



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گروه بازارها و ابزارهای مالی

آسیب شناسی خرید اعتباری سهام

سید امیرحسین اعتصامی

با همکاری دکتر مجتبی کاوند

مرداد ۱۳۹۹



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: آسیب شناسی خرید اعتباری سهام

تهیه کنندگان: سید امیر حسین اعتصامی

کد گزارش: ۹۹-۰۸-۲۰۲۰

تاریخ گزارش: مرداد ۹۹

این گزارش در گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مرکز می‌باشد، نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

فهرست مطالب

۶	..... (۱) مقدمه
۶	..... (۲) انواع معاملات در بازار سهام
۷	..... (۳) سازوکار متعارف خرید اعتباری سهام
۸	..... (۳-۱) حساب تضمین
۹	..... به روزرسانی حساب وجه تضمین
۱۰	..... (۴) مدل خرید اعتباری مبتنی بر مباحثه در ایران و مقایسه آن با مدل خرید اعتباری متعارف
۱۲	..... (۵) رویه رایج کارگزاری در بازار سرمایه ایران در اعطای اعتبار به مشتریان برای خرید سهام
۱۲	..... الف) معاملات اعتباری نوع اول: تسویه مشتری بعد از زمان تسویه کارگزار با پایاپای
۱۲	..... ۱. دریافت اعتبار از بانک توسط کارگزاران
۱۲	..... ۲. تخصیص اعتبار توسط کارگزار به مشتری
۱۲	..... ۳. مراحل تخصیص
۱۳	..... ۴. فرآیند عملیاتی
۱۴	..... ب) معاملات اعتباری نوع دوم: تسویه در روزهای بعد از معامله و تا قبل از تسویه با پایاپای (۳+)
۱۴	..... (۶) چالش‌های فقهی و حقوقی خرید اعتباری در بازار سرمایه ایران
۱۵	..... (۷) مدل‌های پیشنهادی برای خرید اعتباری سهام در بازار سرمایه ایران و نقد آن
۱۵	..... الف) خرید اعتباری مبتنی بر قرارداد قرض‌الحسنه
۱۶	..... نقد مدل
۱۷	..... ب) واگذاری عملیات اعتباردهی به بانک
۱۷	..... نقد مدل
۱۷	..... ج) تملک سهم‌هایی که با اعتبار خریداری شده‌اند توسط کارگزار
۱۸	..... نقد مدل
۱۸	..... د) مدل انتقال قرارداد
۱۸	..... نقد مدل
۱۸	..... هـ) مدل حق العمل کاری کارگزاری
۱۸	..... نقد مدل
۱۹	..... و) تشکیل صندوق سرمایه گذاری

نقد مدل	۱۹
ز) انتشار اوراق وکالت جهت تأمین منابع خرید اعتباری	۱۹
نقد مدل	۱۹
ط) فروش نسیه و بیع دین	۲۰
نقد مدل	۲۰
۸) مدل مشارکت بانک و مشتری همراه با شرط اختیار خرید و فروش	۲۰
نتیجه‌گیری	۲۱
منابع	۲۲

آسیب‌شناسی خرید اعتباری سهام

امیرحسین اعتصامی

چکیده

خرید اعتباری سهام، یکی از پرکاربردترین ابزارهای بازار سرمایه است که در زمان صعودی بودن بازار، حجم تقاضا برای آن افزایش خواهد بود. مدل خرید اعتباری در بازار سرمایه متعارف، بر مبنای قرض با بهره است که از دیدگاه شرع مقدس اسلام جزو مصادیق بارز ربا می‌باشد. بکارگیری این ابزار در بازار سرمایه اسلامی نیازمند تطبیق آن با قواعد شریعت و انجام اصلاحات مد نظر است. علاوه بر مباحث فقهی، چالش‌های مالیاتی، فنی و حقوقی و ریسک‌های مترتب بر آن نیز بر پیچیدگی مدل عملیاتی افزوده است. کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در ابتدا مدل مشارکت و مرابحه را برای تصحیح مدل متعارف پیشنهاد نمود؛ لیکن به دلیل تحمیل مالیات مضاعف بر کارگزاران، این مدل اجرایی نشد. به منظور تصحیح مدل و رفع چالش‌های مدل مرابحه، چندین مدل جدید پیشنهاد گردید ولی هر یک دارای ضعف‌هایی بود که اجرایی نمودن آن را با مشکل مواجه می‌نمود. در این گزارش به آسیب‌شناسی خرید اعتباری سهام به همراه نقد و بررسی مدل‌های پیشنهادی پرداخته شده است و در نهایت، مدل جدید کمیته فقهی که مبتنی بر مشارکت بانک با مشتری، همراه با شرط اختیار خرید و فروش است، تبیین گردیده است.

کلمات کلیدی: خرید اعتباری سهام، ربا، جریمه تأخیر، مشارکت و مرابحه.

(۱) مقدمه

با گسترش بازار سرمایه و ورود معامله‌گران جدید، طی سال‌های اخیر استفاده از ابزار خرید اعتباری سهام یا به عبارت دیگر خرید اهرمی سهام افزایش چشمگیری پیدا کرده است. استفاده از این ابزار در دوره رونق بازار برای سرمایه‌گذاران جذابتر خواهد بود. خرید اعتباری هر چند ابزار مناسبی جهت تعمیق بازار و افزایش سرمایه‌گذاری است، لیکن در صورت عدم وجود سازوکارهای صحیح نظارتی و مقررات مناسب، ریسک‌های متعددی را به بازار و فعالان تحمیل می‌نماید. در مدل متعارف، اختصاص اعتبار توسط کارگزاری به مشتری، اغلب بر اساس قرض با بهره و یا قرض با تخصیص امتیازات خاص صورت می‌گیرد، اما بر اساس مبانی فقهی، مدل متعارف با شبهه قرض به شرط زیاده مواجه است و این نوع معاملات ربوی محسوب می‌شود. به منظور به کارگیری این ابزار در بازار سرمایه، مدل‌های مطابق با شریعت متعددی مورد بحث و بررسی قرار گرفته است، لیکن هر یک از این مدل‌ها چالش‌های خاص به خود را دارند و دستیابی به یک مدل کاملاً بومی و مطابق با شریعت را با مشکل مواجه ساخته است. لذا توجه به مسائل فنی، ریسک‌های کارگزاری و مشتریان، ابعاد حقوقی و فقهی به منظور دستیابی به یک مدل جامع ضروری است. در این گزارش، با رویکردی فقهی و عملیاتی، به آسیب‌شناسی خرید اعتباری پرداخته می‌شود و مدل‌های ارائه شده به منظور تصحیح فقهی این ابزار مورد بررسی و آسیب‌شناسی قرار گرفته است.

(۲) انواع معاملات در بازار سهام

در یک دسته‌بندی کلی، انواع معاملات سهام، به لحاظ تسویه ثمن معاملات به سه دسته تقسیم می‌شوند:

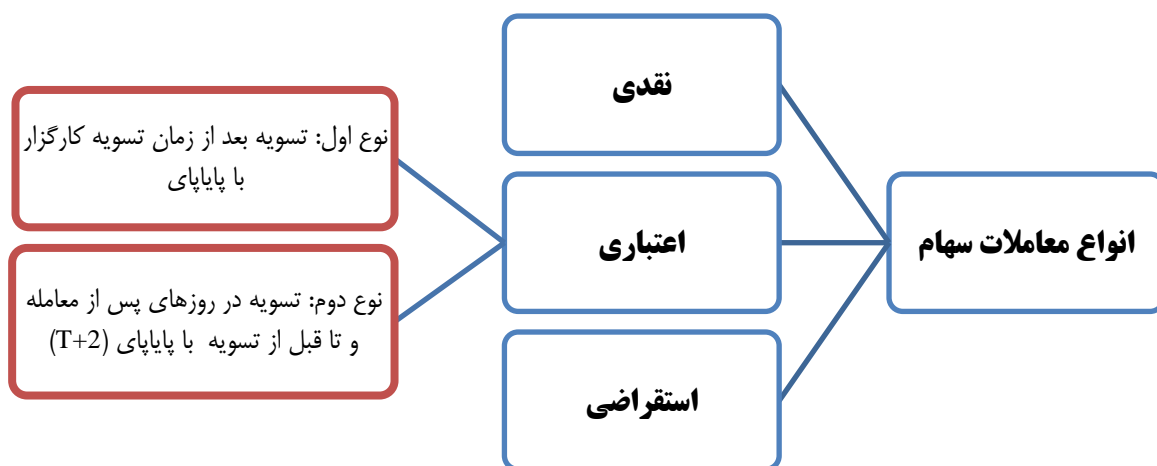
الف. معاملات نقدی: معاملاتی هستند که خریدار سهام، ثمن معامله را در حساب خود داشته است. این وجه یا از طریق حساب بانکی وی در حساب کارگزاری شارژ شده و یا از طریق فروش سایر اوراق بهادار حاصل شده است؛ بنابراین از بابت خرید سهام بدهکاری برای مشتری ایجاد نمی‌شود.

