دو فصلنامه علمی- پژوهشی تحقیقات مالی- اسلامی، سال سوم، شماره دوم (پیاپی ٦)، بهار و تابستان ۱۳۹۳، صص ۱۲۹- ۱۵۸

طراحی مدل عملیاتی خرید اعتباری سهام براساس قرارداد مرابحه و مشارکت مدنی

سید محمدجواد میرطاهر*
محمد صفایی**

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۰۹/۰۱
تاریخ پذیرش: ۱۳۹٤/۰۳/۲٦

چکیده

خرید اعتباری سهام[1] امروزه به‌عنوان یکی از پرکاربردترین ابزار برای انواع مختلف سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه در دنیا می‌باشد. در بهابازار ایران نیز چندین سال از راه‌اندازی این قرارداد می‌گذرد و درعین‌حال تاکنون راهکار جامعی که بتواند ایرادات مختلف از منظر فقهی و عملیاتی را پوشش دهد وجود نداشته است. در این مقاله سعی شده است در ابتدا با تعریف مفهوم خرید اعتباری سهام و چگونگی خرید اعتباری در بهابازارهای مهم دنیا و تبیین ریسک‌های آن، به ارائه راهکاری که متناسب با فقه امامیه است اشاره شود. لازم به ذکر است تاکنون راهکارهای ارائه‌شده قراردادهای قرض‌الحسنه، جعاله، مشارکت مدنی بوده است که دلایل ضعف هر یک از این راهکارها در مقاله حاضر ارائه شده است. در این تحقیق که از نوع کاربردی است، با استفاده از روش تحلیلی- توصیفی راهکاری جامع با استفاده از ترکیب مرابحه و مشارکت مدنی[2] ارائه شده است که می‌تواند نواقص روش‌های دیگر را برطرف کند. علاوه‌بر آن به ریسک‌های این مدل و راه‌های پوشش آن اشاره شده است.

کلمات کلیدی

خرید اعتباری، سهام، مشارکت مدنی، مرابحه، طراحی مدل فقهی

طبقه‌بندی JEL: G23, G18

* دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه امام صادق(ع) (نویسنده مسئول) smj.mirtaher@gmail.com
** کارشناس‌ارشد معارف اسلامی و مدیریت مالی دانشگاه امام صادق(ع) safaei68@gmail.com

مقدمه

امروزه استفاده از ابزارهای مالی متنوع کلید توسعه بازار مالی در کشورهای مختلف است. این ابزارها که با توجه به نیازهای مختلف سرمایه‌گذاران و میزان ریسک‌پذیری آنها به وجود آمده است عملاً می‌تواند در اقتصاد نیز وظیفه هدایت مازاد نقدینگی بخش خصوصی را به سمت تولید و فضای واقعی اقتصاد سوق دهد.

استفاده بهینه از ابزارهای مختلف مالی عملاً می‌تواند برای سرمایه‌گذاران شرایط بهتری را فراهم آورد (Zender, 1991, 1645) و آنها نیز می‌توانند با توجه به شرایط بازار و پیش‌بینی‌هایی که انجام می‌دهند به دنبال کسب حداکثر بازدهی مطلوب خود باشند.

یکی از ابزارهایی که استفاده از آن امروزه در بازارهای مالی دنیا متداول است نیز خرید اعتباری اوراق بهادار[۳] است که طبق تعریف کارگزار این مبلغ را با نرخ بهره عندالمطالبه[٤] از بانک قرض می‌گیرد و به سرمایه‌گذار مقداری از مبلغ خرید سهام را قرض می‌دهد. در این بین کارگزار نیز این نرخ، بعلاوه کارمزد وام را طلب می‌کند (Marcus, 2012, p.71).

عملاً خرید اعتباری اوراق بهادار روشی است که به سرمایه‌گذار اجازه می‌دهد سرمایه‌گذاری اهرمی انجام دهد و بتواند منابع بازار پول را به سمت بازار سرمایه که نتیجه آن افزایش در تولید واقعی اقتصاد در بخش‌های مختلف است، سوق دهد و همچنین با افزایش میزان سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه کارایی این بازار را افزایش دهد. در بسیاری از بهابازارهای جهان، مسئولان بهابازار با همکاری مقام‌های ناظر علاوه‌بر سازوکار معاملات نقدی اوراق بهادار، راهکارهای دیگری با هدف جذب سرمایه‌گذاران و افزایش سرمایه‌گذاری در بهابازار فراهم کرده‌اند که اعطای اعتبار به سرمایه‌گذاران برای خرید اوراق بهادار یا خرید اعتباری اوراق بهادار به‌ویژه سهام، از مهم‌ترین این راهکارها به حساب می‌آید. اگرچه دادوستد نقدی اوراق بهادار، بخش عمده‌ای از معاملات اوراق بهادار در بهابازارها را به خود اختصاص داده است، سرمایه‌گذاران از طریق سازوکار خرید اعتباری، توان مضاعفی برای سرمایه‌گذاری به دست می‌آورند.

در واقع بیشتر معاملات اوراق بهادار از طریق حساب‌های نقدی مشتریان انجام می‌شود که متداول‌ترین نحوه انجام معامله در بهابازارهای دنیاست و ریسک آن در مقایسه با روش‌های اعتباری بسیار اندک است. در دادوستد نقدی، مشتری باید ثمن معامله و اوراق بهادار را پیش از انجام معامله در اختیار داشته باشد و یا در مهلت مقرر به حساب اوراق بهادار یا حساب نقدی خود واریز کند. این مهلت‌ها به‌طور معمول براساس محدودیت‌های اتاق پایاپای و الزامات مقرراتی توسط بورس تعیین می‌شود.

خرید اعتباری در مالی متعارف مبتنی‌بر قرض طراحی شده است که چون شرط زیاده در قرارداد قرض رباست از نظر شرعی مشکل دارد. در این تحقیق راهکارهای ارائه‌شده مبتنی‌بر شریعت برای خرید اعتباری بررسی شده است و در نهایت به ارائه راهکاری مبتنی‌بر مرابحه و مشارکت مدنی، و به انواع ریسک‌های این مدل و روش‌های پوشش آن نیز پرداخته شده است.

۱. ادبیات و پیشینه پژوهش

رایلی و براون (۱۹۹۹) در فصل چهار کتاب خویش[۵] 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 آمریکا 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 در بر دارد.

ستزو (۲۰۰۷) در پژوهش خود[۶] به بررسی این موضوع پرداخته است که خرید اعتباری چگونه بر نوسان‌پذیری چه در بازارهای باز و چه در بازارهای بسته تأثیرگذار است و سعی شده است با استفاده از مدل‌های شبیه‌سازی[۷] این مقدار را اندازه‌گیری کنند که در این پژوهش نتیجه نهایی که نوسان‌پذیری مقدار کمی در مدت استفاده بیشتر از این ابزار در بازارهای مالی کشور مذکور می‌باشد، افزایش پیدا کرده است.

کورلی (۲۰۰۸) در کتاب خود[۸] ابتدا درباره خرید نقدی بحث کرده و 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 و نیز قانون تی توضیح می‌دهد؛ در پایان، سازوکار و فرمول‌های مربوط به مشخص کردن حداقل وجه تضمین در بهابازار نیویورک را شرح می‌دهد.

بودی، کین و مارکوس (۲۰۰۹) در کتاب سرمایه[۹] 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 کرده و با ارائه مثالی عملی، سازوکار تعدیل حساب ودیعه را تبیین کرده‌اند. در پایان نیز به بحث اخطاریه افزایش ودیعه هنگام کاهش قیمت سهام اشاره داشته‌اند. در این‌باره نیز برای تبیین مسأله، مثالی عملی از کاهش قیمت سهام که به اخطاریه افزایش ودیعه می‌انجامد، ارائه کرده‌اند.

کیپریانی (۲۰۱۲) در پژوهشی[۱۰] پیرامون نحوه تأثیر استفاده از مارجین در خرید اعتباری بر قیمت‌ها پرداخته است که استفاده از این ابزار، آیا می‌تواند تغییری در قیمت‌ها ایجاد کند و آیا این تغییرات در تمامی بازارهای با کارایی بالا و پایین یکی است؟ در خرید اعتباری چون ما می‌توانیم دارایی را به‌عنوان وثیقه بگذاریم، بحث شده است که این دارایی چون ارزش وثیقه‌ای هم پیدا می‌کند، نقطه تعادل قیمتی‌اش افزایش می‌یابد و این به سبب صرفی است که ناشی از اینکه این دارایی می‌تواند به‌عنوان وثیقه استفاده شود، پرداخت می‌شود.

هادوی‌نژاد (۱۳۸٤) در کتاب مبانی مدیریت و ارزیابی سرمایه‌گذاری در بحث خریدوفروش اوراق بهادار به بررسی حساب اعتبار پرداخته است. در این بخش بعد از تعریف حساب اعتباری و ودیعه‌های موردنیاز برای افتتاح این حساب به بررسی سازوکار مالی حساب اعتباری پرداخته است. در ادامه ترازنامه حساب اعتباری را معرفی کرده و روش تعدیل آن براساس نوسان قیمت سهام را شرح داده است.

