



طراحی الگوهای عملیاتی خرید اعتباری اوراق بهادار با محوریت صندوق سرمایه گذاری و نهاد واسط (SPV)

محمد جمالی حسن جانی^۱

دانشجوی دکترای مدیریت مالی، دانشگاه علامه طباطبائی، ایران

دکتر محمد جواد محقق نیا^۲

استادیار گروه مالی و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، ایران

دکتر محمد حسن ابراهیمی سروعلیا

استادیار گروه مالی و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، ایران

(تاریخ دریافت: ۴ آبان ۱۳۹۵؛ تاریخ پذیرش: ۱۴ تیر ۱۳۹۶)

بازار سرمایه کشورهای در حال توسعه از جمله ایران به منظور تسریع فرایند توسعه نیاز به جریان نقدینگی خارج از بازار دارند. خرید اعتباری اوراق بهادار یکی از ابزارهای کلیدی در این مسیر می‌باشد. در صورتی که خرید اعتباری به خوبی سازمان دهی و مقررات مناسبی وضع شده باشد، می‌تواند باعث افزایش کارایی بازار و بهبود کشف قیمت منصفانه شود. علیرغم برخورداری سیستم معاملات اعتباری از ویژگی‌های استاندارد در عموم کشورها، طراحی و عملیاتی کردن زیرساختهای ضروری آن میبایست مختص آن کشور یا بازار و انعطاف پذیر باشد به طوری که در طول زمان بتواند تغییر کنند. الگوی مرسوم خرید اعتباری آنست که بانکها و موسسات مالی منابع خود را در اختیار کارگزاری قرار داده و کارگزاری نیز منابع را در اختیار مشتریان در برابر وثیقه‌های معتبر قرار می‌دهند. در مقاله حاضر سعی شده است با روش تحلیلی و مطالعه میدانی از طریق نظرسنجی از خبرگان فقهی و مالی و با استفاده از عقدهای مباحثه و وکالت، علاوه بر بهینه سازی الگوی فعلی، الگوهای نوینی جهت خرید اعتباری در بازار سرمایه با محوریت صندوق سرمایه گذاری با درآمد ثابت و نهاد واسط (SPV) ارائه گردد.

واژه‌های کلیدی: خرید اعتباری، تسهیلات رهنی اوراق بهادار، نقدشوندگی، کشف قیمت، عقود اسلامی.

¹ jamalifinance@gmail.com

² mohagheghniya@atu.ac.ir

مقدمه

مساله کمبود نقدینگی همواره به عنوان یکی از مشکلات "بازارهای سرمایه نوظهور" از جمله بورس تهران مطرح شده است. یکی از راهکارهای حل این مشکل استفاده از منابع موسسات مالی برای خرید سهام است. سرمایه گذاران معمولاً بر مبنای میزان پول و اوراق بهاداری که در اختیار دارند معامله می کنند. اما برخی مواقع بر مبنای چشم اندازی که برای بازار و برخی سهام خاص متصورند آنها تمایل دارند روی منابع خودشان از اهرم استفاده کنند. معامله اعتباری، معامله ای است که 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^۱ و تسهیلات رهنی اوراق بهادار^۲ 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 گذاریشان 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 شرکتهای کارگزاری، ایجاد امکان اعطای تسهیلات رهنی خرید اوراق بهادار توسط بانک مرکزی، می تواند علاوه بر ایجاد بازاری جدید برای فعالیت بانکها و افزایش سود آنها، به توسعه و رونق بازار پول و بازار سرمایه و حل مشکل کمبود نقدینگی کمک کند. همچنین ایجاد و توسعه روزافزون بنگاه های اقتصادی نیازمند تامین منابع مالی قابل ملاحظه است، که اغلب از عهده موسسین خارج می باشد. بازار سرمایه برای شرکتهای این امکان را فراهم می آورد که منابع مالی مورد نیاز خود را از طریق عرضه اوراق بهادار تامین نمایند. به عبارت دیگر بازار سرمایه به صورت مسیری جهت انتقال منابع از پس انداز کنندگان به مصرف کنندگان منابع مالی عمل می نماید و از طریق فراهم آوردن سرمایه مورد نیاز بنگاههای اقتصادی و تخصیص بهینه منابع، نقش عمده ای در اقتصاد کشورها ایفا می کند. [۱]

