

بررسی چالش‌های حقوقی شرکت‌های سبذگردان در ایران

پریسا خدایاری

دانش‌آموخته دکتری مدیریت مالی گرایش حقوق مالی، دانشکده اقتصاد، مدیریت و

حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران

جمال بزرگری خانقاه*

دانشیار حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران

علی‌اکبر جعفری ندوشن

استادیار حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، علوم سیاسی و تاریخ، دانشگاه یزد، یزد،

ایران

چکیده

سبذگردان، از نهادهای مالی واسط سرمایه‌گذاری در بازار بورس اوراق بهادار است. در واقع، سبذگردان، شخص حقوقی است که در قالب قراردادی مشخص، با لحاظ کردن هدف و میزان ریسک‌پذیری سرمایه‌گذار و در راستای کسب انتفاع برای او، به تشکیل سبذ سهام و خرید یا فروش یا نگهداری اوراق بهادار، برای سرمایه‌گذار اقدام می‌کند. مبنای حقوقی تأسیس و اداره آن پس از بند ۳۳ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، دستورالعمل «تأسیس و فعالیت سبذگردان» و نمونه قرارداد شرکت سبذگردان با سرمایه‌گذار است که شرایط، ضوابط و مقررات صدور مجوز و فعالیت این نهاد مالی را برشمرده است. از بدو تولد سبذگردانی در کشور تا به امروز، این نهاد مالی چالش‌هایی با ارکان مختلف مانند سازمان بورس و اوراق بهادار، سرمایه‌گذاران، کارگزاران و ... داشته است. هدف این مقاله بررسی چالش‌های ذکر شده است که به شیوه توصیفی-تحلیلی با بهره‌گیری از منابع کتابخانه‌ای و اخذ نظر مدیران و فعالان بازار تدوین شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که اصلاح دستورالعمل‌ها و قوانین مربوط به حداقل سرمایه و نیروی انسانی سبذگردان‌ها، تغییر نگرش سرمایه‌گذاران از کوتاه‌مدت به بلندمدت از طریق اعطای مجوزهای بلندمدت به سبذگردان‌ها، معافیت‌های مالیاتی کارمزد متغیر سبذگردان‌ها، حل مشکلات زیرساختی مربوط به هسته معاملات و نرم‌افزارها به منظور تسریع فرایند خریدوفروش و شفافیت معاملات برای سرمایه‌گذاران، لزوم تسریع صدور مجوزهای لازم برای تأسیس صندوق‌ها توسط سبذگردان‌ها، بازنگری در دستورالعمل تأسیس و فعالیت سبذگردان‌ها، همچنین بررسی این موضوع که آیا شرکت‌های سبذگردان مجاز به تضمین سود و سرمایه، سرمایه‌گذارند یا خیر؟ و ...، باید مدنظر قانونگذار و سایر ارکان درگیر در سبذگردانی قرار گیرد.

واژگان کلیدی: بازار سرمایه، چالش‌ها، راهکارها، سبذگردان، محیط قانونی.

Email: barzegari@yazd.ac.ir

* نویسنده مسئول

تاریخ دریافت: ۱۰ بهمن ۱۴۰۰، تاریخ تصویب: ۶ شهریور ۱۴۰۱

DOI: 10.22059/JLQ.2022.337434.1007638

© University of Tehran

۱. مقدمه

اطلاعات در بازار سرمایه مهم‌ترین نقش در سرمایه‌گذاری را ایفا می‌کند (Fama & Laffer, 1971: 288)، سرمایه‌گذاری موفق در آن نیازمند دستیابی و تحلیل تمامی اطلاعات مربوط به شرکت‌هایی است که اوراق متعلق به آنهاست، نوسانی بودن قیمت‌ها در بازار سرمایه، ماهیتی ریسک‌پذیر به این نوع سرمایه‌گذاری بخشیده است (حمایلی مهربانی و مهر آرا، ۱۴۰۰: ۱۸). سبدگردان با در اختیار داشتن اطلاعات بازار اوراق بهادار و ابزارهای تخصصی، میزان ریسک در سهم‌های موجود در بازار را ارزیابی و با داشتن اختیار مدیریت سبد، براساس ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی سرمایه‌گذار که در قرارداد ذکر می‌شود، به‌جای خرید یک نوع سهام، اقدام به خرید سهم‌های مختلف و تشکیل سبد سهام می‌کند و با ایجاد تعادل در سود و زیان احتمالی در سهم‌ها میزان ریسک سرمایه‌گذار را به حداقل و میزان سود را به حداکثر می‌رساند (Haldane, 2014: 10). از سوی دیگر سبدگردان با هدف کسب انتفاع برای سرمایه‌گذار و داشتن تخصص، مانع ایجاد قیمت‌های کاذب و حبابی می‌شود که نتیجه آن شفافیت و ثبات قیمت سهام در بازار است (Tseng, 2022: 490)؛ اما با در نظر گرفتن همه این مزایا، سرمایه‌گذار در صورتی با آرامش خاطر سرمایه خود را در اختیار سبدگردان قرار می‌دهد که عمل او در بستر قانونی و اطمینان‌بخش صورت گیرد. در ایران تا پایان سال ۱۴۰۰، ۵۶ شرکت سبدگردان موفق به اخذ مجوز از سازمان شدند و تعداد زیادی در انتظار دریافت مجوز سبدگردانی هستند. لزوم شفافیت در بازار سرمایه و همچنین حرکت رو به رشد شرکت‌های سبدگردان ایجاب می‌کند تا با توجه به نیازهای روز و وظایف جدیدی که این شرکت‌ها می‌توانند انجام دهند، بازنگری‌هایی در قوانین و دستورالعمل‌های فعالیت این نوع شرکت‌ها انجام گیرد تا چالش‌های پیش روی آنها را کاهش دهد و به افزایش بهره‌وری و به‌دنبال آن رضایت و اعتماد ذی‌نفعان منجر شود. در پژوهش حاضر با بررسی عوامل محیطی تأثیرگذار بر شرکت‌های سبدگردان به شناسایی چالش‌های موجود و ارائه راهکارهایی در این زمینه پرداخته شده است.

۲. مبانی نظری

آنچه در ایران به‌عنوان شرکت سبدگردان معرفی می‌شود، در سایر کشورها با عناوین مختلفی همچون شرکت‌های مدیریت دارایی^۱، مدیریت پرتفوی^۲، مدیریت سرمایه^۳ و مدیریت ثروت^۴ شناخته می‌شوند (Phoon & Koh, 2017: 84) که در این میان معادل مدیریت دارایی از سایر عبارات، با محتوای سبدگردانی که در بازار سرمایه ما رواج پیدا کرده است، تجانس بیشتری

-
1. Asset Management
 2. Portfolio Management.
 3. Investment Management.
 4. Wealth Management.

دارد. مشتریان سبذگردان‌ها به دو دسته مشتریان حقیقی و مشتریان نهادی تقسیم می‌شوند. مشتریان حقیقی یا اشخاص عادی که منظور همان خانوارها^۱ یا افراد ثروتمند^۲ هستند، کما اینکه مشتریان نهادی هم شامل شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها و... می‌شوند (Cocca, 2016: 50). ابزارهای مورد استفاده سبذگردان‌ها در دنیا اغلب حساب اختصاصی^۳، صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر^۴، صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت^۵، صندوق‌های بازار پول^۶، صندوق‌های قابل معامله در بورس^۷، صندوق‌های ETF ترکیبی^۸، صندوق سهام خصوصی^۹ و در نهایت صندوق پوششی^{۱۰} هستند (Naveenan, 2019: 112). حساب‌های اختصاصی شبیه به همین قراردادهای سبذگردانی در ایران هستند که طی آن سبذگردان با پول مشتری در یک کد مخصوص به مشتری خریدوفروش می‌کند. اطلاعات کمی در مورد این بخش موجود است، چراکه قراردادها خصوصی‌اند و می‌تواند میان مشتریان تفاوت‌های زیادی وجود داشته باشد. شرکت‌های سبذگردان به‌طور کلی با پول خود سرمایه‌گذاری نمی‌کنند، بلکه برای مشتریان سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ بنابراین درآمد اصلی شرکت‌های سبذگردان از محل درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری نیست، بلکه حاصل کارمزد عملیات سبذگردانی است. علاوه بر این، شرکت‌های سبذگردان همانند سایر مؤسسات مالی همچون بانک‌ها از حمایت دولتی برخوردار نیستند و به همین دلیل هم شرکت‌های سبذگردان باید به‌طور صریح به مشتریان اعلام کنند که بازده سرمایه‌گذاری و اصل سرمایه آنها توسط هیچ نهادی تضمین نمی‌شود.

