

خرید اعتباری سهام در بانکداری و بازار سرمایه اسلامی

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۴/۱۴

تاریخ تأیید: ۱۳۹۲/۷/۱۱

* سیدعباس موسویان
** میثم فدایی واحد
*** مهدی علی حسینی

چکیده

یکی از خدمات‌های مالی که در بازارهای سرمایه ارائه می‌شود، خرید اعتباری سهام است. بانک‌ها خط اعتباری را در اختیار شرکت‌های کارگزار قرار می‌دهند. شرکت کارگزار نیز این اعتبار را به مشتریان خود در برابر دریافت وثیقه‌های معتبر می‌دهد و سرمایه‌گذاران می‌توانند از این اعتبار در خرید سهام استفاده کنند. از زمان استفاده، این اعتبار به صورت وام با بهره در می‌آید و خریدار سهام متعهد است اصل و فرع وام را طبق زمان‌بندی معین بپردازد و سهام را تحویل بگیرد. از آنجایی که عقد پایه این فرایند فرض ربوی است، در نظام مالی اسلامی نمی‌توان از این ابزار استفاده کرد.

مقاله پیش‌رو درصدد است تا با استفاده از عقود مشارکت مدنی و مرابحه، سازوکاری را منطبق با احکام اسلامی طراحی کند.*** در این روش، بانک، اعتباری را در قالب مشارکت مدنی در اختیار شرکت کارگزار قرار می‌دهد. شرکت کارگزار با استفاده از این اعتبار، سهام مورد نظر مشتری را به صورت نقدی خریده و در قالب مرابحه مدت‌دار به مشتری می‌فروشد، وی با پرداخت قیمت مرابحه‌ای سهام، آنها را دریافت می‌کند. شرکت کارگزار نیز متناسب با میزان اعتبار استفاده‌شده و مدت‌زمان استفاده از اعتبار، اصل و سود مشارکت را به بانک می‌پردازد.

واژگان کلیدی: خرید اعتباری، سهام، ودیعه، مشارکت مدنی، مرابحه.

طبقه‌بندی JEL: G23.

Email: samosavian@yahoo.com

*. دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

** Email: m.fadaee68@gmail.com. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع).

*** Email: mehdi11367@gmail.com. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع).

**** ایده ترکیب قراردادهای مشارکت مدنی و مرابحه برای خرید اعتباری، مصوب کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار است که نویسندگان با استفاده از آن ایده، مقاله پیش‌رو را نوشته‌اند.

مقدمه

نظریه پردازان علم مالی همواره به دنبال طراحی روش‌هایی بودند که بتوانند بازارهای مالی را جذاب‌تر کرده و سرمایه‌گذاران بیشتری را به بازار سرمایه جذب کنند. برای این هدف سازوکارهای گوناگونی طراحی شده است. یکی از این سازوکارها، خرید اعتباری سهام است که در آن شرکت کارگزاری به مشتریان خود اعتباری را تخصیص می‌دهد و مشتری می‌تواند با استفاده از این اعتبار به خرید سهام اقدام کند. سهام خریداری شده با استفاده از این روش در وثیقه کارگزاری است (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۹، ص ۷۵). از زمانی که مشتری از اعتبار استفاده می‌کند اعتبار به صورت وام در می‌آید و مشتری با پرداخت اصل و فرع وام سهام خود را آزاد می‌کند یا اگر سهام خریداری شده با استفاده از اعتبار را فروخت، اصل و بهره وام را پرداخت می‌کند و سود باقی‌مانده را مالک می‌شود.

ایده اصلی این روش از امریکا شروع شد؛ در سال ۱۹۲۰ نگاهی متفاوت به سرمایه‌گذاری در بازار سهام کشور امریکا شکل گرفت؛ به طوری که سرمایه‌گذاری در بازار سهام در آینده بدون ریسک پیش‌بینی می‌شد و سرمایه‌گذاران حاضر بودند با استقراض از منابع گوناگون در این بازار سرمایه‌گذاری کنند. مهندسان مالی در همین جهت به دنبال طراحی ابزارها و روش‌های گوناگونی برای این نیاز در بازار سرمایه بودند. یکی از روش‌های بسیار جذاب برای پاسخ‌گفتن به این نیاز، روش خرید اعتباری بود. در این روش، سرمایه‌گذار می‌توانست با سرمایه کم و اهرمی در بازار وارد شود؛ بنابراین باعث شد سرمایه‌گذاران با سرمایه‌های اندک حضور فعال‌تری داشته باشند و سرمایه‌گذاران عمده هم به خریدهای عمده‌تر اقدام کرده و بازار سهام رونق بیشتری پیدا کند.

بعد از طراحی این روش، با توجه به رابطه مستقیم بین تقاضا و قیمت، افزایش حجم سرمایه‌گذاری در سهام در طول سال‌های ۱۹۲۵ و ۱۹۲۶، سبب افزایش قیمت سهام شد تا آنجا که قیمت سهام در سال ۱۹۲۷ به بالاترین حد خود رسید و این امر باعث رغبت بیشتر مردم به سرمایه‌گذاری در بورس شد تا اینکه در سال ۱۹۲۸ افزایش قیمت چشم‌گیری در بازار سهام رخ داد. این وقایع دست‌به‌دست هم داد تا آنجا که افراد بسیار فراوانی هر چند با سرمایه کم، وارد بازار بورس شدند. سفته‌بازان نیز بدون در نظر گرفتن ریسک خرید

اعتباری، به صورت اعتباری به خرید سهام اقدام کردند و این امر باعث شد نقدشوندگی بازار بیش از پیش افزایش یابد.

با توجه به ماهیت فقهی خرید اعتباری سهام در بازارهای مالی سنتی که بر اساس قرض با بهره تعریف می شود، استفاده از این ابزار در بازار سرمایه اسلامی ربوی و ممنوع است. همین عامل باعث شده تا اندیشه‌وران دانش مالی اسلامی به دنبال راه‌حل‌ها و سازوکارهای جایگزین برای این امر باشند. راه‌حلی که برای این امر طراحی می شود افزون بر اینکه باید واجد ویژگی‌ها و شرایط مدل سنتی خرید اعتباری باشد، باید منطبق با قواعد فقهی اسلامی نیز باشد تا بتواند در بازار سرمایه اسلامی عملیاتی شود. در مقاله پیش‌رو ابتدا با روش تحلیلی سازوکار مدل سنتی خرید اعتباری مورد بررسی فقهی قرار گرفته است؛ سپس با استفاده از روش توصیفی سازوکاری مبتنی بر عقود مشارکت مدنی و مباحه طراحی شده است که این دو قرارداد به‌طور کامل با فقه اسلامی سازوکار است. افزون بر این، سازوکار طراحی شده تقریباً تمام امکانات مدل سنتی را برای مشتری، شرکت کارگزاری و بانک دارد و هدف خرید اعتباری در مدل سنتی را برآورده می‌کند؛ بنابراین امید آن می‌رود که این سازوکار بتواند در بازارهای سرمایه اسلامی عملیاتی شود.

ادبیات و پیشینه پژوهش

رایلی و براون (۱۹۹۹) در فصل چهار کتاب **Investment Analysis and portfolio management** بخش انواع سفارشات خرید سهام به سازوکار خرید اعتباری اشاره کرده‌اند. در این بخش بعد از ارائه آمارهایی درباره رشد خرید اعتباری در بازارهای امریکا به بررسی فرایند عملی خرید اعتباری با توجه به قوانین امریکا پرداخته‌اند؛ سپس مزیت‌های خرید اعتبار سهام را برای سرمایه‌گذاران و شرکت‌های کارگزاری بیان کرده‌اند. نویسندگان باور دارند که خرید اعتبار سهام مزیت‌ها و عیب‌های استفاده از اهرم مالی را برای سرمایه‌گذاران دارد.

کورلی (۲۰۰۸) در کتاب **Margin Trading from A to Z** ابتدا درباره خرید نقدی بحث کرده و سازوکار آن را در بازارهای امریکا تشریح کرده است؛ سپس وجه تضمین اولیه و الزام‌های قانونی را با توجه به قوانین مصوب فدرال رزرو امریکا و نیز قانون تی

توضیح می‌دهد؛ بعد سازوکار و فرمول‌های مربوط به مشخص کردن حداقل وجه تضمین در بورس نیویورک را شرح می‌دهد.

بودی، کین و مارکوس (۲۰۰۹) در کتاب **Investment** در بخشی از کتاب ابتدا به تعریف خرید اعتبار سهام از دیدگاه علم مالی پرداخته‌اند؛ سپس حساب ودیعه و سازوکار تعدیل آن را با توجه به نوسان قیمت سهام بررسی کرده‌اند و با ارائه مثالی عملی، سازوکار تعدیل حساب ودیعه را تبیین کرده‌اند. در پایان نیز به بحث اختطاریه افزایش ودیعه هنگام کاهش قیمت سهام اشاره داشته‌اند. در این باره نیز برای تبیین مسئله، مثالی عملی از کاهش قیمت سهام که به اختطاریه افزایش ودیعه می‌انجامد، ارائه کرده‌اند.