ب. معاملات اعتباری: معاملاتی هستند که کل و یا بخشی از ثمن خرید سهام، توسط کارگزار مربوطه اختصاص داده می‌شود و مشتری به میزان اعتبار دریافت شده به همراه بهره روزانه بر روی مانده بدهی، به کارگزار بدهکار خواهد بود (در ادامه توضیحات بیشتر ارائه شده است).

ج. فروش استقراضی: اگر مشتری سهمی که در تملک خود ندارد و آن را استقراض کند و بفروشد، اصطلاحاً فروش استقراضی انجام داده است. فروش استقراضی بحث مفصلی است که در گزارش‌های دیگر، به صورت جداگانه و تفصیلی مورد بحث و بررسی قرار گرفته است.^۱

در نمودار زیر به تقسیم‌بندی انواع معاملات سهام و انواع خرید اعتباری سهام اشاره شده است.

^۱ مراجعه شود به گزارش «نگاهی متفاوت بر فروش غیرمالکانه (فروش استقراضی) و بررسی مسائل فقهی پیرامون آن» به آدرس <http://rdis.ir/StandardStudiesDetail.asp?StudyID=364>

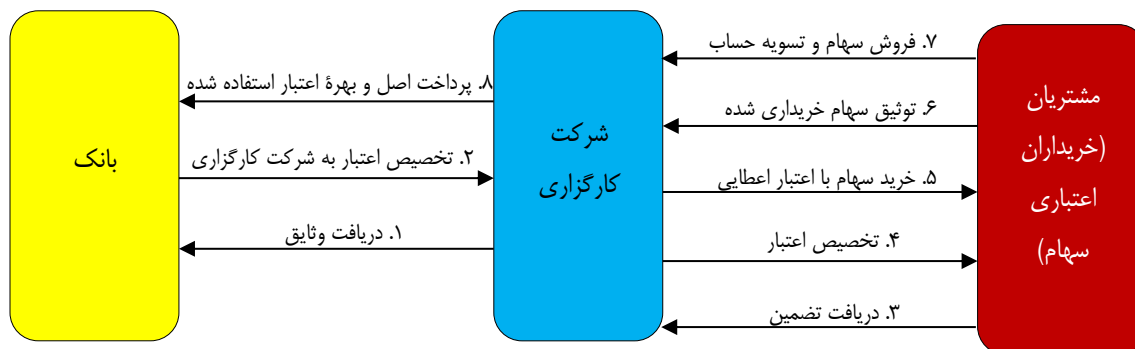


۳) سازوکار متعارف خرید اعتباری سهام

اکثر معاملات در بازار سرمایه به صورت نقدی است؛ یعنی خریدار و فروشنده باید بهای معامله و موردی که روی آن معامله شده یا همان وجه نقد و اوراق بهادار را در زمان معامله یا حداکثر تا مهلت مقرر به حساب نقدی یا حساب اوراق بهادار^۱ خود واریز کنند؛ اما در سازوکار خرید اعتباری سهام این امکان برای سرمایه‌گذار وجود دارد که بتواند به صورت اعتباری و مازاد بر وجه نقدی که در اختیار دارد، معاملات خود را انجام دهد. به عبارت روشن‌تر، در خرید اعتباری سهام، بخشی از مبلغ خرید آن از سوی مشتری و مابه‌التفاوت آن توسط شرکت کارگزاری پرداخت می‌شود؛ به این صورت که شرکت کارگزاری به مشتری خود وام می‌دهد و سهام خریداری شده را نزد خود وثیقه می‌کند.

مشتری برای خرید اعتباری سهام باید قرارداد خرید اعتباری با شرکت کارگزاری امضا نماید و نزد وی یک حساب تضمین افتتاح کند. در این قرارداد، شرایط و ضوابط خرید اعتباری سهام مانند چگونگی محاسبه بهره وام، مسئولیت‌های مشتری در بازپرداخت وام و چگونگی وثیقه‌گذاری سهام خریداری شده تعیین می‌شود. شرکت کارگزاری با توجه به اعتبار مشتری، میزان تضامین را مشخص می‌کند. اما به طور معمول، الزاماتی که شرکت کارگزاری برای مشتریان خود تعیین می‌کند، از الزامات بورس سخت‌گیرانه‌تر است؛ حتی در برخی موارد، مالکیت سهامی که در قالب حساب اعتباری خریداری می‌شود، به مشتری انتقال نمی‌یابد. خرید اعتباری سهام در بازارهای سرمایه متعارف سازوکار ساده‌ای دارد که در نمودار ذیل مراحل آن به صورت خلاصه ارائه شده است (بولتن خرید اعتباری سهام):

^۱ حسابی که دارایی‌های مالی نظیر اوراق بهادار از طرف مشتری توسط بانک، کارگزاری یا امین دارایی (Custodian) در آن نگهداری می‌شود.



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

۳-۱ حساب تضمین

یکی از الزامات خرید اعتباری سهام، افتتاح حساب تضمین نزد شرکت کارگزاری از سوی مشتری است. برخی از الزامات این حساب به شرح ذیل است:

^۱ عمده تعهدات مشتری پرداخت بدهی خود بابت انجام خرید اعتباری در سررسید تعیین شده به کارگزار اعتباردهنده، پرداخت جریمه در صورت عدم پرداخت به موقع بدهی خود در سررسید مشخص شده، به روزرسانی حساب تضمین در صورت کاهش ارزش اوراق بهادار خریداری شده می‌باشد.

^۲ طبق دستورالعمل خرید اعتباری سهام، بدهی تجاری عبارتست از خالص مبلغ بدهی مشتری به کارگزار اعتباردهنده بابت خرید اوراق بهادار و کارمزدها و هزینه‌های مربوطه پس از کسر بستانکاری مشتری است؛

^۳ در صورتی که مشتری به بدهی خود را تسویه نکند، کارگزاری با فروش سهام مشتری، بدهی خود را تسویه و مابقی را به حساب مشتری واریز می‌کند.

- وجه تضمین اولیه^۱: منظور درصدی از قیمت خرید سهام است که به منظور انجام خرید اعتباری سهام در حساب تضمین مشتری نزد شرکت کارگزاری سپرده‌گذاری می‌شود. وجه تضمین اولیه در اکثر موارد، ۵۰ درصد قیمت خرید سهام است.^۲
- حداقل وجه تضمین^۳: منظور درصدی از ارزش سهام است که به صورت اعتباری خریداری شده و سهم مشتری نباید از آن کمتر شود. سهم مشتری معادل ارزش سهام منهای وام شرکت کارگزاری است. بورس به طور معمول حداقل وجه تضمین را بین ۴۰-۲۵ درصد و شرکت‌های کارگزاری براساس الزام داخلی بین ۳۰-۴۰ درصد در نظر می‌گیرند.^۴
- اخطار افزایش وجه تضمین^۵: اخطار افزایش وجه تضمین زمانی برای مشتری ارسال می‌شود که کاهش ارزش سهام وی، سبب کمتر شدن ارزش سهام از حداقل وجه تضمین وی شود. در این حالت مشتری باید حداقل به میزان تفاوت سهم خود تا حداقل وجه تضمین به روز شده، براساس قیمت جدید سهام، وجه تضمین خود را افزایش دهد. پس از ارسال اخطار افزایش وجه تضمین برای مشتری، چهار حالت ممکن است که عبارتند از:
 ۱. تأمین وجه مورد نیاز به وسیله مشتری؛
 ۲. تأمین وجه مورد نیاز به وسیله شرکت کارگزاری با استفاده از فروش بخشی از سهامی که به صورت اعتباری خریداری شده است؛
 ۳. به وثیقه گذاشتن اوراق دیگر مشتری توسط وی؛
 ۴. عدم اقدام شرکت کارگزاری به علت وجود احتمال تغییر جهت بازار.