۲.۱. مفهوم و موضوع عملیات سبذگردانی

در مفهوم سبذگردانی به بند ۱۷ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار نگاهی خواهیم داشت که مقرر می‌دارد: «سبذگردان، شخص حقوقی است که در قالب قرارداد مشخص و به‌منظور کسب انتفاع به خریدوفروش اوراق بهادار برای سرمایه‌گذار می‌پردازد». همان‌طو که در تعریف سبذگردانی اشاره شد، باید گفت سبذگردان علاوه بر اتخاذ تصمیم خریدوفروش اوراق بهادار برای سرمایه‌گذار، اقدام به نگهداری اوراق بهادار برای سرمایه‌گذار می‌کند. تشخیص اینکه چه

1. Households
2. HNWI (High-net-worth individual)
3. Separate Account
4. Open-end Mutual Fund
5. Mutual Fund Closed-end
6. Money Market Fund
7. Exchange Traded Fund
8. Synthetic ETFs
9. Private Equity Fund
10. Hedge Fund

سهامی را در چه دوره زمانی برای سرمایه‌گذار باید نگهداری کرد، یکی از امور تخصصی است که سبذگردان قادر به ارائه آن است و به‌منظور ارائه خدمات به سرمایه‌گذار سبذگردان اقدام به تشکیل سبذ اختصاصی برای سرمایه‌گذار می‌کند. همان‌طور که در تعریف سبذگردانی اشاره شد، سبذگردان اوراق بهادار را به نمایندگی از سرمایه‌گذار نگهداری می‌کند. همچنین تصمیم به خرید و فروش اوراق بهادار از طرف سرمایه‌گذار می‌گیرد. سبذگردان سبذ سرمایه خاصی را برای سرمایه‌گذار ایجاد و مشخص می‌کند چه سهامی در چه دوره‌ای خریداری، نگهداری و فروخته شود که این یکی از خدماتی خاصی است که سبذگردان می‌تواند انجام دهد و در خدمت سرمایه‌گذار سبذ باشد. در بند ۵ ماده ۱ دستورالعمل تأسیس و فعالیت سبذگردان، کل دارایی‌ها (شامل وجوه نقد، اوراق بهادار و مطالبات) موضوع مدیریت پرتفوی مشتری است؛ بنابراین همان‌طور که در ماده مذکور بیان شد، آورده‌ها شامل وجه نقد، اوراق بهادار و مطالبات نقدی است. کاهش ریسک سرمایه‌گذاری از طریق تنوع بخشیدن به سبذ اوراق بهادار است. هدف سبذگردان کسب حداکثر بازده مورد انتظار با ایجاد یک سبذ بهینه از سهام و اوراق بهادار مختلف با استفاده از تکنیک‌های مالی در ازای سطوح معینی از ریسک است. «سبذگردانی اختصاصی بدون دریافت و تحلیل نظام‌مند اطلاعات مشتری، توسط سبذگردان و همچنین خرید، فروش یا نگهداری اوراق بهادار به نام مشتری که در آن تخصصی ندارد و در تارنمای سبذگردان به‌عنوان اوراق بهاداری که وی در خصوص آنها سبذگردانی می‌کند، اعلام نشده‌اند، تخلف می‌باشد»؛ بنابراین اصلی‌ترین وظیفه سبذگردان، خرید و فروش اوراق بهاداری است که در آن تخصص دارد و آن هم در چارچوب اختیاراتی است که در قالب قرارداد معین با مشتری حاصل می‌شود و در راستای کسب انتفاع و سود برای مشتری است.^۲ سبذگردان در برابر ارائه خدمات مندرج در قرارداد سبذگردانی کارمزد می‌گیرد، کارمزد در شرکت سبذگردان مانند هر سیستم پاداش‌دهی دیگری از دو بخش هزینه ثابت و هزینه متغیر تشکیل شده است. سبذگردان موظف است تمامی هزینه‌های عملیاتی (از هزینه‌های مربوط به حساب‌رسان و متولیان گرفته تا هزینه‌های مرتبط به مدیریت سرمایه، مانند جمع‌آوری و پردازش اطلاعات، نگهداری اسناد و فعالیت‌های تخصصی و کارشناسی) خود را از محل این کارمزد دریافتی پوشش دهد. علی‌الاصول سبذگردانی، شکلی از سرمایه‌گذاری است که در آن سرمایه‌گذار وجوه یا پرتفو یا ترکیبی از هر دو را در قالب قراردادی مشخص در اختیار سبذگردان قرار می‌دهد و هر شخص

۱. ماده ۱۲ دستورالعمل تأسیس و فعالیت سبذگردان، مصوب ۸۹/۰۸/۲۸، هیأت مدیره سازمان.

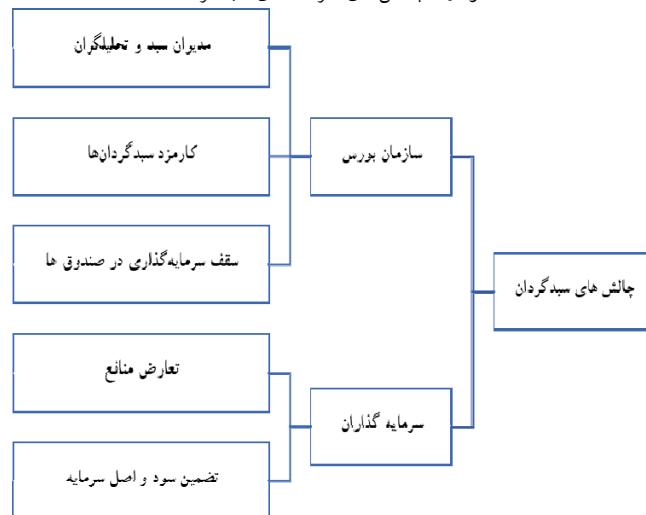
۲. برای مثال ممکن است در یک دوره زمانی خرید اوراق مشارکت دارای سود مطلوبی باشد، اما شخص سرمایه‌گذار در قرارداد خود با سبذگردان اختیار خرید اوراق مشارکت را به وی نداده باشد؛ بنابراین سبذگردان نمی‌تواند به خرید اوراق مشارکت مبادرت ورزد.

حقیقی یا حقوقی قادر است، با مراجعه به شرکت سبذگردان و تنظیم قرارداد سبذگردانی، از خدمات سبذگردانی اختصاصی، استفاده کند (جعفری و خدایاری، ۱۳۹۹: ۱۴۱-۱۳۹).

۳. چالش‌های پیش روی سبذگردان‌ها

در دو سال گذشته بیش از ده‌ها میلیون کد بورسی صادر شده است که درصد بسیار کمی از آنها از طریق شرکت‌های سبذگردان وارد بازار شده‌اند. حضور افراد عادی و بدون دانش و تجربه در بازار سرمایه به معنی حکمرانی احساسات و هیجانات بر بازار است (محمودی و دیگران، ۱۳۹۸: ۵۱). این حضور غیرمنطقی و غیرعلمی افراد عادی در بازار سبب عدم ثبات و افزایش نوسان می‌شود و فقط شرکت‌های سبذگردان قادر خواهند بود که ثبات و پایداری لازم را به بازار برگردانند. از دیگر چالش‌های این شرکت‌ها بخش اجرایی بازار است. عدم ثبات مدیریت و ریاست بازار سرمایه نیز می‌تواند چالش‌های متعددی برای شرکت‌ها داشته باشد، چراکه تفاوت سلیقه‌ها مانع از فعالیت‌های مفید خواهد شد (Chung & Teo, 2012). به‌طور کلی چالش‌های شرکت‌های سبذگردان با نهادها و ارکانی مانند ۱. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ ۲. سرمایه‌گذاران؛ ۳. مدیران و تحلیلگران؛ ۴. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی؛ ۵. بانک؛ ۶. کارگزاری؛ ۷. امین؛ ۸. حسابرس و بازرس؛ ۹. شرکت پردازش اطلاعات مالی و... است. در این مقاله به بررسی مهم‌ترین چالش‌هایی که مانع پیشبرد اهداف این نهاد مالی است پرداخته شده، این چالش‌ها در نمای کلی به شرح زیر دسته‌بندی شده‌اند.

نمودار ۱. چالش‌های شرکت‌های سبذگردان



۳.۱. چالش‌های بین سبدگردان و سازمان بورس

طبق ماده ۳ دستورالعمل، تأسیس شرکت سبدگردان یا تبدیل شرکت موجود به شرکت سبدگردان، نیازمند دریافت مجوز است که متقاضی لازم است حسب مورد مدارک و اطلاعاتی نظیر طرح تجاری، اساسنامه و... را به سازمان ارائه کند. صرفاً اعطای مجوز راه‌اندازی یا تبدیل شرکت موجود به سبدگردان، برای فعالیت سبدگردانی کافی نیست، بلکه شروع و فعالیت به سبدگردانی، علاوه بر مجوز تأسیس یا تبدیل، مستلزم داشتن مجوز فعالیت در این زمینه نیز است. البته دریافت مجوز تأسیس و مجوز فعالیت، شرکت‌های سبدگردان را با چالش‌هایی نظیر افزایش حداقل سرمایه تأسیس (از ۴ میلیارد تومان سال ۱۳۹۸ به ۱۰ میلیارد تومان در سال جاری) و لزوم مالکیت فضای اداری یا تجاری مواجه ساخته است. سایر چالش‌ها به شرح زیرند:

