

## **Designing an Operational Model for Buying Stocks on Margin Based on *Imamiah* Jurisprudence**

**Mahdi Hakimian\***

Received: 10/09/2018

Accepted: 11/05/2019

### **Abstract**

Buying stocks on margin is one of the most important tools for the growth and prosperity of the capital markets in countries. In conventional finance, buying stocks on margin is on the basis of a loan agreement considered to be usurious (due to paying fixed interests) hence forbidden in *Imamiah* jurisprudence. This is, therefore, prohibited in the Iranian capital market. Currently, buying stocks on margin in the Islamic capital market of Iran is based on the hybrid contract of partnership (*Murabahah*) which has problems with efficiency.

In this paper, after reviewing and defining the buying of stocks on margin and explaining its method in the conventional financial system and Iran, its jurisprudential problems and implementation have been discussed and an alternative strategy has been presented. This research is an applied one, using an analytical-descriptive methodology and expert opinion survey. It has presented a comprehensive solution i.e. a hybrid contract which is Power of Attorney & hire purchase agreement that hasn't the defects and imperfections of the partnership (*Murabahah*) which is currently taking place in the capital market of Iran, and at the same time increases the efficiency of buying stocks on margin in the financial system.

### **Keywords**

Buying on Margin; Sukuk; Islamic Capital Market; Islamic Finance; Hybrid Contract.

JEL Classification: G23, Z12.

---

\* M.A. in Finance, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. hakimian@isu.ac.ir

## طراحی مدل عملیاتی خرید اعتباری سهام براساس فقه امامیه

مهدی حکیمیان\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۶/۱۹ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۲/۲۱  
مقاله برای اصلاح به مدت ۸ روز نزد نویسنده (گان) بوده است.

### چیکده

خرید اعتباری سهام یکی از ابزارهای مهم برای رشد و شکوفایی بازارهای سرمایه کشورها است. در مالی متعارف، خرید اعتباری سهام براساس قرارداد قرض به شرط زیاده می‌باشد که در فقه امامیه ربا و حرام است و در بازار سرمایه ایران قابل اجرا نیست. در حال حاضر خرید اعتباری سهام در بازار سرمایه اسلامی ایران، براساس قرارداد مشارکت مدنی - مرابحه می‌باشد که از جهت کارایی دارای مشکلاتی است.

در مقاله حاضر پس از بررسی و تعریف خرید اعتباری سهام و توضیح روش انجام آن در نظام مالی متعارف و ایران به بررسی مشکلات فقهی و اجرایی آن پرداخته شده و سپس راهکار جایگزین ارائه گردیده است. این تحقیق از نوع کاربردی بوده که با استفاده از روش تحلیلی - توصیفی و نظرخواهی از خبرگان راهکاری جامع را با استفاده از قرارداد ترکیبی وکالت - اجاره به شرط تملیک ارائه کرده است که می‌تواند از طرفی عیوب و نواقص قرارداد ترکیبی مشارکت مدنی - مرابحه که در حال حاضر در بازار سرمایه ایران انجام می‌شود را برطرف کند و از طرف دیگر کارآیی‌های خرید اعتباری در نظام مالی را افزایش دهد.

### واژگان کلیدی

خرید اعتباری؛ صکوک؛ وکالت؛ اجاره به شرط تملیک؛ بازار سرمایه اسلامی.  
طبقه‌بندی JEL: G23, Z12.

#### مقدمه

یکی از جذابیت‌های بازار سرمایه، استفاده از ابزارهای مالی متنوع در جهت گسترش، ارتقا و افزایش حجم معاملات است. یکی از این ابزارها، خرید اعتباری<sup>۱</sup> سهام است. در خرید اعتباری 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 نور بخش، ۱۳۸۹، ص. ۷۵). از زمانی که مشتری از این اعتبار استفاده می‌کند، این اعتبار به صورت وام در می‌آید و مشتری باید با پرداخت اصل وام و بهره آن سهام خود را آزاد کند و یا اینکه می‌تواند با فروش سهامی که به صورت اعتباری خریداری کرده است، اصل و بهره وام را پرداخت کند و سود باقی مانده را مالک شود.

خرید اعتباری که در مالی متعارف صورت می‌پذیرد براساس عقد قرض است که با توجه به اینکه قرض به شرط زیاده ریاست، از نظر شرعی مشکل دارد و قابل استفاده در بازار سرمایه ایران نیست. همچنین با توجه به این نکته، کمیته فقهی سازمان بورس اوراق بهادار ایران اقدام به طراحی مدل عملیاتی خرید اعتباری اوراق بهادار به صورت عقد ترکیبی مشارکت مدنی - مرابحه کرده است. هرچند این عقد ترکیبی از نظر شرعی ایراد قابل ملاحظه‌ای ندارد و قابل استفاده است ولی در مرحله عمل و اجرا بنابر دلایلی که در ادامه به صورت کامل توضیح داده خواهد شد، کارآیی کافی را ندارد.

در این تحقیق با بررسی نحوه و فرآیند خرید اعتباری در مالی متعارف و در ایران، مشکلات و چالش‌های فقهی و اجرایی آن بررسی شده است و در نهایت مدل عملیاتی و کالت - اجاره به شرط تملیک، به عنوان راهکار ایجابی پیشنهادی که چالش‌ها و مشکلات عملیاتی و فقهی عقود گذشته را ندارد، ارائه شده است.

#### ۱. ادبیات و پیشینه پژوهش

جمالی حسن جانی، محقق‌نیا و ابراهیمی سروعلیا (۱۳۹۶) در مقاله‌ای با عنوان «طراحی الگوهای عملیاتی خرید اعتباری اوراق بهادار با محوریت صندوق سرمایه‌گذاری و نهاد واسط (SPV)» پس از بررسی مدل فعلی بازار سرمایه اسلامی ایران، الگوی خرید اعتباری

با محوریت هم‌زمان کارگزاری و بانک‌های تجاری را در جهت توسعه و بهینه‌سازی الگوی فعلی و همچنین الگوهای خرید اعتباری با محوریت شرکت صندوق سرمایه‌گذاری و الگوی خرید اعتباری با محوریت نهاد واسط (SPV) را به‌عنوان الگوهای نوین خرید اعتباری پیشنهاد می‌کنند.

جمالی حسن‌جانی، محقق‌نیا و ابراهیمی سروعلیا (۱۳۹۶) در مقاله‌ای با عنوان «طراحی الگوهای عملیاتی خرید اعتباری اوراق بهادار با محوریت شرکت سپرده‌گذاری و بانک تخصصی اوراق بهادار»، پس از بررسی مدل فعلی خرید اعتباری در بازار سرمایه ایران، الگوی خرید اعتباری با محوریت هم‌زمان شرکت‌های کارگزاری و بانک‌های تجاری را در جهت توسعه و بهینه‌سازی الگوی کنونی و همچنین مدل‌های الگوی خرید اعتباری با محوریت شرکت سپرده‌گذاری و الگوی خرید اعتباری با محوریت نهادهای تخصصی مثل بانک تخصصی را به‌عنوان الگوهای نوین معرفی می‌کنند.