در آثار پیش‌گفته بیشتر مبتنی‌بر سازوکار سنتی خرید اعتباری سهام تأکید شده است. در این مقاله جوانب فقهی راهکار متعارف بررسی شده است و به ارائه مدل مبتنی بر مشارکت مدنی و مرابحه پرداخته شده است. علاوه‌بر آن به ریسک‌های مدل و راهکارهای پوشش آن نیز پرداخته شده است.

۲. خرید اعتباری در بهابازارهای دنیا

۲-۱. آمریکا

بر اساس مقررات تی[11] بانک مرکزی آمریکا، وجه لازم برای خرید اوراق بهادار باید پیش از خرید در حساب مشتری موجود باشد. در غیر این صورت، توافقنامه‌ای بین کارگزار و مشتری به امضا می‌رسد که مشتری را ملزم می‌کند در اسرع وقت (سه تا پنج روز کاری) وجه لازم را به حساب خود واریز کند. اگر مشتری تا روز تسویه (سه روز کاری بعد) به تعهدات خود عمل کند، کارگزار با استفاده از وجوه مشتری اقدام به تسویه معامله وی می‌کند؛ اما اگر مشتری روز تسویه وجه مورد نیاز را تأمین نکند، کارگزار ناگزیر است از بانک وامی دریافت و بهره وام را پرداخت کند. به بهره مذکور، بهره عندالمطالبه اطلاق می‌شود. حداکثر مهلت پرداخت مبلغ خرید از سوی مشتری پنج روز کاری است. در این صورت هر چند مشتری به الزامات مربوط به مقررات تی عمل کرده است، اما کارگزار برای دو روز کاری متحمل پرداخت بهره شده است.

اگر پس از پنج روز مشتری وجه مورد نیاز را پرداخت نکند:

۱- در صورت وقوع شرایط خاص نظیر بیماری، مرگ و غیره، کارگزار می‌تواند از بهابازار تقاضای مهلت کند. مدت زمان تمدید مهلت مشتری، توسط کارگزار پیشنهاد می‌شود و بهابازار موافقت یا عدم موافقت خود را اعلام می‌کند. حداکثر دفعات تمدید برای هر مشتری، پنج بار در سال است؛

۲- اگر مشتری در دوره تمدید وجه موردنظر را واریز نکند یا بهابازار با تمدید مهلت پرداخت موافق نباشد، کارگزار موظف است حساب مشتری خود را تسویه کند یا اوراق بهادار وی را بفروشد.

گفتنی است که در صورت استفاده از منابع ناشی از فروش اوراق بهادار برای تسویه خرید، مقررات تی نقض می‌شود و به این دلیل حساب مشتری برای ۹۰ روز مسدود خواهد شد. در این صورت مشتری مجبور است برای هر خرید جدید، وجه موردنیاز را به‌صورت نقدی پرداخت کند و نمی‌تواند از امکان پرداخت وجه خرید پس از اجرای معامله استفاده کند.

مقررات بانک مرکزی آمریکا در واقع به میزان اعتبار مشتری توجه می‌کند. حساب نقدی به‌طور خاص برای مشتریانی در نظر گرفته شده است که قصد دارند وجه لازم برای خرید خود را به‌صورت کامل بپردازند، بنابراین اگر مشتری، اوراق بهادار را در یک روز خریداری کند و دو روز بعد همان اوراق را به فروش رساند، حساب نقدی این مشتری تا ۹۰ روز مسدود می‌شود؛ زیرا مبلغ مورد نیاز برای تسویه خرید از محل فروش تأمین شده است و این به معنای نقض مقررات تی است. البته در این مورد استثناء هم وجود دارد، اگر مشتری طی مهلت پنج‌روزه اقدام به واریز وجه خرید کند، این محدودیت به‌طور خودکار لغو می‌شود؛ زیرا در این حالت مشتری در مهلت مقرر، وجه لازم تفاوت قیمت خرید و فروش را پرداخت کرده است؛ اما اگر وجه پس از پنج روز پرداخت شود، کارگزار باید به‌طور کتبی تقاضای انسداد حساب مشتری را برای بهابازار ارسال کند.

۲-۲. مالزی

در مالزی معاملات اعتباری یکی از ابزارهایی است که اجازه تأمین مالی به معامله‌گران و سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌دهد. عملاً طبق قوانین حاکم‌بر بهابازار این کشور سرمایه‌گذاران می‌توانند سهام را به پشتوانه تضامنی که همان سهام‌های خریداری شده است، بخرند. در این کشور منابع خرید اعتباری عملاً توسط بانک‌های سنتی (برای مثال سی‌آی‌ام‌بی[۱۲]، هونگ لئونگ بانک[۱۳] و مِی بانک[۱٤]) و کارگزاران و بانک‌های سرمایه‌گذاری تأمین می‌شود.

در این کشور بانک‌ها در دادن این اعتبار عملاً تحت مقررات بانک مرکزی این کشور هستند درحالی‌که کارگزاران تحت مقررات کمیسیون اوراق بهادار این کشور قرار دارند. تضمین هم پیرو این خریدها از مشتری‌ها أخذ می‌شود که طبق مقررات جاری مالزی شامل وجه نقد، حق خرید برخی سهام‌ها، اوراق با درآمد ثابت در بهابازار مالزی و واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها می‌باشد. این نکته در قانون نیز آمده است که نوع ابزار استفاده‌شده با توجه به نوع سرمایه‌گذاران متفاوت است.

در این کشور با توجه به تعریف MOF[۱۵] در حدود ۵۰ تا ۶۰ درصد از میزان کل ودایع وام داده می‌شود. سرمایه‌گذاران همچنین می‌توانند با رعایت نسبت تأمین مالی[۱۶] وجه نقد مازاد را از حساب خود خارج سازند. در این کشور همچنین در عرضه‌های اولیه نیز معاملات اعتباری وجود دارد و حداکثر اعتبار داده‌شده به مشتریان نمی‌تواند بیش از ۲۰ درصد حقوق صاحبان سهام شرکت کارگزاری باشد. این شرکت‌ها همچنین مجاز به دادن اعتبار به مدیران، کارمندان و نزدیکان خود نیستند و وجود قرارداد کتبی بین کارگزار و مشتری الزامی است.

۲-۳. پاکستان

بهابازار کراچی، سهام قابل خرید به‌صورت اعتباری را براساس نقدشوندگی بالا، ارزش بازار، سرمایه ثبت‌شده شرکت‌ها هر ساله اعلام می‌کند. همچنین سهامی که در گزارش حسابرسی آنها، بند حسابرسی در مورد فرض تداوم فعالیت وجود داشته باشد، نمی‌تواند به‌صورت اعتباری خریداری شود. در این بهابازار، کارگزاران می‌توانند حداکثر تا ۱۵ برابر سرمایه خالص خود به مشتریان اعتبار دهند. ریسک‌پذیری کارگزار در برابر هر مشتری نیز حداکثر ۱/۵ برابر سرمایه خالص وی است. همچنین کارگزاران باید ودیعه مشتری را در حساب جداگانه‌ای نگهداری کنند و اجازه استفاده از آن را در حساب‌های دیگر ندارند. علاوه‌بر این، کارگزاران باید به‌صورت روزانه و ماهانه، وضعیت حساب‌های اعتباری مشتریان خود را به بهابازار اعلام کنند. اگر مشتری نتواند یک روز پس از درخواست ودیعه اضافی، ودیعه کافی به کارگزار بپردازد، کارگزار مجاز است نسبت به فروش وثایق او اقدام کند.

در مقررات مربوط به محدودیت در میزان اعتبارات داده‌شده به افراد نیز در مقررات این کشور آمده است که به افرادی از جمله: شرکا، اعضا هیئت‌مدیره، کارمندان، هر شرکتی که به‌طور مستقیم و غیرمستقیم با شرکت کارگزاری یا افراد و کارکنان وابسته به آن منافع مشترک دارد.

در مقررات فوق‌الذکر در مورد میزان سپرده‌ای که بایستی توسط مشتری در حساب گذاشته شود ذکر شده است که این میزان باید تحت عنوان حساب ودیعه

مشتری[۱۷] در بانک جداگانه‌ای باز شود. همچنین اوراقی که به‌عنوان وثیقه و همچنین به‌وسیله اعتبار خریداری می‌شود در بانک جداگانه‌ای باید باز شود.

۳. سازوکار متعارف خرید اعتباری

خرید اعتباری، خرید یک دارایی با پرداخت مبلغ اضافی و تقریض از بانک یا یک کارگزار است و اشاره به پرداخت اولیه‌ای دارد که به ازای خریدهای انجام شده به کارگزار پرداخت می‌شود. ضمانت خرید نیز اوراق بهاداری است که خریداری شده و در حساب مشتری است. میزان ودیعه اعتباری در کشورهای مختلف متناسب با مقرراتی است که بهابازار آن کشور مشخص می‌کند (investopedia).

