

طراحی الگوهای عملیاتی خرید اعتباری اوراق بهادار با محوریت شرکت سپرده‌گذاری و بانک تخصصی اوراق بهادار

jamalifinance@gmail.com

mgmohagh@yahoo.com

ebrahimi.mohammad86@yahoo.com

محمد جمالی حسن جانی / دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه علامه طباطبائی

محمد جواد محقق نیا / استادیار گروه مالی و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی

محمد حسن ابراهیمی سروعلیا / استادیار گروه مالی و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی

دریافت: ۱۳۹۶/۰۱/۲۰ - پذیرش: ۱۳۹۶/۰۶/۰۴

چکیده

خرید اعتباری اوراق بهادار یکی از ابزارهای کلیدی بازار سرمایه کشورهای در حال توسعه، از جمله ایران، برای جذب جریان نقدینگی خارج از بازار است. خرید اعتباری در صورت سازمان‌دهی درست و وجود مقررات مناسب، می‌تواند موجب افزایش کارایی بازار و بهبود کشف قیمت منصفانه شود. با وجود برخورداری نظام معاملات اعتباری از ویژگی‌های استاندارد در عموم کشورها، طراحی و عملیاتی کردن زیرساخت‌های ضروری آن باید مختص هر کشور خاص یا بازار و انعطاف‌پذیر باشد تا در طول زمان بتوانند تغییر کنند. در الگوی مرسوم خرید اعتباری، بانک‌ها و مؤسسات مالی منابع خود را در اختیار کارگزاری قرار می‌دهند و کارگزاری نیز منابع را با دریافت وثیقه‌های معتبر در اختیار مشتریان می‌گذارد. مقاله حاضر با استفاده از روش «تحلیلی» و «نظرسنجی» از خبرگان فقهی و مالی، از عقدهای مباحثه و وکالت برای بهینه‌سازی الگوی رایج خرید اعتباری استفاده کرده است. الگوهای پیشنهادی مقاله برای خرید اعتباری در بازار سرمایه با محوریت شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و بانک تخصصی ارائه شده است.

کلیدواژه‌ها: خرید اعتباری، تسهیلات رهنی اوراق بهادار، بازار سرمایه اسلامی.

طبقه‌بندی JEL: G19, E59, P4

۱. مقدمه

«کمبود نقدینگی» همواره به عنوان یکی از مشکلات بازارهای سرمایه نوظهور، از جمله بورس تهران مطرح بوده است. یکی از راه کارهای حل این مشکل، استفاده از منابع مؤسسات مالی برای خرید سهام است. سرمایه گذاران معمولاً بر مبنای میزان پول و اوراق بهاداری، که در اختیار دارند، معامله می کنند. اما گاهی برخی مواقع بر مبنای چشم اندازی که برای بازار و برخی سهام های خاص متصورند می خواهند روی منابع خودشان از اهرم استفاده کنند. «معامله اعتباری» معامله ای است که در آن بخشی از مبلغ خرید اوراق بهادار توسط مشتری و مابه التفاوت آن توسط کارگزار یا بانک پرداخت می شود.

معامله اعتباری، که به دو شکل «خرید اعتباری» و «تسهیلات رهنی اوراق بهادار» در بازارهای مالی صورت می پذیرد، روشی است که از طریق ارائه امکان سرمایه گذاری اهرمی به مشارکت کنندگان با هدف جذب هر چه بیشتر نقدینگی به سمت بازار سرمایه، در بازارهای مالی و پولی دنیا معرفی شده است. با استفاده از این سازوکار، مشارکت کنندگان قادر خواهند بود با اتکا به سابقه اعتباری، سبد سرمایه گذاری و نیز توان ریسک پذیری خود، میزان سرمایه گذاری شان را افزایش دهند. همچنین با افزایش توان خرید، امکان افزایش تعداد مشارکت کنندگان بازار نیز وجود دارد و این امر در نهایت، می تواند به افزایش کارایی بازار منجر شود.

با توجه به ساختار بازار سرمایه ایران و وضعیت مالی شرکت های کارگزاری، ایجاد امکان اعطای تسهیلات رهنی خرید اوراق بهادار توسط بانک مرکزی، می تواند علاوه بر ایجاد بازاری جدید برای فعالیت بانک ها و افزایش سود آنها، به توسعه و رونق بازار سرمایه و حل مشکل کمبود نقدینگی کمک کند.

سرعت گردش معاملات، پویایی بازار سهام را نشان می دهد. هر قدر سهام عرضه شده در بورس بیشتر دادوستد شود، قابلیت نقدشوندگی در بورس بالاتر می رود، قیمت ها شفاف تر می گردد، و به هدف اصلی بورس، که افزایش نقدشوندگی است، کمک می شود. «سرعت بالاتر» یعنی: بازار چابک تر و نقل و انتقالات و نقدشوندگی بالاتر، و «سرعت پایین تر» نشانه یک بازار کند غیرپویا، ریسک بالای عدم نقدشوندگی و نبود جذابیت معاملاتی است. طبق آمار منتشر شده توسط فدراسیون جهانی بورس ها، بررسی ها نشان می دهد که سرعت گردش معاملات در ترکیه بسیار بالاست. طی یک سال، بیش از ۲۰۰ درصد از سهام ثبت شده در بورس آن، جابه جا می شود و دایم خرید و فروش در آن صورت می پذیرد؛ به این معنی که کل بازار سرمایه ترکیه در سال، نزدیک به دو بار جابه جا می شود و گردش می کند. این در حالی است که این سنجه برای ایران نزدیک به ۱۰ درصد است؛ یعنی طی یک سال، تنها ۱۰ درصد از بازار سهام ایران مبادله می شود و مابقی سهام ها همچنان بدون تحرک هستند. در کشورهای همسایه ایران، بعد از ترکیه بیشترین سهم مربوط به دوی با ۷۶ درصد و سپس عربستان ۷۴ درصد است. سرعت گردش معاملات در بازار سهام مصر نیز قریب ۶۰ درصد است. (فدراسیون بین المللی بورس ها، ۲۰۰۷).

بنابراین، با توجه به توضیحات فوق و مشکلات کمبود نقدینگی و نقدشوندگی پایین سهام شرکت ها در بازارهای مالی کشور، طراحی الگوهای متناسب خرید اعتباری و تسهیلات رهنی اوراق بهادار خاص بازار مالی ایران

با در نظر گرفتن ملاحظات مالی، فقهی و اجرایی ضرورت می‌یابد. در این تحقیق، سعی شده است ابتدا با بررسی و مطالعه چگونگی خرید اعتباری در بازارهای مهم دنیا و تبیین ریسک‌های آن، الگوهای متناسب خرید اعتباری و تسهیلات رهنی خرید اوراق بهادار برای بازار مالی ایران ارائه گردد.

نوآوری این پژوهش در استفاده ترکیبی از دو عقد «مراجعه» و «وکالت» به منظور سامان‌دهی معاملات اعتباری در بازارهای مالی کشور است که در اجرا کارایی و انعطاف بیشتری نسبت به عقود جعاله و مشارکت مدنی دارد.

مبانی نظری

الف. کشف قیمت و نقدشوندگی بازار

از جمله کارکردهای اصلی بازار سرمایه (علاوه بر نقش تشکیل سرمایه)، سازوکار کشف قیمت است که از طریق معاملات اوراق بهادار در بازار ثانویه حاصل می‌گردد. موفقیت فرایند کشف قیمت به نقدشوندگی بازار بستگی دارد. عموماً کشف قیمت دقیق و پیوسته، باز تخصیص منابع و ریسک را کارا می‌کند. در واقع، نقدشوندگی بازار ارتباط مستقیم و معناداری با نرخ‌های فعلی و آتی رشد اقتصادی، انباشت سرمایه و رشد بهره‌وری دارد. جدول ۱ علل معمول عدم نقدشوندگی در یک بازار اهرم نشده را، که در آن سرمایه‌گذار فقط منابع نقدی خود را برای خرید و فروش سهام به کار می‌بندد، خلاصه‌وار ذکر کرده است.