میرطاهر و صفایی (۱۳۹۳) در مقاله‌ای با عنوان «طراحی مدل عملیاتی خرید اعتباری سهام براساس قرارداد مشارکت مدنی - مرابحه»، خرید اعتباری در بازارهای دنیا را مورد بررسی قرار می‌دهند؛ سپس با توضیح سازوکار متعارف خرید اعتباری، نحوه محاسبه حساب ودیعه را تشریح می‌کنند. در ادامه با بررسی اوراق بهادار قابل خرید به‌صورت اعتباری و بررسی معایب و مزایای خرید اعتباری ریسک‌های مربوط به آن را بررسی می‌کنند. همچنین با بررسی خرید اعتباری سهام از منظر فقهی، حقوقی و رد مدل خرید اعتباری براساس عقد قرض، مدل مشارکت مدنی - مرابحه را به‌عنوان بهترین جایگزین قرض به شرط زیاده معرفی می‌نمایند.

موسویان، فدایی واحد و علی حسینی (۱۳۹۲) در مقاله‌ای با عنوان «خرید اعتباری سهام در بانکداری و بازار سرمایه اسلامی»، پس از بررسی و توضیح خرید اعتباری، سازوکار انجام آن در مالی متعارف را بررسی می‌کنند؛ سپس با توضیح حساب ودیعه و نحوه تعدیل آن، اوراق بهادار قابل خرید به‌صورت اعتباری و قابل وثیقه‌گذاری را مورد بررسی قرار می‌دهند. در ادامه مزیت‌ها و معایب خرید اعتباری را تشریح کرده و تجربه کشورهای دیگر را مورد بررسی قرار می‌دهند و همچنین با بررسی فقهی خرید اعتباری

براساس عقد قرض، این شیوه را از نظر اسلام مردود اعلام کرده و با ارائه مدل پیشنهادی مشارکت مدنی - مرابحه، این مدل را جایگزین عقد قرض در مالی سنتی می‌دانند. هادوی‌نژاد (۱۳۸۴) در کتابی با عنوان «مبانی مدیریت و ارزیابی سرمایه‌گذاری»، مبانی مدیریت و ارزیابی سرمایه‌گذاری در بحث خرید و فروش اوراق بهادار به بررسی حساب اعتبار پرداخته است. در این بخش پس از تعریف حساب اعتباری و ودیعه‌های مورد نیاز برای افتتاح این حساب به بررسی سازوکار مالی حساب اعتباری پرداخته و در ادامه ترازنامه حساب اعتباری را معرفی و روش تعدیل آن براساس نوسان قیمت سهام را توضیح داده است.

بودی، کین، مارکوس و موهانتی<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) در کتابی با عنوان «سرمایه‌گذاری»<sup>۳</sup>، ابتدا خرید اعتباری را تعریف کرده و سپس با توجه به قوانین فدرال رزرو آمریکا، محدودیت‌های خرید اعتباری، حداقل حساب نگهداشت و نحوه دریافت اخطار ودیعه را تشریح می‌کنند و در ادامه با ارائه مثال، چرایی استفاده سهامداران از خرید اعتباری که منجر به قرارگرفتن آنها در یک ریسک‌پذیری بیشتر می‌شود را توضیح می‌دهند.

کورلی<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) در کتابی با عنوان «معاملات حاشیه‌ای از A به Z»<sup>۵</sup>، پس از توضیح خرید اعتباری، سازوکار آن را در بازارهای آمریکا تشریح کرده است. سپس وجه تضمین اولیه و الزام‌های قانونی را با توجه به قوانین مصوب فدرال رزرو آمریکا توضیح می‌دهد و در ادامه سازوکار و فرمول‌های مربوط به مشخص کردن حداقل وجه تضمین در بورس نیویورک را شرح می‌دهد.

براون و ریلی<sup>۶</sup> (۱۹۹۹) در کتابی با عنوان «نمونه‌کارها و تجزیه و تحلیل مدیریت سرمایه‌گذاری»<sup>۷</sup>، در قسمت انواع سفارشات، خرید اعتباری را مورد بررسی قرار داده و به بررسی و تعریف خرید اعتباری پرداخته‌اند و سپس مزیت‌های خرید اعتباری سهام را برای سرمایه‌گذاران و شرکت‌های کارگزاری بیان کرده‌اند. نگارنده گان کتاب باور دارند که خرید اعتباری سهام مزیت‌ها و معایب استفاده از اهرم مالی<sup>۸</sup> را برای سرمایه‌گذاران دارد و سپس با ارائه مثال‌هایی نحوه محاسبه اخطار ودیعه، حداقل نگهداشت و... را نشان داده‌اند.

همان‌طور که مطرح شد، در نظام مالی متعارف، خرید اعتباری براساس عقد قرض می‌باشد که از دیدگاه فقه امامیه قرض به شرط زیاده ربا و حرام است. مدل فعلی بازار سرمایه اسلامی که به‌عنوان جایگزین عقد قرض برای راه‌اندازی این ابزار مالی مهم ارائه شده، مدل مشارکت مدنی - مرابحه است که به علت نکاتی که در ادامه خواهد آمد، کارایی عقد قرض را ندارد و در نتیجه خرید اعتباری را با مشکل مواجه کرده است. در ادامه پس از تبیین ماهیت خرید اعتباری، راهکار جایگزین خرید اعتباری مطرح خواهد شد.

## ۲. خرید اعتباری سهام<sup>۱</sup>

خرید اعتباری یکی از ابزارهای بسیار پرکاربرد در بازارهای سرمایه کشورهای پیشرفته است. با استفاده از خرید اعتباری سرمایه‌گذار در یک حالت اهرمی قرار می‌گیرد که سود و زیان بالقوه خود را بسیار افزایش خواهد داد. کشورهای مختلف برای جلوگیری از ریسک ناشی از خرید اعتباری راهکارهای متفاوتی را پیشنهاد کرده‌اند که در ادامه به آنها خواهیم پرداخت.

خرید اعتباری به معنای قرض گرفتن پول از کارگزاری به منظور خرید بیشتر سهام، بیشتر از حالتی که بخواهیم با پول شخصی یک نفر به تنهایی سهامی را خریداری کنیم، است. با خرید اعتباری سهام، سرمایه‌گذار در یک حالت اهرمی قرار می‌گیرد و مقدار سود و ضرر بالقوه خود را در ریسک بالاتری قرار می‌دهد. در خرید اعتباری یک حساب ودیعه وجود دارد و در صورتی که مقدار سهام شخص از سطح مشخصی کمتر شود، فرد اخطار ودیعه<sup>۱</sup> دریافت می‌کند (Bodie, Kane, Marcus & Mohanty, 2014, p. 87).