مادوی‌نژاد (۱۳۸۴) در کتاب **مبانی مدیریت و ارزیابی سرمایه گذاری** در بحث خرید و فروش اوراق بهادار به بررسی حساب اعتبار پرداخته است. در این بخش بعد از تعریف حساب اعتباری و ودیعه‌های مورد نیاز برای افتتاح این حساب به بررسی سازوکار مالی حساب اعتباری پرداخته است. در ادامه ترانزنامه حساب اعتباری را معرفی کرده و روش تعدیل آن براساس نوسان قیمت سهام را شرح داده است.

در آثار پیش‌گفته نویسندگان، خرید اعتباری را در بازارهای مالی سنتی شرح داده‌اند و حساب ودیعه و تعدیل آن را از نظر قوانین مربوطه بررسی کرده‌اند. این آثار مربوط به نظام مالی سنتی هستند و تاکنون اثری درباره خرید اعتباری در بازارهای مالی اسلامی منتشر نشده است. با توجه به نیاز بازار مالی اسلامی به این ابزار، در مقاله پیش‌رو، مدل سنتی خرید اعتباری از نظر فقهی بررسی شده و در ادامه به ارائه مدلی منطبق با ضوابط عمومی و اختصاصی قراردادهای اسلامی پرداخته می‌شود.

خرید اعتباری (Buy On Margin)

در بسیاری از بورس‌های جهان، مسئولان بورس با همکاری مقام‌های ناظر افزون بر سازوکار معامله‌های نقدی اوراق بهادار، راهکارهای دیگری را در جهت جذب سرمایه‌گذاران و افزایش سرمایه‌گذاری در بورس فراهم کرده‌اند. یکی از این راهکارها، سازوکار اعطای اعتبار به سرمایه‌گذاران برای خرید اوراق بهادار یا همان خرید اعتباری اوراق بهادار و به‌طور ویژه درباره سهام است. اکثر دادوستدهایی که در بازار سرمایه رخ

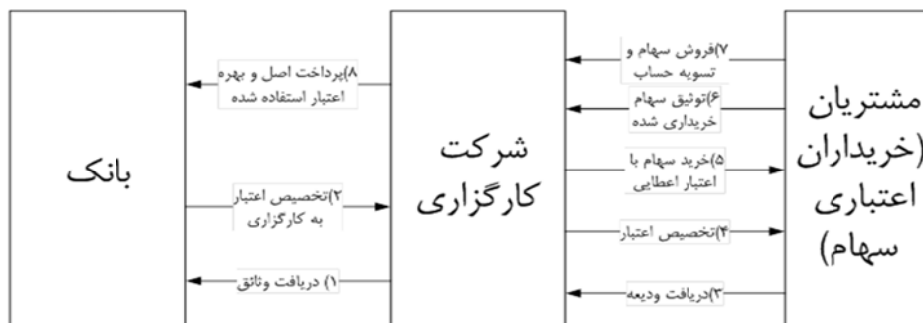
می‌دهد، به صورت نقدی صورت می‌پذیرد که در آن، مشتری باید ثمن و مثن یا همان وجه نقد و اوراق بهادار را در زمان معامله یا سرانجام تا مهلت مقرر به حساب اوراق بهادار یا حساب نقدی خود واریز کند؛ اما در سازوکار خرید اعتباری اوراق بهادار، این امکان برای سرمایه‌گذار وجود دارد که بتواند به صورت اعتباری و مازاد بر ثمنی که در اختیار دارد، معامله‌های خود را انجام دهد.

در حقیقت در معامله اعتباری اوراق، بخشی از مبلغ خرید اوراق به وسیله مشتری و مابه‌التفاوت آن به وسیله شرکت کارگزاری پرداخت می‌شود؛ به این صورت که شرکت کارگزاری به مشتری خود وام می‌دهد و اوراق بهادار خریداری شده را به عنوان وثیقه نزد خود نگه می‌دارد (بودی و دیگران، ۱۳۹۱، ص ۱۵۶). به طور معمول به وامی که شرکت کارگزاری در اختیار مشتری قرار می‌دهد، بهره تعلق می‌گیرد. به همین علت با افزایش بهره، بدهی مشتری به شرکت کارگزاری نیز بیشتر می‌شود و بهره آن نیز متعاقب افزایش بدهی، افزایش می‌یابد (همان).

مشتری برای انجام معامله به صورت اعتباری باید یک حساب ودیعه (Margin Account) از راه توافق‌نامه استاندارد افتتاح حساب یا توافق‌نامه جداگانه‌ای نزد شرکت کارگزاری افتتاح کند (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۹، ص ۳۴۷). در این توافق‌نامه‌ها، شرایط و ضوابط حساب اعتباری مانند چگونگی محاسبه بهره وام، مسئولیت‌های مشتری در برابر بازپرداخت وام و چگونگی وثیقه‌گذاری اوراق بهادار خریداری شده تعیین می‌شود. شرکت کارگزاری با توجه به اعتبار مشتری میزان ودیعه‌ها را مشخص می‌کند. اما به طور معمول، الزام‌هایی که شرکت کارگزاری برای مشتریان خود تعیین می‌کند، از الزام‌های بورس سخت‌گیرانه‌تر است؛ حتی در برخی موارد، مالکیت اوراقی که در قالب حساب اعتباری خریداری می‌شوند، به مشتری انتقال نمی‌یابد.

سازوکار خرید اعتباری در مالی سنتی

خرید اعتباری در بازارهای سنتی سازوکار ساده‌ای دارد که در نمودار ذیل به صورت خلاصه ارائه شده است. مرحله‌های خرید اعتباری طبق نمودار ذیل عبارت‌اند از:



۱. بانک درخواست کارگزاری مبنی بر دریافت اعتبار را بررسی می‌کند و با توجه به درخواست آن شرکت، وثیقه‌های مورد نیاز را از کارگزاری دریافت می‌کند.
۲. بانک با توجه به اعتبار کارگزار و وثیقه‌ها، به کارگزاری اعتبار تخصیص می‌دهد. کارگزاری هر موقع که خواست می‌تواند از این اعتبار استفاده کند. به محض استفاده از این اعتبار بهره برای کارگزاری محاسبه می‌شود.
۳. کارگزاری از مشتریانی که متقاضی خرید اعتباری هستند، ودیعه دریافت می‌کند.
۴. بانک پس از دریافت ودیعه از مشتری مقدار مشخصی اعتبار در اختیار وی قرار می‌دهد تا مشتری با استفاده از آن بتواند سهام بخرد.
۵. مشتری با خرید سهام مورد نظر خود از اعتبار اعطایی استفاده می‌کند. مشتری از روزی که از اعتبار خود استفاده می‌کند به کارگزاری بهره می‌پردازد.
۶. سهام خریداری شده نزد کارگزاری به‌عنوان وثیقه می‌ماند تا اگر مشتری به تعهدهای خود عمل نکرد، کارگزاری با فروش آن حساب مشتری را تسویه کند.
۷. مشتری سهامی با پرداخت بدهی یا با فروش سهام حساب خود را تسویه می‌کند. به این شکل که با فروش سهام، اصل اعتبار و بهره آن از مشتری دریافت می‌شود و وجوه اضافه بر آن به‌عنوان سود به حساب مشتری منظور می‌شود.
۸. کارگزاری، اعتباری دریافتی از بانک را با پرداخت اصل و بهره تسویه می‌کند.

حساب ودیعه

با توجه به اینکه معامله‌های اعتباری اوراق بهادار به‌وسیله حساب ودیعه انجام می‌شود، افتتاح حساب ودیعه به‌وسیله مشتری ضروری است. حداقل‌هایی که طبق قانون T باید در این حساب رعایت شوند، عبارت‌اند از:

ودیعه اولیه: ودیعه اولیه درصدی است از قیمت خرید اوراق که به منظور انجام معامله اعتباری در حساب ودیعه مشتری نزد شرکت کارگزاری سپرده‌گذاری می‌شود. ودیعه اولیه در اکثر موارد، ۵۰ درصد قیمت خرید اوراق بهادار است (Bodie, Kane & Marcus, 2009, p.71). در عین حال برخی از شرکت‌های کارگزاری ممکن است ودیعه بیشتری را از مشتری مطالبه کنند. جدول ذیل ودیعه لازم را براساس مقررات بورس‌های آمریکا و به‌ویژه قانون T نشان می‌دهد:

ارزش اوراق بهادار خریداری شده به صورت اعتباری	ودیعه اولیه	توضیحات
۲۰۰۰ - ۰ دلار	۱۰۰ درصد ارزش اوراق بهادار	شرکت کارگزاری نمی‌تواند ودیعه‌ای بیش از مبلغ خرید از مشتری دریافت کند.
۴۰۰۰ - ۲۰۰۰ دلار	۲۰۰۰ دلار	اگر ارزش اوراق بهادار خریداری شده در این محدوده قرار گیرد، اگرچه میزان اعتبار تخصیص یافته به وسیله شرکت کارگزاری کمتر از ۵۰ درصد مبلغ خرید می‌شود؛ اما الزام حداقل ودیعه باید رعایت شود.
بیش از ۴۰۰۰ دلار	۵۰ درصد ارزش اوراق بهادار	-

اگر با افزایش ارزش اوراق بهادار، سهم مشتری بیش از ودیعه اولیه شود، ودیعه اولیه، مازاد بر الزام‌های مقررات T است و با درخواست مشتری به وی قابل پرداخت است.