به‌روزرسانی حساب وجه تضمین

یکی از کارهایی که شرکت‌های کارگزاری در خرید اعتباری سهام انجام می‌دهند، به‌روزرسانی حساب وجه تضمین است. شرکت‌های کارگزاری این کار را به منظور اطمینان از پرداخت اصل و بهره وام دریافتی مشتریان انجام می‌دهند. هدف عملیاتی از به‌روزرسانی حساب وجه تضمین این است که میزان وجه تضمین باقیمانده در این حساب مشتری دست کم به اندازه حداقل وجه تضمین باشد. در فرآیند به‌روزرسانی حساب وجه تضمین^۶ در خرید اعتباری، شرکت کارگزاری متناسب با تغییرات قیمت سهام، این حساب را به صورت روزانه به‌روزرسانی می‌کند. به طور کلی به‌روزرسانی حساب وجه تضمین به این صورت است که با کاهش قیمت

^۱ Initial Margin

^۲ در دستورالعمل خرید اعتباری سهام در ایران، حساب تضمین چنین تعریف شده است: حسابی است که کارگزار در دفاتر خود برای هر مشتری که با وی قرارداد خرید اعتباری منعقد نموده افتتاح کرده و ارزش تضامین مشتری بابت تخصیص اعتبار به وی را پس از اعمال تعدیلات موضوع این دستورالعمل در آن ثبت می‌کند؛

^۳ Maintenance Margin

^۴ در دستورالعمل خرید اعتباری سهام در ایران این مفهوم چنین گنجانده شده است: هرگاه مانده بدهی تجاری مشتری ده درصد بیشتر از مانده حساب تضمین وی شود، کارگزار اعتباردهنده موظف است، حداکثر تا پایان روز کاری بعد، اخطاریه کسری حساب تضمین را شامل اطلاعات زیر به ترتیبی که در قرارداد خرید اعتباری تعیین شده است به مشتری اعلام نماید.

- نام مشتری، نام کارگزار اعتباردهنده و تاریخ صدور اخطاریه.
- مانده بدهی تجاری و مانده حساب تضمین مشتری نزد کارگزار اعتبار دهنده؛
- مبلغ کسری حساب تضمین که مشتری باید تسویه نماید و مهلت تسویه آن؛

جهت کسب اطلاعات بیشتر به دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مراجعه فرمایید.

<https://cmr.seo.ir/FrmRule.aspx?RuleID=37&search=%D8%AE%D8%B1%D9%8A%D8%AF%D8%A7%D8%B9%D8%AA%D8%A8%D8%A7%D8%B1%D9%8A%D8%B3%D9%87%D8%A7%D9%85>

^۵ Margin Call

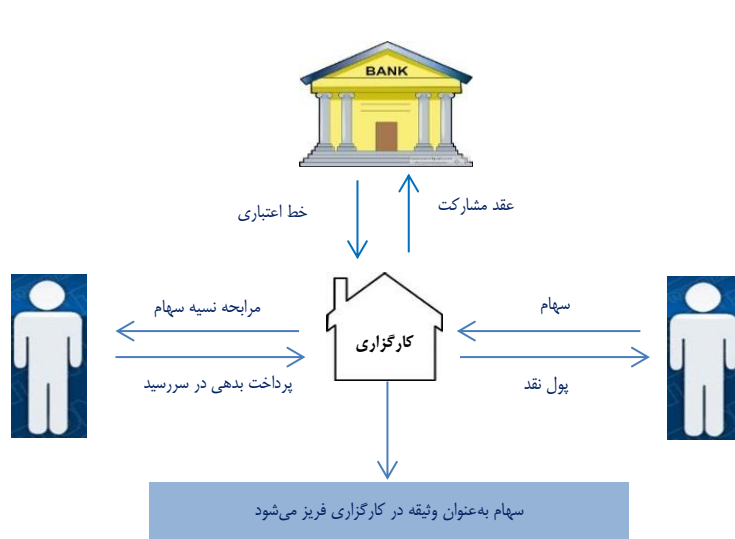
^۶ Mark to Market

سهام نسبت به روز پیش، مبلغی به میزان کاهش قیمت کل تعداد سهام از حساب وجه تضمین کم می‌شود. در سوی مقابل، چنانچه سهام افزایش قیمت داشته باشد، مبلغی به میزان افزایش قیمت کل سهام به حساب وجه تضمین اضافه می‌شود؛ بنابراین این فرآیند به طور روزانه تا زمان فروش سهام انجام می‌شود. بعد از فروش سهام، شرکت کارگزاری اصل و بهره وام را از مبلغ فروش برداشته و باقیمانده مبلغ را به حساب وجه تضمین مشتری واریز می‌کند. نکته مهمی که در این فرآیند وجود دارد این است که اگر میزان حساب وجه تضمین مشتری کمتر از حداقل وجه تضمین شود، مشتری اخطار افزایش وجه تضمین دریافت می‌کند. حال اگر مشتری میزان وجه تضمین خود را افزایش ندهد و وجه تضمین همچنان کمتر از حداقل وجه تضمین باشد، در اکثر مواقع کارگزاری بدون نیاز به سفارش مشتری، سهام مشتری را فروخته و از این راه، اصل و بهره وام خود را تسویه می‌کند سپس مابقی مبلغ را به حساب مشتری واریز می‌کند؛ اما اگر مشتری به افزایش وجه تضمین خود اقدام کند، کارگزاری همچنان سهام مشتری را نگهداری می‌کند.

۴) مدل خرید اعتباری مبتنی بر مرابحه در ایران و مقایسه آن با مدل خرید اعتباری متعارف

مدل خرید اعتباری مبتنی بر مرابحه با مدل متعارف تفاوت شکلی نداشته اما از نظر ماهوی (نوع قراردادهای فی ما بین سرمایه‌گذار و کارگزاری) و همچنین کارگزاری با بانک (جهت تأمین سرمایه لازم) با مدل متعارف متفاوت است. در مدل متعارف، کارگزاری منابع مالی را به صورت وام (قرارداد قرض) به سرمایه‌گذار اعطا کرده و در قبال آن از سرمایه‌گذار بازپرداخت اصل، بهره و همچنین کمیسیون انجام معاملات را خواستار است. مشکلی که در این جا به وجود می‌آید، درخواست زیاد بر آنچه قرض داده شده بوده و منجر به ربوی شدن معامله می‌گردد (یعنی بهره پرداختی از جانب سرمایه‌گذار ربا است).

در مدل خرید اعتباری مبتنی بر مرابحه نیز چنانچه کارگزاری منابع خود را برای خرید سهام در اختیار سرمایه‌گذار قرار دهد، از جانب وی وکیل شده و به صورت نقدی سهام را خریداری و سپس ذیل عقد مرابحه، سهام خریداری شده را به صورت نسبه به سرمایه‌گذار



شکل ۱- مدل خرید اعتباری مبتنی بر مرابحه

می‌فروشد^۱. چنانچه کارگزار از منابع بانکی برای اعطای اعتبار به مشتری نیز استفاده کند، عقد بین کارگزاری و بانک نیز مشارکت مدنی خواهد بود و در این حالت بانک با ترکیب منابع خود و بانک و یا صرفاً منابع بانک و در جایگاه وکیل اقدام به خرید نقدی سهم برای مشتری نموده و سپس به صورت مرابحه نسبه با سررسید معین به وی می‌فروشد. شکل ۱، مدل مرابحه را به تصویر کشیده است.

^۱ در اینجا بنا بر تشریح عقود مورد استفاده در خرید اعتباری نداریم اما صرفاً باید اشاره کرد که در عقد مرابحه، کالای خریداری شده را می‌توان به ثمن بیشتری به خریدار فروخت. در خرید اعتباری نیز کارگزاری با خرید سهام، آن را به ثمن بیشتری به سرمایه‌گذار می‌فروشد. به عنوان مثال اگر ۱۰۰ تومان سهام خریده، آن را به ۱۱۰ تومان می‌فروشد. در این حالت، شبهه ربوی بودن زیاد نیز بر طرف می‌گردد. برای مطالعه بیشتر در این حوزه می‌توان به مشروح مذاکرات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص خرید اعتباری مراجعه نمود (سایت rdis.ir).