معامله اعتباری، معامله‌ای است که بخشی از مبلغ خرید اوراق بهادار توسط مشتری و مابه‌التفاوت آن توسط کارگزار پرداخت می‌شود. در واقع، کارگزار به مشتری وام می‌دهد و اوراق بهادار خریداری‌شده به‌عنوان وثیقه نزد کارگزار می‌ماند. معمولاً به وامی که کارگزار به مشتری پرداخت می‌کند، بهره تعلق می‌گیرد. پس با افزایش بهره، بدهی مشتری نیز بیشتر شده و بهره آن نیز متعاقب افزایش بدهی، افزایش پیدا می‌کند. از آنجا که بهره وام اعطایی از سوی کارگزاران، بازده سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد، معاملات اعتباری بیشتر توسط معامله‌گران روزانه انجام می‌شود.

مشتری به منظور انجام معامله اعتباری باید حساب ودیعه نزد کارگزار افتتاح کند. حساب اعتباری می‌تواند از طریق توافقنامه استاندارد افتتاح حساب یا توافقنامه جداگانه‌ای صورت گیرد. در این توافقنامه‌ها، شرایط و ضوابط حساب اعتباری نظیر نحوه محاسبه بهره وام، مسئولیت‌های مشتری در قبال بازپرداخت وام و نحوه وثیقه‌گذاری اوراق بهادار خریداری‌شده تعیین می‌شود. مؤسسات کارگزاری با توجه به اعتبار مشتری میزان ودایع را مشخص می‌کنند، اما به‌طور معمول، الزاماتی که کارگزاران برای مشتریان خود تعیین می‌کنند، از الزامات بهابازار سخت‌گیرانه‌تر است. حتی در برخی از موارد، مالکیت اوراق بهاداری که در قالب حساب اعتباری خریداری می‌شوند، به مشتری انتقال نمی‌یابد.

٤. سازوکار حساب ودیعه در خرید اعتباری

از مواردی که در معاملات اعتباری، اهمیت قابل توجهی دارد، حساب ودیعه است که بررسی سازوکار آن به تبیین این نوع معاملات کمک می‌کند. با توجه به اینکه معاملات اعتباری از طریق حساب ودیعه انجام می‌شود، افتتاح آن توسط سرمایه‌گذار ضروری است. در این حساب باید حداقل‌های زیر رعایت شود:

۱- ودیعه اولیه: درصدی از قیمت خرید اوراق بهادار است که به‌منظور انجام معامله اعتباری در حساب ودیعه مشتری نزد کارگزار سپرده‌گذاری می‌شود. ودیعه اولیه در بیشتر موارد، ۵۰ درصد است. درعین‌حال برخی از کارگزاران ممکن است ودیعه بیشتری را از مشتری مطالبه کنند. جدول زیر ودیعه لازم براساس مقررات تی در آمریکا را نشان می‌دهد:

جدول (۱): ودیعه لازم براساس مقرارات تی در آمریکا

مبلغ خریداری شده اعتباری	ودیعه اولیه	توضیحات
صفر تا دو هزار دلار	۱۰۰ درصد ارزش اوراق بهادار خریداری‌شده به‌صورت اعتباری	کارگزار نمی‌تواند ودیعه‌ای بیش از مبلغ خرید از مشتری اخذ کند.
دو هزار تا چهار هزار دلار	۲۰۰۰ دلار	اگر ارزش اوراق بهادار خریداری‌شده به‌صورت اعتباری در این محدوده قرار گیرد اگر چه میزان اعتبار تخصیص‌یافته توسط کارگزار کمتر از ۵۰ درصد مبلغ خرید است اما الزام حداقل ودیعه باید رعایت شود.
بیش از چهار هزار دلار	۵۰ درصد ارزش اوراق بهادار خریداری‌شده به‌صورت اعتباری	-

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

۲- حداقل ودیعه: حداقل ودیعه اولیه که مشتری به‌منظور افتتاح حساب ودیعه باید نزد کارگزار سپرده‌گذاری کند. البته باید در نظر داشت که کارگزاران می‌توانند از مشتری مبلغی بیش از حداقل ودیعه تعیین‌شده توسط بهابازار درخواست کنند. در آمریکا حداقل ودیعه برای معامله‌گران عادی ۲۰۰۰ دلار یا کل ارزش اوراق بهادار

خریداری‌شده به‌صورت اعتباری هر کدام که کمتر باشد و برای معامله‌گران روزانه، ۲۵ هزار دلار تعیین شده است.

۳- ودیعه پشتیبان: درصدی از ارزش اوراق بهاداری است که به‌صورت اعتباری خریداری شده است و سهم مشتری نباید از آن کمتر شود. سهم مشتری معادل ارزش اوراق بهادار منهای وام کارگزار است. بهابازارها معمولاً ودیعه پشتیبان را بین ۲۵-٤۰ درصد و کارگزاران براساس الزام داخلی بین ۳۰-٤۰ درصد در نظر می‌گیرند.

٤- اخطار افزایش ودیعه: اگر سهم مشتری با کاهش ارزش اوراق بهادار به کمتر از ودیعه پشتیبان برسد، کارگزار اخطار افزایش ودیعه برای مشتری ارسال می‌کند و مشتری باید حداقل به میزان تفاوت سهم خود تا ودیعه پشتیبان به‌روزشده براساس قیمت جدید اوراق بهادار، ودیعه را افزایش دهد. پس از ارسال اخطار افزایش ودیعه به مشتری، چهار گزینه قابل پیش‌بینی است:

الف) مشتری وجه موردنیاز را تأمین کند؛

ب) کارگزار با فروش بخشی از اوراق بهاداری که به‌صورت اعتباری خریداری شده است، وجه موردنیاز را تأمین کند: به‌عنوان مثال در بهابازار نیویورک که ودیعه اولیه، ۵۰ درصد و ودیعه پشتیبان ۲۵ درصد ارزش بازار اوراق بهادار است، ارزش اوراق بهاداری که فروخته می‌شود باید حداقل چهار برابر مبلغ ذکرشده در اخطار افزایش ودیعه باشد؛

ج) مشتری اوراق بهادار دیگری را به وثیقه می‌گذارد. به‌عنوان مثال در بهابازار نیویورک، ارزش اوراق بهادار جدیدی که وثیقه می‌شود، باید حداقل ۳۳ درصد بیش از مبلغ ذکرشده در اخطار افزایش ودیعه باشد؛

د) کارگزار با احتمال آنکه بازار تغییر جهت دهد، اقدامی نمی‌کند. به‌عنوان مثال، در بهابازار نیویورک، ارزش اوراق بهادار باید حداقل به میزان ۱۳۳ درصد وام أخذ شده از کارگزار افزایش یابد. البته بیشتر کارگزاران این فرصت را به مشتری نمی‌دهند.

گفتنی است که مشتری علاوه‌بر حساب ودیعه، یک حساب نقدی نیز نزد کارگزار افتتاح می‌کند که اوراق بهادار وی در آن نگهداری می‌شود. از اوراق بهادار حساب

نقدی نیز می‌توان برای تأمین مبلغ ذکرشده در اخطار افزایش ودیعه استفاده کرد. انتقال اوراق بهادار از حساب نقدی به حساب ودیعه، مطمئن‌ترین راه برای تکمیل ودیعه است، اما ممکن است بر خلاف میل مشتری باشد یا اینکه اوراق بهادار حساب نقدی واجد شرایط انتقال به حساب اعتباری نباشد، هر چند می‌توان با فروش این اوراق، وجه موردنیاز را تأمین کرد.

مثال عینی از سازوکار حساب ودیعه در خرید اعتباری

برای درک بهتر موضوع، مثالی ارائه می‌شود:

فرض کنید که مشتری، اوراق بهاداری به ارزش ۲۰ هزار دلار به‌صورت اعتباری خریداری می‌کند که از این مبلغ ۱۰ هزار دلار آن توسط کارگزار تأمین شده است. اگر ارزش بازار اوراق بهادار به ۱۵ هزار دلار کاهش یابد، سهم مشتری به ۵ هزار دلار کاهش می‌یابد (۱۵۰۰۰–۱۰۰۰۰=۵۰۰۰). اگر ودیعه پشتیبان ۲۵ درصد ارزش اوراق بهادار در نظر گرفته شده باشد (۲۵٪ × ۱۵۰۰۰=۶۰۰۰)، یک اخطار افزایش ودیعه از طرف کارگزار برای مشتری ارسال می‌شود و مشتری باید حداقل ۱۰۰۰ دلار ودیعه خود را افزایش دهد، در غیر این صورت کارگزار می‌تواند با فروش بخشی از اوراق بهادار وثیقه شده، ودیعه مشتری را تا ودیعه پشتیبان افزایش دهد. در بیشتر توافقنامه‌ها کارگزار می‌تواند بدون آنکه منتظر اقدام مشتری باشد، اوراق بهادار وی را به فروش رساند و مشتری حق تصمیم‌گیری در مورد اینکه چه اوراقی فروخته شود، ندارد.