۱. **حداقل ودیعه:** حداقل ودیعه اولیه که مشتری به منظور افتتاح حساب ودیعه باید نزد شرکت کارگزاری سپرده‌گذاری کند؛ البته شرکت‌های کارگزاری می‌توانند مبلغی بیش از آنچه که بورس تعیین کرده به عنوان حداقل ودیعه دریافت کنند. در آمریکا حداقل ودیعه برای معامله‌گران عادی ۲۰۰۰ دلار یا کل ارزش اوراق بهادار خریداری شده به صورت اعتباری هر کدام که کمتر باشد و برای معامله‌گران روزانه ۲۵ هزار دلار تعیین شده است.

۲. **ودیعہ پشتیبان (Maintenance margin):** درصدی از ارزش اوراق بهاداری که به صورت اعتباری خریداری شده است و سهم مشتری نباید از آن کمتر شود. سهم مشتری معادل ارزش اوراق منهای وام شرکت کارگزاری است. بورس به طور معمول ودیعہ پشتیبان را بین ۲۵ - ۴۰ درصد و شرکت های کارگزاری براساس الزام داخلی بین ۳۰ - ۴۰ درصد در نظر می گیرند (Ibid, p.73).

۳. **اخطار افزایش ودیعہ:** اخطار افزایش ودیعہ زمانی برای مشتری ارسال می شود که کاهش ارزش اوراق بهادار وی، سبب کمتر شدن ارزش سهم از ودیعہ پشتیبان مشتری شود. در این حالت مشتری باید دست کم به میزان تفاوت سهم خود تا ودیعہ پشتیبان به روز شده براساس قیمت جدید اوراق بهادار، ودیعہ خود را افزایش دهد (Reilly & Brown, 1999, p. 130). پس از ارسال اخطار افزایش ودیعہ برای مشتری، چهار حالت ممکن است که عبارت اند از:

۱. تأمین وجه مورد نیاز به وسیله مشتری؛
 ۲. تأمین وجه مورد نیاز به وسیله شرکت کارگزاری با استفاده از فروش بخشی از اوراق بهاداری که به صورت اعتباری خریداری شده است؛
 ۳. به وثیقه گذاشتن اوراق دیگری به وسیله مشتری؛
 ۴. عدم اقدام شرکت کارگزاری به علت وجود احتمال تغییر جهت بازار.
- مشتری افزون بر حساب ودیعہ، باید یک حساب نقدی نیز نزد شرکت کارگزاری افتتاح کند تا اوراق بهادار وی در آن نگهداری شود. از این اوراق نیز می توان جهت تأمین مبلغ یادشده در اخطار افزایش ودیعہ استفاده کرد. هر چند که می توان برای تکمیل ودیعہ از اوراق موجود در حساب نقدی استفاده کرد اما ممکن است این امر خلاف میل مشتری باشد یا اینکه اوراق بهادار حساب نقدی، واجد شرایط انتقال به حساب اعتباری نباشد.
- در دهه ۱۹۲۰ الزام های ودیعہ ای بسیار سهل گیرانه بود و شرکت های کارگزاری برای انجام معامله اعتباری، ودیعہ اولیه ۱۰ درصدی از سرمایه گذاران مطالبه می کردند که این ودیعہ در طول زمان افزایش یافت؛ زیرا با شروع روند کاهشی قیمت سهام، بسیاری از سرمایه گذاران اخطاریه افزایش ودیعہ دریافت کردند و سهام آنها به علت عدم توانایی در پوشش تعهدها به وسیله شرکت های کارگزاری در بازار فروخته شد و این امر باعث تشدید

کاهش قیمت سهام شد؛ به گونه‌ای که از این مسئله به‌عنوان یکی از عوامل اساسی وقوع بحران سال ۱۹۲۹ امریکا یاد می‌شود. از آن به بعد، الزام‌های ودیعه‌ای، روند سخت‌گیرانه‌تری به خود گرفت؛ به گونه‌ای که هم‌اکنون ودیعه در بیشتر بورس‌های دنیا در حدود ۵۰ درصد است و الزام‌های داخلی شرکت‌های کارگزاری درباره ودیعه سرمایه‌گذاران به‌طور معمول سخت‌گیرانه‌تر از مقررات موجود است (بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۸، ص ۱۴).

تعدیل حساب ودیعه

یکی از کارهایی که شرکت‌های کارگزاری در خرید اعتباری سهام انجام می‌دهند، تعدیل حساب ودیعه است. تا شرکت کارگزاری از پرداخت اصل و بهره وام دریافتی مشتریان مطمئن شود، به این کار اقدام می‌کند. هدف عملیاتی از تعدیل حساب ودیعه این است که میزان ودیعه باقیمانده در حساب ودیعه مشتری دست‌کم به اندازه ودیعه پشتیبان باشد.

در فرایند تعدیل حساب ودیعه در خرید اعتباری، شرکت کارگزاری متناسب با تغییرهای قیمت، سهام خریداری‌شده از طریق اعتباری، این حساب را به‌صورت روزانه تعدیل می‌کند. به‌طور کلی تعدیل حساب ودیعه به این صورت است که با کاهش قیمت سهام نسبت به روز پیش به میزان کاهش قیمت کل تعداد سهام خریداری‌شده از حساب ودیعه کم می‌شود. در صورتی هم که سهام خریداری‌شده افزایش قیمت داشته باشد، به میزان افزایش قیمت کل سهام خریداری‌شده به حساب ودیعه اضافه می‌شود؛ بنابراین این فرایند به‌طور روزانه تا وقتی که سهام خریداری‌شده به فروش برسد، انجام می‌شود. بعد از فروش سهام، شرکت کارگزاری اصل و بهره وام را از مبلغ فروش برداشته و باقیمانده مبلغ را به حساب ودیعه مشتری واریز می‌کند (Bodie, Kane & Marcus, 2009, p.73).

نکته مهمی که در این فرایند وجود دارد این است که اگر میزان حساب ودیعه مشتری کمتر از ودیعه پشتیبان شود، مشتری اخطار افزایش ودیعه دریافت می‌کند و در اصطلاح «call margin» می‌شود. حال اگر مشتری میزان ودیعه خود را افزایش ندهد و ودیعه همچنان کمتر از ودیعه پشتیبان باشد، در اکثر مواقع کارگزاری بدون نیاز به سفارش مشتری به فروش سهام مشتری اقدام می‌کند تا از این راه اصل و بهره وام خود را برداشت کند و

مابقی مبلغ را به حساب مشتری واریز کند؛ اما اگر مشتری به افزایش ودیعه خود اقدام کند کارگزاری همچنان سهام مشتری را نگه‌داری می‌کند (Ibid, 2009, p.74).

مثال تعدیل حساب ودیعه

فرض کنید فردی با ودیعه ۵۰۰۰ دلار می‌خواهد به خرید اعتباری ۱۰۰ سهم شرکت الف به قیمت هر سهم ۱۰۰ دلار اقدام کند؛ برای این خرید لازم است تا از کارگزاری ۵۰۰۰ دلار وام بگیرد. بعد از آنکه شرکت کارگزاری ۵۰۰۰ دلار به این فرد وام داد، این فرد به خرید ۱۰۰ سهم مورد نظر اقدام می‌کند. صورت حساب مشتری به صورت ذیل است:

۵۰۰۰	وام کارگزاری	۱۰۰۰۰	دارایی (سهام خریداری شده)
۵۰۰۰	ودیعه		
۱۰۰۰۰	جمع	۱۰۰۰۰	جمع

حال اگر قیمت سهام به ۱۰۵ دلار برسد؛ بنابراین به میزان ۵۰۰ دلار به میزان ودیعه مشتری اضافه می‌شود و صورت حساب مشتری به صورت ذیل در می‌آید:

۵۰۰۰	وام کارگزاری	۱۰۵۰۰	دارایی (سهام خریداری شده)
۵۵۰۰	ودیعه		
۱۰۵۰۰	جمع	۱۰۵۰۰	جمع

اما اگر بعد از خرید سهام به قیمت ۱۰۰ دلار، قیمت سهام به ۹۵ دلار برسد باید از ودیعه مشتری ۵۰۰ دلار کسر شود و صورت حساب مشتری به صورت ذیل در می‌آید:

۵۰۰۰	وام کارگزاری	۹۵۰۰	دارایی (سهام خریداری شده)
۴۵۰۰	ودیعه		
۹۵۰۰	جمع	۹۵۰۰	جمع

اگر فرض کنیم که حداقل میزان ودیعه به اندازه ۶۰ درصد ودیعه اولیه (۶۰ درصد ۵۰۰۰ دلار) باشد و قیمت سهام مورد نظر در بازار به ۷۵ دلار برسد صورت حساب ودیعه به صورت ذیل می شود و مشتری اخطار افزایش ودیعه را دریافت می کند:

۵۰۰۰	وام کارگزاری	۷۵۰۰	دارایی (سهام خریداری شده)
۲۵۰۰	ودیعه		
۷۵۰۰	جمع	۷۵۰۰	جمع

در این حالت اگر مشتری به افزایش ودیعه اقدام نکند کارگزاری سهام مورد نظر را می فروشد و فقط میزان ودیعه در حساب مشتری باقی می ماند.