بنابراین با توجه به توضیحات فوق و مشکلات کمبود نقدینگی در بازارهای مالی کشور، ضرورت طراحی الگوهای متناسب خرید اعتباری و تسهیلات رهنی اوراق بهادار خاص بازار مالی ایران با در نظر گرفتن ملاحظات مالی، فقهی و اجرایی بوجود می آید. در این تحقیق سعی شده است 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.

¹ . Buy on Margin

² . Margin Lending

ادبیات تحقیق

کشف قیمت و نقدشوندگی بازار

یکی از کارکردهای اصلی بازار سرمایه ، علاوه بر نقش تشکیل سرمایه ، مکانیزم کشف قیمت است که از طریق معاملات اوراق بهادار در بازار ثانویه حاصل می‌گردد. موفقیت این فرایند به نقدشوندگی بازار بستگی دارد. عموماً کشف قیمت دقیق و پیوسته، بازتخصیص منابع و ریسک را کارا می‌کند. در واقع نقدشوندگی بازار ارتباط مستقیم و معناداری با نرخ های فعلی و آتی رشد اقتصادی ، انباشت سرمایه و رشد بهره وری دارد. [۱۴] جدول یک علل معمول عدم نقدشوندگی در یک بازار اهرم نشده را که در آن سرمایه گذار فقط منابع نقدی خود را برای خرید و فروش سهام به کار می‌بندد، خلاصه نموده است. [۸]

جدول ۱. علل معمول عدم نقدشوندگی در بازار غیراهرمی

علت	مثال
عرضه محدود سهام شرکتها	اقتصاد کوچک، عدم خصوصی سازی، غلبه مالکیت خانوادگی، کمپانی های بسته ، غلبه بانک های تجاری، سهام شناور پایین، محدودیت های مالکیت و الزامات محدودکننده فراوان
تقاضای پایین اوراق بهادار	پس انداز کم، رکود اقتصادی، نرخ بهره بالا، کثرت مبادلات بزرگ، کمبود تقارن اطلاعاتی
هزینه های بالای معاملات	کارمزدهای کارگزاری بالا، مالیات های بالای معاملات، فاصله قیمت زیاد، جریان ناکافی و غیردقیق اطلاعات
زیرساخت ناکارا/غیرموثر بازار	محدودیت های قیمتی، سیستم ناکارای پرداخت، سیستم ناکارا/غیر قابل اعتماد تسویه و معامله (یعنی : نبود تقابل و شبکه مرکزی یا تسویه دوسویه تعهدات پول و اوراق بهادار)
اعتماد کم در بازار	نظارت و آئین نامه ضعیف، افشاء ضعیف، حاکمیت شرکتی ضعیف، رقابت پایین بین واسطه گران، ناطمینانی قانونی نقل و انتقالات مالکیت

منبع: خرید اعتباری و فروش استقراری در بازارهای نوظهور ، تاداشی اندو و گان ری، ۲۰۰۶

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 سرمایه گذار خارجی، یک استراتژی اصلی بازارهای نوظهور بوده است. راه دیگر هدایت نقدینگی خارج از بازار به بازار، معرفی معاملات اعتباری است. معاملات اعتباری نقدشوندگی بیرونی را عرضه می‌نماید و به تکامل بسیاری از بازارهای توسعه یافته کمک نموده است.

مسائل سیستمی

ممکن است محیط محدود معامله اعتباری در بازارهای نوظهور از مسائل سیستمی و توسعه‌ای ناشی شود. ساختار نامتقارن برخی از بازارها و محدودیت های آئین نامه معامله اعتباری، می‌تواند مانع از توسعه بازار شود و ریسک سیستمی را افزایش دهد.