جزئیات مربوط به مدل مباحه که کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در جلسات ۶۸، ۷۰ و ۷۱ آن را تصویب نموده است به شرح ذیل است:

۱. در موضوع خرید اعتباری سهام که با استفاده از منابع بانکی انجام می‌گیرد باید قراردادهای روشن و مشخصی بین بانک گشایش کننده خط اعتباری و کارگزار و بین کارگزار و خریدار اعتباری سهام تعریف شود و گرنه نمی‌توان با منابع بانک برای مشتری سهام خرید.
۲. قرارداد جعله که امروزه مورد استفاده برخی بانک‌ها برای این منظور است، صحیح نیست، چون بانک نمی‌تواند بر اساس قرارداد جعله در مقابل منابع استفاده شده از اعتبار بر اساس مبلغ و مدت سود دریافت کند. گذشته از اینکه بر اساس این قرارداد کارگزار نیز نمی‌تواند در مقابل مبلغ و مدت اعتبار استفاده شده از مشتری سودی بگیرد.
۳. بانک می‌تواند بر اساس قرارداد مشارکت مدنی، خط اعتباری را در اختیار کارگزار قرار داده و به او وکالت دهد با استفاده از منابع بانک و منابع کارگزار به صورت مشارکت اقدام به خرید نقدی و فروش مباحه‌ای سهام برای مشتری نماید. به این بیان که بعد از انعقاد قرارداد خرید اعتباری سهام توسط مشتری با کارگزار، با استفاده از منابع داخلی و با استفاده از منابع بانکی به صورت مشارکت، سهام مورد سفارش را به صورت نقد خریداری کرده سپس با افزودن سود به صورت مباحه مدت‌دار به خریدار بفروشد.
۴. در قرارداد خرید اعتباری باید سود مباحه و سررسید مباحه معلوم باشد، همچنین باید مشخص شود که چنانچه مشتری زودتر از موعد مقرر اقدام به تسویه کرد چه مقدار استحقاق تخفیف خواهد داشت و اگر دیرتر از موعد سررسید پرداخت کرد آیا وجه التزامی به او تعلق می‌گیرد یا خیر؟ و میزان وجه التزام چقدر است؟ همه این موارد باید در قرارداد فی‌مابین کارگزار و مشتری مشخص شود.
۵. نرخ سود قرارداد مباحه به‌گونه‌ای تعریف می‌شود که بتواند سود مورد انتظار بانک از مشارکت را پوشش دهد. ممکن است کارگزار به خاطر منافع متقابل، کل سود مباحه را به مشتری ببخشد لکن باید سهم سود بانک را بپردازد.
۶. ممکن است متقاضی خرید اعتباری بخشی از قیمت سهام را نقدی پرداخت کند، در این صورت تنها آن مقدار از سهام که با استفاده از منابع بانک خریداری می‌شود مباحه‌ای به فروش می‌رسد.
۷. ممکن است کارگزار هیچ منبع داخلی نداشته باشد و کل قیمت خرید سهام را از منابع بانک استفاده کند، در این صورت کارگزار وکیل بانک برای انجام مباحه بوده می‌تواند بخشی از سود حاصل از عملیات مباحه را به عنوان حق وکالت بردارد.
۸. ممکن است کارگزار کل قیمت خرید سهام را از منابع داخلی کارگزاری بپردازد. به این معنا که سهام را به صورت نقد برای خود خریداری می‌کند و به صورت مباحه نسبه‌ای به مشتری می‌فروشد. در این حالت کل سود مباحه متعلق به کارگزار خواهد بود.

۵) رویه رایج کارگزاری در بازار سرمایه ایران در اعطای اعتبار به مشتریان برای خرید سهام

الف) معاملات اعتباری نوع اول: تسویه مشتری بعد از زمان تسویه کارگزار با پایاپای

اساساً منظور از خرید اعتباری سهام همین نوع اعتبار است که مشتری بعد از زمان تسویه^۱ (T+2) اقدام به تسویه اعتبار با کارگزار می‌نماید. معمولاً قراردادهای خرید اعتباری برای یک مدت مشخص مثلاً ۱ یا ۳ ماهه و یا سالانه منعقد می‌شود و پس از این مدت، اعتبارات تسویه و یا تمدید می‌شوند. مراحل اعطای این نوع اعتبار شامل موارد ذیل است:

۱. دریافت اعتبار از بانک توسط کارگزاران

بانک‌های عامل تحت عنوان سرمایه در گردش شرکت‌های کارگزاری و با عنوان قراردادی «مشارکت مدنی» اقدام به اعطای تسهیلات به کارگزاری‌های می‌نمایند. بنابراین کارگزار می‌تواند اعتبار دریافتی را در راستای فعالیت‌های مندرج در اساسنامه کارگزاری مصرف کند. نرخ تسهیلات دریافتی از بانک متناسب با شرایط کارگزار و میزان وجوه سپرده‌گذاری شده توسط کارگزاری متفاوت می‌باشد. البته ممکن است برخی از بانک‌ها طبق رویه قبلی خود، بر اساس عقد جعاله اقدام به اعطای تسهیلات به کارگزاری‌ها نمایند. مهلت بازپرداخت تسهیلات مذکور نیز متفاوت بوده و چون تسهیلات از نوع سرمایه در گردش است، اغلب سررسیدی کوتاه مدت یک ماهه دارند. تسهیلات مذکور تک قسطی و در موعد بازپرداخت، اصل و سود تسهیلات یک جا پرداخت می‌شوند. یک کارگزار می‌تواند از بانک‌های متعدد طرف حساب خود، تسهیلات دریافت کند. بنابراین منابع دریافتی از بانک‌ها جهت اختصاص به مشتریان دارای سررسید، مبلغ و نرخ‌های متفاوتی است.

۲. تخصیص اعتبار توسط کارگزار به مشتری

کارگزاری اعتبار دریافتی از بانک را به همراه سایر منابع در دسترس، به مشتریان متقاضی خرید اعتباری تخصیص می‌دهد. منابع در دسترس کارگزار عبارتند از:

- حقوق صاحبان سهام (شامل سرمایه شرکت، سود انباشته و اندوخته‌ها)؛
- جاری شرکای شرکت؛
- عایدی درآمد از مشتریان (شامل کارمزدها و ...)
- پول مشتریان بستانکار؛
- موجودی نقد در دست شرکت؛
- اعتبارات دریافتی از بانک‌ها.

۳. مراحل تخصیص

الف. ابتدا قرارداد خرید اعتباری میان کارگزار و مشتری منعقد می‌شود. قرارداد منعقد شده بر اساس دستورالعمل مصوب هیئت مدیره سازمان بورس مورخ ۱۳۹۱/۱۰/۰۹ و نمونه قرارداد مصوب است. در این نمونه قرارداد، نامی از نوع رابطه حقوقی کارگزار و مشتری و عقد معین برده نشده است؛

^۱ در حال حاضر تسویه معاملات سهام انجام شده بین کارگزاری‌ها تا دو روز پس از انجام معامله فرصت دارد. اگر معامله در زمان T انجام شود، تسویه وجوه این معامله میان دو کارگزار خریدار و فروشنده تا دو روز بعد (T+2) مهلت دارد.

ب. سقف اعتبار قابل تخصیص کارگزار به هر مشتری مشخص می‌گردد (دستورالعمل سازمان سقف تخصیص اعتبار به مشتریان حقیقی و حقوقی را مشخص کرده است (این سقف اعتباری متناسب با شرایط بازار کم یا زیاد می‌شود)، به عنوان مثال تا سقف ۶۰ درصد کارگزار می‌تواند به فرد حقیقی اعتبار تخصیص دهد، فردی که ۱۰۰ واحد آورده دارد با دریافت ۱۵۰ واحد اعتبار نسبت به خرید سهام با ۲۵۰ واحد اقدام می‌کند)؛

ج. تاریخ تسویه معین می‌شود (معمولاً ۱ ماه الی حداکثر ۱ سال)؛

د. نرخ (یا هزینه) اعتبارات برای مشتری مشخص می‌شود. این نرخ متناسب با هر مشتری و بر اساس قرارداد فی مابین کارگزار - مشتری متفاوت است. مبنای محاسبه این نرخ از طرق مختلف زیر صورت می‌گیرد:

- ✓ نرخ مؤثر (هزینه پول + هزینه وام)؛
- ✓ نرخ بهره مؤثر + هزینه‌های جانبی (ریسک + مالیات (۲۵٪ هزینه مالی) + ارزش افزوده و ...)
- ✓ نرخ متوسط بانکی؛
- ✓ نرخ پرداختی به بانکها؛
- ✓ میانگین نرخ پرداختی؛
- ✓ هزینه فرصت از دست رفته؛

در عمل در برخی از موارد، کارگزار برای بعضی از مشتریان خود به صورت مذاکره‌ای و شفاهی و بدون قرارداد اقدام به تخصیص اعتبار نموده است.

۴. فرآیند عملیاتی

معاملات اعتباری همانند معاملات نقد از دو طریق معاملات بر خط و یا از طریق پیشخوان کارگزاری‌ها انجام می‌شود. در معاملات بر خط، میزان اعتبار مشخص شده در اختیار مشتری قرار داده می‌شود و مشتری می‌تواند سهم‌های متعددی را با دوره‌های نگاه‌داشت مختلف خرید، نگهداری و بفروشد به عنوان مثال ممکن است طی یک روز چندین بار با استفاده از اعتبار، خرید و فروش بر روی سهام مختلف انجام شود. در معاملات اعتباری از طریق کانتر کارگزاری، اعتبار مستقیماً از کارگزاری دریافت شده به خرید سهام تخصیص داده می‌شود. در صورت وجود هر نوع بدهی مشتری به کارگزار، حساب مشتری به میزان بدهی وی منفی خواهد بود، و در صورتی که مشتری از اعتبار استفاده نکرده باشد و یا بدهی به کارگزار نداشته باشد، حساب وی صفر و یا مثبت می‌باشد. زمانی از خط اعتباری کارگزاری استفاده می‌شود که وجوه نقد مشتری در حساب کارگزاری وی به اتمام رسیده است.