جدول ۱. علل معمول عدم نقدشوندگی در بازار غیراهرمی (اندو و ری، ۲۰۰۶)

علت	مثال
عرضه محدود سهام شرکت‌ها	اقتصاد کوچک، عدم خصوصی‌سازی، غلبه مالکیت خانوادگی، شرکت‌های بسته، غلبه بانک‌های تجاری، سهام شناور پایین، محدودیت‌های مالکیت و الزامات محدودکننده فراوان
تقاضای پایین اوراق بهادار	پس‌انداز کم، رکود اقتصادی، نرخ بهره بالا، کثرت مبادلات بزرگ، کمبود تقارن اطلاعاتی
هزینه‌های بالای معاملات	کارمزدهای کارگزاری بالا، مالیات‌های بالای معاملات، فاصله قیمت زیاد، جریان ناکافی و غیردقیق اطلاعات
زیرساخت ناکار/ ناموثر بازار	محدودیت‌های قیمتی، نظام ناکارای پرداخت، نظام ناکار/ غیرقابل اعتماد تسویه و معامله (یعنی: نبود تقابل و شبکه مرکزی یا تسویه دوسویه تعهدات پول و اوراق بهادار)
اعتماد کم در بازار	نظارت و آیین‌نامه ضعیف، افشای ضعیف، حاکمیت شرکی ضعیف، رقابت پایین بین واسطه‌گران، ناطمینانی قانونی نقل و اتصالات مالکیت

ب. نقدشوندگی بیرونی

بسیاری از علل عدم نقدشوندگی فقط به داخل بازار برنمی‌گردد، بلکه به عوامل بیرون از بازار مرتبط است. برای مثال، جریان سرمایه ورودی از کشورهای خارجی، نقدشوندگی بیرونی را به بازارهای نوظهور عرضه می‌دارد. جذب سرمایه‌گذار خارجی، یک خط‌مشی اصلی بازارهای نوظهور است. راه دیگر عرضه بیرونی نقدشوندگی بازار، معرفی

معاملات اعتباری است. معاملات اعتباری نقدشوندگی بیرونی را عرضه می‌کند و به تکامل بسیاری از بازارهای توسعه‌یافته کمک کرده‌اند.

ج. افزایش کارایی بازار

اگر اوراق بهاداری زیر ارزش واقعی در بازار معامله شود سرمایه‌گذاران با استفاده از این روش، به سرعت تقاضا را در بازار افزایش می‌دهند و در نتیجه، اوراق بهادار به قیمت واقعی خود نزدیک می‌شود (بورس اوراق بهادار هند، ۲۰۰۳، ص ۳۷).

د. مسائل سیستمی

ممکن است محیط محدود معامله اعتباری در بازارهای نوظهور متأثر از مسائل سیستمی و توسعه‌ای باشد. ساختار نامتقارن برخی از بازارها و محدودیت‌های آیین‌نامه معامله اعتباری می‌تواند مانع توسعه بازار شود و ریسک سیستمی را افزایش دهد.

ه. عوامل خلق ارزش خرید اعتباری

قیمت اوراق بهادار در بازار به وسیله تعامل آزادانه نیروهای عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. در هر زمان، وجود خریدار و فروشنده در نظام معاملات، تشکیل‌دهنده اجزای اصلی بازار سرمایه و تضمین‌کننده نقدشوندگی است. نقدشوندگی نشان‌دهنده میزان موفقیت هر بازاری در مقایسه با بازار سایر کشورهاست. از آن رو که خرید اعتباری در هر دو سمت، یعنی خرید و فروش قابل انجام است، به افزایش تقاضا و عرضه، اوراق بهادار و حجم پول در بازار کمک می‌کند که نتیجه آن نقدشوندگی بهتر و هموار کردن قیمت‌سازی اوراق بهادار است.

معاملات اعتباری همچنین تسهیل‌کننده تنظیم قیمت در طول بازار از طریق تسهیل آربیتراژ است. برای مثال، در خصوص قیمت‌گذاری نادرست بین بازار نقد و بازار مشتقه، معامله اعتباری با پشتیبانی از معاملات در بازار نقد آربیتراژ بین بازار نقد و مشتقه را تسهیل می‌کند که نتیجه آن تنظیم بهتر قیمت در طول بازار است.

معاملات اعتباری همچنین تسهیل‌کننده پوشش ریسک هستند. برای مثال، اگر یک سرمایه‌گذار دارای اختیار خرید بعد از یک دوره زمانی مشخص بخواهد اختیار خود را اعمال کند، او ممکن است اوراق بهادار خود را در بازار نقد از طریق معامله اعتباری بفروشد و ریسک خود را پوشش دهد.

علاوه بر این، معاملات اعتباری و معاملات اوراق مشتقه تکمیل‌کننده نقش تسویه هستند، زمانی که فقط یک روز برای انجام معامله فرصت وجود دارد. به همین سبب، در بازارها، دوره تسویه تعبیه شده است تا معاملات اعتباری تسهیل گردد. این موضوع برای کارایی بازار مهم است و تسویه را هموار می‌کند.

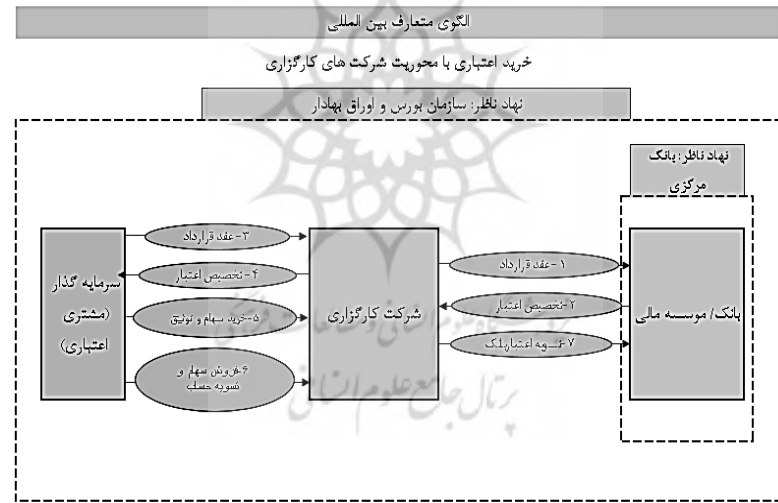
بدین‌رو، بر اساس آنچه گفته شد، معاملات اعتباری نقش مهمی در بازار سرمایه دارد و کارایی و اثربخشی کل سیستم را بهبود می‌بخشد.

الگوی متعارف بین‌المللی خرید اعتباری

مراحل خرید اعتباری در الگوی مرسوم بین‌المللی مطابق شکل ۱ بدین قرار است:

- شرکت کارگزاری نسبت به ارائه درخواست خط اعتباری از یک یا چند بانک، اقدام می‌کند و قرارداد را منعقد می‌سازد.
- بانک پس از عقد قرارداد نسبت به تخصیص اعتبار و اخذ وثایق کافی اقدام می‌کند. از زمان شروع استفاده از اعتبار، بهره آن شارژ می‌گردد.
- مشتریان متقاضی خرید اعتباری، نسبت به امضای قرارداد خرید اعتباری با کارگزاری اقدام می‌نمایند.
- کارگزاری بر مبنای قرارداد خرید اعتباری، به مشتری اعتبار به منظور خرید، سهام اعطا می‌نماید.
- مشتری سهام خریداری شده یا سایر سهام‌های خود را به‌عنوان وثیقه نزد کارگزاری قرار می‌دهد. از زمان خرید اعتباری بهره اعتبار دریافتی محاسبه و به حساب مشتری واریز می‌گردد.
- مشتری اقدام به فروش اوراق بهادار و تسویه بدهی خود می‌کند.
- کارگزاری نسبت به تسویه اصل و فرع اعتبار دریافتی از بانک اقدام می‌نماید.

شکل ۱. الگوی متعارف بین‌المللی خرید اعتباری



پیشینه تحقیق

تحقیق در خصوص امکان‌سنجی راه‌اندازی روش خرید اعتباری و وام رهنی صرفاً در ایران صورت پذیرفته است؛ به سبب آنکه کشورهای غیراسلامی دغدغه اسلامی کردن ندارند و کشورهای اسلامی هم یا این امکان را در کشورشان ممنوع کرده‌اند و یا از روش مرسوم بین‌المللی بر اساس قرارداد مباحه کی‌برداری کرده‌اند. در این تحقیق، عمدتاً بر دو محور تمرکز شده است: ۱. آثار الزامات معاملات اعتباری؛ ۲. پیشینه معاملات اعتباری در کشورهای اسلامی.