مشتری برای انجام معامله به صورت اعتباری باید یک حساب ودیعه<sup>۱۱</sup> از راه توافقنامه استاندارد افتتاح حساب یا توافقنامه جداگانه‌ای نزد شرکت کارگزاری افتتاح کند (تهرانی و نور بخش، ۱۳۸۹، ص. ۳۴۷). در این توافقنامه‌ها، شرایط و ضوابط حساب اعتباری مانند مسئولیت‌های مشتری در برابر بازپرداخت وام، چگونگی محاسبه بهره وام و چگونگی وثیقه‌گذاری اوراق بهادار خریداری شده تعیین می‌شود. شرکت کارگزاری با توجه به اعتبار مشتری میزان ودیعه‌ها را مشخص می‌کند. در بیشتر مواقع الزام‌هایی که

شرکت‌های کارگزاری برای مشتریان خود تعیین می‌کنند، از الزام‌های سازمان بورس سخت‌گیرانه‌تر است؛ حتی در برخی موارد، مالکیت اوراقی که در قالب حساب اعتباری خریداری می‌شوند، به مشتری انتقال نمی‌یابد (موسویان، فدایی‌واحد، علی‌حسینی، ۱۳۹۲، ص. ۳۵).

#### ۱-۲. مزیت‌های خرید اعتباری اوراق بهادار

خرید اعتباری یکی از نوآوری‌های مالی در نظام مالی متعارف است. این ابزار دارای مزیت‌ها و ویژگی‌های خاص خود بوده که منجر به اقبال سفته‌بازان و سرمایه‌گذاران به آن شده است. در ادامه برخی از مزیت‌های آن ذکر می‌شود.

#### ۱-۲-۱. افزایش قدرت خرید<sup>۱۲</sup>

خرید اعتباری سهام به مانند یک اهرم عمل می‌کند، که به فرد این امکان را داده تا با توجه به منابع محدود خود و با استفاده از خرید اعتباری، سهام بیشتری را خریداری کرده و در پرتفو خود نگهداری کند. در نتیجه این اقدام، فرد انتظار کسب سود و بازدهی بیشتری را دارد.

#### ۲-۱-۲. افزایش کارایی بازار

یکی از مزیت‌های استفاده از خرید اعتباری سهام در بازارهای مالی این است که منجر به افزایش کارایی بازار می‌گردد؛ به این بیان که وقتی اوراق بهاداری زیر ارزش واقعی<sup>۱۳</sup> 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، صص. ۱۵-۱۶).

#### ۲-۱-۳. 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 (بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۸، صص. ۱۵-۱۶).

#### ۲-۱-۴. افزایش نقدشوندگی بازار

استفاده از خرید اعتباری باعث می‌شود 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 (موسویان، فدایی‌واحد و علی‌حسینی، ۱۳۹۲، صص. ۴۱-۴۳).

#### ۲-۲. معایب خرید اعتباری سهام

خرید اعتباری سهام در کنار مزایایی که دارد، نقاط ضعف و معایبی را نیز دارد که در ادامه به آنها می‌پردازیم.

#### ۲-۲-۱. ریسک بالای معامله‌های اعتباری

یکی از مهم‌ترین مشکلات خرید اعتباری، ریسک بالای معامله‌ها در این نوع از عقد است؛ زیرا در این معامله‌ها افراد با سرمایه اهرمی وارد می‌شوند؛ و زیان حاصل از کاهش ارزش اوراق بهادار به صورت 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 این کاهش قیمت منجر به وارد شدن زیان به شرکت کارگزاری شود. لازم است نهاد ناظر نظارت کافی بر فرایند خرید و فروش اعتباری اوراق داشته باشد (موسویان، فدایی‌واحد و علی‌حسینی، ۱۳۹۲، ص. ۴۳).

#### ۲-۲-۲. افزایش نوسان قیمت اوراق به سبب انجام معامله اعتباری

خرید اعتباری، قدرت خرید بالایی به مشتریان می‌دهد که باعث افزایش تقاضا در زمان افزایش قیمت‌ها می‌شود. این افزایش قیمت‌ها، سبب افزایش ودیعه مشتریان نزد شرکت‌های کارگزاری می‌شود، به این معنا که با همان مقدار از حساب ودیعه امکان خرید بیشتر اوراق بهادار وجود خواهد داشت و در نتیجه 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 (موسویان، فدایی‌واحد و علی‌حسینی، ۱۳۹۲، ص. ۴۳).

قابل توجه 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.

### ۳. بررسی فقهی خرید اعتباری سهام در مالی متعارف

در ابتدای شرکت کارگزاری با بانک، قراردادی با مفاد مشخص منعقد می‌نمایند. این قرارداد، وعده اعطای تسهیلات است؛ تسهیلاتی که بهره آن از روز دریافت آن با فرمول مشخصی محاسبه خواهد شد. همچنین 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 و قابل استفاده در بازار سرمایه ایران نیست (موسویان، ۱۳۸۶، ص. ۱۶۴).

### ۴. خرید اعتباری سهام در ایران

مطابق مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۱)، خرید اعتباری سهام براساس ترکیب دو قرارداد مشارکت مدنی و مرابحه صورت می‌پذیرد<sup>۱۴</sup>. در حالت فعلی، خرید اعتباری در بازار سرمایه ایران، طی قرارداد مشارکت مدنی بین بانک و کارگزاری یا قرارداد مرابحه - بین کارگزاری و مشتری - منعقد می‌شود.

چگونگی فرایند خرید اعتباری بدین صورت است که مشتری با مراجعه به یک کارگزاری، تقاضای خود را مبنی بر خرید اعتباری اوراق بهادار مطرح می‌کند. شرکت کارگزاری پس از بررسی‌های لازم و در صورت امکان و وجود اعتبار اقدام لازم را بعمل می‌آورد و در صورتی که کارگزاری اعتبار لازم و کافی را نداشت با توجه به قرارداد مشارکت مدنی با استفاده از وجوه بانک اقدام خواهد نمود یا یک خط اعتباری با مدت زمان معین و نرخ سود مشخص به مشتری در قالب عقد مرابحه اعطا می‌کند تا مشتری با آن سهام خود را خریداری کند. این مدل هرچند از نظر فقهی مشکل قابل توجه‌ای ندارد، ولی کارآیی کافی را ندارد که در ادامه مشکلات آن را بررسی خواهیم کرد.

