استفاده نمایند نیز بیشتر می‌شود، چراکه با وجود این ابزار، افرادی که قصد فریب سرمایه‌گذاران را دارند نمی‌توانند مهارت‌های خود را ثابت کرده و اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کنند. به گفته رئیس پیشین سازمان بورس و اوراق بهادار سیگنال‌دهی، واژه‌ای است که دائماً در بازار سرمایه تکرار می‌شود و عده‌ای متأسفانه همچنان با اتکا به این سیگنال‌های نامعلوم اقدام به خرید و فروش می‌کنند (قالیباف‌اصل، ۱۳۹۹). با استفاده از معاملات تقلیدی و انعکاسی این امکان برای تحلیل‌گران وجود خواهد داشت تا در این بستر براساس عملکرد، معیارهای کمی و شفاف رتبه‌بندی شوند. در نتیجه افراد حقیقی نیز می‌توانند از تجربه افراد خبره استفاده کرده و سرمایه‌گذاری صحیحی انجام دهند. همچنین با توجه به اینکه تعداد کل کدهای فعال حقیقی تا پایان اردیبهشت ماه ۱۴۰۰ برابر ۳۶،۶۳۱،۹۵۵ است (غلامشاهی، ۱۴۰۰، ص. ۱۱)؛ می‌توان این نوع سرمایه‌گذاری را با توجه به جمعیت کدهای فعال حقیقی نسبت به جمعیت کل کشور، یکی از راهکارهای بسیار مناسب برای اشخاص حقیقی بازار سرمایه در داخل نظر گرفت.

۱. سؤال‌های اساسی

سؤال‌های مهمی که در این مقاله به آنها پاسخ داده خواهد شد عبارتند از:

۱. آیا معاملات تقلیدی و انعکاسی در چارچوب اسلامی امکان انجام دارند؟
۲. روابط بین ارکان این‌گونه معاملات در قالب کدام عقود تعریف می‌شوند؟

۳. آیا ارائه این خدمت در داخل کشور با توجه به قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران، نیاز به أخذ مجوز خاصی دارد؟

۲. پیشینه تحقیق

کرامیدها و لی^{۱۳} (۲۰۱۹) در مقاله‌ای با عنوان «تعیین‌کننده‌های راهبری در معاملات اجتماعی: چشم‌انداز نظریه سیگنال‌دهی»، به بررسی ۲۵۰ تن از معامله‌گران برتر یک شبکه معاملات اجتماعی پرداخته‌اند. آن‌ها اعتبار، حجم معاملات، عملکرد و ریسک سیگنال‌های معامله‌گران را بررسی نمودند. برخلاف انتظار اولیه‌شان متوجه شدند که اعتبار معامله‌گر از عملکرد، حجم معاملات و ریسک سیگنال مهم‌تر است. اما تفاوت‌های آشکاری میان معامله‌گرانی که با حساب واقعی (پول واقعی) معامله می‌کنند نسبت به معامله‌گرانی که با حساب آزمایشی (پول مجازی) معامله می‌کنند وجود دارد.

رودر و والتر^{۱۴} (۲۰۱۹) در مقاله‌ای با عنوان «چه چیزی جریان‌های سرمایه‌گذاری را به طرف پرتفوی‌های معاملات اجتماعی حرکت می‌دهد؟»، به این نتیجه رسیدند که جریان‌های سرمایه‌گذاری به عملکرد گذشته توجه می‌کنند. آنها مشاهده نمودند که جریان سرمایه معاملات اجتماعی بیشتر به بازده خام توجه می‌کنند و همچنین معامله‌گرانی که به‌طور فعالانه از طریق نوشتن نظرات، با سرمایه‌گذاران خود در ارتباط هستند جریان‌های سرمایه‌گذاری بیشتری دریافت می‌کنند. بر این اساس به نظر می‌رسد عملکردهای ارتباطی معاملات اجتماعی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد.

آپستگویا، اوچسلر و ویدوهولز^{۱۵} (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان «معاملات تقلیدی»، به بررسی پیامدهای معاملات تقلیدی و ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران می‌پردازند. آنها نشان دادند که ارائه اطلاعات در مورد موفقیت دیگران منجر به افزایش قابل توجه ریسک‌پذیری افراد می‌شود. این افزایش ریسک حتی در شرایطی که به افراد امکان تقلید مستقیم دیگران را می‌دهد، بیشتر هم می‌شود. آنها نتیجه‌گیری کردند که معاملات تقلیدی منجر به ریسک بیش‌ازحد می‌شود.

پلستر و گونزالز^{۱۶} (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «تعاملات و سوگیری‌های شبکه‌های اجتماعی در تصمیمات سرمایه‌گذاری»، مشاهده کردند که معاملاتی که پیروان زیادی دارد

احتمال کمتری دارد که بسته شوند و به احتمال زیاد حجم سرمایه‌گذاری در آن‌ها افزایش خواهد یافت، به علاوه عملکرد خوب می‌تواند بر روی پیروان بالقوه تأثیر گذارد. پن، آلتشور و پنتلند^{۱۷} (۲۰۱۲) در مقاله‌ای با عنوان «رمزگشایی از تأثیر اجتماعی و خرد جمعی در شبکه معاملات مالی»، با بررسی سکو معاملات اجتماعی نی‌تورو به این نتیجه رسیدند که معاملات اجتماعی در حالت کلی بازده بیشتری نسبت به معاملات فردی به دست می‌آورند. آنها متوجه شدند تأثیر اجتماعی^{۱۸} نقش ویژه‌ای در معاملات کاربران دارد، به ویژه در دوران عدم اطمینان. آنها نتیجه‌گیری نمودند که معاملات اجتماعی فرصت‌های بسیار بیشتری نسبت به معاملات انفرادی جهت کسب سود فراهم می‌کند. مجمع جهانی اقتصاد^{۱۹} (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان «آینده خدمات مالی ۲۰»، در بخشی به بررسی معاملات اجتماعی پرداخته و نتیجه‌گیری می‌کند که معاملات اجتماعی باعث افزایش قدرت سرمایه‌گذاران حقیقی جهت ساخت و به اشتراک‌گذاری پرتفوی و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری با دیگر سهامداران می‌گردد. همچنین به سرمایه‌گذاران حقیقی این قدرت را می‌دهد تا نظرات خود را به اشتراک گذاشته و با آگاه شدن از نظرات دیگر فعالان به بینشی از بازار دست پیدا کنند.

معاملات اجتماعی گونه نوینی از معاملات هستند که از قدمت آنها زمان زیادی نمی‌گذرد. تحقیقات مختلفی که بدان اشاره شد از منظر مالی به این موضوع پرداخته‌اند. تحقیقی که از منظر فقهی و حقوقی به این موضوع پرداخته باشد، یافت نشده و پژوهش از این منظر دارای نوآوری است. این تحقیق در تلاش است تا به موضوع معاملات اجتماعی، تقلیدی و انعکاسی در بازار سرمایه اسلامی بپردازد که به همین جهت این موضوع را به صورت جامع از حیث فقهی و حقوقی نیز مورد بررسی قرار خواهد داد.

۳. مبانی نظری پژوهش

۳-۱. تعریف معاملات تقلیدی و معاملات انعکاسی

معامله واحد^{۲۱}: کاربران می‌توانند خودشان یک معامله خرید یا فروش ایجاد نمایند. به عبارت دیگر خودشان یک دستور خرید یا دستور فروش صادر نمایند (Pan, Altschuler & Pentland, 2012, p. 20).

معامله تقلیدی^{۲۲}: این مکانیزم به کاربر اجازه می‌دهد تا موقعیت معاملاتی که دقیقاً مانند یک «معامله واحد» از کاربری دیگری است ایجاد نماید. ما به این نوع معامله، معامله تقلیدی خواهیم گفت. در واقع کاربران می‌توانند در یک شبکه اجتماعی مثل ئی‌تورو همه معاملاتی که در آن لحظه در حال انجام است را مشاهده کرده و به‌عنوان مثال یک مورد را جهت تقلید انتخاب نمایند (Pan, Altshuler & Pentland, 2012, p. 2).

معامله انعکاسی^{۲۳}: این مکانیزم به «کاربر» اجازه می‌دهد تا «کاربر مشخصی» را انتخاب نماید. هر معامله‌ای که «کاربر مشخص» انجام دهد شبکه معاملات اجتماعی^{۲۴} یا کارگزاری (مثل ئی‌تورو) عیناً برای «کاربر» و به‌جای او انجام خواهد داد. ما به این نوع معامله، معامله انعکاسی خواهیم گفت. در اینجا کلمه «پیروی» از معاملات، معادل «انعکاس» معاملات خواهد بود (Pan, Altshuler & Pentland, 2012, p. 2). به‌عبارت‌دیگر معامله انعکاسی مکانیزمی است که کاربر، حساب معاملاتی خود را به کاربر دیگری متصل می‌کند تا نه فقط یک معامله، بلکه تمام معاملات وی را تقلید نماید.

از این پس به کاربر دنبال‌کننده معامله‌گر پیرو^{۲۵} و به آن کاربر مشخص، معامله‌گر راهبر خواهیم گفت (در برخی از متون نیز معامله‌گر پیرو، سرمایه‌گذار و معامله‌گر راهبر صرفاً معامله‌گر نامیده می‌شوند). در واقع «کاربر» مختار است که معامله‌گر راهبر موردنظر خود را انتخاب نماید و خود معامله‌گر پیرو وی شود. هر معامله‌ای که معامله‌گر راهبر انجام دهد، عیناً برای کاربر پیرو نیز به‌صورت خودکار انجام خواهد شد. به‌عنوان مثال اگر حساب معامله‌گر پیرو فقط به حساب یک معامله‌گر راهبر متصل باشد و معامله‌گر راهبر ۵ درصد از پرتفوی خود را به سهم الف اختصاص دهد، ۵ درصد از پرتفوی کاربر پیرو نیز به سهم الف اختصاص خواهد یافت. بنابراین در بررسی‌هایی که در این مقاله صورت می‌دهیم بین معامله تقلیدی و معامله انعکاسی تفاوت آشکاری وجود ندارد.