پس از خرید اعتباری سهم توسط مشتری، سهم به درخواست کارگزار ناظر سهم^۱، توسط شرکت سپرده‌گذاری فریز می‌شود. فریز به معنای عدم تغییر کارگزار ناظر سهم می‌باشد و سهم‌هایی که با اعتبار کارگزار ناظر خریداری شده است، و مشتری در سایر حساب‌های خود نزد کارگزاران دیگر دارای آن سهم مذکور باشد، در حساب کارگزار نهاد ناظر تجمیع می‌شود. در صورتی که مشتری قصد تغییر کارگزار ناظر سهم را داشته باشد، باید درخواست خود را به کارگزار مقصد ارائه کرده، کارگزار مقصد در صورتی که سهم فریز نشده باشد، درخواست را در سامانه اختصاصی به کارگزار ناظر ارسال می‌کند. در صورتی که حساب مشتری منفی نباشد و سهم فریز نباشد،

^۱ادارایی سهامداران در هر یک از نمادهای معاملاتی زیر نظر یک کارگزار قرار خواهد گرفت، که به آن کارگزار ناظر گفته می‌شود و سهامداران، دارایی سهام خود را در هر نماد معاملاتی فقط می‌تواند توسط کارگزاری به فروش برسانند که سهام خود را از آن خریدند.

با درخواست موافقت می‌شود؛ در غیر این صورت، پس از تسویه بدهی مشتری به کارگزار و خارج شدن سهم از فریز، قابلیت تغییر کارگزار ناظر وجود خواهد داشت.

از زمان استفاده از اعتبار تخصیص داده شده توسط مشتری، حساب مشتری منفی شده و حساب وی بدهکار می‌شود و تا زمانی که مانده حساب بدهی تسویه نشود، روزانه به مانده بدهی نرخ سود تعلق می‌گیرد. تا تاریخ تسویه، مشتری مهلت دارد نسبت به پرداخت مانده بدهی خود اقدام کند، در صورتی که بعد از تاریخ مذکور کل بدهی یا بخشی از بدهی در حساب مشتری موجود باشد، متناسب با مبلغ بدهی و بر اساس نرخ جریمه‌ای که می‌تواند همان نرخ اعتبار و یا نرخ بالاتری باشد به صورت روز شمار به مانده مبلغ بدهی مشتری افزوده شود.

از آنجا که طرف اطاق پایاپای با کارگزاری خریدار و فروشنده تسویه می‌کند و کارگزار با مشتری، لذا تا قبل از تسویه حساب بدهی توسط مشتری، وجوه مشتری و یا سهام وی آزاد نخواهد شد. چنانچه اشاره شد، تعیین نرخ‌های اعتبار و جریمه دیر کرد و مدت و مبلغ اعتبار تا سقف مشخص تماماً در اختیار کارگزاری و وابسته به توافق و قرارداد اعتباری طرفین است.

ب) معاملات اعتباری نوع دوم: تسویه در روزهای بعد از معامله و تا قبل از تسویه با پایاپای (T+3)

در برخی از کارگزاری‌ها مشتریان، پس از فروش سهم، از کارگزار تقاضای دریافت وجه فروش در قبل از تسویه کارگزاری با پایاپای (یعنی تا قبل از T+2) را دارند. در حقیقت کارگزاری با پرداخت زودتر از T+2 یک وام کوتاه دو روزه به مشتری خود داده است. کارگزاری مبلغ فروش را در حساب بدهی مشتری ثبت نموده و بصورت روزانه با نرخ معین شده به آن بهره تعلق می‌گیرد و در T+2 اصل مبلغ فروش تسویه شده، باقی‌مانده بدهی مشتری، بهره تعلق گرفته به حساب بدهی وی طی ۲ یا سه روز خواهد بود.

۶) چالش‌های فقهی و حقوقی خرید اعتباری در بازار سرمایه ایران

طبق مصوبه کمیته فقهی، در خرید اعتباری سهام، بانک با کارگزاری در خرید سهم مشارکت می‌کند. کارگزاری پس از خرید نقدی سهام، آن را به صورت نسبی به مشتری می‌فروشد. افزایش بدهی پس از مهلت تسویه، تحت عنوان وجه التزام توجیه گردیده است. بر این مبنا نمونه قرارداد خرید اعتباری در تاریخ ۹۲/۶/۱۳ به تصویب کمیته تخصصی فقهی رسید. با این وجود در دستورالعمل «خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» مصوب ۹۱/۱۰/۹ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار و اصلاحیه‌های مورخ ۹۲/۱۲/۱۲ و ۹۳/۴/۱۴ که شامل نمونه قرارداد خرید اعتباری نیز می‌باشد، به ماهیت حقوقی قرارداد و نوع عقد اشاره نشده است. بنابراین در دستورالعمل کنونی مشخص نمی‌شود که قرارداد خرید اعتباری باید ذیل کدامیک از عقود معین تفسیر شود. ثانیاً در مورد جریمه تأخیر و نرخ سود که به باقیمانده بدهی مشتری تعلق می‌گیرد، اشاره‌ای نشده است.

در صورتی که کارگزار بر اساس قرارداد مباحه اقدام به خرید سهام و فروش نسبی آن به مشتری خود نماید. کارگزاری مشمول مالیات نیم درصدی حاصل از عواید فروش سهام خواهد شد. لذا کارگزاران از ذکر نام خرید و فروش در قرارداد به هر نحو امتناع دارند. بنابراین تملک توسط کارگزاری رخ نمی‌دهد و عملاً یک تراکنش مالی صورت می‌گیرد.

کارگزارها با نرخ‌ها و سررسیدهای متنوعی تسهیلات بانکی را دریافت می‌کنند؛ این در حالی است که نرخ و مهلت بازپرداخت اعتبارات تخصیص داده شده به مشتریان متنوع و کاملاً در اختیار کارگزاری است. در این حالت اولاً، کارگزاری می‌تواند با نرخ‌های بالاتری از نرخ بانکی اقدام به اعطای تسهیلات کند و از این طریق کسب سود کند، این در حالی است که قراردادهای بانک با کارگزاری از نوع مشارکت مدنی است و نرخ سود مشارکت باید ناشی از خرید و فروش سهام یا موضوع مشارکت باشد؛ ثانیاً، از آنجا که معمولاً

سررسید تسهیلات بانکی به کارگزاری‌ها کوتاه مدت است و با احتمال زیادی ممکن است نتوانند از طریق تأدیه دیون مشتریان خود، تسهیلات را بازپرداخت کنند، از طریق دریافت تسهیلات از بانک‌های دیگر و یا با حساب بستنکاران شرکت، اقدام به تسویه تسهیلات با بانک می‌نمایند. بنابراین از آنجا که قرارداد حقوقی میان کارگزار و مشتری به درستی تبیین نشده است، قرارداد میان کارگزار و مشتری را با مشکل مواجه می‌کند و این مشکل به عقد میان کارگزار و بانک نیز سرایت کرده و به لحاظ شرعی، مشارکت میان بانک و کارگزار را نیز اشکال دار می‌نماید.

نرخ سود تعلق گرفته به باقیمانده حساب بدهکاری مشتری پس از مهلت تسویه، مسئله‌ای است که برخی آن را با وجه التزام یا جریمه دیرکرد توجیه نموده‌اند. این در حالی است که اصل جریمه تأخیر یا وجه التزام به این شکل مورد قبول برخی از فقها نمی‌باشد و آن را همان ربای جاهلی می‌دانند. ثانیاً سازوکار بازدارنده‌ای برای جلوگیری از دیرکرد وجود ندارد و کارگزاری نیز از جریمه دیرکرد منتفع می‌گردد و با بازی با نرخ‌ها و سررسیدهای تسهیلات، محلی برای درآمدزایی کارگزاری خواهد بود.

در مورد معاملات اعتباری نوع دوم، یعنی تسویه در روزهای بعد از معامله و تا قبل از تسویه با پایاپای (T+2)، اضافه مبلغ دریافتی توسط کارگزاری دارای توجیه فقهی صریحی نیست، به این معنا که دریافت مازاد بر ثمن معامله و کارمزد، ذیل هیچ عقد شرعی توجیه نشده است. از آنجا که قرارداد در زمان T رخ داده است و مشتری در این زمان مالک کل ثمن است و از طرف دیگر کارگزار وکیل مشتری است و بابت موضوع و کالتهش کارمزد معین خود را دریافت کرده است، لذا اخذ مبلغ مازاد توسط وکیل نیازمند سبب خاص است که در اینجا معین نیست چه رابطه حقوقی در اینجا حاکم است.