#### ۵. مشکلات خرید اعتباری سهام

خرید اعتباری براساس مدلی که در حال حاضر در بازار اوراق بهادار ایران صورت می‌پذیرد دارای مشکلاتی است که در عمل کارآیی این ابزار مالی را دچار مشکل کرده است. این مشکلات به شرح زیر است:

#### ۵-۱. عدم انعطاف پذیری

در خرید اعتباری در روش مالی متعارف، خریدار سهام امکان تمدید عقد را دارد و می‌تواند در بعضی از موارد حتی تا ۳ ماه نیز بازپرداخت اعتبار خود را به تعویق بیندازد و در نتیجه باید متناسب با تعداد روزی که بدهی خود را پرداخت نکرده، مبلغ بالاتری را براساس رابطه زیر پرداخت کند:

$$\text{رابطه (۱):} \quad \text{نرخ بهره} \times \frac{\text{تعداد روزها}}{360} \times \text{مبلغ} = \text{بهره}$$

همان‌طوری که در رابطه بالا قابل مشاهده است، قراردادهای خرید اعتباری سهام در مورد زمان بازپرداخت بدهی خود انعطاف‌پذیری بالایی دارند، هرچند که به‌طور معمول افراد در بازه زمانی کوتاه‌مدت برای جلوگیری از افزایش نرخ بهره اقدام به تسویه حساب می‌کنند. اما براساس مدل مشارکت مدنی - مرابحه امکان انعطاف‌پذیری در قرارداد وجود ندارد، چراکه براساس مبانی فقه امامیه تمدید عقد مرابحه در مقابل افزایش بدهی، ربای جاهلی است. توضیح بیشتر آنکه براساس فقه امامیه باید در ابتدا برای قرارداد یک مدت

زمان مشخصی را تعیین کرد. به عنوان مثال ما دوره بازپرداخت ۳۰ روزه را تعیین می‌کنیم. این دوره تنها در جهت کاهش انعطاف‌پذیر است و امکان افزایش مدت زمان را ندارد، زیرا در صورتی که خریدار در بازه ۳۰ روزه از پیش تعیین شده اقدام به بازپرداخت بدهی خود نکند و تقاضای تمدید مهلت بدهی را بکند، انجام اینکار ربا است، مگر اینکه عقد اولیه باطل و عقد دیگری مجدد منعقد شود که هزینه‌ها و مشکلات فراوان مخصوص به خود را دارد.

این قرارداد هرچند امکان کاهش مدت زمان را به لحاظ فقهی دارد ولی مشکلاتی را دارد که با ذکر مثال بیان خواهد شد: چنانچه کارگزاری ۳۰ روزه مبلغی را با نرخ بهره ۳ درصد به فردی برای خرید اعتباری داده است و در صورتی که فرد در ۱۵ روز مبلغ را بازپرداخت کند کارگزاری نرخ بهره را ۱,۵ درصد محاسبه خواهد کرد ولی از نظر عملیاتی به علت مسائل و مشکلات مالیاتی انجام شدنی نیست، زیرا در صورتی که کارگزاری یک قرارداد ۳۰ روز با نرخ ۳ درصد را در دفاتر خود ثبت کند و سپس با توجه به اقدام خریدار آن را تعدیل نماید، این در حساب‌ها منعکس نمی‌شود و کارگزاری باید مالیات بیشتری را پرداخت کند که قاعدتاً در اینجا نیز کارگزاری‌ها متحمل ضرر می‌شوند.

## ۲-۵. کاهش سودآوری کارگزاری‌ها

در مالی متعارف، وقتی فردی برای دریافت اعتبار برای خرید اعتباری سهام به کارگزاری مراجعه می‌کند، کارگزاری در صورتی که فرد برای دریافت اعتبار مشکلی نداشته باشد، ابتدا از منابع خود به آن فرد اعتبار می‌دهد و در صورتی که خود منبعی دیگر نداشته باشد از خط اعتباری بانک استفاده می‌کند و به آن فرد می‌دهد. در این صورت کارگزاری از منابع خود بیشتری استفاده را کرده و سودآوری خود را به بیشترین حالت افزایش می‌دهد. اما مدل فعلی براساس مشارکت مدنی میان بانک و کارگزاری است. مشارکت مدنی، در آمیختن سهم‌الشرکه نقدی یا غیرنقدی شریک با سهم‌الشرکه نقدی یا غیرنقدی بانک به نحو مشاع برای انجام کاری معین در زمینه فعالیت‌های تولیدی، بازرگانی و خدماتی به مدت محدود به قصد انتفاع در حسب قرارداد است (موسویان، ۱۳۸۶، ص. ۷۳۲). بر این اساس دیگر کارگزاری نمی‌تواند ابتدا از منابع نقدی خود استفاده کند و به مشتریان خود

اعتبار بدهد و پس از اتمام منابع خود از منابع بانک استفاده کند، بلکه در این حالت از همان ابتدا باید به صورت مشاع با بانک شریک باشد و در نتیجه سودآوری کارگزاری‌ها کاهش می‌یابد.

#### ۳-۵. به وجود آمدن قرارداد اضافه

در مالی متعارف، کارگزاری واقعاً سهام را برای مشتری می‌خرد و مشتری مالک سهام است و مشتری ملزم به پرداخت مبلغ بدهی خود تا یک مدت زمان مشخص بوده و در صورت عدم بازپرداخت، کارگزاری امکان فروختن سهام مشتری را دارد و در نتیجه تنها یک دفعه نقل و انتقال سهم صورت می‌پذیرد. اما در مدل فعلی بازار بورس که براساس عقد مرابحه است نیاز به نقل و انتقال سند سهام به صورت رفت و برگشتی است که هزینه‌های اجرایی و عملی و مالیاتی را به بار خواهند آورد.

#### ۴-۵. مدل پیشنهادی خرید اعتباری سهام

با توجه به مباحث فوق‌الذکر، مدلی که در این مقاله برای انجام معاملاتی که نیاز به خرید اعتباری دارند و پیشنهاد می‌شود، مدل «وکالت-اجاره به شرط تملیک سهام» است. در این حالت رابطه بین بانک و کارگزاری بر پایه عقد وکالت و رابطه مشتری و کارگزاری بر مبنای عقد اجاره خواهد بود. در ادامه هرکدام از این عقود و شرایط آن توضیح داده خواهد شد.

#### ۶. عقد وکالت

وکالت در اصطلاح عقدی است که به سبب آن یکی از طرفین، دیگری را برای انجام امری نایب خود قرار می‌دهد (موسویان، ۱۳۹۱، صص. ۲۷۹-۲۸۳). عقد وکالت دارای سه رکن «طرفین عقد»، «ایجاب و قبول» و «مورد وکالت» است. عقد وکالت از منظر ماهیتی، شرایط و ویژگی‌های خاص خود را دارد که نیاز به بررسی دقیق‌تری دارد که در ادامه به آن می‌پردازیم.