در دهه ۱۹۲۰م. الزامات ودیعه‌ای بسیار سهل‌گیرانه بود و کارگزاران برای انجام معامله اعتباری، ودیعه اولیه ده درصدی از سرمایه‌گذاران مطالبه می‌کردند که این ودیعه در طول زمان افزایش یافت؛ زیرا با آغاز روند کاهشی قیمت سهام، بسیاری از سرمایه‌گذاران اخطاریه افزایش ودیعه دریافت کردند و سهام آنها به دلیل عدم توانایی در پوشش تعهدات توسط کارگزاران در بازار فروخته شد و این امر خود موجب تشدید کاهش قیمت سهام شد، به‌گونه‌ای که از این مسأله به‌عنوان یکی از عوامل اساسی وقوع بحران سال ۱۹۲۹م. آمریکا یاد می‌شود. از آن به بعد، الزامات ودیعه‌ای، روند سخت‌گیرانه‌تری به خود گرفت، به‌گونه‌ای که هم اکنون ودیعه اولیه در بیشتر

بهابازارهای دنیا در حدود ۵۰ درصد است و الزامات داخلی شرکت‌های کارگزاری در مورد ودیعه سرمایه‌گذاران به‌طور معمول سخت‌گیرانه‌تر از مقررات موجود است.

البته لازم به ذکر است، در مورد اینکه مارجین به چه میزان باشد نظرات مختلفی در بین صاحب‌نظران مالی وجود دارد و عوامل متعددی را در این موضوع دخیل می‌دانند برای مثال ابسن هدگارد با بررسی‌های مختلف در بازار آتی کالا و اینکه باید چه میزان ودیعه اخذ شود تا تعادل برقرار شود عامل ریسک در دارایی پایه که در خرید اعتباری همان ریسک سهام پایه است در کنار عامل ریسک بازار عوامل مهم تعیین‌کننده هستند، در کنار این عوامل می‌توان عوامل دیگری از جمله نقدشوندگی، حجم معاملات را نیز از عوامل مهم برشمرد (Hedegaard, 2011, p.1).

۵. اوراق بهادار قابل خرید به صورت اعتباری

در آمریکا، بانک مرکزی آمریکا، میزان مجاز تأمین مالی توسط کارگزار را تعیین می‌کند. در حال حاضر، کارگزاران می‌توانند تا ۵۰ درصد قیمت خرید به مشتریان خود اعتبار دهند. به این میزان، معمولاً الزام بانک مرکزی آمریکا، الزام مقررات تی یا الزام اولیه گفته می‌شود. اوراق بهاداری که به صورت اعتباری قابل خریداری هستند، عبارت‌اند از:

- اوراق بهادار پذیرفته شده یا دارای امتیاز معامله بدون پذیرش در بهابازارهای اوراق بهادار آمریکا؛
- اوراق بهادار مبتنی‌بر سهام؛
- اوراق بهاداری که توسط یک شرکت سرمایه‌گذاری یا تراست سرمایه‌گذاری با سرمایه باز منتشر می‌شود؛
- اوراق بهادار خارجی که الزامات مقررات (تی) در مورد شرایط خرید به‌صورت اعتباری را برآورده کرده‌اند؛
- اوراق بدهی قابل تبدیل به اوراق بهادار قابل خرید به‌صورت اعتباری.

براساس مقررات تی، معامله اعتباری سهام با نقدشوندگی اندک و ریسک زیاد، اوراق بهادار بازار فرابورس انجمن معامله‌گران آمریکا و اوراق بهادار عرضه‌شده عرضه‌های عمومی اولیه، ممنوع است.

۵-۱. مزایا و معایب خرید اعتباری

خرید اعتباری سهام مزایای مختلفی دارد که از جمله آن می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱. افزایش قدرت خرید:[۱۸] خرید اعتباری سهام عملاً این امکان را به سرمایه‌گذار می‌دهد که اوراق بهادار بیشتری را با توجه به میزان دارایی خود خریداری کند و در پرتفوی خود این اوراق را نگهداری کند که در پی این اهرم ایجادشده عملاً فرد با بازده مورد انتظار بالاتری همراه خواهد شد.

۲. نرخ بهره رقابتی:[۱۹] وام اعتباری نسبت به کارت‌های اعتباری و گزینه‌های دیگر برای تقریض عملاً می‌تواند هزینه‌زاتر باشد. عملاً در خرید اعتباری براساس میزان اعتباری که گرفته می‌شود نرخ بهره به‌صورت رقابتی تغییر خواهد کرد.

۳. انعطاف‌پذیری در پرداخت:[۲۰] عملاً در پرداخت‌های ماهانه تا زمانی که میزان حداقل پرداخت‌ها در حساب ودیعه مراعات شده باشد، میزان حداقلی در پرداخت‌ها وجود ندارد. عملاً در هر نوع ورقه بهاداری میزان حداقل ودیعه متفاوتی می‌تواند وجود داشته باشد.

٤. خط اعتباری در دسترس:[۲۱] به‌محض تأیید حساب اعتباری عملاً فرد می‌تواند وام اعتباری دریافت کند و نیازی به تأییدیه‌های بعدی، مراحل اداری اضافی دیگر و فرآیندهای دیگر برای قرض وجود ندارد.

۵. افزایش توان ماندن در بازار: خرید اعتباری عملاً با افزایش میزان نقدینگی سرمایه‌گذار، این کمک را به سرمایه‌گذاران می‌کند که به‌جای فروش فوری اوراق بهادار خود به راهبرد خود در سرمایه‌گذاری پایبند باشند و عملاً سود سرمایه‌ای و ماندن در بازار را به گرفتن موقعیت خروج از بازار ترجیح می‌دهند.

٦. سپر مالیاتی: در برخی کشورها، نرخ بهره روی وام اعتباری دارای سپر مالیاتی است.

۷. تنوع‌بخشی به پرتفوی: با افزایش قدرت خرید و معامله با اعتبار عملاً این امکان به ما داده می‌شود که پرتفوی خود را با تمرکز بر میزان سهام بیشتری متنوع کنیم (Salinger, 1989, p.4).

از جمله معایب خرید اعتباری این است که عملاً چون اعتبار به‌صورت یک نوع اهرم عمل می‌کند حد ضرر را برای شخص افزایش می‌دهد و در بازارهای کاهشی به ضرر سرمایه‌گذار تمام می‌شود و سرمایه‌گذار را با ریسک‌های بیشتری همراه می‌کند که در بخش ریسک‌های خرید اعتباری به‌طور کامل می‌آید.

۵-۲. ریسک‌های خرید اعتباری متعارف

معاملات اعتباری برای هر کسی مناسب نیست. معاملات اعتباری می‌تواند افراد را در معرض ریسک بزرگتری قرار دهد. این عملاً ریسک از دست دادن مبلغی بیش از مبلغ سرمایه‌گذاری شده است. در نتیجه سرمایه‌گذاران قبل از شروع به این معاملات باید ریسک‌های مربوط به آن را در نظر بگیرند.

فرد با خرید اعتباری، قدرت خرید خود را در مقایسه با حالتی که صرفاً از پول نقد خود خرید کرده است افزایش می‌دهد. اگر قیمت سهام بالا رود نرخ بازدهی در سرمایه‌گذاری می‌تواند در عمل از میزانی که در حالت نقدی به دست می‌آوردیم فراتر رود و حالت عکس آن نیز این است که اگر قیمت سهام کاهش یابد ریسک بالقوه بیشتری در انتظار شما است. در حالتی نیز که قیمت سهام طوری کاهش یابد که از حداقل ودیعه پایین‌تر برود اخطاریه افزایش ودیعه صادر می‌شود و در صورت عدم توجه به این اخطار سرمایه‌گذار با ریسک فروش اوراق بهادار توسط کارگزاری برای جبران کاهش مواجه می‌شود.

خرید اعتباری عملاً فنی است که می‌تواند اثرات دراماتیکی در مجموع بازار سرمایه داشته باشد. کنگره آمریکا عملاً یکی از دلایل بحران ۱۹۳۰ در آمریکا را خرید اعتباری بدون محدودیت عنوان کرده بود که عملاً خرید نامحدودی که در سال ۱۹۲۹ اتفاق افتاد سقوط بازار را در پی داشت؛ بنابراین در قانون اوراق بهادار در آمریکا که در سال ۱۹۳٤ به تصویب رسید کنگره میزان ودیعه پنجاه‌درصدی برای این حساب‌ها منظور کرد که به ازای هر دلار خرید اعتباری سرمایه‌گذار باید ۵۰ سنت در حساب خود داشته باشد که اهم این مقررات در قانون تی آمد. در واقع سازوکار حساب ودیعه را اگر بخواهیم از منظر ریسک مدنظر قرار دهیم برای این است که سرمایه‌گذاران نیز با

ریسک کمتری همراه باشند و عملاً زودتر از وضعیت ریسک و سوددهی و زیان‌دهی خود مطلع شوند.

معاملات اعتباری نوعی استفاده از اهرم می‌باشد که در معرض ریسک قرار دادن افراد را در پی دارد و نباید تمامی سرمایه‌گذاران با درجه ریسک‌پذیری متنوع به استفاده از این ابزار روی آورند (Kim, 1989, p.11). این ابزار باید با شناساندن ریسک آن متناسب با اهرمی که نهاد ناظر تعیین می‌کند، مشخص شود و سرمایه‌گذاران با اشراف به این موضوع از این ابزار استفاده کنند.