قوانین کنونی در ارتباط با مدیران سبد و تحلیلگران: به ازای هر ۵۰۰ میلیارد تومان شرکت موظف است یک تحلیلگر به تیم اضافه کند و به ازای هر ۱۰۰۰ میلیارد تومان حداقل باید یک نیروی متخصص و دارای مدرک مدیر سبد استخدام کند. چنین دستورالعملی دو مشکل عمده دارد؛ اول اینکه تعداد افراد با این مدارک بسیار محدود است. اشخاص با مدارک حرفه‌ای تحلیلگری و مدیریت سبد حاضر به همکاری با شرکت‌های سبدگردان نیستند و بعضاً با درخواست حقوق و مزایای بسیار نامتعارف یا حتی اجازه دادن مدارک، حاضر به همکاری هستند. از طرفی سازمان بورس نمی‌تواند صلاحیت مدیران سبد را با معیار دیگری غیر از آزمون‌های حرفه‌ای تأیید کند و به نظر می‌رسد این مشکل تا عرضه کافی نیروی متخصص در این صنعت موجود باشد؛ دوم اینکه، در اقتصاد تورمی ما، قیمت‌ها پیوسته افزایش پیدا می‌کنند، قانونی گذاشته شده که برحسب ریال سقفی تعیین شده است. در واقع پس از گذشت مدت کوتاهی سقف‌های گذاشته شده، معنای خود را از دست می‌دهد. مشابه دستورالعمل مصوب حدود پانزده سال پیش برای کارگزاری‌ها که کارکنان کارگزاری هر سال حداکثر مجاز به خرید و فروش سالانه ۲۵ میلیون تومان باشند. چنین دستورالعمل‌هایی که اساساً قابلیت رعایت ندارند (شهیدی و جعفری خسروآبادی، ۱۳۹۶: ۲۶)، عملاً فعالان بازار را هدایت می‌کنند که یا متخلف باشند یا پنهان‌کاری کنند.^۱ شرکت‌های سبدگردان خدمات متنوع و گسترده‌ای همچون ارائه مشاوره سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران ارائه می‌کنند تا اعتماد آنها را به این بازار جلب کنند، اما این مشکلات در نهایت به سلب اعتماد آنها منجر خواهد شد (Van Der Crujisen et

۱. برای مثال، ممکن است سبیدی که تحت مدیریت مدیر سبد قرار گرفته، بیش از مبالغ اعلامی توسط سازمان باشد، چراکه مدیرعامل ترجیح داده با توجه به شرایط موجود سقف جدیدی را برای مدیر سبد تعریف کند که مغایر با دستورالعمل ارائه شده توسط سازمان است.

15: 2021). در این زمینه استفاده از ابزارهایی مثل الگوریتم‌های اجرای معاملات و تحلیل بازار به سبدگردان‌ها کمک می‌کند تا بتوانند با یک تیم متخصص کوچک‌تر به تعداد مشتریان بسیار بیشتری خدمات ارائه دهند (وکیلی و دیگران، ۱۳۹۸: ۱۴۷). افزون‌بر این اگر شرکای سبدگردانی خود دارای مدارک حرفه‌ای لازم باشند و خود نیز مدیریت سبد را عهده‌دار شوند، از حضور شرکای صرفاً سرمایه‌گذار جلوگیری به عمل می‌آید و مشکل کادر اصلی سبدگردان هم حل می‌شود.

عدم معافیت کارمزد سبدگردان‌ها از مالیات بر ارزش افزوده: کارمزد متغیر که بخش اعظم درآمد شرکت‌های سبدگردان را تشکیل می‌دهد و می‌تواند پشتوانه بسیار محکمی برای ادامه فعالیت و رشد این نهاد مالی باشد، مشمول مالیات است و این مسئله سبب تحمیل هزینه‌های سنگین به سبدگردان‌ها و سرمایه‌گذاران و کاهش انگیزه آنها در دریافت خدمات از سبدگردان‌ها می‌شود. به‌طور کلی مالیات بر شرکت‌ها در اقتصاد ایران، نرخ بازگشت خالص سرمایه را کاهش، هزینه استفاده از سرمایه را افزایش و موجودی سرمایه مطلوب را کاهش می‌دهد، به‌طور کلی تأثیر منفی بر تخصیص منابع، کارایی اقتصادی و رفاه داشته و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را کاهش می‌دهد (پژویان و خسروی، ۱۳۹۱: ۱۱۶). در مورد نهادهای مالی برای نمونه می‌توان به صندوق‌های سرمایه‌گذاری اشاره کرد، «براساس مفاد تبصره ۱ ماده ۱۴۳ مکرر قانون مالیات‌های مستقیم موضوع ماده ۷ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، تمامی درآمدهای صندوق سرمایه‌گذاری در چارچوب این قانون و تمامی درآمدهای حاصل از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار موضوع بند ۲۴ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴ و درآمدهای حاصل از نقل و انتقال این اوراق یا درآمدهای حاصل از صدور و ابطال آنها از پرداخت مالیات بر درآمد و مالیات بر ارزش افزوده موضوع قانون مالیات بر ارزش افزوده مصوب ۱۳۸۷/۰۳/۰۲ معاف می‌باشد و از بابت نقل و انتقال آنها و صدور و ابطال اوراق بهادار یادشده، مالیاتی مطالبه نخواهد شد». به بیان ساده صندوق‌های سرمایه‌گذاری معاف از پرداخت مالیات هستند و سود حاصل از سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها هم برای اشخاص حقیقی و هم برای اشخاص حقوقی مشمول معافیت مالیاتی است. این اقدامات در مورد سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها نه تنها به رشد اقتصاد کشور کمک می‌کند و سرمایه را به سمت تولید سوق می‌دهد، بلکه برای هر فرد هم ارزش ریالی بیشتری دارد و در عین حال که سود بیشتری نصیب سرمایه‌گذار می‌شود، او را از پرداخت هزینه مالیات نیز مصون می‌دارد. از این رو در نظر گرفتن چنین قوانینی در مورد سبدگردان‌ها نیز توجه فعالان بازار سرمایه را به سمت این نهاد مالی جلب خواهد کرد.

سقف سرمایه‌گذاری ۱۰ درصدی برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها: مدیر سبد تنها

اجازه دارد ۱۰ درصد از دارایی‌های یک سبد را به صندوق‌ها اختصاص دهد. چرا این قانون محدودیت به حساب می‌آید؟ زیرا بسیاری از شرکت‌های سببگردان صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارند یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری را می‌شناسند که در مقطع زمانی خاصی سودآوری مناسبی دارد. این مدیران سبد تمایل دارند بعضاً برخی از منابع سبدها را به سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها (برای مدت محدودی) اختصاص دهند یا به اصطلاح سرمایه را در این صندوق‌ها پارک کنند تا پس از مساعد شدن شرایط بازار اقدام به خرید سهام یا اوراق بهادار خاصی برای سبد کنند. بعضاً مشاهده شده است که مدیران پرتفوی، سرمایه را به صورت نقد نگه می‌دارند و از رفتار هیجانی پرهیز می‌کنند، سپس مانند شکارچی، سهام موردنظر را در قیمت ورودی مناسب شکار می‌کنند. یک شکارچی همیشه در حال تعقیب و دوییدن نیست و اغلب در سکون و تمرکز به سر می‌برد (Kale & Panchapagesan, 2012: 238). صندوق‌های درآمد ثابت کم‌ریسک می‌توانند بدون نقد کردن سرمایه و خروج از سبد، به مدیر سبد امکان پارک کردن سرمایه را بدهند. صندوق‌های کالایی بر مبنای طلا نیز در زمان‌هایی که امکان کاهش ارزش ریال وجود دارد و مدیر سبد با رصد بازارهای جهانی و نرخ ارز پیش‌بینی می‌کند که قیمت طلا افزایش خواهد یافت، می‌تواند امکان پارک بخشی از سرمایه سبد را در صندوق‌های طلا فراهم آورد. در این زمینه پیشنهاد می‌شود صندوق‌های سببگردانی مختص شرکت‌های سببگردان تشکیل شوند و شرکت‌های سببگردان ملزم باشند بخشی از سرمایه سبد را در این صندوق‌ها سرمایه‌گذاری کنند یا اینکه روند اعطای مجوز تأسیس صندوق به سببگردان‌ها تسریع شود.

۳.۲. چالش‌های بین سرمایه‌گذار و سببگردان

سرمایه‌گذار همان‌طور که در دستورالعمل تأسیس و فعالیت سببگردان ذکر شده است، یکی از ارکان قرارداد سببگردانی محسوب می‌شود که در بند ۷ ماده ۱ دستورالعمل مذکور، چنین تعریف شده است: «شخصی است که در قالب قراردادی مشخص از خدمات سببگردان استفاده می‌کند»؛ با توجه به مطلق به کار بردن کلمه «شخص» در تعریف مذکور، مشتری می‌تواند هم به صورت شخص حقوقی باشد و هم شخص حقیقی، از این رو محدودیتی در این زمینه وجود ندارد. شرکت‌های سببگردان به عنوان نهاد قدرتمند مالی ذی‌نفعان متعددی دارند. حالت بهینه شرکت زمانی است که منافع این ذی‌نفعان متعادل باشد و رفاه جمعی حاصل شود، اما موارد مختلفی مانند منفعت‌طلبی و خطرپذیری ذی‌نفعان مانع این تعادل می‌شود و ایجاد تعارض منافع می‌کند. این تعارض بین ذی‌نفعان یک دسته یا میان ذی‌نفعان دسته‌های متفاوت

به وجود می‌آید و مشکلات فراوانی همچون بی‌اعتمادی به نهاد مالی و در نتیجه ناتوانی در جذب سرمایه‌های خرد را در پی دارد (Del Guercio, 2018: 540).