۲-۳. مزایای معاملات تقلیدی و معاملات انعکاسی

معاملات تقلیدی و انعکاسی این فرصت را ایجاد می‌کنند که از تجربه و دانش یک سرمایه‌گذار حرفه‌ای استفاده شود. از آنجایی که کاربران کار سخت انتخاب سرمایه‌گذاری را به فرد دیگری واگذار می‌کنند، معاملات تقلیدی یک روش سرمایه‌گذاری بسیار منفعلانه^{۲۶} است. کاربر پیرو می‌تواند کاربری را از بین کاربران راهبر انتخاب نماید که

استراتژی سرمایه‌گذاری اش^{۲۷} به وی نزدیکتر است. فرضاً اگر وی تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام رشدی^{۲۸} داشته باشد، نباید از بین کاربران پیش‌رو فردی را انتخاب نماید که استراتژی وی، سرمایه‌گذاری در سهام ارزشی^{۲۹} است. کاربران پیرو می‌توانند براساس چندین معیار معامله‌گر خبره‌ای را انتخاب نمایند، از جمله: مدتی که معامله‌گران مشغول فعالیت بوده‌اند، تاریخچه سرمایه‌گذاری‌ها، تعداد موقعیت‌های معاملاتی باز، مدت زمان نگهداری سرمایه‌گذاری‌ها و انواع ترجیحات سرمایه‌گذاری (Lake, 2020).

به‌علاوه سرمایه‌گذار می‌تواند کاربر راهبر خود را از بین افرادی انتخاب نماید که در بازارهای موردعلاقه وی به انجام معاملات می‌پردازند. این سرمایه‌گذاری می‌تواند سهام، اختیار معاملات، کالا و... باشد. مضاف بر این کاربر می‌تواند معامله‌گر راهبری را انتخاب نماید که هدفش به هدف وی نزدیک‌تر است. مثلاً اگر کاربر به دنبال آن است که بازدهی مشابه بازده شاخص داشته باشد، می‌تواند به دنبال معامله‌گری باشد که استراتژی معاملاتی وی سرمایه‌گذاری شاخصی^{۳۰} است و پرتفوی شاخصی^{۳۱} ایجاد می‌کند (Lake, 2020). تقلید کردن از دیگر معامله‌گران نه تنها اجازه تقلید از استراتژی معاملاتی آنها را می‌دهد، بلکه حتی سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد تا پرتفوی مردم محور^{۳۲} بسازند (چیستی و باربریس، ۱۳۹۷، ص. ۲۸۵). بدین ترتیب کاربران می‌توانند تا با تشکیل این نوع سبد سهام ریسک خود را مدیریت نمایند و با تنوع‌بخشی^{۳۳} و مدیریت ریسک^{۳۴} مشخص نمایند که چند درصد از پرتفوی خود را به هر معامله‌گر راهبر اختصاص خواهند داد.

۳-۳. کاستی‌های معاملات تقلیدی و معاملات انعکاسی

در مورد معاملات تقلیدی و معاملات انعکاسی چند نکته را نیز باید در نظر گرفت. اول آنکه موفقیت معامله‌گر پیرو بسیار وابسته به معامله‌گر راهبر است. به اضافه اینکه معاملات تقلیدی و معاملات انعکاسی تا حدی ریسک دارند، چراکه معامله‌گر پیرو امیدوار است که معامله‌گر راهبر حداکثر بازدهی را کسب کند، در صورتی که تضمینی برای این موضوع وجود ندارد.

دوم آنکه پیدا کردن و انتخاب معامله‌گر راهبر نیاز به صرف اندکی زمان دارد. درک نحوه عملکرد آنها و اینکه آیا روش‌های معاملاتی‌شان با اهداف کاربر همخوانی دارد یا نه، احتیاج به بررسی دارد.

سوم آنکه هزینه معاملاتی این روش می‌تواند نسبت به دیگر روش‌های غیرمستقیم بالاتر باشد، به‌خصوص اگر کاربر بابت معاملات متعدد کارمزدپردازد. علاوه بر این استفاده از بستر معاملات تقلیدی و انعکاسی می‌تواند هزینه‌های جانبی مثل کارمزد یا هزینه‌های مدیریتی به بستر معاملاتی را به همراه داشته باشد (Lake, 2020).

۳-۴. مطالعه تطبیقی حقوقی

در این بخش به بررسی موردی برخی از کشورهای دنیا در این رابطه می‌پردازیم.

۳-۴-۱. اتحادیه اروپا

در پاسخ به پرسشی که از اداره بازاریا و اوراق بهادار اروپا^{۳۵} درباره اجرای سفارشات به‌جای یک شخص که توسط یک سکو از شخص دیگری دریافت شده است، این‌طور آمده است که: تعریف سبدگردانی طبق ماده ۴ میفید^{۳۶}، به معنای مدیریت پرتفوی مطابق با اختیارات (وکالت) داده شده از سمت مشتری است که در آن یک یا چند ابزار مالی وجود دارد. بنابراین طبق این تعریف تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری بدون نیاز به اجازه دیگری از مشتری است (به‌جز انعقاد توافق وکالت). پس طبق سؤال پرسیده شده، این خدمت نیاز به مجوز سبدگردانی دارد زیرا در مثال مورد پرسش، ارائه‌دهنده خدمت (سکو) به‌صورت خودکار اقدام به انجام سفارش سرمایه‌گذاری دریافتی از شخص ثالث برای مشتری می‌کند. اگر اجرای خودکار وجود نداشت احتیاجی به مجوز سبدگردانی نبود (European Securities and Markets Authority, 2012, p. 15).

۳-۴-۲. بریتانیا

دیدگاه اداره مالی انگلستان^{۳۷} نیز مشابه اداره بازاریا و اوراق بهادار اروپا است و تفسیری یکسان از این موضوع دارد. این اداره با ارجاع به تفسیر اداره بازاریا و اوراق بهادار اروپا، رویکردی یکسان در پیش گرفته است. براساس دیدگاه اداره مالی انگلیس، سکو به

مشتریان خود امکان انتخاب یک یا چند شخص را به‌عنوان صادرکننده سیگنال معاملاتی (سیگنال‌دهنده^{۳۸}) می‌دهد. هنگامی که مشتری، سیگنال‌دهنده را انتخاب می‌کند و به خدمت‌دهنده اجازه می‌دهد تا به‌جای وی اقدام به سفارش‌گذاری نماید، خدمت‌دهنده هر سیگنال را تبدیل به یک سفارش خرید یا فروش می‌نماید تا بدون دخالت دیگری از سمت مشتری و توسط خود خدمت‌دهنده یا توسط شرکت دیگری انجام شود. بنابراین در صورتی که انجام خودکار سفارش اتفاق بیفتد، عمل خدمت‌دهنده سبب‌گردانی است اما اگر انجام سفارش به‌صورت خودکار نباشد و قبل از هر معامله نیاز به اقدامی از سمت مشتری باشد، این عمل سبب‌گردانی تلقی نمی‌شود. در این صورت می‌توان این عمل را مشاوره سرمایه‌گذاری لحاظ نمود (اداره مالی انگلستان، ۲۰۱۶).

۳-۴-۳. ایالات متحده آمریکا

در ایالات متحده بسته به اینکه چه خدمتی ارائه می‌شود، وضعیت ثبت می‌تواند متفاوت باشد. برخی از سایت‌های معاملات انعکاسی اوراق بهادار به‌عنوان مشاور سرمایه‌گذاری ثبت می‌شوند و برخی با استناد به «معافیت خبرنامه‌ها» با این استدلال که در حال انتشار داده‌های مالی هستند، از ثبت امتناع می‌کنند. برخی از وبگاه‌های معاملات انعکاسی نیز تحت عنوان کارگزار- معامله‌گر ثبت می‌شوند. دیگر وبگاه‌های معاملات انعکاسی مشتریان خود را به سمت کارگزار- معامله‌گرها جهت انجام معامله هدایت می‌کنند (سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار، ۲۰۱۷، ص. ۲۷).

۴. روش تحقیق

برای دستیابی به هدف کلان تحقیق یعنی تبیین مفهوم معاملات تقلیدی و انعکاسی، بازشناسی ابعاد شرعی و حقوقی معاملات مزبور، همچنین شناخت کاربست ارکان معاملات و روابط آنها، پژوهشگر نیازمند بهره‌برداری از سنت تحقیقی بوده است تا بتواند ضمن توصیف و تحلیل جایگاه فقهی و حقوقی معاملات انعکاسی، به کاربست‌های اجرایی و ناشناخته‌های پیرامون آن، اشراف پیدا کند. لذا پژوهشگر، با راهنمایی هدفمند استادان راهنما و مشاور، در چند سطح اقدام به تحقیق در خصوص عنوان، موضوع و اهداف اساسی کرده است، به‌طوری‌که بتواند برای سؤال‌های اساسی تحقیق به پاسخ‌های

مناسب و متقنی دست یابد و مقاله را به‌سوی مرحله مقصود، یعنی اقناع عملی و اقناع نظری هدایت کند. در این بخش، به چکیده‌ای از مهم‌ترین مراحل عملیات تحقیق اشاره شده است.

پژوهش پیش‌رو از نظر هدف کاربردی است و با انتخاب رویکرد پژوهش‌های توصیفی-تفسیری، به دنبال شناخت لایه‌های پنهان معاملات تقلیدی و انعکاسی است. به‌منظور دستیابی به پرسش‌های اساسی، یعنی کشف روابط میان ارکان معاملات انعکاسی و همچنین ارزیابی و انطباق آن با موازین فقهی و حقوقی، روش تحقیق کیفی با رویکرد اکتشافی به‌عنوان ماهیت تحقیق انتخاب شده است. عملیات تحقیق، یعنی استحصال، جمع‌آوری، پردازش، طبقه‌بندی و تحلیل داده‌ها و ارائه یافته‌ها و نتیجه‌گیری و توصیه‌های سیاستی در چندین مرحله انجام پذیرفته است.