#### ۶-۱. ارکان عقد وکالت

۱. ایجاب و قبول: عقد وکالت مانند عقدهای دیگر نیاز به اعلام اراده و رضایت طرفین به انعقاد آن دارد و طرفین با هر لفظ و زبانی که مقصود از وکالت را برساند، می‌توانند عقد را جاری سازند.
۲. طرفین عقد: شخصی که نایب می‌گیرد موکل و نایب را وکیل می‌گویند. وکیل و موکل باید شرایط عمومی قراردادها شامل بلوغ، عقل، قصد و اختیار را داشته باشند.
۳. مورد وکالت: آنچه مورد وکالت واقع می‌شود باید شرایط ذیل را داشته باشد:  
الف) از اموری باشد که نیابت پذیر است؛ ب) از امور ممنوعه برای موکل یا وکیل نباشد؛ ج) معلوم و معین باشد؛ د) مملوک در تصرف موکل باشد (موسویان، ۱۳۹۱، صص. ۲۸۰-۲۸۱).

#### ۶-۲. ماهیت عقد وکالت

عقد وکالت از جمله عقدهای جایز است که با فوت یا جنون یکی از طرفین باطل می‌شود. طرفین می‌توانند در ضمن عقد لازم خارجی، شرط کنند تا زمانی که آن عقد باقی است عقد وکالت هم باقی باشد و طرفین حق فسخ آن را نداشته باشند (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۲۸۱).

#### ۶-۲-۱. اقسام وکالت

وکالت بر سه قسم است:

۱. وکالت خاص، در این نوع مورد وکالت و محدوده اختیارات وکیل معلوم است.
۲. وکالت عام، سه گونه است:
  - عام از جهت تصرف و خاص از جهت متعلق وکالت؛ برای مثال، گفته شود این سرمایه معین را هر نوع که صلاح میدانی استفاده کن اعم از بیع و اجاره و...؛
  - عام از جهت متعلق وکالت و خاص از جهت تصرف؛ برای مثال، موکل بگوید هر آنچه از اموال من را که صلاح می‌دانی بفروش.

○ عام از جهت تصرف و متعلق وکالت؛ برای مثال، موکل به هر نوع تصرفی در اموال خود وکالت دهد.

۳ وکالت مطلق، در این نوع مورد وکالت و محدوده اختیارات مطلق است (موسویان، ۱۳۹۱، صص. ۲۸۱-۲۸۲).

#### ۷. عقد اجاره

اجاره در اصطلاح عقدی است که به موجب آن مستأجر در برابر مالی که به موجر می‌پردازد، برای مدت معین، مالک منافع عین مستأجره یا عمل اجیر می‌شود (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، ص. ۳۰۹). عقد اجاره بر حسب متعلق آن به دو نوع اجاره اموال و اجاره اشخاص تقسیم می‌شود و دارای سه رکن ایجاب و قبول، طرفین عقد (متعاقدان) و عوضین است. همچنین از نظر ماهیتی نیز، عقد اجاره دارای شرایط و ویژگی‌های خاص خود بوده که در ادامه به آن می‌پردازیم.

#### ۷-۱. انواع اجاره

اجاره به حسب متعلق آن، به دو نوع تقسیم می‌شود:

- ۱ اجاره اموال: که به آن اجاره اعیان نیز گفته می‌شود و عبارت است از اجاره‌ای که در آن عین مستأجره، اشیایی مثل خانه، زمین و سایر کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام تحویل مستأجر می‌گردد و مستأجر مالک منافع این اموال می‌شود.
- ۲ اجاره اشخاص: اجاره‌ای است که در آن، عمل نیروی کار (اجیر) مورد اجاره قرار گرفته و مستأجر (کارفرما) مالک عمل نیروی کار می‌شود (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، صص. ۳۱۰-۳۱۱).

#### ۷-۱-۱. ارکان اجاره

- الف) ایجاب و قبول: عقد اجاره به اعلام اراده و رضایت طرفین به انعقاد آن نیاز دارد. موجر به هر لفظ و زبانی قبول خود را اظهار نماید صحیح است. حتی عقد اجاره می‌تواند به صورت عملی (معاطاتی) انشا گردد.
- ب) طرفین عقد (متعاقدين).

ج) عوضان: عوضان عبارت است منفعت عین مستأجره که از طرف موجر به مستأجر تملیک می‌شود و اجرت که از طرف مستأجر به موجر پرداخت می‌شود (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، ص. ۳۱۱-۳۱۶).

#### ۲-۱-۷. ماهیت عقد اجاره

اجاره عقدی تملیکی، معوض، موقت و لازم است (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۲۲۰).

#### ۸. اجاره به شرط تملیک

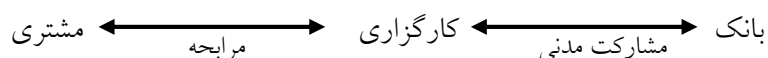
اجاره به شرط تملیک عقدی است که در آن شرط می‌شود مستأجر در پایان مدت اجاره و در صورت عمل به شرایط مندرج در قرارداد، عین مستأجره را مالک گردد (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۲۵۰).

در قرارداد اجاره به شرط تملیک ابتدا احکام عقد اجاره جاری شده، سپس احکام شرط ضمن عقد رعایت می‌گردد و در نهایت احکام بیع در آن جاری می‌شود (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۲۵۱).

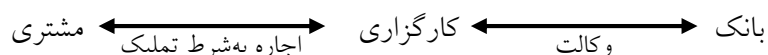
نکته‌ای که در عقد اجاره به شرط تملیک لازم است طبق فتوای اکثر فقها رعایت شود این است که شرط اجاره اولاً باید به شرط فعل باشد، دوماً به شرط نتیجه نباشد (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، ص. ۳۲۱).

#### ۵-۶. توضیح مدل پیشنهادی

مدل فعلی خرید اعتباری سهام شامل یک عقد مشارکت مدنی فی مابین بانک و کارگزاری و یک عقد مرابحه فی مابین کارگزاری و مشتری است.



در مدل پیشنهادی مقاله حاضر، خرید اعتباری شامل یک عقد وکالت فی مابین بانک و کارگزاری و یک عقد اجاره به شرط تملیک فی مابین کارگزاری و مشتری است.