تعارض منافع؛ سبدگردان در تصمیم‌گیری در خصوص سبد باید مطابق شرایط قرارداد و رعایت مصلحت سرمایه‌گذار عمل کند. تعارض منافع پیدا و پنهان، مانعی جدی در مشروعیت سبدگردانی محسوب می‌شود، تعارض منافع به سه صورت میان سبدگردان و مشتریان، مشتریان مختلف با یکدیگر و سبدگردان با کارگزار تقسیم می‌شود. الف) تعارض منافع بین ذی‌نفعان سبدگردان و مشتریان: طبق ماده ۲۷ دستورالعمل تأسیس و فعالیت سبدگردان، در صورتی که سبدگردان ورقه خاصی را به نام مشتری خود خرید، فروش یا نگهداری می‌کند، درحالی که شرکت سبدگردان یا اشخاص وابسته به آن یا کارکنان یا اشخاص وابسته به آنها ذی‌نفع باشند، موظف است به سرعت کارمندی را که عهده‌دار سبدگردانی برای مشتریان هستند، از این امر مطلع کند و طی گزارش‌های ماهیانه حسابرس و امین خود را از این موضوع مطلع کند و در گزارش‌های دوره‌ای، این موضوع را برای مشتری افشا کند. در حقیقت این ماده افشای چنین حالتی را برای سرمایه‌گذار می‌پذیرد، اما دو ایراد به آن وارد است، اولاً، سبدگردان به طور مطلق و بدون هیچ شرطی، بدون دریافت رضایت مشتری، قادر به انجام این معامله است و ثانیاً، افشا به طور ویژه و اختصاصی صورت نمی‌گیرد، بلکه در گزارش‌های دوره‌ای که برای امین، حسابدار و سرمایه‌گذار تهیه می‌شود، انجام می‌گیرد. برای مثال، فرض کنید که یک شرکت سبدگردان، از طریق قراردادهایی که با مشتریان خود بسته است، مبلغ ۱۰۰۰ میلیارد تومان در اختیار دارد و مدیر شرکت سبدگردان، در پرتفوی شخصی خود، سهامی را خریده است که در صف فروش قفل شده است و معاملات آن انجام نمی‌گیرد و به همین دلیل، سرمایه او بدون استفاده باقی مانده است. بنابراین ممکن است او بخشی از این ۱۰۰۰ میلیارد تومان را صرف خرید سهام موجود در پرتفوی شخصی کند و از آن طرف با کد شخصی خود اقدام به فروش کرده و سرمایه خود را آزاد کند. از جمله راهکارهایی که می‌توان برای رفع تعارض در این حالت پیشنهاد داد، این است که کدهای شخصی مدیران سبد و افراد نزدیک به آنها به طور کامل تحت نظارت سازمان بورس باشد و مدیران سبدگردان ملزم باشند مانند سایر سرمایه‌گذاران اقدام به دریافت کد PRX کنند و نتوانند در کدهای شخصی خود خرید و فروش انجام دهند یا محدودیت زیادی در این زمینه داشته باشند، از این طریق پیگیری و نظارت سازمان بورس بر آنها تسهیل می‌شود و تخلفات به حداقل ممکن می‌رسد. از سوی دیگر، اگر شرکت‌های سبدگردان ملزم بودند تا در قبال زیان سرمایه‌گذار جریمه دهند، سوء استفاده از منابع مالی در اختیار آنها بسیار کم می‌شد؛ ب) تعارض بین منافع مشتریان مختلف: در تبصره ماده ۱۰ دستورالعمل مقرر شده است «سبدگردان باید رویه‌ای به کار گیرد تا اطلاعات

مربوط به سفارش‌ها و معاملات مشتریان سبذگردان در صورت وجود، در اختیار اشخاصی که وظیفه‌ی سبذگردانی اختصاصی سایر مشتریان را به‌عهده دارند، قرار نگرفته یا در دسترس آن‌ها نباشد». به‌نظر می‌رسد هدفی که این ماده دنبال می‌کند این است که وقتی فرصت سرمایه‌گذاری توسط مدیر پورتنفو یک سبذ معین، برای آن سبذ تعیین شده است، توسط مدیر پورتنفو سبذ دیگر برای سبذ تحت مدیریتش اعمال نشود؛ به‌عبارت دیگر رعایت انصاف برای تخصیص سرمایه‌گذاری تأمین شود. با اینکه تعارض منافع بین مشتریان مختلف شناسایی شده است، اما در دستورالعمل سبذگردانی، حالتی را که یک مدیر پورتنفو مدیریت چندین سبذ را بر عهده داشته باشد، در تخصیص فرصت بین سبدهای مختلف مقید به شرطی نکرده است. برای این موضوع سازمان بورس می‌تواند شرکت‌های سبذگردان را ملزم به تدوین دستورالعمل نحوه‌ی گزینش و مدیریت سهام برای سبدهای کوچک و بزرگ‌تر کند و با توجه به نحوه‌ی مدیریت سهام رتبه‌ی اعتباری برای سبذگردان‌ها در نظر بگیرد. شایان ذکر است که چنانچه سبذگردان بین مشتریان مختلف تفاوت قائل شود، در نتیجه مصلحت مشتری را رعایت نکرده است و باید خسارتی را که موجب از دست رفتن این فرصت به او وارد می‌شود، بپردازد. همچنین اگر در این نوع تعارض به‌نوعی سبذگردان هم منتفع باشد، مثلاً حق‌الزحمه‌ی بیشتری به او تعلق گیرد، با توجه به ماده ۱۴ دستورالعمل نیز مورد اتهام قرار می‌گیرد، چراکه براساس این ماده در شرایط وجود تضاد منافع بین سبذگردان و مشتری، اولویت با منافع مشتری خواهد بود و او به‌دلیل نقض این مقرر نیز مسئول تلقی می‌شود (طالب تبار دولتی، ۱۳۹۱: ۶۳-۶۲؛ ج) تعارض منافع بین سبذگردان و کارگزار: طبق تبصره ۴ ماده ۱۳ دستورالعمل، «کارکنانی که سبذگردانی سبدهای اختصاصی مشتریان را به‌عهده دارند، نباید همزمان نقش یا مسئولیتی در اجرای دستورات و فروش اوراق بهادار سایر اشخاص داشته باشند». ازاین‌رو مصادیقی همچون شفاف‌سازی، حفاظت از اطلاعات محرمانه، محدودیت تصمیم‌گیری ذی‌نفعان در فرایندهایی نظیر خریدوفروش و همچنین ممنوعیت فعالیت‌هایی موازی و متعارض با بازار سرمایه از جمله مواردی است که باید مدنظر قانونگذار قرار بگیرند (افشاری و درخشان، ۱۳۹۹: ۱۸۴)؛ بنابراین پیش از آنکه سرمایه‌گذاران را تشویق به سپردن نقدینگی خود به سبذگردان‌ها کنیم، باید اصل تعارض منافع به‌صورت جدی در مقررها و دستورالعمل‌ها دیده شود تا خلأهای آشکاری که می‌تواند زمینه‌ی ورود ضرر بر مشتریان شود، مرتفع گردد. لایحه‌ی تضاد منافع از جمله لوایحی است که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه و تدوین شده و از طریق سایت سازمان بورس به نمایش گذاشته است. در ماده ۲ لایحه، ناشران و نهادهای مالی موظف شده‌اند که نسبت به مدیریت تضاد منافع و راه‌های مقابله با آن، اقداماتی را که در متن این ماده مشخص شده است، در دستور کار قرار دهند. همان‌گونه که می‌دانیم در بند ۲۱ قانون بازار اوراق بهادار نهاد مالی،

نهادهای فعالی تعریف شده‌اند که در بازار اوراق بهادار در حال فعالیت هستند که بی‌شک بسیاری از مجموعه‌های خصوصی از جمله سبذگردان‌ها، کارگزاری‌ها و... در آن قرار می‌گیرند. مسئله تضاد منافع امری است که باید به‌عنوان مسئله آمره و حاکمیتی در نظر گرفته شود؛ به این بیان که پس از مشخص شدن تمام مختصات تضاد منافع باید ارکان تصمیم‌گیر در یک نهاد مالی یا در یک ناشر تمامی خصوصیات خود را با آن مطابقت دهند تا در صورت وجود خصوصیتی که دال بر حصول تضاد منافع است، از آن جلوگیری کنند یا از استفاده از افرادی با واجد آن خصوصیات ممانعت به‌عمل آید یا اینکه چنانچه شخصی خود را واجد آن خصوصیت بداند، از قبول مسئولیت در آن نهاد مالی یا ناشر امتناع ورزد. از این رو تشکیل کارگروهی به‌منظور تدوین لایحه‌ای منسجم در خصوص تعارض منافع نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه به‌دلیل اهمیت زیاد این نهادها در هدایت نقدینگی جامعه به سمت بازار سرمایه و لزوم شفافیت و پاسخگویی ارکان آنها احساس می‌شود.

تضمین سود و اصل سرمایه توسط سبذگردان؛ سؤالی که مطرح می‌شود این است که آیا سبذگردان مجاز است اصل سرمایه و سود مشتری را تضمین کند؟ پاسخ به این پرسش مستلزم بررسی ماهیت حقوقی عملیات سبذگردانی است، تقریباً در هیچ‌یک از قوانین و مقررات بورس، حکم صریحی در خصوص ماهیت سبذگردانی وجود ندارد و عبارات به‌کاررفته در متن قوانین و آیین‌نامه‌های مربوطه، ماهیت روشنی از سبذگردانی ارائه نمی‌کنند؛ از این رو باید از طریق موارد مشابه و وحدت ملاک به تبیین ماهیت آن پرداخت، لذا دو قرارداد متداول که بیشترین شباهت را به قرارداد سبذگردانی دارند، یعنی وکالت و مضاربه بررسی می‌شود.