۴-۱. روش‌ها و ابزارهای گردآوری اطلاعات

برای انجام تحقیق حاضر، محققین از چند روش برای گردآوری اطلاعات استفاده کرده‌اند:

- روش اول، مطالعات کتابخانه‌ای گسترده بوده که به‌منظور شکل‌گیری حساسیت نظری و همچنین تألیف ادبیات پژوهش و پیشینه موضوع تحقیق انجام شده است. در این روش، محقق با جمع‌آوری داده‌های همسو با موضوع تحقیق، مطالعات گسترده و عمیقی در خصوص ادبیات موضوعی، پیشینه نظری و کاربردی معاملات تقلیدی و انعکاسی انجام داده است. در این مرحله تلاش شده، ضمن شناخت مفاهیم تخصصی حوزه‌های اصلی و فرعی مرتبط، ارائه‌های وسیعی از نظریه‌ها، مدل‌ها و الگوهای مربوطه صورت گیرد.
- دومین روش گردآوری اطلاعات، بهره‌مندی از مصاحبه عمیق با خبرگان فقهی و حقوقی بوده است. در این پژوهش از نظرات مصاحبه‌شوندگان در خصوص ابعاد شرعی و حقوقی موضوع تحقیق استفاده شده است و این نظرات منعکس یافته است.
- سومین روش گردآوری اطلاعات، انجام نظرخواهی به‌صورت مکتوب از خبرگان فقهی، حقوقی و خبرگان بازار سرمایه بوده که به دلیل کمبود زمان و

اوج‌گیری شیوع بیماری کرونا، امکان انجام گفتگوی حضوری فراهم نبوده است. مجدداً داده‌های این بخش هم جهت با سایر نظرات پردازش و خوشه‌بندی شده‌اند.

- چهارمین روش گردآوری اطلاعات، برگزاری گروه کانونی با مشارکت متخصصان بازار سرمایه، فضلا و خبرگان حقوقی جهت ارائه راهکارهای اجرایی معاملات تقلیدی و انعکاسی بوده است که منجر به ارائه اطلاعات کاربردی در خصوص نحوه اجرایی ساختن این معاملات بوده است.

در مجموع، برای دستیابی به داده‌های بنیادی و کاربردی، از ابزارهایی مانند فیش‌برداری، یادداشت‌برداری از منابع مکتوب، یادداشت‌نویسی مشاهدات عینی، مصاحبه عمیق حضوری با کارشناسان، ضبط و پیاده‌سازی و مکتوب‌سازی گفتار مصاحبه‌کنندگان، ترتیب‌بندی متن‌ها، انتخاب گزاره‌های مفهومی، مقوله‌سازی و خوشه‌بندی گزاره‌ها، جمع‌آوری داده از فضای وب و داده‌های پایگاه‌های اینترنتی استفاده شده است.

۲-۴. مراحل انجام تحقیق

محققین برای دستیابی به سؤال‌های تحقیق، عملیات تولید و پردازش و طبقه‌بندی داده‌ها و تبدیل آنها به یافته‌ها، چهار مرحله را پیموده‌اند:

۲-۴-۱. برگزاری گروه کانونی با مشارکت مدیران اجرایی و کارشناسان بازار سرمایه به منظور شناخت آثار بر بازار

در این مرحله، به‌منظور جمع‌آوری و تحلیل دیدگاه متخصصان مالی در بازار سرمایه درباره روش اجرایی، آثار بر بازار، روش‌های جلوگیری از ایجاد تضاد منافع و...، یک گروه کانونی با حضور ۹ نفر از متخصصان ارشد بازار سرمایه برگزار شده است. مشارکت‌کنندگان در این نشست به‌طور مشخص آثار معاملات تقلیدی و انعکاسی بر بازار (راهکارهای جلوگیری از تضاد منافع و چالش‌های انجام) را تفسیر و تحلیل کرده‌اند. محققان با تدوین جدول مفهومی، مهم‌ترین مضامین منطبق به هدف تحقیق را استخراج و طبقه‌بندی و در بخش یافته‌ای تحقیق ارائه کرده‌اند.

جدول (۱): اسامی و مشخصات متخصصین در گروه کانونی درباره آثار بر بازار

نام صاحب‌نظر	عنوان شغلی / تجربی	حوزه مطالعات
سعید اسلامی بیدگلی	عضو شورای عالی بورس / عضو هیأت علمی	بازار سرمایه
محسن ایلچی	مدرس بازار سرمایه	استراتژی نهادهای مالی
علیرضا توکلی کاشی	معاون توسعه کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران	ابزارهای مالی و بازار سرمایه
مهسا توکلی کوشا	مدیریت نوآوری و مطالعات اقتصادی فرا بورس ایران	بازار سرمایه
سیدعلی حسینی	مدیرعامل سابق شرکت بورس انرژی ایران / عضو هیأت علمی	حسابداری، حسابرسی و بازار سرمایه
مهدی دلبری	مدیر سرمایه‌گذاری شرکت مدیریت بیمه سلامت	بازار سرمایه، مدیریت دارایی
عارف علیقلی‌پور	مدیر نهادهای مالی فرا بورس ایران	ابزارها و نهادهای مالی
غلامعلی میرزایی منفرد	دبیر سابق هیأت داوری سازمان بورس و اوراق بهادار	حقوق بازار سرمایه
امیر هامونی	مدیرعامل فرا بورس ایران	بازار سرمایه

منبع: یافته‌های تحقیق

۲-۲-۴. برگزاری گروه کانونی با کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار به‌منظور

شناخت ابعاد فقهی روابط ارکان

بعد از گردآوری اطلاعات موردنیاز و گفتگو با متخصصان و مدیران و خبرگان صاحب‌نظر، نوبت به مهم‌ترین بخش تحقیق یعنی شناخت نوع عقود و ارکان معاملات تقلیدی و انعکاسی با فضلا و کارشناسان ارشد فقه اسلامی رسید. در این مرحله محققین با بهره‌گیری از ابزارهای گردآوری اطلاعات در روش اجتهاد چند مرحله‌ای، با طرح مسأله و ارسال درخواست رسمی به کمیته محترم فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار سؤال‌های خود را مطرح نمودند. کمیته فقهی دعوت به تشکیل جلسه رسمی نمود و طی ۳ جلسه رسمی در این گروه کانونی که متشکل از فضلا، خبرگان مالی و حقوقی است، در خصوص طرح بحث صورت گرفت.

جدول (۲): اسامی و مشخصات اعضای گروه کانونی کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار درباره روابط بین ارکان در قرارداد معاملات انعکاسی

نام عضو کمیته	عنوان شغلی / تجربی
غلامرضا مصباحی مقدم	رئیس و عضو فقیه کمیته فقهی
مجید پیره	دبیر کمیته فقهی
مجید رضایی دوانی	عضو فقیه کمیته فقهی
سیدمحمدتقی علوی	عضو فقیه کمیته فقهی
حسین فهیمی	عضو حقوقدان کمیته فقهی
حسن آقا نظری	عضو فقیه کمیته فقهی
قاسم محسنی	خبیره مالی کمیته فقهی
شاپور محمدی	خبیره مالی کمیته فقهی و رئیس اسبق سازمان بورس و اوراق بهادار

منبع: یافته‌های تحقیق

۴-۲-۳. برگزاری گروه کانونی با مشارکت حقوقدانان بازار سرمایه به منظور شناخت ابعاد حقوقی روابط ارکان

در گام بعد به منظور بررسی روابط بین ارکان در قرارداد معاملات انعکاسی از منظر حقوقی، یک گروه کانونی متشکل از حقوقدانان بازار سرمایه در شرکت فرابورس ایران تشکیل شد تا این روابط از منظر حقوقی نیز بررسی شوند و این قرارداد به بحث گذاشته شود.

جدول (۳): اسامی و مشخصات حقوقدانان گروه کانونی درباره روابط بین ارکان در قرارداد معاملات انعکاسی

نام حقوقدان	عنوان شغلی / تجربی	تحصیلات
مرضیه خلیلی	مدیر حقوقی فرابورس ایران	دکتری حقوقی خصوصی
امیرحسین دادخواه	کارشناس حقوقی فرابورس ایران	دکتری حقوق تجارت و سرمایه‌گذاری
عارف علیقلی پور	مدیر نهادهای مالی فرابورس ایران	کارشناسی ارشد مدیریت مالی - حقوق
حمید قلی زاده	کارشناس حقوقی فرابورس ایران	دکتری حقوق تجارت و سرمایه‌گذاری

منبع: یافته‌های تحقیق

۴-۲-۴. مصاحبه نیمه‌ساختاریافته با خبرگان حقوقی بازار سرمایه به منظور شناخت ابعاد حقوقی

در ادامه فرایند عملیات اجرایی تحقیق، با ۸ نفر از خبرگان ارشد حقوقی در بازار سرمایه که سالیان سال تجربه بررسی زوایای حقوقی معاملات و قراردادهای مورد بهره‌برداری را در بازار سرمایه دارند، مصاحبه‌های عمیق و نیم ساختاریافته انجام شده است. محققان در این بخش از مراحل تحقیق، به شناخت دقیقی از ابعاد حقوقی جاری‌سازی معاملات تقلیدی و انعکاسی دست یافته‌اند و این پرسش را بررسی نموده‌اند که اگر انجام این نوع معاملات به مجوز نیاز داشته باشد، این مجوز چه خواهد بود. داده‌ها و پاسخ‌ها در رابطه با نیاز یا عدم نیاز به مجوز در بخش یافته‌های پژوهش حاضر ارائه شده است.