اوراق بهادار قابل خرید به صورت اعتباری

بانک مرکزی امریکا میزان مجاز تأمین مالی به وسیله شرکت کارگزاری را تعیین می کند. در حال حاضر، شرکت های کارگزاری می توانند تا ۵۰ درصد قیمت خرید را به مشتریان خود اعتبار دهند. به این میزان به طور معمول الزام بانک مرکزی امریکا، الزام مقررات T یا الزام اولیه (Fed Requirement, Regulation T Requirement, Initial Requirement) گفته می شود. اوراق بهاداری که به صورت اعتباری قابل خریداری هستند، عبارت اند از:

۱. اوراق بهادار پذیرفته شده یا دارای امتیاز معامله در بورس های اوراق بهادار امریکا؛
۲. اوراق بهادار مبتنی بر سهام؛
۳. اوراق بهادار شرکت های سرمایه گذاری یا تراست سرمایه گذاری با سرمایه باز؛
۴. اوراق بهادار خارجی که الزام های مقررات T را برای خرید اعتباری برآورده کرده اند؛
۵. اوراق بدهی قابل تبدیل به اوراق بهادار قابل خرید به صورت اعتباری.

معامله های اعتباری سهام با نقدشوندگی کم و ریسک فراوان (Penny Stock)، اوراق بهادار بازار فرابورس انجمن معامله گران امریکا (OTCBB) و نیز اوراق بهادار عرضه شده در عرضه های عمومی اولیه ((Initial Public Offering (IPO))، طبق مقررات T ممنوع است (http://en.wikipedia.org/wiki/Regulation_T).

اوراق بهادار قابل وثیقه‌گذاری

همان‌طور که در ابتدای بحث بیان شد، اوراق بهاداری که در حساب اعتباری خریداری می‌شوند به‌عنوان وثیقه وام مشتری، نزد شرکت کارگزاری باقی می‌مانند و تا زمانی که مشتری به تعهدهای مربوط به ودیعه پشتیبان عمل کند، موقعیت اعتباری وی حفظ می‌شود. حال اگر سهم مشتری در اثر کاهش ارزش جاری اوراق بهادار خریداری شده وی کاهش یابد، می‌تواند اوراق بهادار دیگری را به‌عنوان وثیقه نزد شرکت کارگزاری سپرده‌گذاری کند. اوراق بهادار گوناگون، ارزش وثیقه‌ای متفاوتی دارند که به آنها اشاره می‌شود:

۱. پول نقد یا اسناد خزانه: ارزش وثیقه‌ای پول نقد یا اسناد خزانه کشور به‌طور معمول بین ۹۰ - ۱۰۰ درصد ارزش اسمی‌شان است.
۲. پول نقد یا اسناد خزانه برخی کشورها، براساس روابط تجاری دو کشور و نظر شرکت کارگزاری، ارزش وثیقه‌ای متفاوتی دارند.
۳. گواهی‌های سپرده که بنابر نظر شرکت کارگزاری، ارزش وثیقه‌ای آنها به‌صورت درصدی از ارزش اعلامی به‌وسیله بانک ناشر مشخص می‌شود.
۴. سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس که بنابه نظر شرکت کارگزاری، ارزش وثیقه‌ای آنها به‌صورت درصدی از ارزش بازاری آنها تعیین می‌شود.

مزیت‌های خرید اعتباری اوراق بهادار

- در این بخش به مزیت‌های خرید اعتباری اوراق بهادار اشاره می‌شود که عبارت‌اند از:
۱. **افزایش نقدشوندگی بازار:** استفاده از خرید اعتباری باعث می‌شود تا اینکه طرف تقاضا در بازار اوراق بهادار تقویت شود. تقویت عوامل تقاضا باعث می‌شود تا سرمایه‌گذارانی که قصد فروش اوراق را دارند، به راحتی اوراق خود را به فروش رسانند؛ بنابراین استفاده از این روش باعث افزایش نقدشوندگی بازار می‌شود.
 ۲. **افزایش کارایی بازار:** به این بیان که وقتی اوراق بهاداری زیر ارزش واقعی (Underprice) در بازار معامله شود، سرمایه‌گذاران با استفاده از این روش، به سرعت تقاضا را در بازار افزایش می‌دهند و در نتیجه اوراق بهادار به قیمت واقعی خود نزدیک می‌شود (بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۸، ص ۱۵-۱۷).

۳. اهرمی کردن سرمایه‌های خرد و کلان: این روش باعث می‌شود افرادی که با سطوح گوناگون سرمایه وارد بازار می‌شوند قادر باشند سرمایه خود را چند برابر کرده و بتوانند با سرمایه بالاتری در بازار به خرید و فروش اقدام کنند (همان).

نقاط ضعف خرید اعتباری اوراق بهادار

موارد ذیل را می‌توان به‌عنوان مهم‌ترین نقاط ضعف خرید اعتباری اوراق بهادار ذکر کرد:

۱. ریسک بالای معامله‌های اعتباری: از اصلی‌ترین عیب‌های این روش ریسک بسیار بالای این معامله‌ها است؛ زیرا در این معامله‌ها افراد با سرمایه اهرمی وارد می‌شوند؛ و زیان حاصل از کاهش ارزش اوراق بهادار به‌صورت اهرمی به سرمایه‌گذاران وارد می‌شود. ریسک بالای این روش برای شرکت‌های کارگزاری نیز وجود دارد؛ زیرا تخصیص‌دهنده اعتبار شرکت کارگزاری است و در صورت کاهش قیمت اوراق بهادار احتمال نکول مشتریان بالا می‌رود و ممکن است زیان به شرکت کارگزاری نیز وارد شود. لازم است نهاد ناظر نظارت کافی بر فرایند خرید و فروش اعتباری اوراق داشته باشد.

۲. افزایش نوسان قیمت اوراق به‌سبب انجام معامله اعتباری: معامله اعتباری قدرت خرید بالایی به مشتریان می‌دهد که باعث افزایش تقاضا در زمان افزایش قیمت‌ها می‌شود. نیز افزایش قیمت‌ها، سبب افزایش ودیعه مشتریان نزد شرکت‌های کارگزاری می‌شود که این موضوع باعث خرید اعتباری مجدد می‌شود و همین امر نیز سبب تقویت موج صعودی قیمت اوراق می‌شود. در طرف مقابل، کاهش قیمت نیز سبب عرضه بیشتر اوراق در بازار می‌شود که این امر به تقویت موج نزولی قیمت اوراق می‌انجامد (همان).

شایان ذکر است که به‌طور معمول، بورس‌ها قوانین و مقررات کلی و ودیعه‌های حداقلی را برای خرید اعتباری و نیز روابط میان مشتری و شرکت کارگزاری را در قراردادهایی که میان آنها منعقد می‌شود، تعیین و تنظیم می‌کنند.

تجربه کشورهای دیگر

با توجه به نقاط قوت معامله‌های اعتباری اوراق بهادار، بسیاری از بورس‌ها امکان انتفاع از این سازوکار را برای سرمایه‌گذاران فراهم کرده‌اند که به برخی از آنها اشاره می‌شود:

۱. هند

هیئت اوراق بهادار و بورس هند (Security and Exchange Board of India (SEBI)) در سال ۱۹۹۴ معامله‌های اعتباری اوراق بهادار را فقط برای شرکت‌های کارگزاری که دست‌کم سرمایه ۳ میلیون روپیه دارند، مجاز شمرد. نیز معامله‌های اعتباری بر روی سهام خاصی امکان‌پذیر است که به وسیله هیئت اوراق بهادار و بورس هند، سالانه اعلام می‌شود. درجه نقدشوندگی و تعداد روزهای معاملاتی در یک دوره ۱۸ ماهه از جمله معیارهای انتخاب شرکت‌هاست. از طرفی هر مشتری می‌تواند فقط در یک شرکت کارگزاری حساب اعتباری افتتاح کند. شرکت‌های کارگزاری نیز می‌توانند برای تأمین مالی اعتباری مشتریان از منابع مالی خود یا تسهیلات بانکی استفاده کنند و تأمین مالی از منابع دیگری مانند حساب‌های مشتریان، مجاز نیست. محدود کردن حداکثر ریسک‌پذیری (Risk Exposure) شرکت‌های کارگزاری در معامله‌های اعتباری نیز از جمله اقدام‌های هیئت اوراق بهادار و بورس هند است.* همچنین ریسک‌پذیری شرکت کارگزاری در برابر هر مشتری نباید بیش از ۱۰ درصد کل ریسک‌پذیری مجاز شرکت کارگزاری باشد. میزان ودیعه اولیه هم ۵۰ درصد و ودیعه پشتیبان ۴۰ درصد در نظر گرفته شده است. افزون بر این، شرکت کارگزاری باید فهرست مشتریان خود و میزان ریسک‌پذیری آنها را به بورس اعلام کند (Securities and Exchange Board of India, www.sebi.gov.in).

۲. مالزی

در مالزی معامله‌های اعتباری در عرضه‌های اولیه و حق تقدم نیز مجاز است. حداکثر میزان اعتباری که شرکت کارگزاری می‌تواند به مشتریان تخصیص دهد، ۲۰۰ درصد حقوق

*. طبق مقررات تعیین شده از سوی هیئت اوراق بهادار و بورس هند حداکثر ریسک‌پذیری شرکت‌های کارگزاری نمی‌تواند بیش از ۵۰ درصد سرمایه خالص آنها باشد.