الف) وکالت و سبذگردانی: ماده ۶۵۶ قانون مدنی وکالت را چنین تعریف کرده است: «وکالت عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین، طرف دیگر را برای انجام امری نایب خود می‌کند». هرگونه تصرفی که وکیل انجام می‌دهد، با اذن موکل و از سوی اوست، خواه ضرر باشد خواه سود. مهم‌ترین اثر وکالت، اعطای نیابت است؛ بدین معنا که موکل، اعمالی را که وکیل انجام می‌دهد، برای خود و به‌منزله اقدام خود می‌داند و به او اختیار می‌دهد که به نام و به حساب موکل تصرفاتی کند (کاتوزیان، ۱۳۹۰: ۶۰)؛ بنابراین، وکیل در تصرفاتی که انجام می‌دهد و از آثار ناشی از آن، در حکم واسطه است و از این رو علی‌الاصول مسئولیتی برای وی وجود ندارد. در سبذگردانی نیز، با انعقاد قرارداد سبذگردانی، سبذگردان از طرف مشتری، اختیار دارد به خرید، فروش یا نگهداری اوراق بهادار بپردازد و این اعمال را نیز به نام و برای وی انجام می‌دهد، کما اینکه تعریف قانون بازار و دستورالعمل تأسیس و فعالیت سبذگردانی نیز بیانگر همین موضوع است (زراعت و مسجد سراسی، ۱۳۹۰: ۲۷۷). در وکالت، وکیل در برابر موکل خود امین محسوب می‌شود، سبذگردان نیز همین نقش را در برابر مشتری دارد. مطابق با ماده

۶۶۸ قانون مدنی، وکیل باید حساب دوره وکالت خود را به موکل خود ارائه کند و بند ۸ ماده ۸ دستورالعمل تأسیس و فعالیت سبدگردانی نیز که در خصوص زمان گزارش دهی سبدگردان به مشتری است، مؤید همین مطالب است. در مقابل شباهت‌های مطرح شده، میان سبدگردانی و وکالت تفاوت‌هایی نیز وجود دارد، از جمله دایره شمول اعمال و فعالیت‌های وکالت گسترده‌تر از سبدگردانی است، چراکه در سبدگردانی، فعالیت سبدگردان محدود به فروش، خرید یا نگهداری اوراق بهادار است و نیز حیطة فعالیت وی صرفاً در معاملات بورس و بازار سرمایه است، درحالی‌که در وکالت، موکل می‌تواند انجام هر عمل حقوقی را در هر زمینه و فعالیتی، به وکیل نیابت دهد. نحوه و میزان حق‌الزحمه سبدگردان، براساس تعرفه و سقف‌های تعریف شده در سازمان بورس تعیین می‌شود و در مواردی نیز که توافق طرفین حاکم باشد، باید به تأیید سازمان برسد، درحالی‌که در وکالت، حق‌الوکاله اصولاً تابع توافق طرفین است و در صورت عدم توافق، تابع عرف و عادت است و در صورت نبود عادت مسلمی، وکیل مستحق اجرت‌المثل است.^۱ وکالت در خصوص اموری است که خود موکل بتواند آن را بجا آورد.^۲ درحالی‌که در سبدگردانی، سرمایه‌گذار، به دلیل شرایط ویژه‌ای که در زمینه معاملات بورسی (از جمله اینکه تمامی معاملات باید از طریق کارگزاران انجام پذیرد)، وضع شده است، خود نمی‌تواند به خرید یا فروش پردازد و این کار را از طریق سبدگردان انجام می‌دهد. در صورتی‌که ماهیت قرارداد سبدگردان را عقد وکالت بدانیم، ضمانت وکیل نسبت به اصل سرمایه قابل پذیرش ولی نسبت به سود، نامعتبر است. از آنجا که وکیل، شخصیتی مستقل نسبت به موکل دارد، می‌تواند تضمین دهد که در صورت فعالیت تجاری و ورود خسارت به سرمایه، نسبت به ضرر واقع شده، ضامن است و به میزان خسارت وارد شده به اصل سرمایه جبران خواهد کرد. در این صورت، توافق به عمل آمده الزام‌آور است و از نظر قانونی منعی ندارد. غیر از اینکه گفته شود «ضمان مالم یجب»^۳ واقع شده است (باقری، ۱۳۸۲: ۷۸) که در پاسخ آن باید گفت ضمان موضوع بحث، از نوع ضمان سهرکنی^۴ است، درحالی‌که «ضمان مالم

۱. ماده ۶۷۶ قانون مدنی

۲. ماده ۶۶۲ قانون مدنی

۳. ضمان ما لم یجب یعنی نمی‌توانیم ضمانت دینی را بکنیم که سبب آن هنوز ایجاد نشده است. برای مثال شما می‌گویید اگر روزی فردی، مبلغی، به شخصی بدهکار شود من ضامن او خواهم بود و امروز ضمانت‌نامه تنظیم می‌کنم! این ضمان ما لم یجب بوده و باطل است.

۴. ضمان به دو صورت قابل تصور است: یکی ضمان سهرکنی که عبارت است از ضمان، مضمون (مال) و مضمون‌له (صاحب مال)، مانند اینکه کسی مال دیگری را غصب کرده باشد که غاصب ضامن و مال مضمون و صاحب مال مضمون‌له است؛ دوم، ضامن چهاررکنی که عبارت است از ضامن، مضمون، مضمون‌له و مضمون‌عنه. مقصود از مضمون‌عنه کسی است که ضامن، مالی را که به ذمه او (مضمون‌عنه) ثابت شده است به ذمه خود منتقل کند، مانند اینکه کسی دینی بر ذمه او ثابت شده باشد و

یجب» در ضمانت‌های چهاررکنی موضوعیت دارد (آصفی، ۱۳۸۰: ۷۴)، از این رو اشکال وارد نیست؛ اما ضمانت نسبت به پرداخت سود، در دو فرض قابل تصور است؛ یکی اینکه ضامن، متعهد شود که از معاملات آینده، سود به دست آید و دیگر اینکه ضامن، متعهد شود در صورت تحقق سود از معاملات آینده، سود به دست آمده به مضمون‌له پرداخت شود. در هر دو صورت، ضمانت سود توسط سبذگردان بی‌معنا و باطل خواهد بود، زیرا در صورت اول یعنی ضمانت تحقق سود، ضمانت نسبت به امری محتمل‌الوقوع خواهد بود که ممکن است در عالم خارج محقق نشود، چنین ضمانتی از حیطة قدرت ضامن خارج بوده و از نظر فقهی و حقوقی باطل است، زیرا ضامن سلطه‌ای نسبت به مضمون ندارد. ضمن اینکه تضمین سود چه به معاملات منجر به سود بشود و چه نشود، عقد و توافق حاصله را به ریا نزدیک می‌کند (هادی تهرانی، ۱۳۷۸: ۱۵۰)؛ اما در فرض دوم که ضامن متعهد شود در صورت تحقق سود، آن را پرداخت کند نیز ضمانت بی‌معناست؛ زیرا فرض این است که سبذگردان، وکیل سرمایه‌گذار در انجام معاملات است، ضمانت او نسبت به پرداخت سود محقق شده است، در حقیقت ضمانت نسبت به انجام تکلیف خود اوست و واضح است که در ضمانت شخصیت ضامن و مضمون‌عنه می‌بایست متعدد باشد و وحدت شخصیت ایشان، ضمانت را بی‌معنا خواهد کرد.

ب) مضاربه و سبذگردانی: ماده ۵۴۶ قانون مدنی در تعریف مضاربه مقرر می‌دارد: «مضاربه عقدی است که به موجب آن احد متعاملین سرمایه می‌دهد با قید اینکه طرف دیگر با آن تجارت کرده و در سود آن شریک باشند. صاحب سرمایه، مالک؛ و عامل، مضارب نامیده می‌شود». شرکتی که در اثر مضاربه حاصل می‌شود، از شخصیت حقوقی بی‌بهره است و همه دادوستدها به نام عامل و به وسیله او انجام می‌شود، ولی نتیجه معامله به صاحب سرمایه نیز می‌رسد (کاتوزیان، ۱۳۹۰: ۵۴۴)؛ بنابراین، مالک و مضارب با هم شریک می‌شوند. هدف از مضاربه، سودی است که بین عامل و مضارب تقسیم می‌شود؛ ولی طبق تعریفی که از سبذگردان گذشت در سبذگردانی هدف سبذگردان سودرسانی به سرمایه‌گذار است همچنین همان‌طو که از ماده ۵۴۷ قانون مدنی برمی‌آید، این است که سرمایه در عقد مضاربه فقط باید وجه نقد باشد؛ درحالی‌که در قرارداد سبذگردانی دارایی مشتری می‌تواند شامل وجه نقد، اوراق بهادار و مطالبات باشد. تفاوت دیگری که مطرح می‌شود از ماده ۵۴۸ ق.م.نشأت می‌گیرد، در عقد مضاربه حصه هریک از مالک و مضارب در منافع باید جزء مشاع از کل، از قبیل ربع یا ثلث و غیره باشد و توافق برخلاف آن مخالف مقتضای ذات عقد مضاربه است، درحالی‌که در قرارداد سبذگردانی، سبذگردان در ازای انجام سبذگردانی کارمزد دریافت می‌کند و این کارمزد سهم

شخص دیگری دین را به مصلحت مضمون‌له به ذمه خود بگیرد که او را «ضامن» می‌گویند و دین را «مضمون» و دائن را «مضمون‌له» و مدیون را «مضمون‌عنه» و این ضمان را «ضامن ناقل» می‌نامند.