معاملات اعتباری و ریسک ناشی از آن به وضعیت سنی سرمایه‌گذاران هم مربوط می‌شود به طوری که این میزان ریسک‌پذیری که در سنین جوانی بیشتر است بر نوع بازدهی هم تأثیرگذار است. همچنین استفاده از معاملات اعتباری طی بررسی که آیرس انجام داده است در بازارهای مالی آمریکا در طولانی‌مدت توانسته است ریسک بازنشستگی را کاهش دهد (Ayres, 2005, p.1).

۵-۳. خرید اعتباری سهام از منظر فقهی و حقوقی

در بحث خرید اعتباری سهام از منظر فقهی در ابتدا به‌صورت بسیار مختصر به ضوابط کلی معاملات در فقه اسلامی می‌پردازیم، چرا که هرگونه معاملات در بازار سرمایه اسلامی باید در این چارچوب تعریف شده و با ضوابط آن همخوانی داشته باشد. سپس به بررسی فرآیند آن از منظر حقوقی پرداخته و در پایان به ارائه مدل می‌پردازیم.

بدین منظور باید در ابتدا آنچه که در خرید اعتباری سهام رخ می‌دهد از منظر فرآیندی و حقوقی شفاف‌سازی شود تا بتوانیم بهتر به جوانب فقهی مسئله بپردازیم:

۵-٤. جوانب فقهی و حقوقی خرید اعتباری متعارف

چند وقتی است که بانک‌ها خط اعتباری کوتاه‌مدت (حداکثر سه ماهه) در اختیار کارگزاران قرار می‌دهند تا کارگزاران از این خط اعتباری برای فعالیت‌های خود استفاده نمایند؛ کارگزاران به‌طور معمول در سه مورد از این اعتبار برداشت می‌کنند:

۱. پرداخت زودتر از موعد به فروشندگان سهام؛ به این معنی که طبق قوانین و مقررات سازمان بورس زمانی که یک کارگزار اقدام به خرید سهام برای مشتری می‌کند،

کارگزار تا سه روز (۷۲ ساعت) مهلت دارد قیمت سهام را به اتاق پایاپای بپردازد، گاهی فروشنده سهام تعجیل در گرفتن قیمت دارد، در این موارد گاهی کارگزاران فروشنده سهام از منابع داخلی خود و گاهی با برداشت از خط اعتباری بانک قیمت سهام را به فروشنده پرداخت می‌کنند. در این موارد معمولاً کارگزاران از قیمت سهام مقداری کم کرده و به‌صورت تنزیلی با فروشنده تسویه می‌کنند.

۲. پرداخت دیرتر خریداران سهام؛ به این معنی که خریدار سهام بیش از مهلت مقرر پرداخت قیمت سهام را به تأخیر بیندازد، در این موارد کارگزار خریدار سهام با استفاده از منابع داخلی یا با استفاده از خط اعتباری بانک اقدام به پرداخت قیمت سهام و تسویه‌حساب با اتاق پایاپای می‌کند، سپس قیمت سهام را با تأخیر از خریدار سهام دریافت می‌کند، در این موارد کارگزاران متناسب با مبلغ و مدت تأخیر، از مشتری وجهی دریافت می‌کنند و گاهی نیز به جهت منافع متقابل از دریافت وجه مزبور خودداری می‌کنند.

۳. خرید مدت‌دار سهام برای مشتریان؛ گاهی برخی از مشتریان معتبر سهام، از همان ابتدا درخواست خرید مدت‌دار سهام با استفاده از اعتبار بانکی را دارند؛ در این موارد کارگزار اقدام به خرید سهام برای مشتری کرده قیمت سهام را با استفاده از خط اعتباری بانک پرداخت می‌کند؛ سپس بعد از مهلت مقرر، مبلغ از خریدار سهام دریافت می‌کنند. در این موارد نیز معمولاً متناسب با مبلغ و مدت استفاده‌شده از اعتبار، از خریداران سود دریافت می‌کنند و گاهی نیز به جهت منافع متقابل از دریافت سود خودداری می‌کنند.

در بانکداری بدون ربا قراردادهایی موجود است که با توجه به این قراردادها می‌توان گفت که چندین احتمال وجود دارد که سازوکار خرید اعتباری ذیل هرکدام از آنها باشد.

برای روشن شدن مطلب هرکدام از احتمالات ممکن را از لحاظ فقهی جداگانه تحلیل و بررسی می‌نماییم و در پایان مدل پیشنهادی خود را که از لحاظ فقهی و جامعیت مطلوب است ارائه خواهیم داد.

٦. قرض‌الحسنه

یکی از آموزه‌های اقتصادی اسلام به منظور حمایت از نیازمندان و قشرهای آسیب‌دیده جامعه، ترغیب و تشویق مسلمانان به اعطای قرض‌الحسنه است. در آیات و روایات فراوانی از مؤمنان خواسته شده است که بخشی از اموال خود را برای کمک به نیازمندان و رفع گرفتاری برادران ایمانی خویش قرض‌الحسنه دهند. در برخی روایات فضیلت قرض‌الحسنه بالاتر از صدقه شمرده شده است (موسویان، ۱۳۸۷). قرض‌الحسنه عقدی است که به‌موجب آن بانک‌ها می‌توانند به‌عنوان قرض دهنده مبلغ معینی را طبق ضوابط مقرر به افراد یا شرکت‌ها قرض دهند و گیرنده متعهد می‌شود معادل مبلغ دریافتی را بازپرداخت کند. طبق ماده ١٤ قانون بانکداری بدون ربا و آیین‌نامه اجرایی مربوط، بانک‌ها مجازند در موارد زیر اقدام به اعطای قرض‌الحسنه کنند:

الف. به شرکت‌های تولیدی و خدماتی که فعالیت آنها اشتغال‌زا و در جهت تأمین مایحتاج ضروری جامعه است؛

ب. به افرادی که به‌طور مستقیم به امور کشاورزی و دام‌پروری بپردازند؛

ج. برای رفع نیازهای افراد در موارد هزینه‌های ازدواج، تهیه جهیزیه، درمان بیماری، تعمیرات مسکن، کمک‌هزینه تحصیلی، کمک برای ایجاد مسکن در روستاها.

مدت بازپرداخت قرض‌الحسنه‌های تولیدی حداکثر پنج سال و قرض‌الحسنه‌های اعطایی برای رفع نیازهای شخصی سه سال است. بانک‌ها به‌منظور حصول اطمینان از وصول مطالبات، تأمین کافی از مشتری می‌گیرند و حق دارند از بابت اعطای قرض‌الحسنه تا ٤ درصد کارمزد دریافت نمایند.

درحالی‌که روش استقراض تنها برای موارد غیرانتفاعی تجویز شده و تعلق هرگونه زیاده به قرض اعم از ثابت یا متغیّر، ناچیز یا فاحش، تعیین زمان تأدیه یا عدم تعیین آن، لحاظ یا عدم لحاظ تورم در آن برای هزینه‌های جاری یا سرمایه‌ای ممنوع است (حدادی، ۱۳۹۰، ص۳۹).

ملاحظه می‌نمایید که خرید اعتباری سهام ذیل هرکدام از این موارد نمی‌گنجد و اصولاً قرارداد قرض‌الحسنه در اسلام برای موارد خاص و ضروری تعبیه شده است که طبیعتاً خرید اعتباری سهام جزو این موارد نیست.

همچنین بانک برای خرید اعتباری سهام به کارگزار وعده قرض می‌دهد و به‌محض اینکه کارگزار چک کشید و از حساب برداشت نمود، قرض محقق شده است. از آنجا که بانک در قبال قرضی که به کارگزار داده است خواهان دریافت بهره و زیاده است، قرض به‌شرط زیاده که رباست رخ خواهد داد.

خرید اعتباری از دید کلان اقتصادی مفید است اما باید راه درست و شرعی آن مورد توجه قرار گیرد، بنابراین این راه نمی‌تواند راه حل شرعی مناسبی باشد چرا که ماهیت آن قرض با بهره و ربا می‌شود.

آنچه که در بانکداری متعارف نیز داریم همین‌گونه است که کارگزار از بانک برای مشتری قرض می‌گیرد و در واقع طرف کارگزار مشتری خرید سهام است و مشتری برای خرید سهام باید قرض کارگزار از بانک را جبران نماید.

وثیقه کارگزار: معمولاً کارگزار باید نزد بانک وثیقه داشته باشد که ممکن است املاک یا ضمانت نامه باشد.

وثیقه مشتری: همچنین سهام خریداری‌شده نزد کارگزار به‌عنوان وثیقه نگهداری می‌شود تا زمانی که تسویه کامل بدهی صورت گیرد. به‌عنوان مثال اگر تا سه ماه مشتری اقدام به تسویه بدهی خود نکند، کارگزار حق دارد که سهام را بفروشد و قرض را تأدیه نماید. ازآنجاکه احتمال نوسان قیمت سهام وجود دارد و ممکن است قیمت سهم کاهش پیدا کند، مشتری باید علاوه‌بر قیمت سهام مبلغ دیگری مازادبر آن را نزد کارگزار داشته باشد به این نحو که بنابر پیش‌بینی که از نوسان قیمت سهم می‌شود، مشتری مجاب شود مثلاً ۱۰٪ از قیمت سهم را خودش بپردازد. از جهت شرعی هیچ‌کدام از دو وثیقه مذکور اشکالی ندارد و می‌توان از آن استفاده نمود.