صاحبان سهام شرکت کارگزاری است و نیز شرکت کارگزاری نمی‌تواند به هر مشتری، بیش از ۲۰ درصد حقوق صاحبان سهام خود را تخصیص دهد. شرکت‌های کارگزاری مجاز به تخصیص اعتبار به مدیران، کارمندان و نزدیکان درجه یک خود نیستند و معامله‌های اعتباری باید به صورت قرارداد کتبی بین شرکت کارگزاری و مشتری منعقد شود و شرکت کارگزاری باید در پایان هر روز وضعیت اعتباری تمام مشتریان خود را به بورس اعلام کند. میزان ودیعه اولیه در بورس مالزی ۳۳ درصد و ودیعه پشتیبان ۲۳ درصد است. از طرفی در صورت کاهش ارزش دارایی‌های مشتری به میزان کمتر از ودیعه پشتیبان، شرکت کارگزاری باید طی یک روز، نسبت به فروش دارایی‌های مشتری به میزان رسیدن به ودیعه اولیه، اقدام کند (Rule 703 Financing, Bursa Malaysia, 2008).

۳. پاکستان

بورس کراچی سهام قابل خرید اعتباری را براساس نقدشوندگی بالا، ارزش بازار و سرمایه ثبت شده شرکت‌ها، در ماه‌های آوریل و اکتبر اعلام می‌کند؛ همچنین وجود بند حسابرسی درباره «فرض تداوم فعالیت» (Going Concern) در گزارش حسابرسی سهام، مانع از خرید اعتباری آن می‌شود. شرکت‌های کارگزاری می‌توانند حداکثر تا ۱۵ برابر سرمایه خالص (Net Capital Balance) خود به مشتریان اعتبار دهند. ریسک‌پذیری شرکت کارگزاری در برابر هر مشتری حداکثر ۱.۵ برابر سرمایه خالص وی می‌تواند باشد. شرکت‌های کارگزاری باید ودیعه مشتری را در حساب جداگانه‌ای نگهداری کنند و اجازه استفاده از آن را در حساب‌های دیگر ندارند. افزون بر این، اعلام روزانه و ماهانه وضعیت حساب‌های اعتباری مشتریان به بورس از دیگر وظیفه‌های شرکت کارگزاری است. اگر مشتری نتواند یک روز پس از درخواست ودیعه اضافی، ودیعه کافی به شرکت کارگزاری بپردازد، شرکت کارگزاری مجاز است نسبت به فروش وثیقه‌های وی اقدام کند (Margin Trading Rules, Securities & Exchange Commission of Pakistan, 2004).

۴. ترکیه

در بورس استانبول معامله‌های اعتباری اوراق بهادار مجاز است و شرکت‌های کارگزاری با دریافت مجوز از شورای بورس، معامله‌های اعتباری را انجام می‌دهند؛ همچنین بورس استانبول، فهرست اوراق بهاداری را که قابلیت معامله شدن به صورت اعتباری و فروش

استقراضی دارند را براساس معیارهایی از پیش تعیین شده اعلام می‌کند. اعضای مجاز بورس می‌توانند معامله‌های فروش سهام استقراضی، قرض دادن اوراق بهادار و معامله‌های اعتباری را در بازار اصلی، بازار دوم، بازار شرکت‌های نوپا و بازار صندوق‌های معاملاتی بورس انجام دهند. اعتبار خرید برای شرکت‌های کارگزاری از محل منابع داخلی، نباید بیش از ۵۰ درصد سرمایه ثبت شده باشد و کل ارزش معامله‌های اعتباری، فروش سهام استقراضی و قرض دادن و گرفتن اوراق بهادار نیز نمی‌تواند بیش از ۲ برابر سرمایه ثبت شده آنها باشد؛ همچنین در صورت تأمین منابع مورد نیاز به وسیله شرکت‌های کارگزاری از محل منابع داخلی، مقدار اعتبار تخصیص یافته به هر مشتری می‌تواند سرانجام ۱۰ درصد سرمایه ثبت شده نهاد مالی باشد. پدیدساختن یا کاهش محدودیت‌های یادشده نیز براساس ساختار مالی و معامله‌های هر شرکت کارگزاری از راه شورای بورس، امکان‌پذیر است. از طرفی طبق «اطلاعیه معاملات اعتباری، فروش استقراضی و قرض دهی و استقراض اوراق بهادار» اعضای بورس باید اطلاعات مشتریانی را که طی دوره سه ماهه بیش از دو بار شرایط اعتبار را رعایت نکرده یا به تعهدهای خود نسبت به تسویه معامله عمل نکرده‌اند، به بورس ارائه کنند و بورس نیز مشخصات این مشتریان را افشا کند و این امر پذیرفته‌نشده سفارش‌های این مشتریان به وسیله هیچ‌یک از شرکت‌های کارگزاری، برای یک دوره شش ماهه از تاریخ افشای مشخصات، می‌انجامد، مگر در صورت عمل به تعهدها (عطایی، ۱۳۸۶).

جدول مقایسه‌ای معامله‌های اعتباری در کشورهای مورد بررسی

کشور	ودیعه اولیه	ودیعه پشتیبان	حداکثر ریسک‌پذیری در معامله‌های اعتباری	حداکثر ریسک‌پذیری در قبال هر مشتری
هند	۵۰ درصد	۴۰ درصد	۵۰ درصد سرمایه	۵ درصد سرمایه
مالزی	۳۳ درصد	۲۳ درصد	۲۰۰ درصد حقوق صاحبان سهام	۲۰ درصد حقوق صاحبان سهام
پاکستان	توافقی	توافقی	۱۵ برابر سرمایه خالص	۱/۵ برابر سرمایه خالص
ترکیه	-	-	۵۰ درصد سرمایه	۱۰ درصد سرمایه خالص

بررسی فقهی روش سنتی خرید اعتباری

مدل اجرایی خرید اعتباری در مالی سنتی بیان شد. اکنون می‌خواهیم این مدل را از نظر فقهی بررسی کنیم. در ابتدای امر شرکت کارگزاری با بانک قراردادی با مفاد مشخص امضا می‌کند. این تفاهم‌نامه، وعده اعطای تسهیلات است؛ تسهیلاتی که بهره آن از روز دریافت آن با فرمول مشخصی محاسبه خواهد شد. طبق این قرارداد به محض اینکه شرکت کارگزاری از اعتبار استفاده کرد و مبلغ پرداخت شد، وعده تسهیلات تبدیل به خود تسهیلات می‌شود. بانک نیز تا سقف اعتباری که برای شرکت کارگزاری مشخص کرده است تسهیلات به شرکت پرداخت می‌کند. مبلغی که از اعتبار شرکت کارگزاری استفاده شده است تبدیل به تسهیلات می‌شود.

با بررسی ماهیت این تسهیلات پی می‌بریم که در نظام مالی سنتی، این تسهیلات ماهیت قرض دارد. بانک با اعطای تسهیلات به شرکت کارگزاری، مبلغی را به وی قرض می‌دهد و شرکت کارگزاری متعهد می‌شود در سررسیدی مشخص اصل و بهره این قرض را به بانک بازپرداخت کند. از آنجایی که بازپرداخت این قرض همراه با بهره است، این تسهیلات قرض با زیاده است؛ بنابراین این قرارداد در ابتدا وعده قرض است و به محض استفاده از اعتبار در نظر گرفته شده، تبدیل به قرض با زیاده می‌شود که همان ربا است. (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۶۴).

افزون بر رابطه بین شرکت کارگزاری و بانک، رابطه‌ای نیز بین شرکت کارگزاری و مشتری وجود دارد. شرکت کارگزاری با استفاده از تسهیلات اعطایی بانک سهام را در حقیقت، برای مشتری می‌خرد؛ بنابراین شرکت کارگزاری پول را از بانک قرض می‌گیرد؛ سپس آن را به مشتری قرض می‌دهد تا مشتری بدهی خود را بابت خرید سهام بپردازد. در نتیجه مشتری به شرکت کارگزاری بدهکار می‌شود و شرکت کارگزاری نیز به بانک بدهکار می‌شود. با توجه به این، شرکت کارگزاری از پیش به مشتری اعلام می‌کند که استفاده از این تسهیلات مجانی نیست و مشتری باید در ازای دریافت این تسهیلات بهره پرداخت کند و شرکت کارگزاری نیز آن بهره را به بانک بپردازد. بنابر این رابطه بین کارگزاری و مشتری نیز قرض با بهره است و این روابط از مصداق‌های ربا است که حرام می‌باشد.