مشاع از کل نیست، در واقع مطابق ماده ۱۵ دستورالعمل، سبذگردان موظف است در محاسبه کارمزد، از بین روش‌هایی که توسط سازمان تعیین و ابلاغ می‌شود انتخاب و سقف کارمزدهای مصوب هیأت مدیره سازمان را رعایت کند. کارمزد سبذگردان شامل دو بخش کارمزد ثابت و متغیر است. بخش کارمزد ثابت در هر صورت چه در فرض سودآور بودن سبذ و چه در فرض زیان‌آور بودن آن، از خالص آورده سرمایه‌گذار، در پایان روز از سرمایه‌گذار دریافت می‌شود و بخش کارمزد متغیر، در صورتی از وی دریافت می‌شود که بازدهی سبذ اختصاصی وی در پایان قرارداد یا هنگام فسخ آن از جانب وی، بیش از مقدار تعیین شده در ابتدای قرارداد باشد. البته موارد ذکر شده شاید از لحاظ شکلی به‌عنوان تفاوت قرارداد مضاربه و سبذگردانی مطرح شوند، ولی ماهیتاً این دو قرارداد را به یکدیگر نزدیک می‌کند، چراکه کارمزد ثابتی که سبذگردان دریافت می‌کند، بسیار ناچیز است و عمده کارمزد مربوط به کارمزد متغیر است، از این رو نفع سبذگردان در کسب بازدهی بیشتر است تا از این طریق سهم خود را از کارمزد بیشتر گرداند و چنین امری همان مشارکت در سود است که در قرارداد مضاربه نیز مشهود است. در عقد مضاربه ضمانت مضارب نسبت به اصل سرمایه، محل بحث و نزاع فقها و حقوقدانان قرار گرفته است و قول مشهور بر بطلان آن نظر دارد (پرتوی‌زاده بنام و آیتی، ۱۳۹۱: ۷۹). بر همین اساس، ماده ۵۵۸ قانون مدنی بیان کرده است: «اگر شرط شود که مضارب، ضامن سرمایه خواهد بود و یا خسارات حاصله از تجارت متوجه مالک نخواهد شد عقد باطل است...» البته در متون فقهی راه‌حلی‌هایی برای تخلص از ممنوعیت تضمین سرمایه پیشنهاد شده و قانون مدنی هم در ادامه ماده پیش‌گفته راهکاری را به این صورت مطرح کرده است: «...مگر اینکه به‌طور لزوم شرط شده باشد که مضارب از مال خود به مقدار خسارت یا تلف، مجاناً به مالک تملیک کند؛ اما به هر حال شرط ضمانت اصل سرمایه، ضمن قرارداد مضاربه نه‌تنها باطل است، بلکه موجب بطلان عقد نیز خواهد شد؛ اما در خصوص ضمانت نسبت به سود ناشی از معاملات، همان مطالبی که در فرض پیشین بیان شد، وجود دارد؛ یعنی اگر منظور از ضمانت سود، تعهد نسبت به تحقق سود از معاملات باشد، چنین ضمانتی به‌دلیل عدم قدرت بر انجام آن، باطل است و اگر مقصود از ضمانت سود، تعهد به پرداخت سود محقق شده در صورت وجود باشد، با توجه به اینکه ضامن و مضمون‌عنه یک شخص خواهد بود، ارکان آن تشکیل نشده و عقد بی‌معنا و بی‌اثر خواهد بود (ترکمان و ایرانلو، ۱۳۹۵: ۸۶)؛ زیرا بنا بر فرض، شرکت سبذگردان ضامن است که در صورت تحقق سود، وجه متعلق به سرمایه‌گذار را بپردازد. بدیهی است پرداخت این وجه، تکلیف سبذگردان است و ضمانت نسبت به این تکلیف معنا نخواهد داشت.

در هریک از عقود که با سبدگردانی مقایسه شدند، تفاوت‌های اساسی وجود داشت، از این رو نمی‌توان ماهیت سبدگردانی را به‌طور مطلق با هیچ‌کدام از آنها تطبیق داد، بلکه دارای ماهیتی خاص و جدید با قواعد خاص به خود است، لکن اگر بخواهیم سبدگردانی را با یکی از عقود مطرح‌شده در این مبحث تطبیق بدهیم، می‌توان گفت که اگرچه اوصاف عقد وکالت در این قرارداد مشهود است، اما باید توجه کرد که وکالت عقدی عام است که در صورت وجود ویژگی‌های خاص می‌تواند به عقد دیگری با احکام خاص تبدیل شود، به‌طور نمونه می‌توان به سه عقد مضاربه، مساقات و مزارعه اشاره کرد که جوهره وکالت در این عقود وجود دارد. به‌نظر می‌رسد سبدگردانی به مضاربه شبیه‌تر است تا وکالت، به موجب ماده ۵۴۶ قانون مدنی در تعریف مضاربه مقرر می‌دارد: «مضاربه عقدی است که به موجب آن احد متعاملین سرمایه می‌دهد با قید اینکه طرف دیگر با آن تجارت کرده و در سود آن شریک باشند...». در تحلیل آن می‌توان گفت که مضاربه عقدی است مرکب از عقود متعدد، زیرا سپردن سرمایه به عامل موجب مسئولیت امانی وی می‌شود و در نتیجه «عامل» عنوان «ودعی» و «امین» را پیدا می‌کند (عقد امانت). از طرف دیگر صاحب سرمایه به عامل وکالت و نیابت می‌دهد تا به حساب او تجارت کند، در نتیجه عامل از طرف مالک وکیل در تصرف سرمایه خواهد بود و کالتاً از جانب صاحب مال با سرمایه او به دادوستد می‌پردازد (عقد وکالت). افزون‌بر این اگر از تجارت سودی حاصل شود، مالک و عامل در منفعت به‌دست‌آمده شریک‌اند و نتیجه حاصله متعلق به هر دو طرف خواهد بود (عقد شرکت). به‌طور خلاصه می‌توان گفت ویژگی بارز مضاربه نسبت به وکالت، در شریک بودن عامل با مضارب است، به‌گونه‌ای که هرگاه وکیل در امر تجارت با موکل شریک شود، می‌توان عقد حاصله را ماهیتاً مضاربه دانست. بررسی قراردادهای سبدگردانی نشان می‌دهد، سبدگردان، کارمزد خود را به‌صورت مرکب تعیین می‌کند. به این ترتیب که چنانچه بازدهی سبد در یک سال تا درصد معینی (برای مثال ۲۰ درصد) باشد، کارمزد، درصد معینی (برای مثال ۱ درصد) از قیمت اوراق بهادار سبد اختصاصی است و چنانچه بازدهی از میزان توافق‌شده بیشتر گردد، سبدگردان با سرمایه‌گذار به میزان معین (برای مثال ۲۰ درصد) در بازدهی مازاد شریک خواهد بود. تعیین چنین کارمزدی ماهیت سبدگردانی را به مضاربه شبیه کرده است. به تعبیر دیگر نفع سبدگردان در کسب بازدهی بیشتر است تا از این طریق سهم خود را از کارمزد، بیشتر گرداند و چنین امری همان مشارکت در سود است، البته برابر مقتضای مضاربه زیان بر عهده مالک است. به‌طور دقیق‌تر می‌توان چنین عنوان کرد که در عقد مضاربه، مضارب درصد معینی را که در قرارداد مشخص شده است از سود حاصل از موضوع قرارداد دریافت می‌کند و در برابر اصل سرمایه هیچ تضمینی نمی‌دهد (امین‌زاده، ۱۳۹۷: ۱۰۱-۹۹). قرارداد سبدگردانی نیز از جهاتی شبیه مضاربه عمل

می‌کند، با این تفاوت که در این قرارداد کارمزد ثابتی دریافت می‌شود که به‌طور معمول در سبد درآمدی شرکت مبلغ شایان توجهی نیست و از آنجا که در قرارداد سبدگردانی برخلاف مضاربه که طرفین قرارداد اشخاص حقیقی‌اند و ادامه حیاتشان منوط به هزینه خاصی نیست، یک طرف قرارداد حتماً شخص حقوقی است که مدیریت سرمایه را بر عهده دارد و این شخص حقوقی (سبدگردان) برای ادامه حیات باید سازوکارهایی داشته باشد که این سازوکارها مستلزم هزینه‌هایی است که مستقل از سود شرکت هستند، از این‌رو کارمزد ثابت را می‌توان صرفاً مبلغی دانست که صرف تشکیل این سازوکارها می‌شود تا اینکه مبلغی برای درآمد پایدار شرکت باشد. از این‌رو قید این موضوع که سبدگردان نمی‌تواند اصل سرمایه و سود سرمایه‌گذار را تضمین کند، در دستورالعمل تأسیس و فعالیت ضروری به‌نظر می‌رسد.