۷) مدل‌های پیشنهادی برای خرید اعتباری سهام در بازار سرمایه ایران و نقد آن

الف) خرید اعتباری مبتنی بر قرارداد قرض‌الحسنه

در این روش اعطای اعتبار از سوی کارگزار به مشتری به صورت قرض‌الحسنه یعنی بدون دریافت سود و کارمزد است، با این توضیح که برخی از کارگزاران برای جذب مشتری، باشگاهی را تحت عنوان «باشگاه مشتریان» طراحی کرده‌اند که به هر مشتری براساس فعالیت‌های او در کارگزاری، امتیازاتی را اختصاص داده و متناسب با امتیاز به‌دست آمده جوایز متنوعی را در نظر می‌گیرند که مشتری از میان آن جوایز حق انتخاب دارد (بعضی از کارگزاران برای آنچه که مشتری در اثر فعالیت به‌دست آورده از تعبیر «امتیاز» استفاده می‌کنند و برخی از تعبیر «تخفیف کارمزد»). امتیاز هر مشتری از آیت‌های مختلفی به دست می‌آید که مهمترین آن خرید و فروش اوراق بهادار است. کارگزاران جوایز مختلفی را برای دارندگان «امتیاز» در نظر گرفته‌اند و به مشتری امکان انتخاب می‌دهند، از جمله اینکه مشتری می‌تواند «امتیاز» یا «تخفیف کارمزد» را به صورت نقدی دریافت کند و یا اعتبار بدون سود اخذ نماید، یا در دوره‌های آموزشی از تخفیف برخوردار شود و یا از تخفیف خرید در فروشگاه‌های اینترنتی (مانند دیجی‌کالا) بهره‌مند شود. آنچه که محل نزاع است، خرید اعتباری بدون سود است. برای مثال اگر شما به عنوان مشتری، معاملاتی انجام دهید که در اثر آن یک میلیون تومان کارمزد به کارگزار بدهکار شوید، کارگزار ۲۰ درصد به شما تخفیف کارمزد می‌دهد اما نه به طور مستقیم (که ۸۰۰ هزار تومان از حساب شما کسر کند) بلکه یک میلیون تومان کارمزد را کسر می‌کند و ۲۰۰ هزار تومان تخفیف را در پنل کاربری شما در باشگاه مشتریان شارژ می‌کند. حال اگر در بخش جوایز، دریافت اعتبار را انتخاب کردید، اعتبار بدون سود به شما اختصاص خواهد یافت و مبلغ سود آن اعتبار از «امتیاز» یا «تخفیف کارمزد» شما کسر می‌شود. مثلاً فرض کنید ۲ میلیون تومان شش ماهه با سود ماهیانه ۱/۵

درصد (۱۸ درصد سالیانه) را به عنوان جایزه انتخاب کنید. سود اعتبار شش ماهه شما ۱۸۰ هزار تومان می‌شود، این مبلغ از محل تخفیف کارمزد (۲۰۰ هزار تومان)، کسر می‌شود و عملاً شما اعتبار بدون سودی را دریافت کرده‌اید.

نقد مدل

آنچه در فرآیند فوق توضیح داده شد، اشکال ربوی بودن مدل قبلی خرید اعتباری را رفع نمی‌کند و همانند مدل مذکور، به نظر باطل است. در توضیح این مختصر، ذکر چند نکته ضروری است و آن این‌که:

۱ - فارغ از مسأله نحوه دریافت سود از مشتریان خرید اعتباری توسط کارگزاری، با نگاه به قالب‌های قراردادی فرآیند فوق، زمانی که مشتری اقدام به خرید اعتباری توسط کارگزاری می‌نماید، به معنای اقدام و قدم گذاشتن در قراردادی است که از نظر شرعی باطل است ولی از نظر حقوقی مورد تأیید است زیرا مطابق دستورالعمل مصوب نهاد ناظر بازار سرمایه تنظیم شده است بنابراین چنانچه بهره اخذ نشود از نظر شرعی هم صحیح خواهد بود. حال پس از قرارداد خرید اعتباری، مشتری ۲ راه برای پرداخت سود توافق شده به کارگزاری دارد؛

الف) پرداخت نقدی سود به کارگزاری،

ب) در صورتی که مشتری دارای امتیاز مناسب در باشگاه مشتریان باشد، می‌تواند با توجه به میزان امتیاز خود، مبلغ سود خط اعتباری را با امتیاز خود که دارای ارزش مالی است، تهاتر نماید.

واضح است که در واقع چنین فرآیندی، اعطای اعتبار از سوی کارگزار به مشتری بدون دریافت سود، نمی‌باشد بلکه همان قرارداد خرید اعتباری باطل است که یکی از روش‌های پرداختی آن از طریق امتیاز مشتری در باشگاه مشتریان است و زمانی که اصل قرارداد باطل است، نوبت به بررسی روش‌های پرداخت سود نمی‌رسد.

۲ - حال فارغ از قالب قراردادی فرآیند مذکور، اگر بر نحوه پرداخت سود توسط مشتری تمرکز شود، در خواهیم یافت که علی‌رغم این‌که گفته می‌شود اعطای اعتبار به مشتری بدون سود است (زیرا مبلغ سود از امتیاز وی در باشگاه مشتریان کسر می‌شود)، ولی باید اذعان نمود که آنچه از حساب امتیازی مشتری کسر می‌شود هیچ فرقی با این ندارد که مشتری آن را از حساب شخصی خود پرداخت نماید. به عبارت دیگر در این حالت نیز از جیب مشتری به کارگزاری پرداخت شده است؛ زیرا آنچه با عنوان «امتیاز» و یا «تخفیف کارمزد» به مشتری هبه می‌شود، در واقع به ملکیت کامل وی رسیده است.^۱ در اثر قرارداد هبه، مال از ملکیت واهب خارج شده و به ملکیت متهب (دریافت‌کننده هبه) در می‌آید. در نتیجه، متهب پس از اعلام رضایت به این قرارداد و دریافت موضوع آن، مالک آن شده^۲ و می‌تواند مانند هر مالک دیگری هر طور که بخواهد با مالش رفتار کند.

از آنجایی که این امتیاز و هبه، دارای مالیت و ارزش است، مشتری کارگزاری برای بهره‌مند شدن از آن مال، از سه راه: دریافت نقدی، اعتبار بدون سود و نیز تخفیف دوره‌های آموزشی برخوردار است. لذا بر آنچه به مالکیت وی درآمده است می‌تواند تصرف نموده و از روش‌های فوق آن را دریافت کند.

^۱ البته در این زمینه مناقشه نیز وجود دارد.

^۲ برخی معتقدند صرفاً در پند کاربری درج شده و تا زمانی که استفاده نکند، قبض صورت نگرفته است

بنابراین، کسر سود از امتیاز مشتری در باشگاه مشتریان نیز مصداق مبلغ اضافی است که از مال و حساب مشتری به نفع کارگزاری در خرید اعتباری پرداخت شده و زیاده بر مبلغ اعتباری است که از کارگزاری به وی اعطا شده است و لذا مشکل ربوی بودن این قرارداد همچنان باقی است.

ب) واگذاری عملیات اعتباردهی به بانک

در روش واگذاری فرآیند خرید اعتباری سهام به بانک؛ مشتریان به طور مستقیم جهت دریافت تسهیلات برای خرید سهام به بانک مراجعه کرده و تسویه اعتبارات نیز با بانک خواهد بود، لذا کارگزاری به غیر از عملیات خرید و فروش سهم هیچ نقش دیگری در تخصیص اعتبار به مشتریان نخواهد داشت. کارگزار صرفاً معرف مشتری به بانک است و کارگزار هیچ دخالتی در عملیات دریافت و تخصیص اعتبار نخواهد داشت.

نقد مدل

- بر اساس بخشنامه بانک مرکزی مورخ ۱۳۸۳/۷/۲۵ پرداخت تسهیلات به مشتریان خرید سهام، از طرف بانکها و مؤسسات اعتباری ممنوع شده است. بانک مرکزی مغایرت با اصول حاکم بر قانون عملیات بانکی بدون ربا، ایجاد اختلال در بازار سرمایه از طریق افزایش کاذب قیمت سهام و ریسک بالایی که متوجه مؤسسات اعتباری و بانکها می شود را، عامل ممنوعیت اعلام کرده است.
- اعطای مستقیم تسهیلات بانکی به مشتریان خرید اعتبار سهام، اولاً ممکن است به عنوان سرایت ریسک بازار سرمایه به بازار پول تلقی گردد؛ ثانیاً، در صورت عدم دریافت وثایق و اعتبارسنجی صحیح، بانکها را با ریسک اعتباری بالایی مواجه می کند؛ ثالثاً در خرید اعتباری، مشتریان به موجب بهره مندی از نوسانات کوتاه مدت خواستار دسترسی سریع به اعتبارات هستند، همچنین در یک بازه زمانی کوتاه ممکن است معاملات مختلفی را انجام دهند که این سازوکار با رویه غیرمنعطف و زمان بر اعتبارسنجی و اخذ وثائق و غیره در نظام بانکی همخوانی ندارد.
- این روش در عمل تناسبی با ساز و کار خرید اعتباری نخواهد داشت و به عنوان تخصیص تسهیلات مستقل برای مشتری است.