الف. آثار الزامات معاملات اعتباری

معامله‌کنندگان بازخورد تصمیمات معامله خود را بر اساس قیمت پیشین بازار اتخاذ می‌نمایند. زمانی که قیمت بازار افزایش (کاهش) می‌یابد، معامله‌کنندگان بازخوردی مثبت، اقدام به خرید (فروش) می‌کنند. معامله بازخوردی در بین متخصصان شناخته شده است. اثر بالقوه بی‌ثبات‌کنندگی معامله بازخوردی مثبت، در اهرم مالی است. ممکن است سفته‌بازان از طریق استقرار بیشتر، در مقابل رشد ارزش وثیقه‌ای دارایی‌های معاملاتی خود، اقدام به خرید بیشتر کنند. زمانی که قیمت کاهش می‌یابد، ممکن است سفته‌بازان اهرمی مجبور شوند از طریق فروش دارایی‌های قابل معامله خود، وجه نقد مورد نیاز را تأمین کنند. فروش اجباری آنان موجب می‌شود که قیمت دارایی‌ها بیشتر کاهش یابد. این فرایندهای خودافزایی (Selfamplifying) - به ترتیب - «هرم‌گرایی» (Pyramiding) و «هرم‌گریزی» (Depyramiding) نامیده می‌شوند (گاربی، ۱۹۸۲، ص ۳۱۷).

فورچن با آزمون ارتباط بین بازده سهام و سطح تسهیلات‌های اعتباری، به جای سطح الزامات اعتباری، دیدگاه عمومی در باب اثرات بی‌ثبات‌کننده معامله اعتباری - هرم‌گرایی و هرم‌گریزی - در بورس‌های ایالات متحده را تقویت نموده است. گزارش نتیجه می‌گیرد که به نظر می‌رسد تسهیلات اعتباری دامنه تغییرات قیمت سهام را تشدید کرده و سبب بازدهی بیشتر در بازار گاوی و کاهش بزرگ‌تر در بازار خرسی شده است (فورچن، ۲۰۰۱). بوگن و کروس در اوایل دهه ۱۹۶۰ نظریه کلاسیک «اثر هرم‌گرایی و هرم‌گریزی» را ارائه دادند که بیان می‌کند: سازوکار معاملات اعتباری موجب تشدید نوسانات بازار می‌گردد. این نظریه توسط بسیاری از محققان در طول دوره‌های طولانی پذیرفته شده است. برخی از محققان معتقدند: خرید اعتباری اوراق بهادار می‌تواند نقش تثبیت‌کننده بازار را ایفا نماید.

کهرمان و توکس (۲۰۱۴) در تحقیقات خود در بورس هند، دریافتند سهامی که از امکان خرید اعتباری برخوردارند، نقدینگی بالاتری در مقایسه با سهامی که از چنین امکانی برخوردار نیستند، دارند. جیانو و کنگ در تحقیقی که در سال ۲۰۱۲ تحت عنوان اثر سازوکار خرید اعتباری بر نوسانات بازار سهام انجام شد، اثرات مثبت و منفی خرید اعتباری سهام در بازار سرمایه را بررسی کردند. لازم به ذکر است که خرید اعتباری سهام از سال ۲۰۰۶ در چین مجاز شده است. در اوایل سال ۲۰۰۸، خرید اعتباری سهام در چین، رشد زیادی داشت، به گونه‌ای که بیشتر کارگزاران سعی کردند با در اختیار قرار دادن امکان خرید اعتباری به مشتریان، آنها را جذب کارگزاری خود نمایند.

در طول دو دهه گذشته، دو موج مطالعات تجربی بر اثربخشی الزامات اعتباری رخ داده است. سقوط بازار ۱۹۸۷ موجب اولین موج شد، درحالی که افزایش مستمر قیمت‌های دارایی و اعتبار در دهه ۱۹۹۰ در دومین موج اهمیت داشت. از زمان تصویب قانون ۱۹۳۴، اوراق بهادار و بورس فدرال رزرو (بانک مرکزی ایالات متحده) ۲۳ بار الزامات اعتباری اولیه را تعدیل کرده که آخرین آن ۱۹۷۴ بوده است. از قدیم‌الایام، باور داشته‌اند که تغییرات اعتباری

می‌تواند نوسانات بازار دارایی را تحت تأثیر قرار دهد. برای مثال، لوکت (۱۹۸۲) در مطالعه تجربی خود، نتیجه گرفت که الزامات اعتباری یک ابزار مؤثر تنظیمی در پیشگیری سقوط ناگهانی قیمت‌های دارایی ناشی از وجود اختلالات افزایش ودیعه است. با این حال، بازار ایالات متحده در ۱۹۸۷ یک سقوط عمده را تجربه کرد. هاردولیس (۱۹۹۲) ارتباط بین ۲۳ الزام اعتباری اولیه و نوسانات بازده دارایی بورس سهام نیویورک را مطالعه کرده است. وی نشان می‌دهد که یک افزایش در الزامات اعتباری منجر به کاهش نوسانات بازار دارایی می‌گردد.

در مقابل، فریس و چنس (۱۹۸۸) در نتیجه‌ای متضاد، گمان کردند که کاهش الزامات اعتباری موجب کاهش نوسانات بازار می‌شود. تعداد قابل توجهی از مطالعات تجربی، اثربخشی الزامات اعتباری را، یا زیر سؤال برده و یا آن را تأیید نکرده است. در موج دوم مطالعات بر روی موضوع، اجماع بر آن شد که تأثیر تغییرات اعتباری در بازار ایالات متحده آنچنان نیست که یک سیاست اعتباری فعال را توصیه کند.

ب. پیشینه معاملات اعتباری در کشورهای اسلامی

عموماً کشورهای اسلامی در این زمینه پیشرو نبوده‌اند و یکی از محدودیت‌ها وجود مطالعات اندک در این کشورها بوده است. بیشتر کشورهای اسلامی همچون ترکیه، مصر، اندونزی، پاکستان و کویت با تطبیق دادن الگوهای جهانی معاملات اعتباری با ملاحظات فقهی و شرعی خود، اقدام به بومی‌سازی الگوهای منظور در جهت توسعه بورس اوراق بهادار و افزایش نقدشوندگی بازارهایشان کرده‌اند، اگرچه هنوز این الگو در کشورهایی همچون عمان، تونس، نیجریه، کنیا و اردن مجاز و عملیاتی نشده است.

مقام ناظر اوراق بهادار و کالای امارات در جولای سال ۲۰۰۸، مقررات مربوط به خرید اعتباری را نهایی کرده است. در این مقررات، که از سال ۲۰۱۲ اجرایی شده، ودیعه اولیه ۵۰ درصد و ودیعه پشتیبان ۲۵ درصد در نظر گرفته شده است. همچنین شرکت‌هایی که معامله اعتباری بر روی سهام آنها امکان‌پذیر است، هر شش ماه توسط بورس معرفی می‌شوند. کارگزاران هم باید اطلاعات مربوط به معاملات اعتباری را به صورت هفتگی و ماهانه به بورس اعلام کنند که از مهم‌ترین آنها می‌توان به میزان اعتبار قابل تخصیص، منابع آن، کل مبالغ پرداخت شده به مشتریان و ارزش وثایق اشاره کرد. در گزارش‌های ماهانه، باید کل بدهی مشتریان به کارگزاری و ارزش اوراق بهادار خریداری شده در حساب‌های اعتباری نیز ذکر شود. معاملات اعتباری در کشور امارات برای نخستین بار، در سال ۲۰۱۲ با استفاده از عقد «مرابحه» بر مبنای قاعده «هزینه به علاوه حاشیه سود» الگوسازی شد. این الگو به تأیید کمیته فقهی رسیده است.