توضیح آن است که مشتری با مراجعه به کارگزاری درخواست خود را مبنی بر انجام خرید اعتباری به کارگزاری می‌دهد. کارگزاری پس از انجام بررسی‌های لازم و در صورت امکان با استفاده از منابع خود و در صورتی که منابع کافی را در اختیار نداشت با توجه به عقد وکالتی که با بانک منعقد کرده است، به وکالت از بانک سهام مدنظر مشتری را خریداری کرده و به صورت اجاره به شرط تملیک به وی واگذار خواهد کرد. در این حالت بانک می‌تواند برای اطمینان وثایق و ضمانت‌هایی را از مشتری بگیرد و در ازای اینکارها حق الوکاله خود را از بانک طلب کند. از طرف دیگر عقد میان کارگزاری و مشتری در این حالت به صورت اجاره به شرط تملیک است؛ بدین صورت که کارگزاری با توجه به سفارش مشتری سهامی را خریداری کرده و در قالب عقد اجاره به شرط تملیک به وی واگذار خواهد کرد که با توجه به اینکه عقد اجاره از عقود مبادله‌ای است، می‌توان مقدار سود حاصله از عقد را به صورت قطعی قبل از انعقاد عقد تعیین کرد. نکته‌ای که در انجام عقد اجاره به شرط تملیک جهت افزایش کارایی و سادگی محاسبات باید لحاظ شود این است که می‌توان در عقد اجاره به شرط تملیک، مبلغ اجاره بها را به میزان مقدار سود مدنظر به صورت روزانه لحاظ کرد که در تاریخ سررسید با پرداخت عوض معلوم که آن را برابر با مقدار اولیه در نظر می‌گیریم، مشتری سهام را مالک می‌شود. بنابراین عقد اول که میان بانک و کارگزاری است عقد وکالت، و عقد دوم که میان کارگزاری و مشتری بوده عقد اجاره به شرط تملیک است که دارای ۳ شرط ضمن عقد می‌باشد:

۱. اگر مشتری زودتر از موعد قرارداد را تسویه کند، کارگزاری مابقی اجاره بهاها را که به صورت روزانه با توجه به نرخ شورای پول و اعتبار مشخص می‌شود، می‌بخشد.
۲. این قرارداد حداکثر تا ۹۰ روز قابل تمدید است و بابت هر روز تمدید می‌بایست اجاره بهای جدید پرداخت شود.
۳. در سررسید مشتری با پرداخت مبلغ اسمی که در ابتدا جهت خرید سهام توسط کارگزاری پرداخت شده است، مالک سهام می‌شود و می‌تواند آن را بفروشد.



قابل توجه می‌باشد که انجام خرید اعتباری سهام براساس مدل اجاره به شرط تملیک حق‌الوکاله در مقایسه با مدل فعلی انجام خرید اعتباری در بازار سرمایه اسلامی ایران یعنی مشارکت مدنی - مرابحه هم از لحاظ فقهی و هم از لحاظ کارآیی، برتری دارد. در مدل فعلی با توجه به اینکه در اغلب موارد امکان تعیین یک بازه زمانی دقیق و مشخص برای انجام خرید اعتباری سهام و أخذ اعتبار توسط مشتری از کارگزاری کار سخت و دشوار جهت پیش بینی است، مشتری براساس تجربه و پیشبینی خود یک بازه زمانی را مشخص می‌کند که با توجه به کم و زیاد شدن آن باید قرارداد منعقد شده را تعدیل کرد بدین ترتیب در صورتی که مشتری در مدت زمانی کمتر از مدت زمان تعیین شده در قرارداد به سود مدنظر خود برسد و بخواهد که پول کارگزاری را برگرداند، کارگزاری می‌تواند با لحاظ تخفیف در پرداخت‌های زودتر از موعد مشوق‌هایی را برای افراد جهت پرداخت زودتر بدهی خود قرار دهد، ولی در صورتی که مشتری در بازه زمانی قید شده در قرارداد به هدف خود نرسد و تمایل به تمدید قرارداد کند، با توجه به این نکته فقهی که تمدید قرارداد مرابحه شامل ربای جاهلی می‌شود این امکان وجود ندارد و در صورت لزوم باید عقد جدیدی منعقد شود. به‌عنوان مثال فرض کنید که فردی در نظر دارد سهمی را که در حال حاضر به مبلغ ۱۰۰۰ ریال است به امید اینکه در آینده به قیمت ۱۵۰۰ ریال می‌رسد خریداری کند. با توجه به کمبود منابع مالی فرد و به خاطر افزایش سودآوری، وی درخواست خود را مبنی بر خرید اعتباری سهام را به کارگزاری می‌دهد. کارگزاری درخواست مشتری را بررسی کرده و در صورت امکان با استفاده از منابع خود و در صورتی که منابع مالی کافی را در اختیار نداشت با استفاده از منابع بانک سهام مدنظر مشتری را خریداری می‌کند. در این حالت در صورتی که قرارداد پایه، عقد مشارکت مدنی می‌بود با توجه به ماهیت این عقد، امکان اینکه کارگزاری ابتدا از منابع خود استفاده کند وجود خواهد داشت و در صورتی که منابع کافی را نداشته باشد از منابع بانک استفاده کند و در نتیجه سودآوری کارگزاری‌ها را کاهش می‌داد، ولی با توجه به اینکه عقد پایه فی‌مابین کارگزاری و بانک در حالت پیشنهادی این مقاله وکالت است، کارگزاری این امکان را دارد که در ابتدا از منابع مالی خود استفاده کند و در صورت لزوم به‌عنوان وکیل از منابع بانک استفاده کند و در انتها حق‌الوکاله خود را از بانک طلب کند.

پس از خریداری سهام، کارگزاری سهام خریداری شده را به صورت اجاره به شرط تملیک به مشتری اجاره می‌دهد و در قرارداد قید می‌شود که پس از پرداخت آخرین قسط، سهام به صورت شرط فعل و نه شرط نتیجه به وی در عوض مبلغ مشخص که همان مقدار پول اولیه جهت خرید اعتباری بوده، تملیک خواهد شد. در این حالت بعد از عقد قرارداد دو حالت قابل تصور است: **حالت اول** این است که قبل از اتمام تاریخ قرارداد، سهم به قیمت ۱۵۰۰ ریال می‌رسد و در نتیجه مشتری اقدام به فروش سهام مذکور کرده و در نظر دارد زودتر از موعد تسویه حساب خود را با کارگزاری انجام بدهد. در این حالت با توجه به اینکه ماهیت عقد مرابحه و اجاره به شرط تملیک در هر دو حالت امکان تسویه بدهی قبل از سررسید و اعطای تخفیف از طرف کارگزاری به عنوان مشوقی برای تسویه حساب زودتر از موعود امکان پذیر است. **حالت دوم** این است که در بازه زمانی قرارداد، سهم به قیمت ۱۵۰۰ ریال نرسیده و مشتری به این نتیجه برسد که مثلاً در بازه زمانی ۱۰ روز آینده سهم به این قیمت خواهد رسید و در نتیجه تمایل به تمدید قرارداد خرید اعتباری خود با بانک می‌گیرد. در این حالت در صورتی که عقد پایه، مرابحه باشد امکان تمدید عقد به علت ربای جاهلی وجود نخواهد داشت ولی اگر عقد مبنا، اجاره به شرط تملیک باشد می‌توان قرارداد را با توجه به این نکته که در صورت تمدید قرارداد مدت زمان قرارداد اجاره به شرط تملیک افزایش یافته و در نتیجه مقدار اجاره بهاها افزایش می‌یابد، قرارداد را تمدید کرد. در نتیجه مشتری اقدام به تمدید قرارداد خود با وکیل بانک (کارگزار) می‌کند. پس از آنکه سهم به قیمت ۱۵۰۰ ریال رسید، مشتری سهام را فروخته و به سود می‌رسد و مطابق قرارداد، اجاره بها که به صورت روزشمار محاسبه می‌شود و همچنین مبلغی که برای خرید اعتباری از کارگزاری گرفته است را به کارگزاری پرداخت خواهد کرد. برای مثال فردی برای خرید اعتباری نیاز به یک میلیارد تومان دارد. درخواست خود را مبنی بر خرید اعتباری به کارگزاری می‌دهد، کارگزاری پس از بررسی اولیه، گرفتن وثایق و تأیید، در صورتی که اعتبار کافی داشت از منابع خود و در صورتی که اعتبار کارگزاری کافی نبود با استفاده از منابع بانک که به صورت عقد وکالت، می‌تواند از آن منابع استفاده کند، یک میلیارد تومان وجه را تأمین کرده و سهام مدنظر مشتری را خریداری کرده و به صورت اجاره به شرط تملیک به وی اجاره