۷. راه‌حل‌های پیشنهادی

همان‌طور که ذکر شد، راه حل قرض‌الحسنه برای خرید اعتباری سهام ناکارآمد بود و هدف خرید اعتباری را که کسب منفعت برای همه ذی‌نفعان از این طریق بود برآورده نمی‌کرد. از طرفی اگر قرض با بهره داده می‌شد که مشکل ربا پیش می‌آمد. برای حل این مشکل و پیدا کردن راه حل، پیشنهادهایی تاکنون داده شده است که ما به بررسی هریک می‌پردازیم.

۷-۱. جعاله

یکی دیگر از تسهیلات بانکی که در بانکداری بدون ربا به‌عنوان یک ابزار مورد استفاده قرار می‌گیرد، جعاله است که عبارت است از متعهد شدن شخص حقیقی یا حقوقی به پرداخت اجرت (جعل) معین در برابر انجام کار معین. کسی که تعهد می‌کند را جاعل و انجام‌دهنده کار را عامل می‌گویند. برای مثال دولت اعلام می‌کند هر پیمان‌کاری که بتواند ساختمانی با این مشخصات در فلان مکان احداث کند، مبلغ معینی به او پرداخت می‌شود. در این صورت دولت را جاعل و آن پیمانکار را عامل می‌گویند.

در اصطلاح فقیهان، جعاله قراردادی است که به‌موجب آن انسان متعهد می‌گردد تا در برابر کاری که برای وی انجام می‌دهند، مال (اجرت معینی) بدهد (نجفی، ۱۳٦۷، ۱۸۷؛ موسوی خمینی، ۱۳٦۳، ص۵۳۸؛ حلی، ۱۳۷۳، ص۳۹۹).

از طریق استفاده از عقد جعاله در به کارگیری تسهیلات بانکی، برای بانک‌ها امکان گسترش و توسعه در امور مربوط به تولیدات صنعتی و کشاورزی، بازرگانی و خدماتی با تنظیم قرارداد به‌عنوان عامل یا در صورت اقتضا، به‌عنوان جاعل فراهم می‌شود؛ بنابراین بانک‌ها می‌توانند آن دسته از تقاضای مشتریان خود را که نمی‌توانند از طریق سایر عقود برآورده کنند، با تنظیم قرارداد جعاله مورد اجابت قرار دهند.

در مواردی که بانک، عامل جعاله است در قرارداد مربوط، اختیار واگذاری قسمتی از کار به غیر را تحت عنوان جعاله ثانوی برای بانک لحاظ می‌کند.

دریافت و پرداخت جعل، طبق قرارداد توسط بانک‌ها به‌صورت یکجا و یا به دفعات به اقساط مساوی و یا غیرمساوی در سررسید یا سررسیدهای مشخص صورت

می‌گیرد. حال اگر بخواهیم از قرارداد جعاله برای سازوکار خرید اعتباری سهام استفاده نماییم باید ارکان آن را به‌صورت زیر تعریف نماییم:

*کارگزار جاعل و بانک عامل است و بابت این کار جعل می‌گیرد.

اما در اینجا باید دید که بانک چه کاری انجام می‌دهد که مستحق گرفتن جعل باشد. همچنین باید مبلغ جعل با کار انجام‌شده تناسب داشته باشد. اگر فرض را بر این بگیریم که کار انجام‌شده توسط بانک گرفتن و جمع‌آوری پول و دادن آن به کارگزار باشد باید مبلغ جعل نیز متناسب با آن باشد؛ اما مشاهده می‌نماییم که مبلغ جعل متناسب با مبلغ وام و مدت استفاده شده است نه کاری که بانک انجام می‌دهد.

در واقع بانک می‌تواند برای بخش حقیقی جعل دریافت کند که اینجا بانک بابت کارش جعل نمی‌گیرد و بابت میزان مبلغ و مدت، زیاده می‌گیرد که آن هم غیرمتناسب با کار و غیرحقیقی است و شبهه ربا پیش می‌آید.

بنابراین قرارداد جعاله که امروزه مورد استفاده برخی بانک‌ها برای این منظور است، صحیح نیست، چون بانک نمی‌تواند بر اساس قرارداد جعاله در مقابل منابع استفاده‌شده از اعتبار بر اساس مبلغ و مدت سود دریافت کند. گذشته از اینکه براساس این قرارداد کارگزار نیز نمی‌تواند در مقابل مبلغ و مدت اعتبار استفاده‌شده از مشتری سودی بگیرد.

۷-۲. مشارکت مدنی

از جمله روش‌هایی که براساس ماده ۷ قانون بانکداری بدون ربا بانک می‌تواند با اشخاص حقیقی و حقوقی وارد معامله شود و نیازهای مالی آنان را تأمین کند، مشارکت مدنی است.

مشارکت مدنی توسط بانک عبارت است از «درآمیختن سهم‌الشرکه نقدی و یا غیرنقدی شریک با سهم‌الشرکه نقدی و یا غیرنقدی بانک به نحو مشاع برای انجام کاری معین در زمینه فعالیتهای تولیدی، بازرگانی و خدماتی به مدت محدود به قصد انتفاع بر حسب قرارداد». مشارکت مدنی، همان عقدالشرکه است که در فقه به شرکةالعنان معروف است (شیخی، ۱۳۷۹، ص٤۹).

اشخاص (حقیقی یا حقوقی) که بخواهند برای تأسیس یا توسعه فعالیت‌های تولیدی، بازرگانی و یا خدماتی خود و یا ادامه این‌گونه فعالیت‌ها با بانک مشارکت مدنی کنند، همانند مشتری مضاربه باید علاوه‌بر اطلاعات هویتی، اطلاعاتی چون موضوع مشارکت، میزان سرمایه مورد نیاز، سهم سرمایه پیشنهادی مشتری از بابت خود (که نباید از ۲۰ درصد کمتر باشد)، حداکثر مدت مشارکت، پیش‌بینی خرید، هزینه فروش، سهم سود پیشنهادی مشتری، وثیقه‌ای را که برای ضمانت حسن اجرای کار به بانک می‌سپارد، در اختیار بانک بگذارد و بانک با بررسی اطلاعات مذکور و تعیین میزان کل سرمایه مورد نیاز مشارکت مدنی، سهم بانک و شریک، نسبت سود شریک و بانک، با رعایت همه ضوابطی که در این امر برای بانک‌ها معین شده است و وجود توجیه فنی و مالی کافی با درخواست مشتری موافقت و به انعقاد قرارداد اقدام می‌کند. به‌عنوان مثال، بانک می‌تواند با آوردن شرطی، حق نظارت‌بر کیفیت جذب سرمایه و برگشت آن در طول قرارداد را برای خود محفوظ بدارد.

برای استفاده از قرارداد مشارکت مدنی برای خرید اعتباری سهام در ابتدا باید ارکان آن را تعریف نماییم:

در اینجا کارگزار به‌عنوان یک فعال اقتصادی تعریف می‌شود که کارش خرید سهام برای مشتریان است و برای همین فعالیت اقتصادی نیاز به سرمایه دارد و بانک هم به همین منظور در تشکیل سرمایه با کارگزاری مشارکت می‌نماید و بابت این مشارکت سود می‌گیرد. بانک می‌تواند براساس قرارداد مشارکت مدنی، خط اعتباری را در اختیار کارگزار قرار داده و به او وکالت دهد با استفاده از منابع بانک و منابع کارگزار به‌صورت مشارکت اقدام به خرید نقدی و فروش سهام برای مشتری نماید.

سود کارگزار نیز از دو محل می‌باشد:

۱) محل کارگزاری واسط خرید و فروش؛

۲) سهام را به‌طور نسیه به مشتری واگذار می‌نماید که در اینجا چون با استفاده از منابع بانکی برایش این ارزش افزوده ایجاد شده است باید بانک در سود آن شریک باشد. در واقع بانک به میزانی که فعالیت اعتباری سهام از منافعش استفاده می‌شود

حق پیدا می‌کند و بسته به اینکه چه مبلغی برای چه مدتی را در اختیار کارگزار گذاشته است می‌تواند در سود این فعالیت به عنوان سرمایه‌گذار شریک باشد.

راهکار پیشنهادی (مشارکت مدنی و مرابحه)[۲۲]

رابطه بین مشتری و کارگزار (مرابحه)

سؤالی که اینجا مطرح می‌شود این است که بین مشتری و کارگزار چه نوع عقدی مطرح شود که تکمیل‌کننده رابطه مشارکت مدنی بین بانک و کارگزار و متناسب با آن باشد. در جواب باید بگوییم که بهترین عقد بدین منظور مرابحه است.