در کشور مالزی، از مدت‌ها پیش خرید اعتباری مجاز شده است. در مالزی، بر خلاف آمریکا، معاملات اعتباری در عرضه‌های اولیه نیز مجاز است. همچنین معاملات اعتباری بر روی حق تقدم نیز انجام می‌شود. در مالزی، کارگزار نمی‌تواند بیش از ۲۰ درصد حقوق صاحبان سهام خود به مشتریان اعتبار دهد. حداکثر میزان اعتبار قابل

تخصیص به هر مشتری نیز نمی‌تواند بیش از ۲۰ درصد حقوق صاحبان سهام شرکت کارگزاری باشد. شرکت‌های کارگزاری مجاز به تخصیص اعتبار به مدیران، کارمندان و نزدیکان درجه یک خود نیستند و وجود قرارداد کتبی میان کارگزار و مشتری وی، برای معاملات اعتباری، الزامی است و کارگزار در پایان هر روز، باید وضعیت اعتباری همه مشتریان خود را به بورس اعلام کند. ودیعه اولیه در بورس مالزی ۳۳/۳۳ درصد است و ودیعه پشتیبان نیز ۲۳ درصد تعیین شده است. اگر ارزش دارایی مشتری از ودیعه پشتیبان کمتر شود، کارگزار باید طی یک روز، نسبت به فروش دارایی‌های مشتری به نحوی که دارایی وی به میزان ودیعه اولیه برسد، اقدام کند.

در کشور پاکستان، خرید اعتباری مجاز است. بورس کراچی، سهام قابل خرید به صورت اعتباری را بر اساس نقدشوندگی بالا، ارزش بازار و سرمایه ثبت شده شرکت‌ها، در ماه‌های آوریل و اکتبر اعلام می‌کند. همچنین سهامی که در گزارش حسابرسی آنها، بند حسابرسی در خصوص «فرض تداوم فعالیت» وجود داشته باشد، نمی‌تواند به صورت اعتباری خریداری شوند. در این بورس، 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 اوست. علاوه بر این، کارگزاران باید به صورت روزانه و ماهانه، وضعیت حساب‌های اعتباری مشتریان خود را به بورس 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 کشور کویت، از مدت‌ها پیش، خرید اعتباری مجاز است. سرمایه‌گذاران با گرو گذاشتن دارایی‌های خریداری شده به‌عنوان وثیقه، می‌توانند از نهادهای مالی تسهیلات دریافت کنند. علاوه بر این، خرید اعتباری در معاملات آتی و معاملات سلف به کار رفته است.

در ترکیه، رسماً سال ۱۹۹۴ خرید اعتباری مجاز شد و کارگزاران با اخذ مجوز از شورای بورس می‌توانند در معاملات اعتباری مشارکت کنند. فهرست اوراق بهاداری مشمول معاملات اعتباری بر اساس معیارهایی از پیش تعیین شده توسط بورس استانبول اعلام می‌شود. اعتبار خرید کارگزاران از محل منابع داخلی، نباید بیش از ۵۰ درصد سرمایه ثبت شده باشد. همچنین اگر نهادهای مالی، اعتبار را از محل منابع داخلی خود تأمین کنند، مقدار اعتبار تخصیص یافته به هر مشتری نباید بیش از ۱۰ درصد سرمایه ثبت شده نهاد مالی باشد. شورای بورس می‌تواند این محدودیت‌ها را برای یک کارگزار بر اساس ساختار مالی و معاملات آن کاهش دهد، و یا آنکه یک کارگزار را از انجام معاملات اعتباری منع کند. اعضای بورس باید اطلاعات مشتریانی را که طی دوره ۳ ماهه بیش از ۲ بار شرایط اعتبار را رعایت نکرده و یا به تعهدات تسویه خود عمل نکرده‌اند، به بورس ارائه کنند و بورس نیز مشخصات این مشتریان را افشا می‌کند. در نتیجه سفارش‌های این مشتریان توسط هیچ‌یک از شرکت‌های کارگزاری، برای یک دوره ۶ ماهه از تاریخ افشای مشخصات، پذیرفته نخواهد شد، مگر اینکه به تعهدات خود عمل کنند.

موسویان و همکاران در مقاله‌ای با عنوان «خرید اعتباری سهام در بانکداری و بازار سرمایه اسلامی» در سال ۱۳۹۲ با استفاده از عقدهای مشارکت مدنی و مباحثه، سازوکاری منطبق با احکام اسلامی طراحی و پیشنهاد نمودند. در این روش، بانک اعتباری را در قالب مشارکت مدنی در اختیار شرکت کارگزاری قرار می‌دهد. شرکت کارگزاری با استفاده از این اعتبار، سهام مورد نظر مشتری را به صورت نقدی خریده، در قالب مباحثه مدت‌دار، به مشتری می‌فروشد. شرکت کارگزاری نیز متناسب با میزان اعتبار استفاده شده و مدت زمان استفاده از اعتبار، اصل و سود مشارکت را به بانک می‌پردازد.

روش‌شناسی تحقیق

با توجه به موضوع این تحقیق، از میان رویکردهای موجود در روش‌شناسی تحقیق، رویکرد «تفسیری» مناسب تشخیص داده شد تا با استفاده از روش تحقیق «دلفی»، دستیابی به اهداف پژوهش را میسر سازد. براین‌اساس، تحقیق حاضر به شرح مراحل ذیل اجرا گردید:

۱. مطالعه مبانی نظری: در این مرحله، تحقیقات انجام شده در حوزه خرید اعتباری و تسهیلات رهنی در جوامع گوناگون مطالعه گردید. در فرایند این بررسی‌ها و مطالعات، ضمن شناسایی کاستی‌ها و نواقص احتمالی الگوهای کنونی، عوامل کلیدی یک الگوی خرید اعتباری و تسهیلات رهنی، که به نظر پژوهشگر با ویژگی‌های محیطی حاکم سازگار باشد، از منابع نظری استخراج شد. پس از آن، عوامل کلیدی مذکور در قالب الگوهای عملیاتی منظور و پرسش‌نامه‌ای حاوی الگوی پیشنهادی به منظور نظرخواهی از خبرگان، طراحی گردید.

۲. نظرخواهی عمومی از خبرگان: در این مرحله، با استفاده از روش «دلفی»، نظر خبرگان درباره الگوهای خرید اعتباری و تسهیلات رهنی اوراق بهادار مناسب، و همچنین وضعیت موجود، جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل شد.

الف. مبنای طراحی پرسش‌نامه

«دلفی» فنی برای حصول توافق خبرگان بر روی الگوهای جدید است. بدین‌روی، برای تحقیق مناسب به نظر رسید. این تحقیق الگوی اسلامی خرید اعتباری و وام رهنی را طراحی نمود که این مسئله پیچیده مستلزم دانش افرادی است که به مسائل اقتصادی، مالی، حقوقی، فقهی و اجرایی اشراف دارند. بدین‌روی، روش «دلفی» به سؤالات تحقیق به گونه‌ای مناسب‌تر پاسخ می‌گوید. در روش «دلفی»، خبرگان رویارویی چهره به چهره ندارند. از این‌رو، به خاطر فشار اجتماعی (نفوذ شخصیت، غلبه شخصی، دغدغه‌های منطقی) تأثیری منفی بر تصمیمات یکدیگر نمی‌گذارند و ترسی از نقد شدن ندارند. در واقع، پرسش‌نامه روشی غیرحضور برای گردآوری نظرات کارشناسان است. چارچوب اولیه پرسش‌نامه از طریق مصاحبه با صاحب‌نظران و مطالعات کتابخانه‌ای تهیه گردیده است. پرسش‌نامه در این تحقیق، به صورت پرسشی نیست، بلکه به صورت الگوی عملیاتی طراحی شده است که برای خبرگان فرستاده می‌شود. سؤالات در این تحقیق، الگوی طراحی شده است.

ب. معیار انتخاب خبرگان

سابقه علمی و پژوهشی خبره: خبرگان از میان افرادی انتخاب گردیدند که تحصیلات آنها در رشته‌های مالی، حسابداری و اقتصاد بوده و سابقه پژوهشی آنها در حوزه مالی اسلامی و مهندسی مالی و الگوسازی و ارائه الگوهای مالی است.

مرتبط بودن تخصص کاری با موضوع تحقیق: افرادی انتخاب شدند که در حوزه بازار پول و سرمایه، به‌ویژه شرکت‌های کارگزاری، تأمین سرمایه و بانکی سابقه کاری داشته باشند.

مدت زمان: افراد منتخب دست‌کم دارای ۱۰ سال سابقه کاری در حوزه‌های کاری مرتبط بودند.

درجه تخصص: اعضای هیئت علمی منتخب از درجه استادیار، دانشیار و یا استادی برخوردار بودند و به طور خلاصه، تجربه‌های عملی مرتبط با موضوع تحقیق داشتند.