جدول (۴): اسامی و مشخصات مصاحبه‌شوندگان درباره مجوز موردنیاز معاملات انعکاسی براساس مقررات بازار سرمایه

نام حقوقدان	عنوان شغلی / تجربی	تحصیلات
حمید اسدی	مدرس دانشگاه و مشاور حقوقی بازار سرمایه	دکتری حقوق جزا و جرم‌شناسی
محمدجواد اسدی	وکیل دادگستری و مشاور حقوقی بازار سرمایه	دکتری حقوقی خصوصی
سیدمحمد امین‌زاده	عضو هیأت علمی و مشاور حقوقی بازار سرمایه	دکتری حقوق خصوصی
سپهر حسن خان‌پور	وکیل پایه یک دادگستری و مشاور حقوقی بازار سرمایه	کارشناسی ارشد حقوق
سیدمرتضی شهیدی	مدیر سابق پیگیری تخلفات سازمان بورس و اوراق بهادار	دکتری حقوقی خصوصی
زینب فلاح تفتی	مدیر گروه مشاوران حقوقی سازمان بورس و اوراق بهادار	دکتری حقوق خصوصی
حسین فهیمی	مدیرعامل شرکت سپرده‌گذاری مرکزی	کارشناسی ارشد حقوق تجاری و اقتصادی
غلامعلی میرزایی منفرد	دبیر سابق هیأت داوران سازمان بورس و اوراق بهادار	دکتری حقوق جزا و جرم‌شناسی

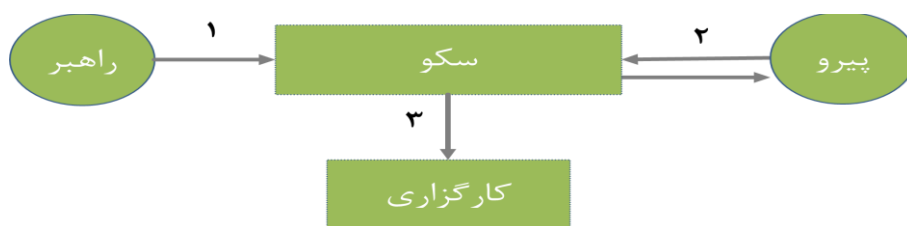
منبع: یافته‌های تحقیق

۵. بحث

۵-۱. مدل مفهومی معاملات تقلیدی و انعکاسی

در وهله نخست باید ارکان این نوع از معاملات را مشخص نمود. در اینجا چهار رکن وجود دارد که به ترتیب عبارتند از: معامله‌گر پیرو، معامله‌گر راهبر، کارگزاری و مالک سکو (مالک نرم‌افزار واسط به‌عنوان یک شخصیت حقوقی، که در اینجا به اختصار سکو نامیده می‌شود).

فرآیند را بدین صورت می‌توان تعریف نمود که: خدمت‌دهنده به‌عنوان یک سکو و نرم‌افزار واسط، اطلاعات سفارش معامله‌گر راهبر را به‌صورت خودکار به اطلاع معامله‌گر پیرو می‌رساند و معامله‌گر پیرو آن معامله را به‌صورت خودکار تقلید می‌کند و سپس سکو سفارش آنها را به کارگزاری ارسال می‌کند.

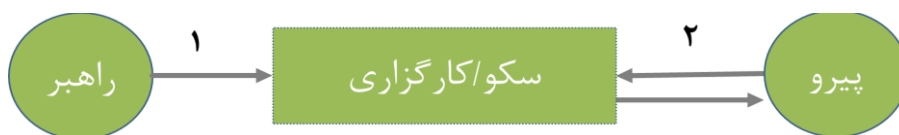


شکل (۱): مدل مفهومی قرارداد معاملات انعکاسی

منبع: یافته‌های تحقیق

۵-۱-۱. حالت خاص رابطه

در حالتی خاص قرارداد معاملات انعکاسی اگر کارگزار و مالک سکو یکی باشند، این دو شخصیت تبدیل به یک شخصیت خواهند شد و سه رکن معامله‌گر پیرو، معامله‌گر راهبر و مالک سکو/ کارگزاری خواهیم داشت.



شکل (۲): مدل مفهومی قرارداد معاملات انعکاسی در حالت خاص

منبع: یافته‌های تحقیق

۲-۵. بررسی آثار بر بازار

یکی از مسائل مهم این نوع معاملات آثار احتمالی آن بر بازار سرمایه ایران است. مسائلی همچون تضاد منافع بین معامله‌گر راهبر و پیرو و همچنین اثرات احتمالی این نوع معاملات بر کلیت بازار سهام کشور می‌تواند مورد بررسی قرار بگیرد. بدین منظور با تشکیل گروه کانونی و با تشریح موضوع به خبرگان، این مسأله مورد واکاوی قرار گرفت. به پیشنهاد گروه کانونی، می‌توان معامله‌گران راهبر را براساس عملکرد تدریجی و سوابق طبقه‌بندی نمود، به این معنا که هرچه فرد به تدریج پیش‌روی نماید و عملکرد خوبی از خود به نمایش بگذارد و یا صلاحیت حرفه‌ای وی احراز شده باشد، می‌تواند منابع بیشتری را از افراد پیرو جذب نماید، دارایی‌های تحت مدیریت بیشتری داشته باشد و در نتیجه درآمد بیشتری کسب کند. از طرفی یکی از مهم‌ترین فواید این خدمت قابل دسترس کردن و ارزان‌سازی خدمت گران سبدگردانی برای همه سرمایه‌گذاران است، چراکه در حال حاضر مشتریان برای استفاده از خدمت سبدگردانی، باید پرتفوی بزرگی به لحاظ حجم سرمایه داشته باشند. پرتفوی برخی افراد با ذائقه ریسک و شرایط مشابه به‌عنوان منبعی برای تعیین استراتژی سرمایه‌گذاری افراد دیگر عمل می‌کند و بدین طریق، جمع‌سپاری اطلاعات^{۳۹} صورت می‌پذیرد. برای شروع می‌توان معامله‌گران راهبر را از بین افرادی انتخاب نمود که گواهینامه‌های حرفه‌ای همچون تحلیل‌گری بازار سرمایه یا مدیریت سبد اوراق بهادار را دارا هستند.

۳-۵. بررسی فقهی معاملات تقلیدی و انعکاسی

۱-۳-۵. تطبیق ساختار کلی با ضوابط عمومی قراردادها

از نظر فقهی سه مسأله‌ای که ممکن است شبهه شرعی داشته باشند به‌صورت توصیفی تحلیل می‌کنیم تا ببینیم آیا با معاملات تقلیدی و انعکاسی در تضاد هستند یا خیر. این سه مسأله ضرر و ضرار، اکل مال به باطل و غرر خواهند بود.

۱-۱-۳-۵. ضرر و ضرار

یکی از ضوابط عمومی معاملات و قراردادها قاعده نفی ضرر است. این قاعده بر معاملات و مبادلات عقلایی حاکم است و شرع مقدس اسلام، معاملات و مبادلاتی را تأیید می‌کند

که اصل معامله، اطلاق معامله یا شرایط معامله، باعث ضرر و ضرار نگردد؛ در غیراین صورت ضابطه نفی ضرر، یا حکم به بطلان معامله می‌دهد یا با آوردن شروطی، معامله را به رعایت شرایطی مقید می‌کند و در صورتی که ضرر از وجود شرایط نشأت گرفته باشد، آن شرایط را الغا می‌کند (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۱۲۰).

تحقیقات نشان می‌دهد که معاملات اجتماعی، تقلیدی و انعکاسی موجب بازدهی بیشتر این دسته از معامله‌گران می‌شوند و عملکرد بهتری نسبت به معامله‌گران انفرادی دارند (در بخش پیشینه تحقیق به این موضوع اشاره شد). ضمن اینکه همان‌طور که پیش‌تر در بخش تحقیقات پیشین اشاره شد، معاملات اجتماعی باعث افزایش قدرت فعالان حقیقی بازار جهت ساخت و به اشتراک‌گذاری پرتفوی و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری با دیگر سرمایه‌گذاران می‌گردد. همچنین به فعالان حقیقی این امکان را می‌دهد تا نظرات خود را به اشتراک گذاشته و با آگاهی از نظرات دیگران به بینشی از بازار دست پیدا کنند. از طرفی با استفاده از ابزارهای مقرون‌به‌صرفه، برخی از سرمایه‌گذاران حقیقی می‌توانند با داشتن سطحی از مهارت به‌عنوان کارشناس سرمایه‌گذاری فعالیت کرده و از طریق سکوهای معاملات اجتماعی تجربه و تخصص خود را به اشتراک بگذارند و کسب درآمد کنند (World Economic Forum, 2015).

بنابراین در حالت کلی معاملات اجتماعی، تقلیدی و انعکاسی نه تنها باعث ضرر و ضرار نیست بلکه با توجه به موارد ذکر شده به نفع سرمایه‌گذاران نیز است. اگرچه ذکر این نکته نیز ضروری است که تنظیم‌گر مالی^{۴۰} می‌تواند به جهت سوءاستفاده‌های احتمالی دستورالعمل‌هایی در این زمینه وضع نماید. مانند دستورالعمل‌هایی که برای سبدگردانی^{۴۱} یا معاملات الگوریتمی^{۴۲} وضع می‌شود.

این نکته نیز قابل ذکر است که بورس‌های پیشرفته در جهان نیز راه را بر این نوع معاملات سد نکرده‌اند و انجام این‌گونه معاملات در بورس‌های کشورهای نظیر انگلیس یا آمریکا قابل انجام است. برخی سکوت کرده و برخی ارائه این نوع خدمات را ملزم به داشتن مجوز مدیریت پرتفوی^{۴۳} نموده‌اند. به‌عنوان مثال مرجع راهبرد امور مالی انگلیس در وبگاه خود این‌طور اعلام کرده است که از دیدگاه آن‌ها این نوع معاملات مصداق

مدیریت پرتفوی است و بستری که این نوع معاملات را ارائه می‌کند نیازمند مجوز مدیریت پرتفوی است (اداره مالی انگلستان، ۲۰۱۶).

بنابراین به دلایل ذکر شده می‌توان نتیجه گرفت که این موضوع در حالت کلی نه تنها ضرری برای معامله‌گر راهبر یا معامله‌گر پیرو یا کلیت بازار و دیگر معامله‌گران ندارد بلکه حتی از نظر مادی و شفافیت اطلاعاتی بازار به نفع آنها خواهد بود.