رابطه سوم که در خرید اعتباری مطرح می‌شود، قرارداد توثیق است. بانک‌ها تسهیلات مورد نظر را با سازوکار خاصی در اختیار شرکت‌های کارگزاری می‌گذارند. متقاضی استفاده از این تسهیلات باید وثیقه‌های معتبر نزد بانک بگذارد و ضامن معتبر به بانک معرفی کند. شرکت کارگزاری هم برای فراهم‌ساختن امکان خرید اعتباری برای مشتریان از آنها وثیقه دریافت می‌کند. به‌طور معمول همان سهامی که با استفاده از خرید اعتباری برای مشتری خریداری شده، نزد شرکت کارگزاری به‌عنوان وثیقه می‌ماند. شرکت کارگزاری بخشی از مبلغ خرید سهام را به‌صورت نقد از مشتری دریافت می‌کند؛ چون شرکت کارگزاری تسهیلات را باید با بهره باز پرداخت کند و ممکن است قیمت سهام در طول این مدت کاهش پیدا کند؛ بنابراین ممکن است سهام توثیق‌شده، برای جبران تعهدهای مشتری کافی نباشد. قرارداد توثیق که بین بانک و شرکت کارگزاری و نیز بین شرکت کارگزاری و مشتری برقرار می‌شود از نظر شرعی اشکالی ندارد (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۲۱۷ - ۲۱۸).

با بررسی رابطه حقوقی بین بانک و شرکت کارگزاری و نیز رابطه بین شرکت کارگزاری و مشتری دیدیم که این روابط مشمول حکم معامله ربوی می‌شوند. پس نتیجه می‌گیریم که استفاده از خرید اعتباری با سازوکار سنتی که براساس معامله‌های ربوی بنا شده است، از نظر فقه اسلامی مجاز نیست و حرام است.

راهکار پیشنهادی

به‌منظور بهره‌گیری از ابزار خرید اعتباری اوراق بهادار در بازار سرمایه اسلامی راهکاری برای حل مشکل فقهی خرید اعتباری ارائه می‌کنیم.* پیش از تبیین راهکار تذکر یک نکته ضروری است و آن اینکه گاهی اسلام با هدف و مقصد معامله‌ای مخالف است؛ در این صورت تغییر راهکار مشکلی را حل نمی‌کند مانند معامله‌های متاهی به اکل مال به باطل، اما گاهی هدف معامله مشکل ندارد بلکه اسلام با راهکار انتخاب‌شده برای رسیدن به هدف و مقصد مشکل دارد، در این صورت می‌توان با تغییر راهکار و انتخاب راهکار مشروع به

*. همان‌طور که در چکیده گذشت ایده اصلی این راهکار، مصوب کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار است که نویسندگان با استفاده دانش مالی اسلامی مدل عملیاتی آن را طراحی کرده‌اند.

آن هدف نائل شد؛ به‌طور مثال قرآن کریم برای کسانی که می‌خواهند از راه ربا از سرمایه‌های نقدیشان سود ببرند، می‌فرماید: «این راه حرام است و شما می‌توانید به‌جای آن از راه بیع سود ببرید» (بقره، ۲۷۵).

در خرید اعتباری اوراق بهادار هدف این است که بانک یک خط اعتباری برای شرکت کارگزاری در نظر می‌گیرد تا شرکت کارگزاری با استفاده از این خط اعتباری برای متقاضیان سهام، سهام خریداری کند و این متقاضیان چند ماه بعد وجه را پرداخت کنند. با قطع نظر از نوع قراردادی که برای آن استفاده می‌شود، خود این هدف از دید مقصدشناسی اشکالی ندارد. از دید اقتصاد کلان نیز نه‌تنها اشکالی ندارد بلکه برای اقتصاد سودمند است. از دید اقتصاد خرد نیز مقصد اجرای خرید اعتباری برای طرف‌های این ابزار؛ یعنی بانک، شرکت کارگزاری و مشتری نافع است. استفاده از این ابزار باعث می‌شود که منابع بانک به گردش درآید. برای شرکت کارگزاری نیز این‌گونه است. به سبب این ابزار معامله‌های شرکت کارگزاری افزایش پیدا می‌کند و از این ناحیه سود کسب می‌کند. برای مشتری هم، هدف خوبی خواهد بود چون مشتری در زمان خرید، ظرفیت خرید سهام را ندارد اما می‌تواند با استفاده از منابعی که در آینده کسب خواهد کرد، سهام بخرد. درباره مشتری ممکن است این بحث مطرح شود که با خرید اعتباری، وی متحمل ریسک فراوانی می‌شود چون اگر قیمت سهام کاهش پیدا کند، مشتری متحمل ضرری بیشتر از حالت عادی می‌شود که مجموع ضرر ناشی از کاهش قیمت و ضرر ناشی از پرداخت بهره تسهیلات است. این نشان از بدبودن مقصد را برای مشتری دارد اما در پاسخ باید گفت که این ریسک اضافی، برای تمام خریدهای با استفاده از تسهیلات مانند خرید خانه با وام، نیز متصور است. اگر این‌گونه بود هیچ‌کس با استفاده از تسهیلات اعطایی بانک‌ها دارایی نمی‌خرید؛ بنابراین هدف اجرای ابزار خرید اعتباری چه از جهت اقتصاد خرد و چه از جهت اقتصاد کلان اشکالی ندارد و حتی سودمند است. اما راهی که نظام مالی سنتی برای این هدف به‌کار گرفته از نظر اسلامی مجاز نیست؛ بنابراین ما راهی مجاز برای رسیدن به این هدف مجاز ارائه می‌کنیم. راه‌کاری که از نظر شرعی مشروع و از جهت عملکرد همان هدف و مزیت‌ها را برای بازار سرمایه اسلامی، خواهد داشت.

همان‌طور که گفته شد راه‌کاری که در نظام مالی سنتی برای خرید اعتباری در نظر گرفته‌اند، شامل قرارداد قرض با بهره بین بانک و شرکت کارگزاری و بین شرکت

کارگزاری و مشتری و نیز قرارداد توثیق بین آنها است. قرارداد توثیق از نظر شرعی اشکالی ندارد اما در قرارداد قرض بابهره باید راهکارهای جایگزینی پیشنهاد کنیم تا به همان هدف خرید اعتباری که هدف بلاشکالی بود، برسیم.

در سازوکار اسلامی، بانک برای اعطای تسهیلات به وسیله گشایش خط اعتباری می‌تواند به جای استفاده از قرارداد قرض با شرکت کارگزاری قرارداد مشارکت مدنی منعقد کند. طبق تعریف، در آمیختن سهم‌الشرکه نقدی یا غیرنقدی شریک با سهم‌الشرکه نقدی یا غیرنقدی بانک به صورت مشاع برای انجام کاری معین در زمینه فعالیت‌های تولیدی، بازرگانی و خدماتی به مدت محدود به قصد انتفاع بر حسب قرارداد را مشارکت مدنی گویند (موسویان، ۱۳۹۰ (الف)، ص ۱۵۷). به سبب این قرارداد بانک در فعالیت شرکت کارگزاری شریک می‌شود و بابت این شراکت از شرکت کارگزاری سود می‌گیرد.

سود شرکت کارگزاری از دو محل کسب می‌شود: الف) فعالیت شرکت کارگزاری که واسطه‌گری خرید و فروش می‌کند و در مقابل کارمزد می‌گیرد. ب) از محل واگذاری سهام به صورت نسبه به مشتری حاصل می‌شود. شرکت کارگزاری از محل منابع بانک استفاده می‌کند و سهام را برای مشتری می‌خرد و به صورت نسبه به وی واگذار می‌کند. فعالیت اول که برای شرکت کارگزاری سودآوری می‌کند ارتباطی به بانک ندارد و نیازی نیست که بانک در آن سود شریک شود اما فعالیت دوم که برای شرکت کارگزاری سودآوری می‌کند با استفاده از منابع بانک بوده و باید بانک در سود آن شریک باشد؛ بنابراین بانک به هر اندازه که منابع او در واگذاری نسبه سهام به مشتری شرکت کارگزاری استفاده می‌شود، در سودی که از این ناحیه کسب شده، حق پیدا می‌کند (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، ص ۳۹۲)؛ چون بانک پول را با عنوان مشارکت در اختیار شرکت کارگزاری قرار داده تا کسب سود کند و این قرارداد مانند قرض نیست که شرکت کارگزاری مالک پول شود و تمام سود هم برای شرکت کارگزاری باشد. برای محاسبه سودی که به بانک تعلق می‌گیرد باید مشخص شود که شرکت کارگزاری چه مبلغی را در چه مدتی استفاده کرده است؛ پس در اینجا مبلغ و مدت مشخص است.

برای مشروع بودن سود حاصل از قرارداد مشارکت نیاز است رابطه مناسبی نیز بین شرکت کارگزاری و مشتری طراحی شود. قرارداد مرابحه برای انجام عملیات بین شرکت

کارگزاری و مشتری قابل استفاده خواهد بود. فعالیتی که بانک در آن برای کسب سود با شرکت کارگزاری شراکت می‌کند این است که شرکت کارگزاری سهام را بخرد و به صورت نسبی به مشتری واگذارد.