۷-۳. مرابحه (فروش اقساطی)

بیع مرابحه یکی از انواع بیع است که از زمان‌های قدیم بین مردم رایج بوده و مقصود از آن معامله‌ای است که فروشنده قیمت تمام‌شده کالا (قیمت خرید و هزینه مربوطه) را به اطلاع مشتری می‌رساند، سپس تقاضای مبلغ یا درصدی اضافی به‌عنوان سود می‌کند. برای مثال اعلام می‌کند این کالا را به هزار تومان خریده و حاضر است به هزار و صد یا با ده درصد سود به مشتری بفروشد. در بیع مرابحه چنان چه بایع در بیان قیمت خرید یا هزینه‌های مربوطه دروغ بگوید، مشتری خیار فسخ پیدا می‌کند. بیع مرابحه می‌تواند به‌صورت نقد یا نسیه منعقد شود. درصورتی‌که نسیه باشد به‌طور معمول نرخ سود آن بیشتر است (موسویان، ۱۳۸۷). در بانکداری بدون ربا عملاً مرابحه را با اسم فروش اقساطی می‌شناسیم که طبق آن بانک‌ها می‌توانند به‌منظور ایجاد تسهیلات لازم جهت استفاده در امور تولیدی و خدماتی، کالاهای زیر را تهیه و از طریق فروش اقساطی (بیع نسیه اقساطی) در اختیار مشتریان قرار دهند:

الف) مواد اولیه و لوازم یدکی؛

ب) اموال منقول نظیر وسایل، ماشین‌آلات و تأسیسات؛

ج) مسکن.

به این ترتیب همه کسانی که برای خرید این کالاها از طریق وام و اعتبار (سیستم بهره‌ای) اقدام می‌کردند، حال می‌توانند از طریق فروش اقساطی اقدام و بهای آن را به‌طور اقساط به بانک پرداخت کنند.

مطابق آیین‌نامه اجرایی، روش کار بانک‌ها در فروش اقساطی به این صورت است که مشتری تقاضای خود نسبت به کالای مشخصی را با بیان نوع و مقدار و معرفی تولیدکننده یا فروشنده اعلام می‌کند و متعهد می‌شود در صورت فراهم شدن آن توسط بانک، آن را از بانک خریداری کند. بانک با بررسی تقاضا، کالای مورد نظر را به‌صورت نقد خریداری می‌کند و با احتساب سود بانک متناسب با مدت بازپرداخت به‌صورت بیع نسیه اقساطی به مشتری می‌فروشد. علاوه‌بر آن عقد مرابحه افزون برپوشش گسترده کالاها برای خدمات نیز قابل استفاده است درحالی‌که فروش اقساطی فقط در مورد کالاها قابل استفاده است (ملاکریمی، ۱۳۹۰، ص۳۲).

در خرید اعتباری سهام نیز رابطه بین مشتری و کارگزار مرابحه می‌باشد که در واقع کارگزار با استفاده از منابعی که از بانک گرفته سهام را خریداری می‌نماید و سپس آن را به‌صورت اقساطی به مشتری خواهد فروخت.

در اینجا می‌تواند کارگزار سود مرابحه را ثابت تعیین نماید که به‌تبع متناسب با آن سود مشارکت مدنی بین بانک و کارگزار نیز ثابت تعریف می‌شود.

در اینجا باید به جوانب مرابحه و حالات مختلفی که پیش خواهد آمد توجه نماییم. بدین منظور نکات زیر باید مدنظر قرار گیرد:

۱. در قرارداد خرید اعتباری بایستی سود مرابحه و سررسید مرابحه معلوم باشد، همچنین بایستی 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؟ و میزان وجه التزام چقدر است؟ همه این موارد باید در قرارداد فی‌مابین کارگزار و مشتری مشخص شود.

۲. نرخ سود قرارداد مرابحه به‌گونه‌ای تعریف می‌شود که بتواند سود مورد انتظار بانک از مشارکت را پوشش دهد؛ ممکن است کارگزار به خاطر منافع متقابل، کل سود مرابحه را به مشتری ببخشد لکن باید سهم سود بانک را بپردازد.

۳. ممکن است مشتری 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 مرابحه‌ای به فروش می‌رسد.

٤. 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 مرابحه بوده و می‌تواند بخشی از سود حاصل از عملیات مرابحه را به‌عنوان حق وکالت بردارد.

۵. ممکن است کارگزار کل قیمت خرید سهام را از منابع داخلی کارگزاری بپردازد. به این معنا که سهام را به‌صورت نقد برای خود خریداری می‌کند و به‌صورت مرابحه نسیه‌ای به مشتری می‌فروشد. در این حالت کل سود مرابحه متعلق به کارگزار خواهد بود (برگرفته از مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس).

٦. در حالت پرداخت زودتر از موعد به فروشندگان سهام ماهیت خرید دین پیدا می‌کند؛ چرا که طبق مقررات باید تا سه روز پول فروش سهم به حساب فروشندگان واریز شود. حال اگر کسی پول خود را زودتر از موعد خواست کارگزاری می‌تواند این پول را زودتر از موعد و به کسر پرداخت نماید. درصورتی‌که طبق مبنای برخی فقها خرید دین از شخص ثالث به کسر را بپذیریم این قسم مشکل خاصی ندارد.

۸. ریسک‌های موجود در مدل پیشنهادی و روش‌های پوشش آن

در قرارداد مرابحه قیمت خرید و قیمت فروش باید در زمان فروش در قرارداد به‌طور کامل مشخص شود. پرداخت در این قرارداد می‌تواند در مجموع به‌صورت نقد و طی اقساط باشد. امروزه مرابحه به‌عنوان یکی از ابزارهای مهم در نظام بانکی و پولی مورد استفاده قرار می‌گیرد و در فروش کالاهای مصرفی، کالاهای سرمایه‌ای، املاک و مستغلات، مواد خام، ماشین و تجهیزات مورد استفاده قرار می‌گیرد. این قرارداد همچنین امروزه برای واردات کالاهای مختلف نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. ریسک‌های موجود در قرارداد مشارکت مدنی و مرابحه در خرید اعتباری عبارت‌اند از:

– ریسک بازار: ریسک بازار، ریسک ناشی از حرکات یا نوسان‌های غیرمنتظره قیمت سهام است. اگر نگاهی گذرا به تاریخچه قیمت سهام‌های پذیرفته‌شده در بورس

یا فرابورس بیندازیم می‌بینیم که در مقاطع مختلف شرکت‌هایی حضور داشتند که با رشد و کاهش چند برابری در مدت زمان کوتاه مواجه شدند و این می‌تواند در قرارداد مرابحه‌ای که در خرید اعتباری وجود دارد نوعی ریسک را برای کارگزار و مشتری ایجاد نماید و مشتری را در ایفای تعهداتش با مشکل روبرو سازد. همچنین این ریسک می‌تواند به بانک از طریق قرارداد مشارکت مدنی نیز سرریز کند. برای پوشش این ریسک نیز ساختار تنوع‌بخشی و محدودیت در تخصیص خرید اعتباری و همچنین أخذ وثایق و ضمانت‌های مختلف می‌تواند اعمال شود.

– ریسک انصراف مشتری از خرید سهام: این ریسک را می‌توان حالتی تصور کرد که کارگزار از طرف مشتری اقدام به خرید سهام نموده است تا به‌صورت مرابحه با درصد مشخصی به مشتری واگذار کند و دراین‌بین (پس از خرید سهام توسط کارگزار و قبل از واگذاری به مشتری)، مشتری از این خرید انصراف دهد و کارگزار با ریسک حاصل از انصراف مشتری مواجه شود که عمدتاً می‌تواند به دلیل کاهش قیمت سهم در آن روز و یا تغییرات قیمتی غیرقابل پیش‌بینی در آن مقطع در قیمت سهام اتفاق افتد و مشتری را بر آن دارد که از خرید انصراف دهد. برای حل این ریسک اگر مشتری به وکالت از طرف کارگزار اقدام به خرید سهام کند این ریسک پوشش داده می‌شود و عملاً در لحظه خرید اعتباری سهام مشتری به وکالت از طرف کارگزار اقدام به خرید می‌کند و سپس در همان لحظه قرارداد مرابحه با نرخی که از قبل مشخص شده است بین کارگزار و مشتری منعقد می‌شود.

– ریسک اعتباری: ریسک اعتباری یکی دیگر از انواع این ریسک‌ها می‌باشد. اگر بخواهیم تعریفی ساده از ریسک اعتباری داشته باشیم ریسک اعتباری از این واقعیت نشئت می‌گیرد که اعتبار گیرنده نتواند یا نخواهد تعهداتش را انجام دهد. در اینجا مشتری باید مبلغی را مازاد بر قیمتی که کارگزار خریده است به کارگزار پرداخت کند که باید قادر به پرداخت این مبلغ باشد. با توجه به اینکه دارایی پایه سهام است. اگر اعتبار گیرنده هم نتواند این اقدام را انجام دهد کارگزار با توجه به اینکه عملاً سهام خریداری‌شده خود نوعی ضمانت محسوب می‌شود قادر به فروش و تأمین مبلغ مذکور است و می‌تواند از این طریق ریسک خود را پوشش دهد.