۵-۳-۱-۲. غرر

لفظ غرر به معنی «به خطر و هلاکت انداختن» است و غرر به معنای خطر خواهد بود و معانی دیگری که برای غرر ذکر شده (مانند خدعه، غفلت و جهالت) بیان دیگری از معنی خطر می‌باشند (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۱۴۶).

ملاک در غرر عرف است و اگر میزان خطر و احتمال خسارت به حدی باشد که از نظر عرف خطری با اهمیت باشد و از آن اجتناب کند، چنین خطری غرری است و موجب بطلان معامله خواهد شد (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۱۵۲).

از آنجایی که معاملات تقلیدی و انعکاسی بین عقلا غرری محسوب نمی‌شود و این روزها یکی از ابزارهای رایج معاملاتی در دنیا بوده، به شرط آنکه قرارداد فی‌مابین معامله‌گر راهبر و پیرو واضح و شفاف باشد، پس از جهت غرری بودن نیز با مشکلی مواجه نخواهد بود.

۵-۳-۱-۳. اکل مال به باطل

یکی از ضوابط عمومی باب معاملات از دیدگاه اسلام، حرمت و بطلان معاملاتی است که از دیدگاه عرف و عقلا یا از دیدگاه شرع، اکل مال به باطل به حساب می‌آیند. در واقع هر نوع تصرف در اموال دیگران بر وجهی که از دیدگاه عرف و عقلا یا از دیدگاه شرع اکل مال به باطل باشد، حرام و ممنوع است (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۱۱۱).

از آنجایی که معاملات بورس اکل مال به باطل محسوب نمی‌شوند و همچنین نه از جانب معامله‌گر پیرو و نه از جانب معامله‌گر راهبر تصرفی در اموال یکدیگر صورت نمی‌پذیرد، بنابراین معاملات تقلیدی و انعکاسی از این منظر دارای مشکل شرعی نیست.

۵-۳-۲. تطبیق روابط بین ارکان از منظر فقهی در گروه کانونی کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار

کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار پس از دریافت درخواست رسمی نویسندگان و تشکیل سه جلسه رسمی و بحث پیرامون معاملات انعکاسی به پیشنهاد آقای محمدی (خبره مالی کمیته فقهی) مبنای این قرارداد را براساس «حق بهره‌برداری» چنین تفسیر نمود که: برای تبیین فقهی قراردادی که بین راهبر، سکو و پلتفرم وجود دارد، می‌توان نوع قرارداد را بدین صورت بیان کرد که این قرارداد مبتنی بر «اصل آزادی قراردادها» و از «عقود نامعین» است که به موجب آن راهبر در ازای دریافت مبلغی، «حق بهره‌برداری» از اطلاعات معاملاتی خود را در اختیار سکو قرار می‌دهد و به سکو اجازه می‌دهد به اطلاعات مربوط به سوابق و عملیات معاملاتی خود دسترسی داشته باشد. سکو هم به پیرو این امکان را می‌دهد تا وی بتواند سفارشات معاملاتی خود را با تبعیت از سفارش‌های ارسالی از سوی راهبر تنظیم نموده و برای اجرا سفارش‌ها را به کارگزار ارسال نماید. مبلغی که راهبر دریافت می‌کند می‌تواند به صورت ثابت و یا متغیر باشد. مالک سکو نیز در ازای ارائه خدمات به طرفین حق دریافت کارمزد را دارد (مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در بخش پیوست موجود است).

۵-۴. بررسی حقوقی معاملات تقلیدی و انعکاسی

ماده ۱۰ قانون مدنی ایران در جهت گسترش آزادی عمل طرفین قرارداد، از اصل آزادی قراردادی، بهره جسته است. بدین صورت که طرفین را با رعایت حدود قانونی در عقد قرارداد خارج از دامنه «عقود معین» نیز آزاد گذاشته و حتی با استناد به این ماده می‌توان شروطی که با احکام امری عقود معین نیز در تضاد نباشد وارد این عقود نمود. با توجه به این ماده، می‌توان بسیار نوآورانه به طراحی قراردادهایی اقدام نمود که پیش‌ازاین در قانون پیش‌بینی نشده‌اند.

کاتوزیان (۱۳۷۱) درباره سابقه تاریخی این ماده می‌گوید: «نمی‌توان ادعا کرد که مفاد این ماده در حقوق ما پیشینه تاریخی ندارد و ابداع نویسندگان قانون مدنی، یا ثمره تقلید از حقوق اروپایی است، زیرا فقیهان امامیه، دست‌کم در مبحث شرط، از همین اصل پیروی کرده‌اند و عقد صلح در مقام معامله وسیله تأمین آزادی اراده در قراردادها بوده

است. گروهی از مفسران و فقیهان نیز وفای به همه عقود را که برخلاف اخلاق و عقل و شرع نباشد، واجب دانسته‌اند.

۴-۱-۵. نوع رابطه بین ارکان معاملات تقلیدی و انعکاسی در گروه کانونی حقوقدانان بازار سرمایه

به جهت بررسی حقوقی، گروهی کانونی با حضور حقوقدانان بازار سرمایه در شرکت فرابورس ایران تشکیل شد و درباره هر رابطه بحث صورت گرفت که در این قسمت شرح داده شده است.

۴-۱-۴-۱. رابطه بین پیرو و سکو

طبق نظر گروه کانونی این رابطه براساس دو عقد جعاله و وکالت است. در واقع سکو به‌عنوان عامل، اطلاعات دریافتی سفارش راهبر را در ازای دریافت جعل به پیرو می‌دهد (خواه این پرداخت مشروط باشد، خواهد نباشد) و از طرفی سکو به وکالت از پیرو سفارش وی را به کارگزاری ارسال می‌نماید.

۴-۱-۴-۲. رابطه بین راهبر و سکو

به اعتقاد گروه کانونی در این رابطه عقد وکالت برقرار است. در واقع سکو سفارش راهبر را وکالتاً به کارگزاری ارسال می‌کند و از طرفی اطلاعات سفارش راهبر را با اذن وی به پیرو می‌دهد. از طرفی سکو بخشی از وجه دریافتی از پیرو را به‌عنوان حق‌الوکاله برای خود برداشته و مابقی را به شخص راهبر می‌پردازد.

۴-۱-۴-۳. رابطه بین راهبر و پیرو

هیچ عقد مستقیمی به اعتقاد گروه کانونی وجود نداشته و هر دو طرف به‌صورت جداگانه با سکو در ارتباط هستند.

۴-۱-۴-۴. رابطه بین سکو و کارگزار

به نظر گروه کانونی بر مبنای مدل ارائه شده نیاز به قرارداد مجزا میان کارگزاری و سکو وجود نداشته و بنابراین عقد مستقیمی وجود ندارد. اما اگر سکو بابت جذب مشتری بخواهد پولی از کارگزاری دریافت نماید، این رابطه می‌تواند براساس جعاله شکل بگیرد.

۵-۴-۱. رابطه بین راهبر و کارگزار

به اعتقاد گروه کانونی کارگزار وکیل مشتری است، خواه این مشتری راهبر باشد خواه پیرو. در واقع سکو از راهبر وکالت می‌گیرد تا سفارش وی را به وکیل دیگر (کارگزار) ارسال نماید.

۵-۴-۱-۶. رابطه بین پیرو و کارگزار

در اینجا نیز به نظر گروه کانونی مانند حالت قبل، کارگزار وکیل پیرو است و سکو از پیرو وکالت می‌گیرد تا سفارش او را به وکیل دیگر (کارگزار) ارسال کند.

جدول (۵): دیدگاه گروه کانونی حقوقدانان درباره قرارداد معاملات انعکاسی

رابطه	پیرو - سکو	راهبر - سکو	پیرو - راهبر	سکو - کارگزار	راهبر - کارگزار	پیرو - کارگزار
نوع عقد	جعاله و وکالت	وکالت	عدم رابطه	جعاله	وکالت	وکالت

منبع: یافته‌های تحقیق

۵-۴-۱-۷. حالت خاص رابطه

۵-۴-۱-۷-۱. رابطه بین پیرو با سکو/ کارگزاری

در این حالت مطابق نظر گروه کانونی دو عقد جعاله و وکالت برقرار است، چراکه سکو/ کارگزار در حال ارائه اطلاعات سفارش راهبر به پیرو در ازای دریافت جعل از پیرو است و از طرف دیگر سکو/ کارگزار به وکالت از پیرو سفارش وی را اجرا می‌نماید.

۵-۴-۱-۷-۲. رابطه بین راهبر با سکو/ کارگزاری

بر اساس گروه کانونی در این رابطه عقد وکالت برقرار است. سکو/ کارگزار با اذن راهبر اطلاعات سفارش وی را به پیرو می‌دهد. سپس قسمتی از وجه دریافتی از پیرو را به‌عنوان حق‌الوکاله برای خود برداشته و مابقی را به شخص راهبر می‌پردازد. همچنین سکو/ کارگزار به وکالت از پیرو سفارش وی را اجرا می‌نماید.

جدول (۶): دیدگاه گروه کانونی حقوقدانان درباره قرارداد معاملات انعکاسی در حالت خاص

رابطه	پیرو - سکو/ کارگزار	راهبر - سکو/ کارگزار
نوع عقد	جعاله و وکالت	وکالت

منبع: یافته‌های تحقیق

۴-۲. بررسی نیاز به أخذ مجوز معاملات تقلیدی و انعکاسی در ایران برای اجرایی کردن این نوع از معاملات در ایران باید در درجه اول این موضوع را بررسی نماییم که آیا ارائه این خدمت از سمت سکو نیاز به أخذ مجوز نهاد مالی دارد یا خیر و در صورتی که نیاز به مجوزی باشد، این مجوز چه خواهد بود. پرسش دیگری که لازم است بدان پاسخ داده شود آن است که آیا تفاوتی می‌کند که معامله‌گران راهبر چه کسانی باشند یا اینکه تفاوتی نمی‌کند. خبرگان حقوقدان بازار سرمایه به این سؤال‌ها پاسخ داده‌اند که نتایج در جدول (۷) گردآوری شده‌اند.