۴. نتیجه

امروزه ده‌ها میلیون کد بورسی برای افراد توسط سازمان بورس و اوراق بهادار صادر شده، اما متأسفانه عدم مدیریت صحیح و نبود نظارت مناسب سبب شده است که این بازار به بی‌ثباتی مطلق برسد. شرکت‌های سبدگردان از جمله مهم‌ترین نهادهایی هستند که می‌توانند ثبات و پایداری نسبی را به بازار سرمایه برگردانند، اما این شرکت‌ها نیز با چالش‌ها و مشکلات مختلفی مواجهند که در نهایت به کاهش انگیزه و کم‌رنگ‌تر شدن فعالیت آنها منجر می‌شود. یکی از مشکلاتی که بر سر راه فعالیت سرمایه‌گذاران غیرمستقیم وجود دارد، زمان‌بر بودن و دشوار بودن فرایند سرمایه‌گذاری غیرمستقیم از طریق سبدگردان‌ها در مقایسه با سرمایه‌گذاری مستقیم در این بازار است. فضای رقابتی که کارگزاری‌ها ایجاد کرده‌اند، سبب شده، امتیازات خاصی برای سرمایه‌گذاران مستقیم در نظر گرفته شود و اغلب مردم سرمایه‌گذاری مستقیم در این بازار را به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم ترجیح دهند. سیطره نهاد کارگزاری و همچنین بانک و کارگزاری‌های بانکی و تضاد منافی که بین فعالیت کارگزاری‌ها و سرمایه‌گذاری غیرمستقیم مردم در بازار سرمایه وجود دارد، از جمله مهم‌ترین مشکلات و موانع توسعه سرمایه‌گذاری غیرمستقیم است. مشکل دیگری که بر سر راه توسعه سرمایه‌گذاری مستقیم در بازار سرمایه وجود دارد، نگاه حاکمیتی است. اگرچه در صحبت‌ها همیشه از سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بازار سرمایه حمایت شده، در عمل، ابزارها و مقررات حاکم بر بازار سرمایه از جمله دامنه نوسان و حجم مینا به‌نوعی تزریق نگاه کوتاه‌مدت و غیرحرفه‌ای به بازار سرمایه بوده است. شرکت‌های سبدگردان امکان دریافت اعتبار مستقیم از بانک برای صندوق‌های اهرمی را ندارند و برای دریافت اعتبار، ناچار به دریافت اعتبار از طریق کارگزاری‌ها هستند. همچنین صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مهم‌ترین ابزارهای فعالیت شرکت‌های سبدگردان محسوب

می‌شوند. حال آنکه پس از دریافت مجوز فعالیت سبدگردان‌ها برای تأسیس یک صندوق باید فرایندی بس طولانی و دشوار پشت سر گذاشته شود. این در حالی است که در بازارهای سرمایه بزرگ دنیا، برخی شرکت‌های مدیریت دارایی بیش از ۲ هزار صندوق را مدیریت می‌کنند. علاوه بر این شرکت‌های سبدگردان برای سبدها و صندوق‌های خود امکان اعلام پیش‌بینی حداقل سود ممکن را ندارند. جمیع این مشکلات، سبب استضعاف‌گری، استحمارگری و کوتاه‌مدت‌نگری در روش سرمایه‌گذاری غیرمستقیم به‌ویژه سبدگردانی شده است. راهکارهای حل مشکلات عبارت‌اند از: اصلاح دستورالعمل‌ها و قوانین مربوط به حداقل سرمایه و نیروی انسانی سبدگردان‌ها؛ تغییر نگرش سرمایه‌گذاران از کوتاه‌مدت به بلندمدت از طریق اعطای مجوزهای بلندمدت به سبدگردان‌ها؛ معافیت‌های مالیاتی کارمزد متغیر سبدگردان‌ها؛ حل مشکلات زیرساختی مربوط به هسته معاملات و نرم‌افزارها به‌منظور تسریع فرایند خریدوفروش و شفافیت معاملات برای سرمایه‌گذاران؛ لزوم تسریع صدور مجوزهای لازم برای تأسیس صندوق‌ها توسط سبدگردان‌ها؛ بازنگری در دستورالعمل تأسیس و فعالیت سبدگردان‌ها و در نظر گرفتن مواردی نظیر امکان دریافت اعتبار از بانک‌ها، همچنین بررسی این موضوع که با توجه به ماهیت حقوقی این نهاد مالی آیا سبدگردان مجاز به تضمین سود و سرمایه برای سرمایه‌گذار است یا خیر؟ پاسخ به این پرسش با توجه به بررسی انجام‌گرفته در خصوص ماهیت حقوقی سبدگردان منفی است، همچنین شرایط بازار سرمایه از سال ۱۳۹۹ تاکنون نشان داد که در نظر گرفتن چنین تضمینی برای سرمایه‌گذار به‌هیچ‌وجه منطقی و عقلایی نیست. از این‌رو فارغ از اینکه برخی شرکت‌های سبدگردان به‌منظور جذب مشتری چنین مواردی را تضمین می‌کنند به‌نظر می‌رسد سازمان بورس به‌عنوان نهاد ناظر باید شرکت‌های سبدگردان را ملزم به ذکر این موضوع در قراردادهای منعقدہ کند. در نهایت شایان ذکر است که تشکیل کانون مستقل برای سبدگردان‌ها می‌تواند به دلایلی مانند احتمال پیگیری قوی‌تر نیازها، خواسته‌ها و ابزارهای مورد نیاز این دست از نهادهای مالی و همچنین دانش بالای اشخاصی که در این کانون گرد هم می‌آیند، به‌منظور مدیریت تعارضات مفید فایده باشد و به حل چالش‌های مطرح‌شده کمک کند.

بیانیه نبود تعارض منافع

نویسندگان اعلام می‌کنند که تعارض منافع وجود ندارد و تمام مسائل اخلاق در پژوهش را شامل پرهیز از دزدی ادبی، انتشار و یا ارسال بیش از یک بار مقاله، تکرار پژوهش دیگران، داده‌سازی یا جعل داده‌ها، منبع‌سازی و جعل منابع، رضایت ناآگاهانه سوژه یا پژوهش‌شونده، سوءرفتار و غیره، به‌طور کامل رعایت کرده‌اند.

منابع

الف) فارسی

۱. آصفی، محمدمهدی (۱۳۸۰). «بررسی سه فرع فقهی در بانکداری اسلامی»، *فقه اهل بیت*، دوره ۷، ش ۲۷، ص ۶۸-۹۵. در: <http://noo.rs/AACe0> (۲۰ آذر ۱۴۰۰)
۲. امین‌زاده، سید محمد (۱۳۹۷). «تحلیل حقوقی رأی هیأت داورى بورس در زمینه سپدگردانی از حیث ضمانت سودآوری و اناطه انضباطی»، *فصلنامه رأی*، دوره ۷، ش ۲۴، ص ۸۳-۱۰۰. DOI: 10.22106/JCR.2019.102938.1239
۳. افشاری، فاطمه؛ داور درخشان (۱۳۹۹). «مدیریت تعارض منافع بورس اوراق بهادار در آیین هنجارهای تقنینی»، *پژوهش‌های نوین حقوق اداری*، دوره ۲، ش ۵، ص ۱۸۹-۱۶۵. DOI: 10.22034/MRAL.2021.141601.1082
۴. باقری، احمد (۱۳۸۲). «ضمان مالیم یجب»، *مقالات و بررسی‌ها*، (۳)۳۶، ص ۷۷-۹۰. در: <https://www.sid.ir/fa/journal/ViewPaper.aspx?id=6351> (۲۲ آذر ۱۴۰۰)
۵. پرتوی‌زاده بنام، رضا؛ سید محمدرضا آیتی (۱۳۹۱). «بیمه عمر از منظر فقه و حقوق اسلامی»، *نشریه حقوق پزشکی*، دوره ۶، ش ۲۲، ص ۵۱-۸۴. در: <https://www.sid.ir/fa/journal/ViewPaper.aspx?id=186190> (۲۲ آذر ۱۴۰۰)
۶. پژوهان، جمشید؛ تانیا خسروی (۱۳۹۱). «تأثیر مالیات بر شرکت‌ها بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی»، *نشریه اقتصاد کاربردی*، دوره ۳، ش ۱۱، ص ۹۷-۱۲۱. DOI: 20.1001.1.22516212.1391.3.0.1.7
۷. ترکمان، حسین؛ محسن ایزانلو (۱۳۹۵). «ضمانت اجرای قراردادی تعهد به فعل ثالث»، *تحقیقات حقوقی بین‌الملل*، دوره ۹، ش ۳۴، ص ۸۳-۱۰۰. در: http://alr.iauctb.ac.ir/article_533484.html (۲۲ آذر ۱۴۰۰)
۸. جعفری ندوشن، علی‌اکبر؛ پریسا خدایاری (۱۳۹۹). *حقوق مالی (نهادهای مالی)*، ج ۱، یزد: جهاد دانشگاهی.
۹. حمایلی مهربانی، تایماز؛ محسن مهرآرا (۱۴۰۰). «شبه‌سازی و برآورد احتمال معامله مبتنی بر اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه راهبرد مدیریت مالی*، دوره ۹، ش ۳، ص ۴۰-۱۷. DOI: 10.22051/JFM.2021.34518.2483
۱۰. زراعت، عباس؛ حمید مسجدسرایبی (۱۳۹۰). *متون فقه*، ج ۱، چ چهارم، تهران: خط سوم.
۱۱. شهیدی، سید مرتضی؛ نصراله جعفری خسروآبادی (۱۳۹۶). «ماهیت فقهی - حقوقی عمل کارگزاری در معاملات بورسی»، *دانشنامه حقوق اقتصادی (دانش و توسعه)*، دوره ۲۴، ش ۱۲، ص ۴۲-۲۳. DOI: 10.22067/LE. V24I12.54532
۱۲. ارشد، دانشگاه تهران، دانشکده حقوق و علوم سیاسی. «ماهیت و رژیم حقوقی حاکم بر سپدگردانی در بازار اوراق بهادار، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، دانشکده حقوق و علوم سیاسی».
۱۳. کائوزیان، ناصر (۱۳۹۰). *حقوق مدنی، عقود معین (دوره مقدماتی)*، ج ۱، چ شانزدهم، تهران: کتابخانه گنج دانش.
۱۴. محمودی، وحید؛ حسین عبده تبریزی؛ سعید شیرکوند؛ رضا قهرمانی (۱۳۹۸). «الگوی حکمرانی و تخصیص منابع در صندوق توسعه ملی ایران»، *نشریه اقتصاد مالی (اقتصاد مالی و توسعه)*، دوره ۱۳، ش ۴۹، ص ۱۰۰-۴۷. DOI: 20.1001.1.25383833.1398.13.49.2.9
۱۵. هادوی تهرانی، مهدی (۱۳۷۸). *مبانی فقهی اوراق مشارکت، مجموعه مقالات دهمین همایش بانکداری اسلامی*، ج اول، تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران.
۱۶. وکیلی، سید حجت؛ سید مرتضی عمادی؛ سید بابک ابراهیمی (۱۳۹۸). «سیستم سپدگردان خودکار با استفاده از ترکیب مدل‌های پیش‌بینی تلاطم و مبانی تحلیل تکنیکال»، *فصلنامه راهبرد مدیریت مالی*، دوره ۱، ش ۷، ص ۱۶۶-۱۴۶. DOI: 10.22051/JFM.2018.14479.1314