– ریسک نقدشوندگی: ریسک دیگری که می‌توان در این قرارداد برشمرد. ریسک نقدشوندگی دارایی پایه است. برای مثال فرض کنیم کارگزاری به مشتری خود ۱۰ میلیون تومان اعتبار برای خرید می‌دهد و مشتری سهم یا سهامی را خریداری می‌کند در این حالت اگر فرض کنیم که مشتری قادر به پرداخت وجه نقد نباشد و در زمانی که باید اعتبار خود را در عمل کاهش دهد (در سازوکار فعلی که در کارگزاری‌ها عموماً اجرا می‌شود در خرید اعتباری معمولاً در سه روز مانده به پایان دوره اعتبار مشتری اعتبار استفاده شده خود را به صفر برساند. البته این سازوکار متناسب با نوع مشتری کارگزاری‌ها متفاوت است) اگر سهامی که خریداری شده باشد، در آن زمان بسته باشد و معاملات آن سهام به دلایل مختلف برای مدت کوتاه و چه‌بسا مدت زیادی امکان‌پذیر نباشد، ریسک نقدینگی به وجود می‌آید که می‌تواند کارگزار را با مشکل در وصول مطالبات خود همراه کند؛ چون امکان فروش دارایی پایه نیست و طی تجربه‌ای که در بهاء بازار ایران گاهی مشاهده است می‌تواند این عدم نقدشوندگی به چندین سال هم در برخی سهام‌ها برسد که این عدم نقدشوندگی عمدتاً ناشی از ابهام در این شرکت‌ها و عدم ارائه صورت‌های مالی آنها یا وجود ابهام قابل ملاحظه در صورت‌های مالی این شرکت‌ها می‌باشد. برای پوشش این ریسک در ابتدا کارگزار می‌تواند در هنگام انعقاد قرارداد با مشتری وثایق و ضمانت‌های مختلفی را از مشتری أخذ کند و این ضمانت‌ها را در مواقع لازم به اجرا بگذارد و صرفاً به دارایی پایه خریداری‌شده (سهام) اکتفا ننماید. علاوه‌بر این با توجه به اینکه معمولاً کارگزاری‌ها بر اساس گردش معاملات مشتری برای وی اعتبار در نظر می‌گیرند و مثل سیستم بانکی اقدام به أخذ وثایق نمی‌نمایند می‌توان معاملات را محدود کرد. منظور از محدودیت، محدودیت در تخصیص منابع به سهام خاصی یا به صنعت خاصی است و از این طریق می‌توان ریسک نقدینگی را کاهش داد. برای مثال با توجه به ابهاماتی که در صنعت پالایشگاهی موجود در مقاطعی در بهابازار تهران درباره نرخ خوراک پتروشیمی‌ها وجود داشت و این ابهام اثرات قابل توجهی هم بر سودآوری و قیمت‌گذاری این سهام‌ها در بهابازار تهران داشت، در مقاطعی معاملات در کلیه نمادهای این صنعت تا ارائه شفاف‌سازی متوقف می‌شد و این اتفاق در صنایع مختلف با توجه به ریسک صنایع در مقاطع

مختلف ایجاد می‌شد که این ریسک را می‌توان از طریق تنوع‌سازی و اعمال محدودیت در تخصیص اعتبار به مشتریان کاهش داد.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

خرید اعتباری سهام جزو جدایی‌ناپذیری از بهابازارهای مهم دنیا می‌باشد که در بالا بردن هرچه بیشتر حجم معاملات در دنیا تأثیرگذار بوده است. در این مقاله با رویکرد مالی ابتدا به خرید اعتباری پرداخته شده است و با برشمردن تعاریف و سازوکارهای مختلف این قرارداد در بهابازار به تبیین ریسک‌هایی که در این قرارداد وجود دارد پرداخته شده است. سپس در بررسی فقهی با برشمردن اصول کلی که در قراردادهای اسلامی وجود دارد، به نقد راهکارهایی که در مورد خرید اعتباری در بهابازار ایران وجود دارد توجه شده است و ضمن تبیین آن راهکارها موانعی که برای عملیاتی شدن آن از منظر فقهی وجود دارد بررسی شده است که این راهکارها عبارت‌اند از قرض‌الحسنه، جعاله و مشارکت مدنی. در نهایت این پژوهش با ترکیب دو قرارداد مرابحه و مشارکت مدنی راه حل جدیدی را برای حل مشکلات موجود و همچنین رفع موانع شرعی موجود در دیگر راهکارهایی که قبلاً مطرح شده بود، ارائه داده است. این راهکار با در نظر گرفتن سه رکن کارگزار، مشتری و بانک و با در نظر گرفتن قرارداد کارگزار- مشتری براساس عقد مرابحه و کارگزار- بانک بر اساس عقد مشارکت مدنی، به طراحی مدل جدیدی برای خرید اعتباری سهام می‌پردازد. همچنین به ریسک‌های مدل پیشنهادی و راه‌های پوشش آن نیز اشاره شده است. این مدل کاملاً عملیاتی و قابل اجرا در بازار سرمایه ایران می‌باشد.

یادداشت‌ها

1. Buy on Margin

۲. 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 پیش رو را نوشته‌اند.

3. Buy on Margin

4. Call Money Rate
5. Investment Analysis and Portfolio Managemen
6. The Effects of Short-Selling and Margin Trading
7. Simulation Model
8. Margin Trading From A to Z
9. Investment
10. Leverage and Asset Prices: an Experiment
11. Regulation T
12. CIMB
13. Hong Leong Bank
14. Maybank
15. Marginal Amount of Financing
16. Financing Ration Limit
17. Client Margin Account
18. Increase Buying Power
19. Competitive Interst rate
20. Payment Flexibility
21. An accessible Line of Credit

۲۲. همان‌طور که در چکیده گذشت ایده اصلی این راهکار، مصوب کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار است که نویسندگان با استفاده از دانش مالی اسلامی مدل عملیاتی آن را طراحی کرده‌اند و به بررسی ریسک‌ها و روش‌های پوشش آن پرداخته‌اند.

کتابنامه

حدادی، جواد و سید عباس موسویان (۱۳۸۹)، ارزیابی انتشار صکوک پروژه محور در بخش بالادستی نفت ایران، تهران: سومین کنفرانس توسعه نظام تأمین مالی در ایران.

ملاکریمی، فرشته (۱۳۹۰)، گزارش همایش «بررسی ابعاد فقهی، حقوقی و اجرایی کاربردی شدن عقود مرابحه، استصناع و خرید دین در نظام بانکی کشور»، *تازه‌های اقتصاد*، شماره ۱۳۳.

موسویان سید عباس (۱۳۸۷)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چاپ دوم.

هادوی‌نژاد، مصطفی (۱۳۸٤)، مبانی مدیریت و ارزیابی سرمایه‌گذاری، تهران: شهرآب.

Alessio Setzu & Michele Marchesy (2007), The Effects of Short-Selling and Margin Trading:a Simulation Analysis, University of Cagliari magazine

Cipriani, M., Fostel, A., & Houser, D (2012), Leverage and asset prices: an experiment.

Esben Hedegaard (2011), How margin are set and affect asset prices, job market paper.

Fortune, P. (2000), "Margin requirements, margin loans, and margin rates: Practice and principles". *New England Economic Review*, pp. 19-44.

Hsieh, D. A. & Miller, M. H (1990). Margin regulation and stock market volatility. *The Journal of Finance*, *45*(1), pp. 3-29.

Ian Ayres & Barry Nalebuff (2005), Life-Cycle Investing and Leverage:Buying Stock on Margin Can Reduce Retirement Risk, forbes.

Kim, G. R. & Markowitz, H. M (1989), "Investment rules, margin, and market volatility", *The Journal of Portfolio Management*, 16(1), pp. 45-52.

Moore, T. G. (1966), "Stock market margin requirements", *The Journal of Political Economy*, 74(2), pp. 158-167.

Salinger, M. A. (1989), Stock market margin requirements and volatility: Implications for regulation of stock index futures. In Regulatory Reform of Stock and Futures Markets, pp. 23-40.

Zender, J. F (1991), "Optimal financial instruments", *The Journal of Finance*, 46(5), pp. 1645-1663.

Islamic Finance Researches, Vol. 3, No.2 (Serial 6), Spring & Summer 2014

Designing New Model for Buying on Margin by Using "Murabahah" and "Musharakah" Contracts

Sayyed Mohammad Javad Mirtaher [*]
Mohammad Safaei [**]

Received: 22/11/2014
Accepted: 22/05/2015

Nowadays, buying on margin is one of the most widely used instruments for different types of investors in the capital markets in the world. In Iran's stock exchange, this instrument has been launched from several years ago but there has not been any comprehensive approach so far that could cover its different shortcomings from jurisprudential and operational standpoints. In this article, after reviewing models and risks of buying on margin in different stock exchanges in the world, we have tried to explain a new model that is matched with *imamiah* jurisprudence. All solutions presented before that are based on "*Qarz-e-Hasana*" and "*Juala*" and "*Musharakah*" contracts. The reasons for the weaknesses of each of these solutions are presented in this paper.
This practical study has used an analytical descriptive method which tries to suggest different solutions for buying on margin in the Islamic exchanges based on "*Musharakah*" and "*Murabaha*" contracts. The presented model has overcome defects of other ones. Its risks and ways of covering those risks are also mentioned.

Keywords: Buying on Margin, Stock, Murabahah, Design of Jurisprudence Model

JEL Classification: G18, G23

[*] M.A. In Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, (Corresponding Author), smj.mirtaher@gmail.com
[**] M.A. In Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, safaei68@gmail.com