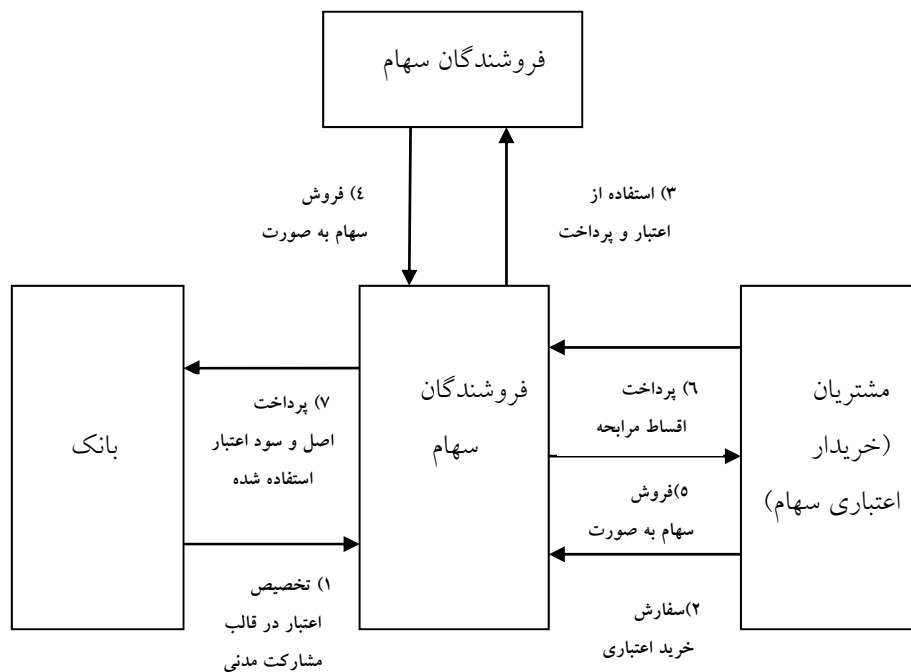
یکی از انواع قرارداد بیع، بیع مرابحه است که از زمان‌های قدیم بین مردم رایج بوده است و مقصود از آن بیعی است که فروشنده قیمت تمام‌شده کالا اعم از قیمت خرید، هزینه‌های حمل و نقل و نگاهداری و دیگر هزینه‌های مربوطه را به اطلاع مشتری می‌رساند؛ سپس تقاضای مبلغ یا درصدی اضافی به‌عنوان سود می‌کند (نجفی، ۱۹۸۱م، ج ۲۳، ص ۳۰۳). بیع مرابحه به‌ویژه مرابحه سفارشی از قراردادهای اصیل و شناخته‌شده در متون اسلامی است و از جهت قلمرو، شمول فراگیر داشته و می‌تواند بسیاری از نیازهای تسهیلاتی خانوارها و بنگاه‌های اقتصادی را پاسخ دهد (موسویان، ۱۳۹۰ (ب))؛ بنابراین برای این فعالیت می‌توان چنین طراحی کرد که شرکت کارگزاری سهام را به صورت نقدی با استفاده از منابع بانک و منابع خودش بخرد و در قالب قرارداد مرابحه و با احتساب نرخ مرابحه به صورت مدت‌دار این سهام را به مشتری بفروشد. به هر میزانی که برای خرید نقدی سهام از منابع بانک استفاده شده، بانک در سود کسب‌شده از قرارداد مرابحه شریک است؛ به طور مثال، اگر نیمی از مبلغ خرید نقدی سهام از منابع بانک تأمین شده باشد، بانک در نیمی از سود کسب‌شده از قرارداد مرابحه شریک خواهد بود.

سود قرارداد مشارکت مدنی تابع فعالیتی است که برای کسب سود انجام می‌شود. حال اگر فعالیتی که تحت شراکت انجام می‌شود، سود متغیری داشته باشد سود قرارداد مشارکت هم متغیر خواهد بود و اگر فعالیت سود ثابتی داشته باشد، سود قرارداد مشارکت هم ثابت خواهد بود. در این مدل هم، چون فعالیتی که شرکت کارگزاری تحت قرارداد مشارکت انجام می‌دهد، مرابحه است و مرابحه سود ثابتی را پدید می‌آورد؛ بنابراین قرارداد مشارکت بین بانک و شرکت کارگزاری سود ثابتی برای بانک خواهد داشت و با توجه به مشخص بودن مبلغ، مدت استفاده و نیز نرخ محاسبه سود، سود بانک از رابطه ذیل قابل محاسبه خواهد بود.

$$\text{سود سالانه} \\ \text{مدت استفاده (به روز)} * \frac{\text{مبلغ} = \text{سود بانک}}{۳۶۰}$$

بانک می‌تواند در ضمن قرارداد مشارکت با شرکت کارگزاری، وثیقه‌ها و ضمانت‌هایی را از شرکت کارگزاری دریافت کند. شرکت کارگزاری هم می‌تواند در ضمن قرارداد مرابحه وثیقه‌ها و ضمانت‌هایی را از مشتری دریافت کند. شرکت کارگزاری می‌تواند سهام خریداری شده را به عنوان وثیقه نزد خود نگاه‌دارد و برای پوشش ریسک ناشی از کاهش قیمت این وثیقه‌ها بخشی از ارزش خرید سهام را به صورت نقد از مشتری دریافت کند.

مراحل خرید اعتباری در راهکار پیشنهادی



۱. شرکت کارگزاری به یک بانک تقاضای تخصیص اعتبار می‌دهد. بانک نیز با توجه به اعتبار شرکت کارگزاری وثیقه‌هایی را از شرکت دریافت کرده؛ سپس نزد خود یک خط اعتباری را به این شرکت در قالب مشارکت مدنی تخصیص می‌دهد.
۲. در این مرحله، مشتری شرکت کارگزاری به وی سفارش می‌دهد که سهام خاصی را به صورت اعتباری برای وی خرید کند.
۳. در این مرحله شرکت کارگزاری سهام پیش‌گفته را با استفاده از اعتبار تخصیص‌یافته به شرکت به صورت نقدی از فروشنده آن سهام می‌خرد.

۴. فروشنده در برابر دریافت وجه، سهام را در اختیار شرکت کارگزاری قرار می‌دهد.
۵. شرکت کارگزاری سهام را به صورت مرابحه اقساطی به مشتری متقاضی خرید اعتباری می‌فروشد. اقساط مرابحه شامل اصل و سود اعتبار استفاده شده است.
۶. مشتری از محل دارایی‌های خود یا از محل فروش سهام مورد نظر، اقساط مرابحه را طبق شرایط و توافق طرفین بر مفاد قرارداد مرابحه به شرکت کارگزاری پرداخت می‌کند.
۷. شرکت کارگزاری نیز اصل و سود استفاده‌شده را طبق توافق طرفین به بانک پرداخت می‌کند.

تعدیل حساب ودیعه

تعدیل حساب ودیعه در قوانین مربوط به خرید اعتباری سهام نیز مدنظر قرار گرفته است؛ به طوری که در ماده ۹ دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار به این موضوع اشاره شده است. ماده ۹ این قانون بیان می‌کند که کارگزار اعتباردهنده مؤظف است در پایان هر روز کاری، عملیات به‌روزرسانی حساب تضمین مشتری را براساس قیمت‌های پایانی آن روز انجام دهد.

همچنین در ادامه این قانون به بحث حداقل حساب ودیعه پرداخته شده است و روش‌هایی که مشتری می‌تواند سطح حداقل حساب ودیعه را حفظ کند، بیان کرده است. در ماده ۱۰ دستورالعمل پیشین آمده است که هرگاه در اثر افزایش بدهی تجاری یا کاهش مانده حساب تضمین، مانده بدهی تجاری مشتری برابر یا بیش از مانده حساب تضمین مشتری شود، کارگزار اعتباردهنده مؤظف است خرید اعتباری برای مشتری را تا زمان رفع این شرایط متوقف کند؛ همچنین مشخصات مشتری به‌عنوان مشتری در معرض ریسک و مبلغ کسری حساب تضمین در اختیار قانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار و تمام کارگزاران قرار می‌گیرد و تمام کارگزاران مؤظف هستند خرید اعتباری را برای مشتری پیش‌گفته تا پایان رفع این شرایط متوقف کنند.

در ماده ۱۱ این دستورالعمل وظیفه‌های کارگزار در برابر مشتریانی که در معرض ریسک قرار گرفته‌اند را نشان داده است. در این ماده بیان می‌کند هرگاه مانده بدهی تجاری مشتری ده درصد بیشتر از مانده حساب تضمین وی شود، کارگزار اعتباردهنده مؤظف

است، حداکثر تا پایان روز کاری بعد، اختطاریه کسری حساب تضمین را شامل اطلاعات ذیل به ترتیبی که در قرارداد خرید اعتباری تعیین شده است، به مشتری اعلام کند:

۱. نام مشتری، نام کارگزار اعتباردهنده و تاریخ صدور اختطاریه؛
۲. فهرست تضامینی که در حساب تضمین مشتری درج شده و ارزش روز و ضریب تعدیل و ارزش تعدیل شده هر یک از آنها و جمع ارزش تعدیل شده تضامین؛
۳. گردش حساب بدهی تجاری مشتری با شرح مبالغی که به حساب بدهکار و بستانکار آن منظور شده، شامل تعداد، نوع و قیمت اوراق بهادار خریداری شده؛
۴. مبلغ کسری حساب تضمین که مشتری باید تسویه کند و مهلت تسویه.