جدول (۷): نظرات حقوقدانان درباره مجوز

نظرات دیدگاه حقوقدان	آیا ارائه این خدمت از طرف مالک سکو نیاز به أخذ مجوز نهاد مالی دارد؟	مجازی نیاز است؟ قبل بله است، به چه در صورتی که پاسخ سؤال	چه شخصی می‌تواند معامله‌گر راهبر باشد؟	توضیحات
حمید اسدی	ندارد	-	مانعی ندارد. هر شخصی اعم از حقیقی یا حقوقی	براساس قوانین و دستورالعمل‌های فعلی، رفتاری که مالک سکو در حال انجام آن است نیاز به مجوز نهاد مالی ندارد.
محمدجواد اسدی	دارد	پردازش اطلاعات مالی	شخص حقیقی به این علت که معامله‌گر حقوقی نداریم.	در قالب پردازش اطلاعات مالی با انجام اصلاحاتی قابل بررسی است.

توضیحات	چه شخصی می تواند معامله گر راهبر باشد؟	در صورتی که پاسخ سؤال قبل بله است، به چه مجوزی نیاز است؟	آیا ارائه این خدمت از طرف مالک سکو نیاز به اخذ مجوز نهاد مالی دارد؟	نظرات دیدگاه حقوقدان
<p>سکو شخصیت حقوقی مستقلی ندارد مگر آنکه به شکل یکی از شخصیت های قانونی درآید لذا صلاحیت طرف قرارداد واقع شدن را ندارد. حقوق و تکالیف راهبر و سکو از حیث مادی و معنوی باید در قرارداد به طور دقیق معلوم باشد.</p>	<p>مشاور سرمایه گذاری</p>	<p>مجوز سبذگردانی برای سکو (در صورتی که سکو مستقل باشد و متعلق به کارگزاری نباشد) و مجوز مشاور سرمایه گذاری برای راهبر</p>	<p>دارد</p>	<p>سید محمد امین زاده</p>
<p>این مورد با موضوع فعالیت هیچ یک از نهادهای مالی وفق داده نمی شود و بنابراین نیاز به مقررات گذاری دارد، اگرچه این موضوع بیشتر به فعالیت مشاوره سرمایه گذاری نزدیک است و تا حدی به سبذگردانی و پردازش اطلاعات مالی.</p>	<p>با توجه به اینکه در مقررات فعلی اشاره ای نشده است، نیاز به مقررات گذاری دارد.</p>	<p>نیاز به تدوین دارد.</p>	<p>دارد (با توجه به مصوبه هیأت مدیره سازمان بورس با عنوان فهرست موضوعات فعالیت منحصر به نهادهای مالی مستلزم اخذ مجوز)</p>	<p>سپهر حسن خان پور</p>

توضیحات	چه شخصی می‌تواند معامله‌گر راهبر باشد؟	در صورتی که پاسخ سؤال قبل بله است، به چه مجوزی نیاز است؟	آیا ارائه این خدمت از طرف مالک سکو نیاز به اخذ مجوز نهاد مالی دارد؟	نظرات دیدگاه حقوقدان
ماهیت رفتاری که مالک سکو در حال انجام آن است، مشاوره دادن است و به همین علت نیاز به این مجوز است.	مانعی ندارد. هر شخصی اعم از حقیقی یا حقوقی	مشاوره سرمایه‌گذاری	دارد	سیدمرتضی شهیدی
از نظر تجاری انجام این فعالیت از سمت کارگزاری بهتر است، اما از نظر حقوقی ماهیت این فعالیت به مشاوره سرمایه‌گذاری نزدیکتر است. در هر صورت انجام این فعالیت باید به‌عنوان یکی از موارد موضوع فعالیت در اساسنامه این شرکت‌ها حسب انتخاب (اساسنامه شرکت کارگزاری یا اساسنامه شرکت مشاور سرمایه‌گذاری) قید شود، لذا نیاز به تغییرات در نمونه اساسنامه مصوب نهاد مالی منتخب برای این فعالیت توسط هیأت مدیره سازمان بورس خواهد داشت.	مانعی ندارد. هر شخصی اعم از حقیقی یا حقوقی	مشاوره سرمایه‌گذاری یا کارگزاری	دارد	زینب فلاح تفتی
بهتر است اشخاصی راهبر شوند که سابقه خوبی در این زمینه دارند. همچنین تعیین	مانعی ندارد. هر شخصی اعم از	مشاوره سرمایه‌گذاری یا کارگزاری	دارد	حسین فهیمی

توضیحات	چه شخصی می تواند معامله گر راهبر باشد؟	در صورتی که پاسخ سؤال قبل بله است، به چه مجوزی نیاز است؟	آیا ارائه این خدمت از طرف مالک سکو نیاز به اخذ مجوز نهاد مالی دارد؟	نظرات دیدگاه حقوقدان
<p>یک حداقل دارایی و معامله صرفاً با یک کد، برای اشخاص راهبر می تواند شرط شود. سکو در حال انجام فعلیتی است در چهارچوب حق انتفاع از اطلاعات معاملات و سفارش ها که با استفاده از سامانه های مورد تأیید به راهبر و پیرو ارائه می شود و نیازمند اخذ مجوز است. این مجوز ممکن است به شرکت های کارگزاری، پردازش اطلاعات و یا دیگر نهادهای مالی داده شود.</p>	<p>حقیقی یا حقوقی</p>	<p>پردازش اطلاعات مالی</p>		
<p>مالک سکو در حال ارائه مشاوره به صورت غیرمستقیم است. تفاوتی نمی کند که شرکت مشاوره سرمایه گذاری به صورت مستقیم مشاوره بدهد یا غیرمستقیم. در اساسنامه مشاوره سرمایه گذاری باید قید شود. با مجوز پردازش اطلاعات هم ارائه خدمت ممکن است.</p>	<p>مانعی ندارد. هر شخصی اعم از حقیقی یا حقوقی</p>	<p>مشاوره سرمایه گذاری یا پردازش اطلاعات مالی</p>	<p>دارد</p>	<p>غلامعلی میرزایی منفرد</p>

بنابر پاسخ اغلب حقوقدانان انجام این فعالیت برای مالک سکو، نیاز به مجوز دارد. به اعتقاد برخی حقوقدانان در صورتی که سکو شخصیتی مستقل از کارگزاری نداشته باشد و متعلق به کارگزاری باشد، نیاز به مجوز دیگری ندارد. در این میان عده‌ای معتقدند که انجام این عمل به موضوع فعالیت مشاوره سرمایه‌گذاری یا سبده‌گردانی یا پردازش اطلاعات مالی نزدیک‌تر است. برخی نیز بر این عقیده هستند که هیچ‌یک از دستورالعمل‌ها پاسخ‌گو نیست و در این خصوص نیاز به مقررات‌گذاری است. در این خصوص یکی از حقوقدانان به مصوبه هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص فهرست موضوعات فعالیت منحصر به نهادهای مالی مستلزم اخذ مجوز (۱۳۹۰) استناد می‌کند که انجام این فعالیت طبق این مصوبه نیاز به مجوز دارد. اگرچه به نظر یکی از حقوقدانان نیز این عمل از سمت مالک سکو احتیاجی به مجوز ندارد.

براساس قانون بازار اوراق بهادار (۱۳۸۴) سبده‌گردان بدین صورت تعریف شده است که: شخص حقوقی است که در قالب قراردادی مشخص و به منظور کسب انتفاع، به خرید و فروش اوراق بهادار برای سرمایه‌گذار می‌پردازد.

از طرفی در تعریف مشاوره سرمایه‌گذاری طبق قانون بازار اوراق بهادار (۱۳۸۴) این‌گونه آمده است که: شخص حقوقی است که در قالب قراردادی مشخص، درباره خرید و فروش اوراق بهادار، به سرمایه‌گذار مشاوره می‌دهد. همچنین یکی از مواردی که در دستورالعمل مشاوره سرمایه‌گذاری (۱۳۸۹) مشخصاً برای این فعالیت ذکر شده «توصیه به خرید، فروش یا نگهداری اوراق بهادار» است.

تعریف پردازش اطلاعات مالی نیز طبق دستورالعمل تأسیس و فعالیت پردازش اطلاعات مالی (۱۳۸۹) شامل ارائه اطلاعات مربوط به ورقه بهادار، ارائه اطلاعات مربوط به معامله ورقه بهادار، ارائه اطلاعات مربوط به سفارش خرید یا فروش ورقه بهادار و ارائه اطلاعات مربوط به ناشر ورقه بهادار است.

براساس نظر اغلب حقوقدانان مورد پرسش نیز محدودیتی در رابطه با اینکه چه شخصی راهبر باشد، وجود ندارد.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

معاملات تقلیدی و معاملات انعکاسی یکی از روش‌های سرمایه‌گذاری غیرمستقیم جدید هستند که سرمایه‌گذاران می‌توانند در کنار روش‌های دیگر از آن استفاده نمایند.

مقاله حاضر کوشش نمود تا ضمن تبیین مفهوم معاملات تقلیدی و انعکاسی، مزایا و کاستی‌های این نوع معاملات را بررسی نماید. استفاده از تجربه و دانش سرمایه‌گذار حرفه‌ای، سرمایه‌گذاری غیرفعالانه، انتخاب سرمایه‌گذار براساس استراتژی معاملاتی، کارنامه مشخص معامله‌گر راهبر، کسب درآمد افراد خبره به‌عنوان معامله‌گران راهبر، متنوع‌سازی پرتفوی و کاهش ریسک از جمله مزایای این‌گونه معاملات است. از کاستی‌های این نوع معاملات نیز می‌توان به وابستگی موفقیت معامله‌گر پیرو به راهبر، نیاز به صرف زمان برای بررسی و انتخاب از میان معامله‌گران راهبر و امکان بالاتر بودن هزینه‌های معاملاتی به علت وجود هزینه‌هایی همچون هزینه‌های مدیریتی اشاره کرد.