می‌دهد. مبلغ اجاره‌بها به این صورت تعیین می‌شود که با توجه به اینکه مثلاً شورای پول و اعتبار نرخ سود را ۱۸ درصد در نظر گرفته است، نرخ سود ماهانه ۱٫۵ درصد و نرخ سود روزشمار ۰٫۵ درصد می‌باشد، بنابراین مشتری موظف است که روزانه مبلغ پانصد هزار تومان را به‌عنوان اجاره بها پرداخت کند. در این حالت میزان سود پرداختی مشتری به‌صورت ساده و سریع قابل محاسبه است و در صورتی که قبل از تاریخ سررسید بخواهد حساب خود را با کارگزاری تسویه حساب کند، کارگزاری با توجه به اولین شرط ضمن عقد قرارداد مابقی اجاره بهاها تا سررسید را می‌بخشد و همچنین در صورتی که مشتری بخواهد قرارداد را تمدید کند با توجه به دومین شرط ضمن عقد این قرارداد قابلیت تمدید تا حداکثر ۹۰ روز را دارد.

#### **۶. معیارهای مدل بهینه**

در صورتی می‌توان مدلی را مدل بهینه نامید که هم از منظر فقهی و هم از نظر کارایی از مدل‌های دیگر بهتر باشد، با توجه به مدل‌های پیشنهادی برای انجام خرید اعتباری سهام، مدلی را می‌توان بهترین راه‌حل برای خرید اعتباری دانست که دارای ویژگی‌های زیر باشد.

#### **۶-۱. مشروعیت**

با توجه قوانین و مقررات کشور، طبیعی است که مدلی بهینه است که در آن انجام خرید اعتباری براساس فقه امامیه بدون مشکل شرعی باشد.

#### **۶-۲. قابلیت به‌کارگیری سرمایه کارگزار و سرمایه بانک**

با توجه به نقش و اهمیت کارگزاری‌ها در خرید اعتباری سهام، لازم است که مدل انتخاب شده به افزایش سودآوری کارگزاری‌ها به‌عنوان رکن مهم بازار سرمایه منجر شود، بنابراین مدلی مطلوب است که شرکت کارگزاری بتواند در ابتدا از منابع مالی خود استفاده کند و در صورتی که منابع مالی لازم را نداشت از منابع بانک استفاده کند.

### ۳-۶. انعطاف پذیری در زمان تسویه قرارداد

یکی از ویژگی‌های خرید اعتباری در مدل متعارف، انعطاف‌پذیری زمانی در آن است، به این صورت که نرخ سود به صورت روزمره محاسبه می‌شود و هر زمان که مشتری تمایل داشته باشد قرارداد را تسویه می‌کند، بنابراین در صورتی که مدلی جایگزین مدل متعارف پیشنهاد داده شود باید از نظر زمانی انعطاف پذیر باشد در نتیجه مدلی مطلوب خواهد بود که مشتری بتواند بنابر شرایط، در صورتی که بخواهد زودتر از موعد تسویه حساب کند و همچنین امکان ارائه تخفیف از سمت کارگزاری برای ایجاد مشوق‌های لازم باشد و در صورتی که بخواهد قرارداد را تمدید کند، امکان آن را داشته باشد.

### ۴-۶. سادگی محاسبات

یکی از ویژگی‌های خرید اعتباری در مدل متعارف سادگی محاسبات آن است. بنابراین مدلی به‌عنوان جایگزین مدل متعارف در نظام مالی اسلامی ایران باید انتخاب شود که از سادگی محاسبات برخوردار باشد.

### ۷. اعتبارسنجی مدل پیشنهادی

از آنجاکه مدل پیشنهادی (قرارداد ترکیبی وکالت - اجاره به شرط تملیک) هنوز به اجرا در نیامده است که بتوان مطالعات کمی روی آن انجام داد؛ برای اثبات مشروعیت و کارایی مدل پیشنهادی از روش تحقیق کیفی و نظرخواهی از خبرگان استفاده شد و برای این منظور بعد از تبیین هر یک از مدل‌های سه‌گانه جدولی به شرح زیر در اختیار خبرگان قرار گرفت. گویه‌ها در این پژوهش در بخش کارآیی بر مبنای مقیاس لیکرت<sup>۱۵</sup> به صورت ۵ گزینه‌ای و با نمره وسط ۳ طراحی شد و از پاسخ‌گویان خواسته شد به مدل‌های یادشده در پرسشنامه، روی یک طیف پنج گزینه‌ای از خیلی کم تا خیلی زیاد نمره‌ای بدهند که ارزش عددی خیلی کم برابر ۱ و خیلی زیاد برابر ۵، در نظر گرفته شد. در این پژوهش، برای تعیین روایی<sup>۱۶</sup> از روش محتوایی استفاده شد و پیش از توزیع پرسشنامه‌ها، نظرات و دیدگاه‌های ۵ نفر از کارشناسان مالی دریافت و اصلاحات لازم روی پرسشنامه اعمال شد.

جدول (۱): ارزیابی مشروعیت و کارایی مدل‌های جایگزین مدل متداول خرید اعتباری سهام

ابزار پیشنهادی	مشروعیت (دارد، ندارد)	قابلیت به کارگیری سرمایه کارگزار و سرمایه بانک (۵ تا ۱)	قابلیت کاهش زمان تسویه (۵ تا ۱)	قابلیت افزایش زمان تسویه (۵ تا ۱)	سادگی محاسبات (۵ تا ۱)
مشارکت مدنی - مرابحه					
وکالت - مرابحه					
وکالت - اجاره به شرط تملیک					

۱. در صورتی که هر یک از مدل‌های فوق مشروعیت ندارد، لطفاً دلیل آن را تشریح کنید.
۲. در صورتی که هر یک از مدل‌های فوق به جهتی کارآیی ندارد، لطفاً دلایل خود را ذکر کنید.
۳. لطفاً در صورتی که مدل پیشنهادی دیگر مدنظر دارید توضیح دهید.