ج) تملک سهم هایی که با اعتبار خریداری شده اند توسط کارگزار

در این روش، در خرید اعتباری سهام توسط مشتری، سهام خریداری شده به تملک کارگزار در می آید. در این روش سهام توسط مشتری و با وجوه کارگزاری خریداری شده و تا تسویه نهایی بدهی در حساب کارگزاری خواهد بود و پس از تسویه از حساب کارگزاری به حساب مشتری منتقل می شود. این حساب می تواند به عنوان یک حساب وثیقه نزد شرکت سپرده گذاری مرکزی برای هر یک از کارگزاران در نظر گرفته شود. این روش، نوعی از تراستی است که مالکیت عنوان سهام به نام کارگزار، ولی مالکیت منافع برای سهامداران است.

نقد مدل

- در این طرح از آنجا که سهم در کد معاملاتی کارگزار قرار می‌گیرد، رابطه حقوقی مالکیت و آثار آن دچار خدشه می‌شود. تکلیف عواید ناشی از افزایش سرمایه، سود تقسیمی، حق تقدم و حق رأی مشخص نیست. همچنین تکلیف مالیات سهم نیز مشخص نیست؛
- در ایران کارگزاران صرفاً نقش کارگزار را ایفا می‌کنند و نمی‌توانند در معاملات نقش معامله‌گر داشته باشند.
- به منظور تحکیم مبانی حقوقی این روش، نیاز به تأسیس یک نهاد حقوقی جدید با عنوان تراست در قوانین کشور می‌باشد.
- دارای مشکلاتی در سازوکارهای مرتبط با IT و سپرده‌گذاری می‌باشد؛
- خطرات اخلاقی ناشی از سوء استفاده کارگزار از سهام مشتری وجود خواهد داشت؛
- انعطاف لازم در فروش سهام و استفاده مجدد از اعتبار تخصیصی وجود نخواهد داشت.

د) مدل انتقال قرارداد

در این روش، شرکت کارگزاری بعد از انعقاد قرارداد با بانک جهت دریافت اعتبارات، مفاد قرارداد را به مشتری منتقل می‌نماید. همچنین شرکت کارگزاری، از محل تضمینی که به بانک جهت بازپرداخت اصل و سود مربوط به اعتبار دریافتی می‌دهد، مبلغی را دریافت خواهد کرد.

نقد مدل

- اولاً انتقال قرارداد یک رویه مرسوم نیست، ثانیاً قراردادهای کارگزاری با بانک به لحاظ حجم، نرخ سود، تضامین و نوع قرارداد متفاوت از رابطه کارگزار با مشتری است. لذا هیچ تناسبی در این رابطه وجود نخواهد داشت؛
- مدل اول نسبت به این مدل ترجیح دارد و مشتری مستقیماً به بانک مراجعه می‌نماید و کارگزار را با فرآیند اعتباردهی درگیر نمی‌کند؛
- به هر جهت کارگزار با ضمانت مشتری، ریسک اعتباری مشتری را بر خود تحمیل کرده است.

ه) مدل حق العمل کاری کارگزاری

مطابق این مدل، سرمایه‌گذارانی که قصد خرید سهام با استفاده از سازوکار خرید اعتباری را دارند، از شرکت کارگزاری درخواست می‌کنند تا منابع مالی لازم و سایر زیرساخت‌های فنی و حقوقی مورد نیاز برای ورود به سازوکار خرید اعتباری را برایش فراهم سازند. شرکت کارگزاری هم به عنوان حق‌العمل‌کار، در ازای خدمتی که ارائه می‌کند، کارمزدی را از مشتری دریافت خواهد نمود. مطابق این قرارداد، شرکت کارگزاری از محل منابع خود یا از تسهیلات بانکی به تقاضای مشتری پاسخ خواهد داد.

نقد مدل

حق‌العمل‌کاری را می‌توان به لحاظ فقهی همان عقد جعاله تفسیر نمود. استحقاق جعل برای عامل در مقابل انجام کار است، این در حالی است که به اعتقاد اکثر فقها، تخصیص اعتبار انجام فعالیت محسوب نشده و دریافت جعل در قبال تخصیص اعتبار با شبهه ربوی مواجه می‌باشد. همچنین توجیه حق‌العمل‌کاری با نهاد اجاره اشخاص در تخصیص اعتبار دارای توجیه نمی‌باشد.

حق العمل کاری را می توان در قالب عقد وکالت نیز توجیه نمود، در این ساختار مشتری به کارگزار وکالت می دهد تا به نیابت از وی نسبت به تأمین منابع مالی لازم جهت خرید سهام اقدام نماید. شرکت کارگزاری، با قبول این وکالت نسبت به انعقاد قراردادهای لازم با بانک اقدام خواهد نمود و بعد از تجهیز منابع، بابت خدمتی که ارائه می نماید حق الوکاله دریافت خواهد نمود. در روش فعلی خرید اعتباری، توجیه دریافت سود روزشمار و جریمه تأخیر در قالب حق الوکاله با مناقشه مواجه است. حق الوکاله اولاً باید مشخص و دارای ضابطه باشد، ثانیاً در صورتی که کارگزار وکیل باشد، مشتری در رابطه با بانک اصیل محسوب می شود، در این حالت، نوع تسهیلات، نرخ سود، حجم تسهیلات دریافتی توسط کارگزار با شرایط و ساختار خرید اعتباری که از پیش گفته شد، تناسبی ندارد.

(و) تشکیل صندوق سرمایه گذاری

در این روش، یک صندوق سرمایه گذاری شکل می گیرد. صندوق سرمایه گذاری نسبت به انتشار واحدهای سرمایه گذاری اقدام می نماید. موضوع فعالیت صندوق، اعطای اعتبار به مشتریان شرکت های کارگزاری می باشد. بعد از پرداخت اقساط مربوط به اعتبارات از سوی مشتریان شرکت های کارگزاری، سود حاصله باعث افزایش ارزش واحدهای سرمایه گذاری صندوق می شود و دارندگان واحدها از این محل منتفع خواهند شد.

نقد مدل

طبق مقررات و دستورالعمل های بانک مرکزی، انجام هرگونه عملیات اعتباری باید تحت نظارت بانک مرکزی و ذیل مؤسسات اعتباری و بانک ها صورت گیرد، لذا تخصیص اعتبار توسط صندوق های سرمایه گذاری با مشکل قانونی مواجه است. ثانیاً صندوق نیز همانند بانک عمل می کند با این تفاوت که بانک انعطاف بیشتری در پرداخت و دریافت وجوه خواهد داشت و از این جهت نسبت به صندوق در اولویت خواهد بود. ثالثاً از دیدگاه مدیریت ریسک، تشکیل چنین صندوق سرمایه گذاری، ریسک بالایی را به سرمایه گذاران این صندوق تحمیل خواهد کرد و ریسک اعتباری و ریسک بازار سرمایه را به سبد سرمایه گذاران در واحدها صندوق منتقل می کند مضافاً اینکه این صندوق دارای منابع محدودی است و نمی تواند در مقابل ریسک های بیان شده تاب آوری بالایی داشته باشد. علاوه بر موارد یاد شده، تخصیص اعتبار توسط صندوق به مشتری همان چالش های بیان شده برای مدل تخصیص اعتبار توسط بانک را نیز به همراه دارد.

(ز) انتشار اوراق وکالت جهت تأمین منابع خرید اعتباری

در این روش، نهاد واسط با نظارت شرکت مدیریت دارایی مرکزی نسبت به انتشار اوراق وکالت اقدام می نماید. در اوراق وکالت منتشره جهت تأمین مالی فعالیت های خرید اعتباری سهام، شرکت های کارگزاری به عنوان بانی قرار می گیرند. خریداران اوراق با سرمایه گذاری در اوراق منابع مالی خود را در اختیار نهاد واسط قرار می دهند تا این نهاد به وکالت از آنها، منابع را در اختیار شرکت های کارگزاری جهت خرید اعتباری سهام قرار دهد. سپس، شرکت کارگزاری به عنوان وکیل نهاد واسط، نسبت به خرید نقدی سهام و فروش آن به صورت مراحه ای به مشتری اقدام می نماید.