تدوین الگوی نهایی: در آخرین مرحله تحقیق و پس از دو دور اجرای «دلفی» با استفاده از یافته‌های تحقیق، الگوی مناسب خرید اعتباری برای صنعت کارگزاری و تسهیلات رهنی اوراق بهادار برای نظام بانکداری در چارچوب عقود اسلامی و مورد اجماع خبرگان ارائه می‌گردید.

پرسش‌های تحقیق

بر اساس مباحث مطرح شده، سؤال‌های تحقیق به قرار ذیل است:

۱. آیا الگوی خرید اعتباری استفاده شده کنونی در صنعت کارگزاری ایران، از قابلیت‌های لازم برای پاسخ‌گویی به نیازهای سرمایه‌گذاران و ملاحظات شرعی برخوردار است؟
۲. الگوهای متناسب خرید اعتباری و وام رهنی اوراق بهادار برای بازار مالی ایران کدام است؟

بررسی فقهی و عملیاتی روش مرسوم خرید اعتباری

برای عملیاتی کردن الگوی مرسوم بین‌المللی در ایران، نیاز است این الگو را از نظر فقهی و عملیاتی بودن بررسی کنیم و در صورتی که با ملاحظات فقهی، حقوقی و اجرایی کشور ما تناقض داشته باشد، راه‌کار مناسبی پیشنهاد کنیم. بدین منظور - به ترتیب - روابط حقوقی بین ارکان خرید اعتباری و بررسی الگوی اجرایی فعلی در ایران را بررسی کرده، سپس راه‌کارهای پیشنهادی را ارائه خواهیم کرد.

رابطه بین بانک و کارگزاری

در سایر کشورها، ابتدا شرکت کارگزاری از بانک تسهیلات دریافت می‌کند؛ به محض اینکه شرکت کارگزاری از تسهیلات مذکور استفاده کرد، بهره آن محاسبه و به حساب کارگزاری واریز می‌شود. با بررسی ماهیت تسهیلات خرید اعتباری در نظام مالی مرسوم، مشخص می‌گردد که این تسهیلات ماهیت قرض دارد. بانک با اعطای

تسهیلات به شرکت کارگزاری، مبلغی را به وی قرض می‌دهد و شرکت کارگزاری متعهد می‌شود در سررسید مشخص، اصل و بهره این قرض را به بانک بازپرداخت کند. از آن رو که بازپرداخت این قرض همراه با بهره است، این تسهیلات قرض با زیاده است. بنابراین، قرارداد مزبور در ابتدا وعده قرض است و به محض استفاده از اعتبار در نظر گرفته شده، تبدیل به قرض با زیاده می‌شود که همان «ربا» است (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۶۴).

در ایران، قراردادهایی که در این زمینه بین بانک و کارگزاری منعقد شده، بر اساس قرارداد «جعاله» یا «مشارکت مدنی» است. قرارداد «جعاله» برای خرید اعتباری مناسب نیست؛ زیرا در این صورت، کارگزار جاعل و بانک عامل است و بابت این کار جعل می‌گیرد. اما اولاً، باید دید بانک چه کاری می‌کند که مستحق گرفتن جعل است؟ ثانیاً باید تناسبی بین مبلغ جعل و کار انجام شده وجود داشته باشد. اما در عمل، مبلغ جعل متناسب با مبلغ وام و مدت استفاده شده است که در خصوص این زیاده گرفتن، شبهه ربا پیش می‌آید.

در خصوص قرارداد مشارکت مدنی باید گفت: ذات این قرارداد برای این کار مناسب است و قابلیت آن را دارد؛ به این معنا که در مشارکت مدنی، کارگزار شریک بانک در خرید اعتباری می‌شود. از طریق خط اعتباری در اختیار کارگزار، که هر وقت از این اعتبار استفاده کرد دوره مشارکت شروع می‌شود. سپس کارگزار، سهم را برای شرکتی که با بانک قرارداد دارد، خریداری کرده و در قالب قرارداد «مرابحه» به مشتری می‌فروشد. چون بانک برای مرابحه مشارکت می‌دهد، و مرابحه قراردادی با بازدهی ثابت است، بنابراین، بازدهی بانک ثابت است. اگرچه از نظر فقهی امکان استفاده از قرارداد مشارکت مدنی با ترکیب مرابحه وجود دارد و از نظر فقهی صحیح است، اما در مقام اجرا، دو محدودیت وجود دارد:

در عقد مشارکت مدنی، کارگزاری حتماً باید آورده داشته باشد تا «شرکت» صدق کند؛ یعنی یک نسبت مشارکت بین بانک و کارگزاری وجود دارد، درحالی که خیلی وقتها کارگزاری منابع لازم برای مشارکت را در اختیار ندارد. اما در عقد «وکالت» نیازی به آورده توسط کارگزاری نیست. بدین‌رو، با توجه به منابع مالی محدود شرکت‌های کارگزاری، عقد «وکالت» نسبت به «مشارکت مدنی» رجحان دارد.

محدودیت بعدی محاسبه نرخ سود و سهم سود شرکاست که در اجرا، مشکل‌ساز می‌شود. ابعاد معامله و نحوه محاسبه سود در این قرارداد، باید قبل از شراکت مشخص گردد، درحالی که در حال حاضر، سود مشارکت در پایان قرارداد تعیین می‌گردد. بدین‌رو، این قرارداد ابهام دارد و راه‌کاری بهینه نیست.

رابطه بین کارگزاری و مشتری

در «نظام ربوی»، شرکت کارگزاری با استفاده از تسهیلات اعطایی بانک، سهام را در حقیقت، برای مشتری می‌خرد. بنابراین، شرکت کارگزاری پول را از بانک قرض می‌گیرد، سپس آن را به مشتری قرض می‌دهد تا مشتری بدهی خود را بابت خرید سهام بپردازد. در نتیجه، مشتری به شرکت کارگزاری بدهکار می‌شود و شرکت

کارگزاری نیز به بانک بدهکار می‌گردد. با توجه به این موضوع، شرکت کارگزاری از پیش به مشتری اعلام می‌کند که استفاده از این تسهیلات هزینه مالی دارد و مشتری باید در ازای دریافت این تسهیلات، بهره پرداخت کند و شرکت کارگزاری نیز آن بهره را به بانک بپردازد. بنابراین، رابطه بین کارگزاری و مشتری نیز قرض با بهره است و این روابط از مصداق‌های «ربا» بوده که حرام است.

در ایران، در بانکداری بدون ربا، رابطه بین مشتری و کارگزاری به این صورت است که شرکت کارگزاری سهام را به صورت نقدی با استفاده از منابع بانک و منابع خودش می‌خرد و در قالب قرارداد «مراجعه» و با احتساب نرخ مراجعه به صورت مدت‌دار این سهام را به مشتری می‌فروشد. بدین‌رو، از نظر فقهی بلاشکال است. بر مبنای آنچه ذکر شد، اولاً، الگوی مرسوم بین‌المللی به خاطر ربوی بودن، از نظر فقه اسلامی مجاز نیست. ثانیاً، الگوی عملیاتی کنونی در ایران، که توسط شرکت‌های کارگزاری ارائه شده، مطلوب نیست. ثالثاً، می‌توان به جای یک الگو برای خرید اعتباری، از الگوهای مکملی که متناسب با ملاحظات فقهی و اجرایی کشور باشد، استفاده کرد. در ادامه، الگوهای پیشنهادی ذکر می‌گردد:

رابطه بین بانک، کارگزاری و مشتری

این رابطه در سایر کشورها، ربوی و مبتنی بر قرض است. در ایران، رابطه بین بانک و کارگزاری مبتنی بر قرارداد «جعاله» یا «مشارکت مدنی» و رابطه کارگزار و مشتری فروش اقساطی بر اساس «مراجعه» است، که مشکلات آن بیان شد. راه‌حل بهینه آن است که بانک شرکت کارگزاری را وکیل خود سازد. برای فعالیت در عملیات خرید اعتباری اوراق بهادار، به این معنا که مشتریانی که برای خرید اعتباری مراجعه می‌کنند، کارگزاری به وکالت از طرف بانک، تسهیلات خرید اعتباری ارائه می‌دهد. در این صورت، اولاً، برخلاف قرارداد «مشارکت مدنی»، لازم نیست کارگزار آورده داشته باشد، و می‌تواند کلاً از منابع بانک استفاده کند. ثانیاً، شبهه تقسیم سود بین کارگزاری و بانک، که در عقد «مشارکت» پیش آمد، دیگر مطرح نیست؛ به این شکل که هر وقت مشتری برای خرید اعتباری درخواست تسهیلات کرد، کارگزاری به وکالت از طرف بانک، با نرخ مشخصی اقدام می‌کند. قرارداد بین بانک و کارگزاری «مراجعه وکالتی» نامیده می‌شود؛ یعنی کارگزار وکیل بانک در اجرای مراجعه می‌شود. در این صورت، کارگزاری فقط حق‌الوکاله دریافت می‌کند و ریسک کمتری نسبت به زمانی که شریک بانک می‌شود، خواهد داشت. در خصوص رابطه بین کارگزاری و مشتری، به نظر می‌رسد قرارداد «مراجعه مدت‌دار» بهترین راه کار فقهی است. براین اساس، اگر شرکت کارگزاری سهام را به صورت نقدی با استفاده از منابع بانک بخرد سازوکار تقسیم سود مراجعه به این صورت خواهد بود که درصدی از سود مراجعه دریافتی از مشتری به‌عنوان حق‌الوکاله کارگزاری بوده و بقیه متعلق به بانک است. در صورتی که سهام را با منابع خودش برای مشتری در قالب قرارداد مراجعه بخرد و با احتساب نرخ مراجعه به صورت مدت‌دار این سهام را به مشتری بفروشد، کل سود مراجعه متعلق به کارگزاری است.

یافته‌های پژوهش

ساختار کنونی معاملات اعتباری در ایران، یک ساختار کارگزارمحور است و از سایر نهادهای مالی، به‌ویژه بانک‌ها و مؤسسات مالی کمتر بهره می‌گیرد. به منظور استفاده از ظرفیت سایر نهادهای مالی، به‌ویژه بانک‌ها، و حضور گسترده‌تر آنها در بازار سرمایه و کاهش ریسک‌های موجود در خرید اعتباری، علاوه بر بهینه‌سازی الگوی کنونی در کشور، الگوهای نوینی مبتنی بر نظرات و دیدگاه خبرگان بازار سرمایه طراحی کردیم. برای عملیاتی و کارا بودن، باید الگوی پیشنهادی سه اصل ذیل را دربر بگیرد:

الف. شفافیت سیستم؛

ب. یکپارچگی مالی سیستم؛

ج. فرصت بهره‌برداری عادلانه برای تمام ذی‌نفعان بازار.

بدین‌روی، بر طبق استخراج دیدگاه‌های نخبگان بازار، الگوهای ذیل پیشنهاد می‌گردد:

۱. توسعه و بهینه‌سازی الگوی کنونی: الگوی خرید اعتباری با محوریت همزمان شرکت‌های کارگزاری

و بانک‌های تجاری؛

۲. الگوهای نوین

اول. الگوی خرید اعتباری با محوریت شرکت سپرده‌گذاری؛

دوم. الگوی خرید اعتباری با محوریت نهادهای تخصصی، مثل بانک تخصصی.

در ادامه، هر سه الگوی ارائه شده تشریح و مزایای آنها ذکر می‌گردد:

الگوی اول: خرید اعتباری با محوریت همزمان کارگزاری و بانک‌های تجاری

این الگو که در واقع، بهینه‌سازی الگوی عملیاتی کنونی است، بیان می‌کند که بانک‌ها و مؤسسات مالی علاوه بر آنکه به طور غیرمستقیم از طریق کارگزاری‌ها سرمایه‌گذاران را از لحاظ مالی تأمین می‌کنند، مستقیماً نیز مشتری را از لحاظ اعتباری تأمین می‌نمایند. این در حالی است که اکنون بانک‌ها این کار را از طریق شرکت‌های کارگزاری انجام می‌دهند و از پرداخت مستقیم تسهیلات به مشتریان برای خرید اوراق بهادار اجتناب می‌کنند. نظرات خبرگان بازار سرمایه در طراحی الگویی برای حضور بانک‌ها در حوزه معاملات اعتباری چنین است:

- بانک مرکزی باید بانک‌ها را برای حضور فعال‌تر در بازار اوراق بهادار تشویق کند؛ زیرا بین توسعه بازار اوراق بهادار و رشد اقتصادی رابطه تنگاتنگی وجود دارد.

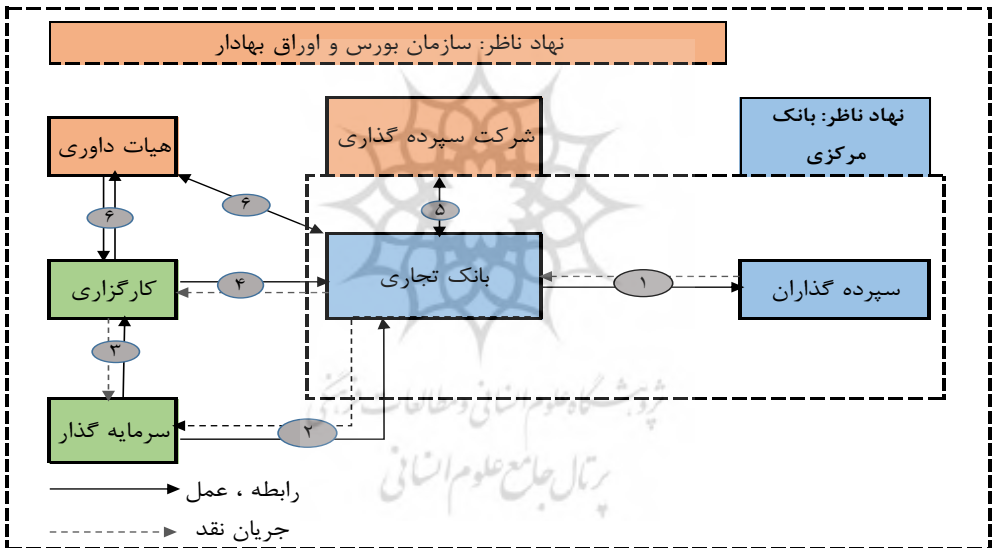
- بانک مرکزی باید دستورالعملی برای حضور بانک‌ها در معاملات اعتباری تهیه کند که در آن نقش کارگزاران شفاف بیان گردد.

- در دستورالعمل مذکور، بانک مرکزی باید رابطه بین بانکها و کارگزاران را شفاف سازد.
- باید برای هر شخص حقیقی و حقوقی سقف اعتباری تعیین گردد.
- حد اعتباری باید منصف و قابل تغییر باشد.
- برای تسهیلات پرداختی توسط نظام بانکی نسبت به ارزش بازار اوراق بهادار، حدی تعیین گردد.
- برای حضور فعال تر بانکها در بازار سرمایه، باید از نهادهای بازار سرمایه، همچون شرکت سپرده گذاری کمک گرفت تا نسبت به مهار ریسک بانکها اقدام گردد.

شکل ۲ الگوی پیشنهادی بر اساس نظر خبرگان بازار و با در نظر گرفتن ملاحظات فقهی، که پیش از این بدان اشاره شد، را نشان می دهد. در این الگو، علاوه بر آنکه کارگزاران می توانند در قالب «مراجعه و کالتی» مشتریان را تأمین مالی کنند، بانکها نیز می توانند مستقیماً نسبت به تأمین مالی مشتریان اقدام نمایند.

بهینه سازی الگوی فعلی

خرید اعتباری با محوریت همزمان کارگزاری و بانک های تجاری



مراحل الگو

مرحله یک: سپرده گذاران در قالب عقود اسلامی و چوه نقد خود را نزد سیستم بانکی سپرده گذاری می کنند.
مرحله دوم: سرمایه گذار درخواست خرید اعتباری خود را در قالب قرارداد مراجعه به بانک تجاری اعلام می نماید.
مرحله سوم: سرمایه گذار درخواست خرید اعتباری خود را در قالب قرارداد مراجعه به کارگزاری اعلام می نماید.
مرحله چهارم: کارگزاری درخواست منابع مالی را در قالب قرارداد مراجعه و کالتی به بانک تجاری ارایه می کند.
مرحله پنجم: بانک تجاری و شرکت کارگزاری اوراق بهادار خریداری شده توسط سرمایه گذار را از طریق شرکت سپرده گذاری توثیق یا فریز می نماید.
مرحله ششم: طبق قرارداد در صورت عدم کفایت وثایق در اختیار بانک تجاری و کارگزاری و استنکاف سرمایه گذار از پرداخت چوه مورد نیاز، پرونده به هیات داوری بورس اوراق بهادار ارجاع می گردد.