همچنین در این مقاله به بررسی معاملات تقلیدی و معاملات انعکاسی از منظر فقهی و حقوقی پرداخته شد. براساس بررسی‌های صورت گرفته طبق قاعده ضرر و اضرار، غرر و اکل مال به باطل اشکالی از لحاظ شرعی در این‌گونه معاملات دیده نشد و مشخص شد که انجام این‌گونه معاملات در چارچوب اسلامی مانعی ندارد. کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار نیز پس از بررسی‌های لازم، اشکالی در انجام معاملات تقلیدی و انعکاسی نیافت.

از طرفی با معرفی قرارداد معاملات انعکاسی و تشریح روابط بین ارکان، نوع عقد پیشنهادی در هر رابطه به بحث و بررسی گذاشته شد. طبق نظر کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار این قرارداد مبتنی بر ماده ۱۰ قانون مدنی (اصل آزادی قراردادها) و از عقود نامعین است که براساس آن راهبر حق بهره‌برداری از اطلاعات معاملاتی خویش را در اختیار سکو قرار می‌دهد و سکو نیز به پیرو این امکان را می‌دهد تا سفارشات خود را با تبعیت از سفارش‌های ارسالی راهبر تنظیم کرده و سفارشات آنها را به کارگزاری ارسال نماید. ضمن آنکه مبلغی که راهبر دریافت می‌کند می‌تواند به صورت ثابت یا متغیر باشد. از طرفی مالک سکو نیز در ازای ارائه خدمات به طرفین حق دریافت کارمزد را دارد. براساس نظر کمیته محترم معاملات کپی و انعکاسی می‌تواند بستری را برای توسعه

بازار سرمایه و بهبود رفتارهای معاملاتی سرمایه‌گذاران فراهم سازد. با این حال باید تدابیری اتخاذ گردد تا از آسیب‌هایی نظیر اضرار به غیر جلوگیری شود. در بخش دیگر نیز با پرسش از حقوق‌دانان، موضوع نیاز یا عدم سکو معاملات تقلیدی و انعکاسی به مجوزهای تعریف شده در بازار سرمایه ایران مورد بحث و بررسی قرار گرفت. در این رابطه اغلب حقوق‌دانان معتقد بودند که این سکو احتیاج به مجوز دارد. برخی مجوز پردازش اطلاعات مالی، عده‌ای مجوز مشاوره سرمایه‌گذاری و تعدادی مجوز سبدگردانی یا کارگزاری را بدین‌منظور برای سکو لازم دانستند. علاوه بر این رویکرد برخی از تنظیم‌گران بزرگ دنیا نیز مورد مطالعه تطبیقی قرار گرفت. پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس و اوراق بهادار این مسأله را مشخص نماید که در صورت نیاز به مجوز کدام نوع نهاد یا نهادهای مالی اجازه انجام فعالیت به‌عنوان سکو معاملات انعکاسی را دارند و در این زمینه حدود و مسئولیت‌ها را مشخص نماید. با توجه به شفافیت، نظارت‌پذیر بودن و آرشوپذیر بودن داده‌های این نوع معاملات، پیشنهاد می‌شود که در بازار سرمایه ایران نیز پیاده‌سازی شود. در مجموع می‌توان گفت که این‌گونه معاملات به‌عنوان یک روش سرمایه‌گذاری غیرمستقیم راهکاری نوین، مناسب و نوآورانه به حساب می‌آیند و سکو ارائه‌دهنده این خدمت را می‌توان یک فین‌تک اسلامی در نظر گرفت. در این پژوهش نشان داده شد که براساس شریعت و قانون می‌توان این معاملات را در قالبی پیشنهادی تحت عنوان «قرارداد معاملات انعکاسی» پیاده‌سازی کرد.

سپاسگزاری

بدین‌وسیله از مشورت‌ها و راهنمایی‌های انجمن علمی مالی اسلامی ایران، شرکت فرابورس ایران، شرکت تأمین سرمایه تمدن و کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار صمیمانه تشکر می‌نمایم.

نویسندگان علاقه‌مندند تا آثار معنوی این مقاله را به استاد مشاور ارجمند، مرحوم جناب آقای دکتر سیدعباس موسویان تقدیم نمایند و اذعان دارند «قطعاً بدون حضور ایشان مقاله حاضر به سرانجام نمی‌رسید».

1. Copy

۲. مقاله حاضر در همایش بزرگداشت مقام استاد دکتر سیدعباس موسویان نیز ارائه شده است.

3. Financial Technology

4. Fintech

5. Rubini

6. Mohamed & Ali

7. Investment Management

8. WealthTech

9. Chishti & Puschmann

10. eToro

11. Portfolio

12. Platform

13. Kromidha & Li

14. Röder & Walter

15. Apesteguia, Oechssler & Weidenholzer

16. Pelster & Gonzalez

17. Pan, Altshuler & Pentland

18. Social Influence

19. World Economic Forum

20. The Future of Financial Services

21. Single Trade

22. Copy Trade

23. Mirror Trade

24. Social Trading Platform

25. Follower Trader

26. Largely Passive Investment

27. Investment Strategy

28. Growth Stock

29. Value Stock

30. Index Investing

31. Index Portfolio

32. People Based Portfolio

33. Diversification

34. Risk Management

35. European Securities and Markets Authority (ESMA)

36. Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)

37. Financial Conduct Authority (FCA)

38. Signal Provider

39. Crowdsourcing

40. Financial Regulator


41. Portfolio Management

42. Algorithmic Trading

43. Portfolio Management Authorisation

پیوست (۱): تصویر مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار

<p>باسمه‌تعالی مصوبه کمیته تخصصی فقهی - سال یازدهم موضوع: ابعاد فقهی معاملات کپی و تقلیدی (انکاسی)</p>	 <p>سازمان بورس و اوراق بهادار SECURITIES AND EXCHANGE ORGANIZATION OF IRAN</p>
<p>جلسه شماره: ۲۳۱ تاریخ برگزاری: ۱۴۰۰/۴/۲۳</p>	
<p>موضوع: ابعاد فقهی معاملات کپی و تقلیدی (انکاسی)</p> <p>جلسه کمیته تخصصی فقهی روز چهارشنبه مورخ ۱۴۰۰/۴/۲۳ با حضور اعضاء محترم کمیته تخصصی فقهی آقایان مصباحی‌مقدم، نظاری، علوی، رضایی‌محمدی، محسنی، فیهمی، از مدیران محترم سازمان آقای خدابخش و سرکار خاتم صفاریان و مدیران محترم مدعو آقایان خواجه نصیری و خوش‌زبان و با حضور جمعی از کارشناسان و خبرگان مدعو در محل سازمان بورس و اوراق بهادار تشکیل گردید.</p> <p>معرفی موضوع</p> <p>معاملات کپی^۱ و تقلیدی^۲ (انکاسی)، یکی از سازوکارهای جدید، نوآورانه و روش سرمایه‌گذاری نوینی هستند که در برخی از بازارهای مالی توسعه یافته اجرایی شده است. در معاملات کپی و تقلیدی (انکاسی)، پیرو از طریق سکو این امکان را بدست می‌آورد تا بتواند در انجام معاملات خود از راهبر تبعیت نماید. در حقیقت در این معاملات، راهبر از طریق سکو به پیرو امکان استفاده از نتایج تحلیل‌های خود در خصوص استراتژی مناسب در معاملات را می‌دهد و بدین ترتیب، پیرو با تبعیت داوطلبانه از راهبر سعی می‌کند معاملات خود را به گونه‌ای تنظیم نماید که بازدهی حاصل از معاملات راهبر را کسب نماید.</p> <p>شایان ذکر است، معاملات کپی و تقلیدی (انکاسی) از نظر فراهم ساختن امکان انتفاع از نتایج معاملات راهبر به نفع پیرو شبیه یکدیگر هستند و تفاوت آنها در این است که در معاملات کپی، پیرو از یک معامله خاص راهبر پیروی می‌کند و در حقیقت، یک معامله خاص را در ارسال سفارشات خود کپی برداری می‌کند اما در معاملات تقلیدی (انکاسی)، پیرو در طیف وسیعی از سفارشات خود، از معاملات راهبر تبعیت می‌کند و در حقیقت در معاملات تقلیدی (انکاسی)، سفارشات معاملاتی پیرو تقلیدی از معاملات راهبر است.</p> <p>فرآیند معاملات کپی و تقلیدی (انکاسی) را می‌توان به این صورت تشریح کرد که در این معاملات، سکو توسط یک نرم افزار واسطه، اطلاعات معاملات راهبر را به صورت خودکار به اطلاع خودکار می‌رساند و وی نیز آن معامله را به صورت خودکار کپی می‌کند و سپس سکو سفارشات را به کارگزاری جهت اجرا منتقل می‌کند.</p> <p>مزایایی که معاملات کپی و تقلیدی (انکاسی) می‌تواند به همراه داشته باشد عبارتند از:</p> <ol style="list-style-type: none"> ۱. فراهم ساختن استفاده از تجربه و دانش یک سرمایه‌گذار حرفه‌ای ۲. فراهم ساختن امکان سرمایه‌گذاری به صورت غیرفعالانه ۳. فراهم ساختن انتخاب روش سرمایه‌گذاری براساس استراتژی معاملاتی ۴. فراهم ساختن انتخاب راهبر بر اساس کارنامه واقعی (بازده و ریسک) وی در انجام معاملات ۵. فراهم ساختن متنوع سازی پرتفوی سرمایه‌گذاری و در نتیجه کاهش ریسک به صورت حرفه‌ای <p>معاملات کپی و تقلیدی (انکاسی) در عین اینکه می‌توانند باعث توسعه بازار و بهبود رفتارهای سرمایه‌گذاری معامله‌گران شوند، ممکن است مخاطرات و هزینه‌هایی را نیز به همراه داشته باشند که برخی از موارد مهم آن عبارتند از:</p> <ol style="list-style-type: none"> ۱. وابستگی موفقیت پیرو به موفقیت راهبر ۲. افزایش هزینه معاملات در نتیجه افزایش هزینه‌هایی همچون کارمزد پرداختی بابت انجام معاملات یا لزوم پرداخت هزینه استفاده از خدمات سکو 	
<p>^۱ Copy Trading ^۲ Mirror Trading</p>	