در ماده ۱۲ روش‌های جبران کسری مربوط به حساب تضمین را بیان کرده است. در این ماده آمده است پس از دریافت اختطاریه کسری حساب تضمین، مشتری که قرارداد خرید اعتباری با کارگزار اعتباردهنده منعقد کرده است، موظف است ظرف سه روز کاری، کسری اعلامی را رفع کند، به قسمی که بدهی تجاری وی حداکثر به میزان مانده حساب تضمین شود. راه‌های رفع کسری حساب تضمین به شرح ذیل است:

- الف) کاهش مبلغ بدهی از محل واریز وجه نقد به وسیله مشتری یا فروش اوراق بهادار تحت مالکیت مشتری به واسطه کارگزار اعتباردهنده.
- ب) افزایش مانده حساب تضمین از راه انتخاب کارگزار اعتباردهنده به عنوان کارگزار ناظر اوراق بهادار دیگری که ویژگی‌های مندرج در ماده ۶ این دستورالعمل را داشته باشد.

مثال تعدیل حساب ودیعه

فرض کنید فردی با میزان ودیعه ۵۰۰۰ ریال می‌خواهد به خرید اعتباری ۱۰۰ سهم شرکت الف به قیمت ۱۰۰ ریال اقدام کند؛ همچنین قرارداد مباحه با سود ۲۰ درصد به صورت روزشمار با مشتری منعقد شده است؛ بنابراین برای این خرید لازم است تا از شرکت کارگزاری ۵۰۰۰ ریال نیز تسهیلات بگیرد. بعد از آنکه شرکت کارگزاری ۵۰۰۰ ریال به این فرد تسهیلات داد، این فرد به خرید ۱۰۰ سهم مورد نظر اقدام می‌کند. در این حالت صورت حساب مشتری به صورت ذیل است:

۵۰۰۰	سهام کارگزاری	۱۰۰۰۰	دارایی (سهام خریداری شده)
۵۰۰۰	ودیعه		
۱۰۰۰۰	جمع	۱۰۰۰۰	جمع

حال اگر قیمت سهام پس از سه ماه به ۱۰۵ ریال برسد؛ بنابراین به میزان ۵۰۰ ریال به میزان ودیعه مشتری اضافه می‌شود و صورت حساب مشتری به صورت ذیل در می‌آید:

۵۲۵۰	سهام کارگزاری	۱۰۵۰۰	دارایی (سهام خریداری شده)
۵۲۵۰	ودیعه		
۱۰۵۰۰	جمع	۱۰۵۰۰	جمع

اما اگر قیمت سهام پس از سه ماه به ۹۵ ریال برسد، باید از ودیعه مشتری ۵۰۰ ریال کسر شود و صورت حساب مشتری به صورت ذیل در می‌آید:

۵۲۵۰	سهام کارگزاری	۹۵۰۰	دارایی (سهام خریداری شده)
۴۲۵۰	ودیعه		
۹۵۰۰	جمع	۹۵۰۰	جمع

اگر فرض کنیم که حداقل میزان ودیعه قابل قبول به اندازه ۶۰ درصد ودیعه اولیه باشد (یعنی حداقل ودیعه قابل قبول برابر ۳۰۰۰ ریال باشد) و قیمت سهام خریداری شده پس از سه ماه از راه خرید اعتباری به ۷۵ ریال برسد صورت حساب ودیعه به صورت ذیل می‌شود و مشتری اخطار افزایش ودیعه را دریافت می‌کند:

۵۲۵۰	وام کارگزاری	۷۵۰۰	دارایی (سهام خریداری شده)
۲۲۵۰	ودیعه		
۷۵۰۰	جمع	۷۵۰۰	جمع

در این حالت اگر مشتری به افزایش ودیعه اقدام نکند، کارگزاری سهام مورد نظر را می‌فروشد و فقط میزان ودیعه در حساب مشتری باقی می‌ماند.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در تحقیق پیش‌رو ابزار خرید اعتباری در بازار سرمایه سنتی مورد بررسی قرار گرفت. این ابزار مزیت‌های قابل‌توجهی دارد و امکان ویژه‌ای را برای سرمایه‌گذاران خردوکلان فراهم می‌آورد. در ادامه به بررسی قوانین این اوراق در بازار سرمایه کشور امریکا طبق قانون T پرداخته شد و سازوکارهای اجرایی آن به‌ویژه درباره ودیعه مورد بررسی و کنکاش قرار گرفت؛ سپس به تجربه برخی کشورها درباره اجرای این ابزار مالی پرداخته شد و از کشورهای گوناگون گزارشی ارائه شد. در ادامه به بررسی فقهی سازوکار سنتی این ابزار پرداخته شد که طبق بررسی‌های فقهی که انجام گرفت، این ابزار به‌رغم مزیت‌هایی که دارد، از نظر شرعی اشکال‌های اساسی دارد و مشمول حکم معامله ربوی می‌شود. در این سازوکار بانک منابع خود را به‌صورت قرض همراه با زیاده به شرکت کارگزاری می‌دهد و شرکت کارگزاری هم این منابع را در همان قالب قرض با زیاده به مشتری خود می‌دهد. به‌علت حرمت ربا در شریعت اسلام هر دو قرارداد فی‌مابین در این سازوکار مورد اشکال جدی بوده؛ بنابراین این ابزار برای استفاده در بازار سرمایه اسلامی مناسب نخواهد بود.

از آنجایی که هدف‌های مورد نظر این ابزار، هدف‌های قابل‌قبولی از دید اقتصاد خرد و کلان است، در این پژوهش راهکار مشروع برای اجرای ابزار خرید اعتباری و رسیدن به مزیت‌های آن در بازار سرمایه اسلامی پیشنهاد شد. طبق این راهکار بانک طی قراردادی در قالب مشارکت مدنی، خط اعتباری برای شرکت کارگزاری باز می‌کند تا هر وقت مشتری شرکت تقاضای خرید اعتباری سهام خاصی را داد، شرکت کارگزاری بتواند طبق قرارداد مشارکت از منابع بانک استفاده کند و با آن منابع در قالب عقد مرابحه کسب سود کند و بانک را در این سود سهیم کند؛ یعنی کارگزار با استفاده از منابع بانک براساس درخواست مشتری، سهام مورد نظر مشتری را می‌خرد و این سهام را به‌صورت نسبه در قالب قرارداد بیع مرابحه به مشتری وامی‌گذارد؛ بنابراین طبق این راهکار، هم مشتری توانسته سهامی را که مدنظر داشته به‌صورت نسبه بخرد و هم کارگزار از محل کارمزد خرید و فروش سهام

مورد نظر سود کسب کرده و هم بانک منابع خود را به گردش در آورده و سود کسب کرده است. هر زمانی هم که اصل و سود قرارداد مباحه را به شرکت کارگزاری پرداخت کرد سهام را تحویل می‌گیرد یا از محل فروش سهام مورد نظر بدهی خود را به کارگزار تسویه می‌کند، شرکت کارگزاری نیز به میزان مشارکت بانک در اعطای اعتبار اصل و سهم سود بانک را می‌پردازد.

منابع و مأخذ

۱. بودی، زوی، الکس کین و آلان جی مارکوس؛ مدیریت سرمایه‌گذاری؛ ترجمه شریعت‌پناهی، مجید، روح‌الله فرهادی و محمد ایمنی‌فر؛ تهران: شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، انتشارات بورس، ۱۳۹۱.
۲. بورس اوراق بهادار تهران؛ تأمین مالی اعتباری خرید اوراق بهادار «گزارش شناخت»؛ تهران: معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار، ۱۳۸۸.
۳. تهرانی، رضا و عسگر نوربخش؛ فرهنگ مالی و سرمایه‌گذاری؛ تهران: نگاه دانش، ۱۳۸۹.
۴. عطایی، محمد؛ «بازارهای سرمایه ترکیه (۲)»؛ مجله بورس، ش ۶۵، ۱۳۸۶.
۵. موسویان، سیدعباس و حسن بهاری‌قراملکی؛ مبانی فقهی بازار پول و سرمایه؛ تهران: دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۹۱.
۶. موسویان، سیدعباس؛ «امکان‌سنجی کاربرد مباحه در بانکداری بدون ربا»؛ فصلنامه روند پژوهش‌های اقتصادی، س ۱۹، ش ۵۹، ۱۳۹۰ (ب).
۷. _____؛ ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی؛ ۱۳۸۶.
۸. _____؛ بازار سرمایه اسلامی (۱)؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۱.
۹. _____؛ طرح تحول نظام بانکی: اصلاح قانون و الگوی بانکداری بدون ربا؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۰ (الف).
۱۰. نجفی، محمدحسن؛ جواهر الکلام؛ تحقیق علی آخوندی؛ ج ۲۳، چ ۷، بیروت: داراحیاء التراث العربی، ۱۹۸۱ م.

۱۱. هادوی نژاد، مصطفی؛ مبانی مدیریت و ارزیابی سرمایه‌گذاری؛ تهران: شهرآب،
۱۳۸۴.

12. Bodie, Zvi, Kane, Alex & Alan J. Marcus; Investments, McGraw-Hill Education, 2009.
13. M. T. Curley; **Margin Trading from A to Z: A Complete Guide to Borrowing**; Investing and Regulation, John Wiley & Sons, 2008.
14. Reilly, Frank K, Brown, Keith C & Frank Reilly; Investment Analysis And Portfolio Management. Saunders College Pub, 1999.
15. Rule 703 Financing, Bursa Malaysia, 2008.
16. Securities & Exchange Board of India, www.sebi.gov.in.
17. William F. Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffery V. Bailey; **Investments**; Prentice Hall, 1995.