شکل ۲. الگوی خرید اعتباری با محوریت همزمان کارگزاری و بانکهای تجاری

الگوی دوم: خرید اعتباری با محوریت شرکت سپرده‌گذاری

ایده اصلی این الگو آن است که بانک‌ها و نهادهای مالی از طریق شرکت سپرده‌گذاری راحت‌تر تأمین مالی خواهند کرد. در مقایسه با زمانی که بخواهند شرکت‌های کارگزاری و مشتریان را مستقیماً تأمین مالی کنند، در این الگو شرکت سپرده‌گذاری یک واسطه بین تأمین‌کنندگان واقعی منابع مالی، یعنی بانک‌ها و نهادهای مالی و مشتریان اعتباری است. در حال حاضر، بانک‌ها به منظور تخصیص منابع مالی به بخش واقعی اقتصاد، توسط بانک مرکزی از پرداخت تسهیلات برای خرید سهم منع شده‌اند. جدول ۲ که توزیع تسهیلات شبکه بانکی کشور در سال ۱۳۹۵ را ارائه می‌دهد، عدم حضور مستقیم شبکه بانکی کشور در تأمین مالی خرید اعتباری را نشان می‌دهد. حتی اگر چنین معنی نباشد بانک‌ها چندان تمایلی به آن ندارند؛ زیرا با ایفای نقش واسطه‌گری مالی در بازار سرمایه، با توجه به تعداد بالای متقاضیان و مشکل بودن اعتبارسنجی آنها، راحت نیستند.

بخش	سهم
کشاورزی و آب	۲۰
صنعت و معدن	۳۷
مسکن و ساختمان	۲۵
صادرات و زیرساختهای بازرگانی	۱۰
بازرگانی، خدمات و متفرقه	۸
جمع	۱۰۰

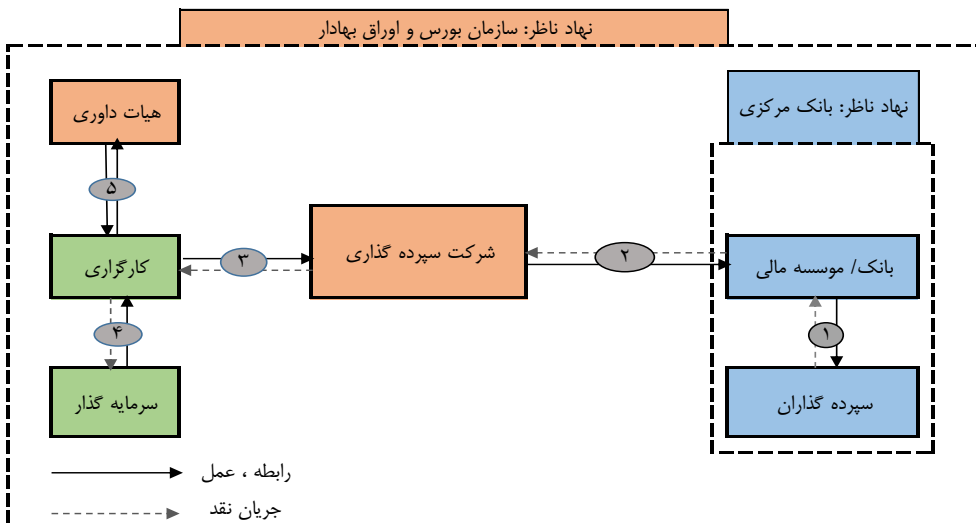
جدول ۲. توزیع تغییر در مانده تسهیلات شبکه بانکی در بخش‌های گوناگون اقتصادی در سال ۱۳۹۵ (درصد)

(منبع: بسته سیاست‌های پولی، اعتباری و نظارتی نظام بانکی کشور در سال ۱۳۹۵)

این الگوی عملیاتی برای اجرا، نیاز به پشتیبانی شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تمایل آنها به ایفای نقش واسطه‌گری بین کارگزاران و مشتریان از یک طرف، و بانک‌ها و نهادهای مالی از طرف دیگر، دارد. در این الگو، تخصیص منابع از طریق پلتفرم معاملاتی آنلاین، که توسط شرکت سپرده‌گذاری مرکزی یا شرکت خدمات فناوری بورس ایجاد می‌شود، انجام خواهد گرفت. تمام تقاضاها و عرضه‌های منابع برای معاملات اوراق بهادار تجمیع و قیمت منابع به وسیله سیستم کشف خواهد شد. هر شخص حقیقی و حقوقی، از جمله بانک می‌تواند از طریق این پلتفرم اعتبار بدهد و هر مشتری می‌تواند به‌واسطه کارگزاری از طریق این پلتفرم اعتبار بگیرد.

مزیت اصلی این الگو نسبت به الگوی کنونی، کشف نرخ بهتر منابع مالی به سبب رقابت بین اعتباردهندگان و اعتبارگیرندگان است. مزیت دیگر افزایش بدون دردسر اطلاعات است که به نفع بازیگران بازار بوده و مدیریت ریسک را تسهیل می‌نماید. از آن‌رو تعداد بی‌شماری طرفین معاملات اعتباری وجود دارد، شرکت سپرده‌گذاری وثایق را به نفع اعتباردهندگان و به منظور تضمین طرف معامله (اعتبارگیرنده)، وثیقه قرار می‌دهد. شکل ۳ الگوی پیشنهادی با محوریت شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه را در چاقوب ملاحظات فقهی و اجرایی نشان می‌دهد. در این الگو شرکت سپرده‌گذاری به وکالت از طرف بانک‌ها در زمینه مراجع مدت‌دار اوراق بهادار با حق توکیل به غیر (کارگزاران) فعالیت خواهد نمود.

خرید اعتباری با محوریت شرکت سپرده گذاری مرکزی و تسویه وجوه



مراحل الگو
مرحله یک: سپرده گذاران در قالب عقود اسلامی وجوه نقد خود را نزد سیستم بانکی سپرده گذاری می کنند.
مرحله دوم: سرمایه گذار درخواست خرید اعتباری خود را در قالب قرارداد مرابحه به کارگزاری اعلام می نماید. سرمایه گذار صرفاً مجاز به خرید از اوراق بهاداری است که طبق اعلام نهاد ناظر در لیست مجاز خرید اعتباری قرار می گیرند.
مرحله سوم: کارگزاری درخواست منابع مالی را در قالب مرابحه و کالتی به شرکت سپرده گذاری و تسویه وجوه ارایه می کند.
مرحله چهارم: شرکت سپرده گذاری منابع مورد نیاز شبکه کارگزاری را در قالب قرارداد مرابحه و کالتی با حق توکیل به غیر از بانکهای مجاز تأمین و در اختیار کارگزاری قرار می دهد.
مرحله پنجم: طبق قرارداد در صورت عدم کفایت وثایق در اختیار کارگزاری و استنکاف سرمایه گذار از پرداخت کسری وجوه ، پرونده به هیات دآوری بورس اوراق بهادار ارجاع می گردد.