باسمه تعالی	
موضوع: ایجاد کمیته تخصصی معاملات کبی و تقلیدی (انکاسی)	سازمان بررسی و نظارت بر معاملات کمیته تخصصی معاملات کبی و تقلیدی
جلسه شماره: ۲۳۱ تاریخ برگزاری: ۱۴۰۰/۱۲/۲۲	موضوع: کمیته تخصصی فقهی - سال پانزدهم


در مجموع به نظر می رسد با در نظر گرفتن این ملاحظات، استفاده از معاملات کبی و تقلیدی (انکاسی) می تواند عاملی برای بهبود رفتارهای معاملاتی سرمایه گذاران و شفافیت بیشتر در بازار سرمایه باشد و بر این مبنا، بررسی ابعاد فقهی این معاملات در دستور کار کمیته تخصصی فقهی قرار گرفت. در این خصوص، سوال ذیل از کمیته تخصصی فقهی مطرح است:

با عنایت به مسائلی که در بالا در خصوص سازوکار معاملات کبی و تقلیدی (انکاسی) ارائه شد، از منظر ملاحظات فقهی، سازوکار معاملات قیمائین راهبر، پیرو و سکو در معاملات کبی و تقلیدی (انکاسی) مبتنی بر چه قراردادی است؟

نظر کمیته تخصصی فقهی

کمیته تخصصی فقهی بعد از استماع نظرات کارشناسان و بررسی به عمل آمده در نهایت چنین جمع بندی کرد:

۱. برای تبیین فقهی قراردادی که فی مابین راهبر، سکو و پیرو وجود دارد، می توان نوع قرارداد را به این صورت بیان کرد که این قرارداد مبتنی بر اصل آزادی قراردادهای و از عقود نامین است که به موجب آن راهبر در ازاء دریافت مبلغی، حق بهره برداری از اطلاعات معاملاتی خود را در اختیار سکو قرار می دهد و به سکو اجازه می دهد به اطلاعات مربوط به سوابق و عملیات معاملاتی خود دسترسی داشته باشد. سکو هم به پیرو این امکان را می دهد تا وی بتواند سفارشات معاملاتی خود را با تبعیت از سفارش های ارسالی از سوی راهبر تنظیم نموده و برای اجرا، سفارش ها را به کارگزار ارسال نماید. مبلغی که راهبر دریافت می کند، می تواند به صورت ثابت و یا متغیر باشد که در هر حال باید در متن قرارداد مشخص باشد.
۲. در معاملات کبی و تقلیدی (انکاسی)، سکو به عنوان واسط بین پیرو و راهبر و کارگزاری فعالیت می کند؛ به این نحو که سفارش انجام معامله را از راهبر دریافت می کند و سفارش های معاملاتی پیرو را بر مبنای آن تنظیم و سفارش ها را برای اجرا به کارگزار منتقل می کند. مالک سکو، در ازاء ارائه خدمات به طرفین حق دریافت کارمزد را دارد.
۳. معاملات کبی و تقلیدی (انکاسی) به عنوان نوآوری در معاملات می تواند بستری را برای توسعه بازار سرمایه و بهبود رفتارهای معاملاتی سرمایه گذاران فراهم سازد، با این حال باید تألیف آخذ گردد تا از آسیب هایی نظیر اضرار به غیر جلوگیری شود.
۴. ضروری است مقررات مربوط به معاملات کبی و تقلیدی (انکاسی)، قبل از طرح در مراجع ذیصلاح برای تصویب، در کمیته تخصصی فقهی طرح شود.



۲

کتابنامه

- چیستی، سوزان؛ و باربریس، ژانوس (۱۳۹۷). **فین تک؛ هندبوک فناوری های مالی برای سرمایه گذاران، کارآفرینان و رویا پردازان** (رضا قربانی و رسول قربانی؛ مترجمان). تهران: راه پرداخت (نشر اصلی اثر ۲۰۱۶).
- چیستی، سوزان؛ و پوشمن، توماس (۱۳۹۸). **ولت تک؛ هندبوک فین تک برای سرمایه گذاران، کارآفرینان و ایده پردازان مالی** (گروه راه پرداخت؛ مترجمان). تهران: راه پرداخت (نشر اثر اصلی ۲۰۱۸).

- رویینی، آگوستین (۱۳۹۷). فین‌تک در یک نگاه؛ فناوری مالی به زبان ساده (رضا قربانی و احسان روحی؛ مترجمان) تهران: راه پرداخت (نشر اثر اصلی ۲۰۱۷).
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۹). دستورالعمل تأسیس و فعالیت پردازش اطلاعات مالی. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۹). دستورالعمل تأسیس و فعالیت مشاور سرمایه‌گذاری. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۰). فهرست موضوعات فعالیت منحصر به نهادهای مالی مستلزم اخذ مجوز. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.
- غلامشاهی، سارا (۱۴۰۰). گزارش ماهانه فعالیت شرکت سپرده‌گذاری اوراق بهادار و تسویه وجوه. شرکت سپرده‌گذاری اوراق بهادار و تسویه وجوه، قابل دسترس: <https://csdiran.ir/>
- قالیباف اصل، حسن (۱۳۹۹). بازار سرمایه و تمام ابزارهای آن اسلامی است. پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، قابل دسترس: <https://sena.ir/news/69771>
- قانون بازار اوراق بهادار (۱۳۸۴).
- قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۷۸). حقوق مدنی. تهران: میزان.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱). بازار سرمایه اسلامی. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- محمد، هزیک؛ و علی، حسنین (۱۳۹۸). بلاکچین، فین‌تک و فایننس اسلامی: آینده اقتصاد دیجیتال اسلامی (نجمه رضانی، مترجم). تهران: راه پرداخت (نشر اصلی اثر ۲۰۱۹).
- Apestequia, J., Oechssler, J., & Weidenholzer, S. (2020). Copy Trading. *Management Science*, 66(12), 5608-5622.
- Civil Law of the Islamic Republic of Iran. (In Persian)
- European Securities and Markets Authority (2012). *MiFID Questions and Answers, Investors Protection & Intermediaries*; European Securities and Markets
- Gholamshahi, S. (1400). Monthly Report on the Activity of Central Securities Depository of Iran, available: <https://csdiran.ir/> (In Persian)
- International Organization of Securities Commissions (2017). IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech). Report of International Organization of Securities Commissions
- Katozian, N. (1999). Civil Rights. Tehran: Mizan. (In Persian)

- Kromidha, E., & Li, M. C. (2019). Determinants of leadership in Online Social Trading: A Signaling Theory Perspective. *Journal of Business Research*, 97, 184-197.
- Lake, R. (2020). *What is Copy Trading and should you do it?* Available at: <https://smartasset.com/financial-advisor/copy-trading> Accessed
- Morgan, J. (2013). *Guru Networks Sell Social Investing to Copycat Traders.* Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2013-06-25/guru-networks-sell-social-investing-to-copycat-traders> Accessed
- Mousavian, S, A. (2012). Islamic Capital Market. Tehran: Institute of Islamic Culture and Thought. (In Persian)
- Mohamed, H; Ali, H. (1398). Blockchain, Fintech and Islamic Finance: Bilding The Future in the New Islamic Digital Economy (Najmeh Ramezani, Translator). Tehran: Rah-e-Pardakht (Main Publication of the Work 2019). (In Persian)
- Pan, W., Altshuler, Y., & Pentland, A. (2012). Decoding Social Influence and the Wisdom of the Crowd in Financial Trading Network. in *2012 International Conference on Privacy, Security, Risk and Trust and 2012 International Confernece on Social Computing*. 203-209.
- Pelster, M., & Gonzalez, G. R. (2016). *Social Media Interactions and Biases in Investment Decisions.* Centre for Economic Policy Research. Available at <https://cepr.org/sites/default/files/Matthias%20Pelster.pdf>
- Qalibaf Asl, H. (1399). The Capital Market and all its Financial Instruments are Islamic. Iran Capital Market News (Sena), available: <https://sena.ir/news/69771> (In Persian)
- Röder, F., & Walter, A. (2019). What Drives Investment Flows into Social Trading Portfolios?. *Journal of Financial Research*, 42(2), 383-411.
- Rubini, A. (1397). Fintech in a Flash; Financial Technology made Easy (Reza Ghorbani and Ehsan Rouhi; Translators) Tehran: Rah-e-Padakht (Publishing the Main Work of 2017). (In Persian)
- Securities Market Law (2005). (In Persian)
- Stock Exchange and Securities Organization (2010). Instructions for Establishing Financial data Processing. Tehran: Stock Exchange and Securities Organization. (In Persian)
- Stock Exchange and Securities Organization (2010). Instructions for Establishing and Operating an Investment Advisory. Tehran: Stock Exchange and Securities Organization. (In Persian)
- Stock Exchange and Securities Organization (2011). List of Topics of Activity Limited to Financial Institutions that Require a License. Tehran: Stock Exchange and Securities Organization. (In Persian)
- Chishti, S; Barberis, J. (1397). The FinTech Book; The Financial Technology Handbook for Investors, Entrepreneurs and Visionaries (Reza Ghorbani and

Rasoul Ghorbani; Translators). Tehran: Rah-e-Pardakht (Main Publication of 2016). (In Persian)

Chishti, S; Puschmann, T. (2009). *The Wealthtech Book; FinTech Handbook for Investors, Entrepreneurs and Financial Visionaries* (Rah-e-Pardakht Group; Translators). Tehran: Rah-e-Pardakht (Publishing the Main Work of 2018). (In Persian)

World Economic Forum (2015). *The Future of Financial Services*. Report of World Economic Forum.

<https://reports.weforum.org>

<https://fca.org.uk/firms/copy-trading>