پس از نمره‌گذاری پرسشنامه‌ها، برای تجزیه و تحلیل نتایج، روش میانگین از آمار توصیفی برای بررسی کلی اطلاعات و نمره‌های حاصل از پرسشنامه‌ها مورد استفاده قرار گرفت. در ادامه، به بررسی و تجزیه و تحلیل اطلاعات جمع‌آوری شده، اقدام شد. تعداد ۳۰ پرسشنامه به خبرگان مالی توزیع شد که از این تعداد ۱۹ پرسشنامه جهت انجام تحقیقات احصا گردید. از منظر فقهی تمامی خبرگان مدل‌های فوق را در صورتی که مطابق قوانین و مقررات صورت بگیرد، شرعی می‌دانند. همچنین از منظر کارآیی، با توجه به ۴ معیار قابلیت به کارگیری سرمایه کارگزاری و سرمایه بانک، قابلیت کاهش زمان تسویه قرارداد، قابلیت افزایش زمان تسویه قرارداد و سادگی محاسبات براساس میانگین حسابی، امتیاز هر یک از مدل‌های مشارکت مدنی - مرابحه، وکالت - مرابحه و وکالت -

اجاره به شرط تملیک به ترتیب ۲,۲۸، ۳,۴۶ و ۴,۵۰ گردید که نشان می دهد مدل ارائه شده در این پژوهش از منظر خبرگان مالی از منظر کارایی در رتبه بالاتری از مدل های دیگر قرار دارد.

### جمع بندی و نتیجه گیری

با توجه به مباحث مطرح شده در مقاله حاضر، انجام خرید اعتباری براساس مالی متعارف، با عنایت به شبهه قرض به شرط زیاده مورد اشکال از نظر فقه امامیه است و قابل استفاده در بازار سرمایه ایران نیست. برای اصلاح این عقد و امکان استفاده از آن در ایران، کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار استفاده از عقود ترکیبی مشارکت مدنی - مرابحه را پیشنهاد داده که با توجه به توضیحاتی که بیان شد به علت مشکلاتی چون عدم انعطاف پذیری، کاهش سودآوری، ایجاد هزینه و قراردادهای اضافه و... کارایی لازم را نداشته و عملاً جایگزین مناسبی برای عقد قرض جهت استفاده از خرید اعتباری سهام در بازار سرمایه کشور نیست. همچنین با توجه به مشکلات خرید اعتباری سهام براساس عقد ترکیبی مشارکت مدنی - مرابحه در صورتی که خرید اعتباری بر مبنای عقد ترکیبی وکالت - اجاره به شرط تملیک صورت پذیرد، علاوه بر اینکه از نظر فقه امامیه مشکل شرعی نخواهد داشت، دارای کارایی لازم خواهد بود و می تواند جایگزین عقد قرض در نظام متعارف مالی شود. در نتیجه بستر لازم برای رشد و شکوفایی یکی از ابزارهای نوین مالی در کشور یعنی خرید اعتباری بهتر از گذشته آماده خواهد شد.

### یادداشت ها

1. Buying on Margin
2. Bodie, Kane, Marcus & Mohanty
3. Investment
4. Curley
5. Margin Trading from A to Z
6. Reilly & Brown
7. Portfolio and Analysis Investment Management
8. Leverage
9. Buying on Margin
10. Margin Call
11. Margin Account
12. Increase Buying Power

13. Underprice
14. <http://rdis.ir/ShariaBoardApprovalsDetail.asp?RecID=89>
15. Likert Scale
16. Validity

#### کتابنامه

- بودی، زوی؛ الکس، کین؛ و آلان جی، مارکوس (۱۳۹۱). مدیریت سرمایه‌گذاری (مجید شریعت‌پناهی، روح‌الله فرهادی و محمد ایمنیفر؛ مترجمان). تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.
- تهرانی، رضا؛ و نوریخس، عسکر (۱۳۸۹). فرهنگ مالی و سرمایه‌گذاری. تهران: نگاه دانش.
- جمالی حسن‌جانی، محمد؛ محقق‌نیا، محمدجواد؛ و ابراهیمی سروعلیا، محمدحسن (۱۳۹۶-الف). طراحی الگوهای عملیاتی خرید اعتباری اوراق بهادار با محوریت صندوق سرمایه‌گذاری و نهاد واسط (SPV). فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۹(۳۶)، ۱۱۵-۱۳۴.
- جمالی حسن‌جانی، محمد؛ محقق‌نیا، محمدجواد؛ و ابراهیمی سروعلیا، محمدحسن (۱۳۹۶-ب). طراحی الگوهای عملیاتی خرید اعتباری اوراق بهادار با محوریت شرکت سپرده‌گذاری و بانک تخصصی اوراق بهادار. دوفصلنامه معرفت اقتصاد اسلامی، ۸(۱۶)، ۲۱-۳۸.
- سازمان بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۸). تأمین مالی اعتباری خرید اوراق بهادار. تهران: سازمان بورس اوراق بهادار تهران.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶). ابزارهای مالی اسلامی (صکوک). تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۹۰). امکان‌سنجی کاربرد مرابحه در بانکداری بدون ربا. فصلنامه روند پژوهش‌های اقتصادی، ۱۹(۵۹)، ۱۳-۳۱.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱). بازار سرمایه اسلامی (۱). تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان، سیدعباس؛ و بهاری قراملکی، حسن (۱۳۹۱). مبانی فقهی بازار پول و سرمایه. تهران: دانشگاه امام صادق علیه السلام.

طراحی مدل عملیاتی خرید اعتباری سهام بر اساس فقه امامیه / مهدی حکیمیان *تجربیات اسلامی* ۲۳۹

موسویان، سیدعباس؛ فدایی واحد، میثم؛ و علی حسینی، مهدی (۱۳۹۲). خرید اعتباری سهام در بانکداری و بازار سرمایه اسلامی. *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۱۳ (۴۹) ۳۱-۵۸.

میرطاهر، سیدمحمدجواد؛ و صفایی، محمد (۱۳۹۴). طراحی مدل عملیاتی خرید اعتباری سهام بر اساس قرارداد مرابحه و مشارکت مدنی. *دوفصلنامه تحقیقات مالی اسلامی*، ۳ (۶)، ۱۳۱-۱۶۰.

هادوی نژاد، مصطفی (۱۳۸۴). *مبانی مدیریت و ارزیابی سرمایه‌گذاری*. تهران: شهرآب.

Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J., & Mohanty, P. (2014). *Investments (SIE)*. McGraw-Hill Education.

Curley, M. T. (2008). *Margin Trading from A to Z: A Complete Guide to Borrowing, Investing and Regulation* (Vol. 352). John Wiley & Sons.

Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2011). *Investment Analysis and Portfolio Management (Text Only)*. Cengage Learning.