شکل ۳. الگوی خرید اعتباری با محوریت شرکت سپرده گذاری و تسویه وجوه

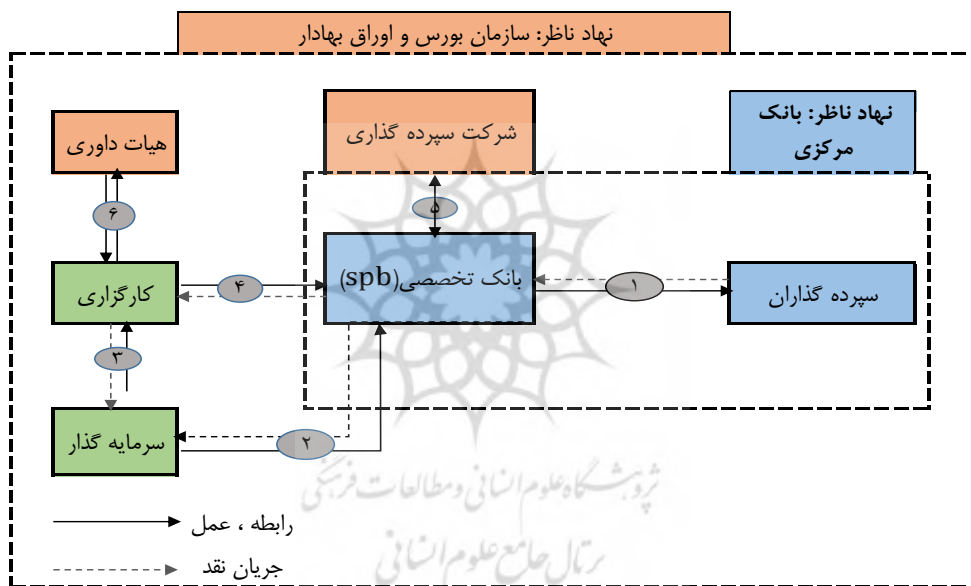
الگوی سوم: خرید اعتباری با محوریت بانک تخصصی

ایده اصلی الگوی «خرید اعتباری با محوریت بانک تخصصی» آن است که یک بانک برای تأمین مالی فعالیت‌های بازار سرمایه شکل بگیرد. طبیعتاً سپرده گذاران و اعتبارگیرندگان از این بانک می‌دانند که این بانک در چه حوزه‌های فعالیت خواهد نمود و چه مزایایی خواهد داشت و با چه ریسک‌هایی مواجه خواهد بود. در این الگو:

- بانک ممکن است مستقیماً مشتریان را تأمین اعتبار کند.
 - بانک ممکن است از طریق کارگزاران بورس، مشتریان را تأمین مالی نماید.
 - بانک ممکن است از طریق شرکت سپرده‌گذاری و پلتفرم معاملاتی آنلاین، مشتریان را از لحاظ مالی تأمین کند.
- مزیت اصلی این الگو نسبت به سایر الگوها، تمرکز خدمات بانکی مورد نیاز در یک بانک تخصصی و مسلط به فعالیت‌های بازار سرمایه و تحت نظارت کامل نهاد نظارتی از جمله بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار است. سایر مزایای این الگو عبارت است از:

- ردگیری تسهیلات بسیار آسان خواهد بود که چه کسی و به چه میزان اعتبار می گیرد؟ بدین روی، از پیوند بین اعتباردهندگان، کارگزاران و شرکت های ناشر جلوگیری خواهد کرد.
- در هر لحظه از زمان، کل میزان اعتبار استفاده شده در بازار شفاف خواهد بود. تحمیل و نظارت محدودیت های اعتباری مشتریان، چه برای یک سهم و چه کل سبد دارائی آسان خواهد بود.
- مدیریت ممیزی ها و الزامات اعتباری آسان خواهد بود.
- تنها نکته در خصوص این الگو، نیاز به ایجاد یک زیرساخت جدید است. ایجاد یک بانک، که در سرتاسر کشور فعالیت کند، نیاز به زمان و هزینه دارد. یک ایده جایگزین تبدیل یکی از بانک های کنونی کشور به این بانک تخصصی است که به رایزنی و هماهنگی بین بازیگران و ارکان بازار نیاز دارد. الگوی مزبور مطابق شکل ۴ است.

خرید اعتباری با محوریت بانک تخصصی



مراحل الگو
مرحله یک: سپرده گذاران در قالب عقود اسلامی وجوه نقد خود را نزد بانک تخصصی سپرده گذاری می کنند.
مرحله دوم: سرمایه گذار درخواست خرید اعتباری خود را در قالب قرارداد مراحجه به بانک تخصصی اعلام می نماید.
مرحله سوم: سرمایه گذار درخواست خرید اعتباری خود را در قالب قرارداد مراحجه به کارگزاری اعلام می نماید.
مرحله چهارم: کارگزاری درخواست منابع مالی را در قالب قرارداد مراحجه و کالتی به بانک تخصصی ارایه می کند.
مرحله پنجم: بانک تخصصی و شرکت کارگزاری اوراق بهادار خریداری شده توسط سرمایه گذار را از طریق شرکت سپرده گذاری توثیق یا فریز می نمایند.
مرحله ششم: طبق قرارداد در صورت عدم کفایت وثایق در اختیار بانک تخصصی و کارگزاری و استتکاف سرمایه گذار از پرداخت وجوه مورد نیاز، پرونده به هیات دأوری بورس اوراق بهادار ارجاع می گردد.

شکل ۴: الگوی خرید اعتباری با محوریت بانک تخصصی

نتیجه گیری

با وجود برخورداری سیستم معاملات اعتباری از ویژگی‌های استاندارد در کشورهای گوناگون، طراحی و عملیاتی کردن زیرساخت‌های ضروری آن باید مختص آن کشور یا بازار باشد. ویژگی‌ها و ترکیب عوامل تأثیرگذار بر طراحی و اجرا، پویا و در حال تغییر است و اجزای کلیدی این زیرساخت مهم بازار باید انعطاف‌پذیر باشد، به گونه‌ای که در طول زمان، بتوانند تغییر کنند. بدین‌رو، در این تحقیق، با بررسی و مطالعه چگونگی خرید اعتباری و تسهیلات رهنی در بازارهای مهم دنیا و تبیین ریسک‌های آن، با استفاده از رویکرد تحلیلی- تطبیقی و بهره‌برداری از ظرفیت بالای عقود شرعی، الگوهای ساختاری جدیدی برای خرید اعتباری و تسهیلات رهنی اوراق بهادار ارائه گردید که ضمن رعایت اصول الگوهای متداول بین‌المللی، با فقه شیعه مطابقت داشته باشد و الگویی کاربردی و عملیاتی برای حل مشکلات نقدشوندگی، افزایش کارایی بازار و جلوگیری از ایجاد حباب قیمتی در اوراق بهادار است. یافته‌های این پژوهش علاوه به بهینه‌سازی الگوی کنونی، زمینه اجرای دو الگوی نوین خرید اعتباری و تسهیلات رهنی اوراق بهادار را در صنعت کارگزاری و بانکداری کشور با تأکید بر عقود اسلامی فراهم آورده است.

منابع

- بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۸، *تأمین مالی اعتباری خرید اوراق بهادار؛ گزارش تسناخت*، تهران، معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار.
- موسویان، سیدعباس، ۱۳۸۶، *انبارهای مالی اسلامی (صکوک)*، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان، عباس و همکاران، ۱۳۹۲، «خرید اعتباری سهام در بانکداری و بازار سرمایه اسلامی»، *اقتصاد اسلامی*، ش ۴۹.
- Endo T. & Rhee S. Ghon, 2006, *Margin Purchase and Short Sales in Emerging Markets: Their Rashinals and Design Variables*, Working paper for financial sector of World Bank. (Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1327309>).
- Ferris, Stephen P. and Don M. Chance, 1988, "Margin Requirements and Stock Market Volatility", *Economics Letters*, No. 28, P 251-254.
- Fortune, Peter, 2001, "Margin Lending and Stock Market Volatility", *New England Economic Review*, No. 4, P 3-25.
- Garbade, Kenneth D, 1982, Federal Reserve Margin Requirements: A Regulatory Initiative to Inhibit Speculative bubbles, in Paul M. Wachtel, ed., *Crises in the Economic and Financial Structure*, pp. 317-36. Lexington, MA: Lexington Books, D. C. Heath and Co.
- Hardouvelis, G. A., and S. Peristiani, 1992, "Margin Requirements, Speculative Trading, and Stock Price Fluctuations: The Case of Japan", *The Quarterly Journal of Economics*, No. 107, P 1333-1370.
- Kahraman, B. and Tookes H, 2014, *Leverage Constraints and Liquidity: What Can We Learn from Margin Trading?*, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2356259>.
- Luckett, Dudley G, 1982, "On the Effectiveness of the Federal Reserve's Margin Requirement", *Journal of Finance*, No. 37, P. 783-795.
- Overview of Islamic Banking in Malaysia, 2008, *Academy of International Modern Studies*. Rule 703 Financing, Bursa Malaysia.
- Xin-yuan Xiao & Liu-liu Kong, 2012, Influence of Chinese Securities Margin Trading Mechanism to Stock Market Volatility. *Advances in Asian Social Science (AASS)*. 3(1).