ب) خارجی

17. Chung, S. G., & Teo, M. (2012). Hedge funds and analyst conflict of interest. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2023032>
18. Cocca, T. (2016). "Potential and limitations of virtual advice in wealth management". *Journal of Financial Transformation*, 44(1), 45-57. <https://ideas.repec.org/a/ris/jofitr/1581.html> (Accessed 11 December 2021).

19. Del Guercio, D., Genc, E., & Tran, H. (2018). "Playing favorites: Conflicts of interest in mutual fund management". *Journal of financial economics*, 128(3), 535-557. <https://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v128y2018i3p535-557.html> (Accessed 11 December 2021).
20. Fama, E. F., & Laffer, A. B. (1971). "Information and capital markets". *Journal of business*, 289-298. <https://www.jstor.org/stable/2351342> (Accessed 11 December 2021).
21. Haldane, A. (2014). The age of asset management? *Speech at the London Business School*, 4(4).
22. Hunter, C., & Gifford, J. (2020). "Wegbreit: a cautionary tale for trustees, lawyers and wealth owners". *Trusts & Trustees*, 26(2), 195-198. DOI:10.1093/tandt/ttz131
23. Kale, J. R., & Panchapagesan, V. (2012). "Indian mutual fund industry: Opportunities and challenges". *IIMB Management Review*, 24(4), 245-258. DOI:10.1016/j.iimb.2012.05.004
24. Naveenan, R. V. (2019). "Risk and return analysis of portfolio management services of Reliance Nippon Asset Management limited (RNAM)". *Global Journal of Management and Business*, 6(1), 108-117. <https://www.researchgate.net> (Accessed 13 December 2021).
25. Phoon, K., & Koh, F. (2017). "Robo-advisors and wealth management". *The Journal of Alternative Investments*, 20(3), 79-94. DOI:10.3905/jati.201
26. Tseng, T. Y. (2022). Influences of Taiwan's corporate social responsibility report management policy on the information transparency of its capital market. *Borsa Istanbul Review*, 22 (3), 487-497. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.06.015>
27. Van Der Cruijnsen, C., de Haan, J., & Roerink, R. (2021). "Financial knowledge and trust in financial institutions". *Journal of Consumer Affairs*, 1-40. DOI: <https://doi.org/10.1111/joca.12363>.

ج) قوانین و دستورالعمل‌ها

- اساسنامه نمونه شرکت سبذگردان مصوب ۱۳۸۹/۱۱/۲۶ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار؛
 دستورالعمل تأسیس و فعالیت سبذگردان مصوب ۱۳۸۹/۰۸/۲۸ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار؛
 مصوبه در خصوص اوراق بهادار قابل سرمایه‌گذاری توسط سبذگردان‌ها برای مشتریان مصوب ۱۳۹۶/۰۸/۰۳ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار؛
 قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران؛

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Investment Advisers Act Release No. 5690 / 803-00247, P4.



Research Paper

Investigating the Legal Challenges of Portfolio Management Companies in Iran

Parisa Khodayari

*PhD in Financial Management- Financial Law, Yazd University,
Yazd, Iran*

Jamal Barzegari Khanagha*

*Associate Professor, Department of Accounting & Finance, Yazd University,
Yazd, Iran*

Aliakbar Jafari Nadoushan

*Assistant Professor, Department of Law and Political Science, Yazd
University, Yazd, Iran*

Abstract

What is introduced in Iran as a portfolio management company is known in other countries with different titles such as asset management companies, portfolio management, capital management and wealth management, which is equivalent to asset management from other terms, with the content of portfolio management that is popular in our capital market. The customers of portfolio management companies are divided into two categories: real customers and institutional customers. Real customers or ordinary people, which means households or rich people, but institutional customers also include insurance companies, pension funds, banks, etc. The tools used by portfolio managers in the world are mainly dedicated accounts, investment funds with variable capital, investment funds with fixed capital, money market funds, exchange-traded funds, combined ETF funds, private equity funds, and finally hedge funds. Dedicated accounts are similar to these brokerage contracts in Iran, during which the broker buys and sells with the customer's money in a code specific to the customer. Little information is available about this sector because the contracts are private and there can be

significant differences between customers. Portfolio companies generally do not invest their own money, but invest for clients. Therefore, the main income of portfolio management companies is not from investment income, but from portfolio management fees. In fact, the portfolio manager is a legal entity that forms a stock portfolio and buys or sells or holds securities for the investor, taking into account the investor's goal and level of risk-taking in order to make a profit for him. The legal basis for its establishment and management is after paragraph (33) of Article One of the Securities Market Law, the "Establishment and Activity of the Portfolio Management" instruction and the sample contract of the portfolio management company with the investor, which enumerates the terms, conditions and regulations for issuing licenses and activities of this financial institution. From the birth of portfolio management in the country until today, this financial institution has faced challenges with various elements such as the stock exchange organization, investors, brokers, Central Securities Depository, banks, information processing companies and etc.

The purpose of this article is to examine the mentioned challenges, which was compiled in a descriptive-analytical way, using library resources and obtaining the opinions of managers and market participants.

One of the problems that exist in the way of the activity of indirect investors is the time-consuming and difficult process of indirect investment through portfolio management companies compared to direct investment in this market. The competitive environment created by the brokerages has caused certain privileges to be considered for direct investors and mainly people prefer direct investment in this market to indirect investment. The dominance of the brokerage institution as well as the bank and the conflict of interest that exists between the activities of brokerages and the indirect investment of people in the capital market are among the most important problems and obstacles to the development of indirect investment. Another problem that stands in the way of the development of direct investment in the capital market is the governance perspective. Although indirect investment in the capital market is always supported in the talks, in practice, the tools and regulations governing the capital market, including the range of volatility and volume, have been based on a kind of short-term and unprofessional view of the capital market. Portfolio management companies do not have the possibility to receive credit directly from the bank for leveraged funds, and to receive credit, they are forced to receive credit through brokers. Also, investment funds are considered the most important tools of portfolio management companies. However, after receiving the license of the portfolio management companies to establish a fund, a long and difficult process must be completed. Meanwhile, in the big capital markets of the world, some asset management companies manage more than 2,000 funds. In addition, portfolio management companies do not have the

possibility to announce the minimum possible profit forecast for their portfolios and funds. All these problems have caused weakness, exploitation and short-termism in the method of indirect investment, especially portfolio management. Solutions to solve problems are: amending the guidelines and rules related to the minimum capital and manpower of portfolio management companies, changing the attitude of investors from short-term to long-term by granting long-term licenses to portfolio managers, tax exemptions for the variable commission of portfolio managers, solving infrastructure problems related to core transactions and software in order to speed up the buying and selling process and transparency of transactions for investors, the need to accelerate the issuance of necessary licenses for the establishment of funds by portfolio managers, revision of the guidelines for the establishment and activity of portfolio managers, and considering things such as the possibility of freezing the investor's code, drafting and approving a comprehensive law on the prevention and management of conflict of interest in order to reduce the field of corruption and conflict of interest in this financial institution.

Keywords: Capital Market, Portfolio Management Company, Legal Environment, Challenges, Solutions.

Declaration of conflicting interests

The authors declared no potential conflicts of interest with respect to the research, authorship, and/or publication of this article .

Funding

The authors received no financial support for the research, authorship , nd/or publication of this article.

ORCID iDs: <https://orcid.org/0000-0003-0039-4997>



This article is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC-BY) license.