نقد مدل

فرآیند خرید اعتباری، فرآیندی پویا و منعطف است که نیاز به یک رابطه اعتباردهی پویا دارد. در انتشار اوراق وکالت اولاً منابع تجمیع شده محدود می باشد و یا پاسخگوی نیاز بازار نیست و یا درصدی از این منابع بدون استفاده خواهد ماند که توجیه اقتصادی

ندارد. ثانیاً نحوه تسویه اوراق هیچ تناسبی با سازوکار منقطع خرید اعتباری ندارد. ثالثاً، این روش نیازمند یک نهاد ثالث و واسط برای تخصیص منابع تجمع شده میان کارگزاران است و تنظیم این رابطه مشکل است. همچنین انتشار اوراق توسط یک کارگزار خاص نیز با مشکلات متعددی روبه رو خواهد بود.

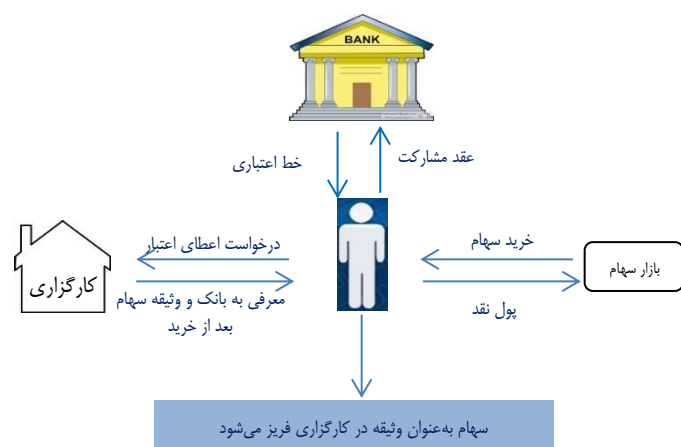
ط) فروش نسبه و بیع دین

در این روش، فروشنده سهام به کارگزار خود وکالت می‌دهد تا سهام معینی را به صورت نقد یا به صورت "بیع نسبه همراه با بیع دین" بفروشد. در صورتی که فروش سهام به صورت نسبه باشد، کارگزار خریدار (که به وکالت از خریدار، سهام را در قالب بیع نسبه برای وی خریداری کرده است) ملزم است با استفاده از منابع بانک، طلب فروشنده را به صورت نقدی خریداری نماید و ثمن را به اتاق پایاپای (که رابط بین دو کارگزار جهت تسویه وجه و انتقال سهام است) بپردازد. متعاقباً، خریدار در سررسید نسبه، وجه را به کارگزار خود می‌دهد و کارگزار نیز رقم دریافتی را بعد از کسر حق الوکاله به بانک می‌پردازد.

نقد مدل

- ✓ این مدل نسبت به سایر مدل‌ها پیچیدگی بیشتری دارد. در اینجا اساساً معاملات نسبه‌ای سهم مطرح است که سازوکار قیمت‌گذاری خاص خود را به همراه خواهد داشت و با مدل متعارف خرید اعتباری همخوانی ندارد.
- ✓ در این مدل در طرف عرضه باید مشتری تمایل به فروش نسبه‌ای سهام داشته باشد که ممکن است، دو طرف عرضه و تقاضا برای فروش و خرید نسبه‌ای برابر نباشد.
- ✓ به لحاظ فنی انجام معاملات نقد و نسبه تحت یک نماد مشخص با چالش همراه است و لذا باید نماد دیگری برای نسبه یک سهام خاص در نظر گرفته شود که در این روش نیز قیمت‌گذاری نقدی و نسبه‌ای سهام و همچنین نرخ‌گذاری در بازار خود یک معضل اساسی خواهد بود.
- ✓ اساساً چون مدل خرید اعتباری برای خرید نقد در بازار سهام است و در اینجا با توجیه فروش نسبه مواجه هستیم، این مدل با مشکل صوری بودن همراه خواهد بود.

۸) مدل مشارکت بانک و مشتری همراه با شرط اختیار خرید و فروش



شکل ۲- مدل خرید اعتباری مبتنی بر مشارکت بانک و مشتری همراه با شرط اختیار خرید و فروش

در پی بروز شبهات و اشکات اجرایی و مالیاتی به مدل مصوب سابق خرید اعتباری، در جلسات ۱۹۸ الی ۲۰۲ کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، راهکار دیگری پیشنهاد گردید. در مدل جدید که مبتنی بر مشارکت بانک و مشتری همراه با شرط اختیار خرید و فروش می‌باشد، قرارداد خرید اعتباری در قالب عقد مشارکت و به صورت مستقیم میان بانک و مشتری کارگزاری است و صرفاً شرکت کارگزاری نقش حق‌العمل کار را دارد. همچنین نرخ سود قرارداد و دوره قرارداد بر اساس توافق بانک و مشتری بوده و مانند مدل مرابحه، کارگزار در آن نقشی ندارد.

- مطابق این روش، بانک در قالب قرارداد حق العمل کاری، خط اعتباری را در اختیار کارگزار می‌گذارد تا کارگزار زمینه مشارکت بانک با متقاضیان را در خرید و فروش سهام مطابق فرآیند ذیل فراهم نماید:
۱. بانک مبلغی را به صورت اعتبار در اختیار کارگزار می‌گذارد تا بین مشتریان خاص تخصیص دهد؛
 ۲. هر مشتری با استفاده از منابع خود و خط اعتباری بانک که کارگزار تخصیص داده، اقدام به خرید سهام می‌کند و به اندازه‌ای که از خط اعتباری بانک استفاده می‌کند، در سهام خریداری شده با بانک شریک می‌شود؛
 ۳. مشارکت بانک با مشتری محدود به زمان مشخصی چون ۳۰ روز است؛
 ۴. مشتری حق دارد سهام مشترک را تا سررسید بفروشد و مطابق «فرمول تسویه» با بانک تسویه کند؛
 ۵. اگر مطابق تابلو سهام، قیمت فروش سهام کمتر از «فرمول تسویه» باشد، و مشتری قصد فروش داشته باشد بایستی ابتدا سهم‌الشرکه بانک را مطابق «فرمول تسویه» خریداری، سپس اقدام به فروش سهام کند؛
 ۶. اگر مشتری تا سررسید اقدام به فروش نکند یا باید سهم‌الشرکه بانک را مطابق «فرمول تسویه» خریداری کند یا با توافق بانک مشارکت را برای یک دوره یک ماهه تمدید نمایند؛
 ۷. «فرمول تسویه» عبارت است از: اصل تسهیلات بانکی که در خرید اعتباری استفاده شده به اضافه سود انتظاری تسهیلات، که سود انتظاری تسهیلات از حاصل ضرب؛ اصل تسهیلات ضربدر نرخ سود انتظاری، ضربدر مدت استفاده شده، تقسیم بر مدت مشارکت (برای مثال ۳۰ روز) بدست می‌آید. مطابق قرارداد حق العمل کاری، طرف قرارداد بانک، کارگزار است و مسئولیت‌های ایفای تعهدات به عهده وی می‌باشد اما هدف نهایی تسهیلات متقاضیان خرید اعتباری سهام می‌باشند. در این روش، مشکل تراکنش و مالیات مضاعف که در مدل مباحثه وجود داشت، برای کارگزار حل شده است. در این روش، مشتری متعهد می‌شود که درصد سود مشخصی را به بانک پرداخت کند.

نتیجه‌گیری

خرید اعتباری سهام یکی از روش‌های پر کاربرد و با حجم بالا در بازار سرمایه ایران است. سازوکار متعارف خرید اعتباری سهام به دلیل ویژگی‌ها و انعطاف بالا با چالش‌های فقهی - حقوقی، مالیاتی و فنی عدیده‌ای مواجه است، همچنین بکارگیری یک سازوکار ناقص خرید اعتباری، علاوه بر ایجاد چالش‌های فوق‌الذکر کارگزاری‌ها و مشتریان آنها را در معرض ریسک‌های زیادی قرار خواهد داد. کمیته تخصصی فقهی طی جلسات متعددی سازوکارهای مختلفی را به بحث گذاشت و در ابتدا مدل مشارکت و مباحثه را به تصویب رسانید، پس از گذر چند سال و آشکار شدن ابهامات اساسی در مورد قالب شرعی قرارداد و عدم استفاده از مباحثه توسط کارگزاران به خاطر اشتغال مالیات مضاعف در این روش، کمیته فقهی برای بار دوم مدل مشارکت بانک با مشتری را پیشنهاد نمود.

منابع

۱. مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، www.rdis.ir.
۲. دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران.
۳. بولتن خرید اعتباری سهام، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، شماره ۲۳، تابستان ۱۳۹۷.
www.rdis.ir