عوامل خلق ارزش^۱ 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 سیستم معاملات تشکیل دهنده اجزای اصلی بازار سرمایه می‌باشد که تضمین کننده نقدشوندگی می‌باشد. نقدشوندگی که نشان دهنده میزان موفقیت هر بازاری در مقایسه با بازار سایر کشورها می‌باشد. از آنجایی 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 هموارسازی قیمت سازی اوراق بهادار خواهد بود. [۷]

معاملات اعتباری همچنین تسهیل کننده تنظیم قیمت در طول بازار از طریق تسهیل آربیتراژ می‌باشد. برای مثال در مورد قیمت گذاری نادرست بین بازار نقد و بازار مشتقه معامله اعتباری با پشتیبانی از معاملات در بازار نقد آربیتراژ بین بازار نقد و مشتقه را تسهیل می‌نماید که نتیجه آن تنظیم بهتر قیمت در طول بازار می‌باشد.

معاملات اعتباری همچنین تسهیل کننده پوشش ریسک می‌باشد. برای مثال اگر یک سرمایه گذار دارنده 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 تکمیل کننده نقش تسویه می‌باشند زمانی که فقط یک روز برای انجام معامله فرصت وجود دارد. به همین دلیل است که در بازارها دوره تسویه تعبیه شده است تا معاملات اعتباری تسهیل گردد. این موضوع برای کارایی بازار مهم است و تسویه را هموار می‌کند.

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. [۲] لذا بر اساس آنچه گفته شد معاملات اعتباری نقش مهمی در بازار سرمایه دارد و کارایی و اثربخشی کل سیستم را بهبود می‌بخشد.

ریسکهای معاملات اعتباری

۱- ریسک مشتری

پرتفوی اهرم شده یک اثر تقویت شده برای هر ربال سرمایه‌گذاری ایجاد می‌کند. اهرم بالاتر اثر تقویت‌کنندگی بالاتری دارد. از آنجاییکه بازارها می‌توانند در هر دو جهت منفی و مثبت حرکت کنند اهرم یک شمشیر دولبه خواهد بود. یک مشتری احتمال دارد مقدار زیادی ضرر کند یا سود هنگفتی کند وقتی که از اهرم استفاده می‌کند. این اثر تقویت‌کننده می‌تواند نابودکننده باشد زمانی که قیمت سهام کاهش می‌یابد. لذا ریسک ناشی از معامله اعتباری با ریسک پرتفوی ترکیب می‌شود. یک پرتفوی ریسکی خواهد شد اگر قیمت سهام موجود در آن نوسان بالایی داشته باشند یا اینکه پرتفوی در سهام

^۱ . Value Drivers

تعداد خیلی کمی از شرکتها متمرکز شده باشد. اهرمی کردن یک پرتفوی ریسکی ممکن است مشکلات زیادی ایجاد کند. برای اعطای تسهیلات باید درجه اعتبار و قدرت بازپرداخت اصل و سود مبلغ اعتبار را برای دریافت کننده تسهیلات تعیین کرد. شانس اینکه وام گیرنده نتواند وام را بازپرداخت کند ریسک اعتباری یا ریسک عدم بازپرداخت می شود. [۳] یک مشتری عموماً با ریسکهای زیر مواجه می باشد:

الف) مشتری در معرض زیان بالقوه بیشتری قرار میگیرد.

ب) در بازار نزولی، مشتری ممکن است بیش از آنچه سرمایه گذاری کرده است از دست بدهد.

ج) اگر ارزش سهامی که اعتباری خرید شده است ریزش کند مشتری باید وجوه نقد بیشتری برای اجتناب از فروش آنها تامین کند

د) قرض دهنده ممکن است بخشی یا کلیه اوراق بهادار مشتری را به قیمت جاری بدون مشورت با مشتری برای پرداخت بدهی اش بفروشد. قیمت جاری بازار ممکن است بهترین قیمت که مشتری تمایل دارد در آن قیمت بفروشد نباشد.

۲- ریسک قرض دهنده

الزامات خرید اعتباری از جمله ودیعه اولیه، حداقل ودیعه و اختیار فروش وثایق مشتری از قرض دهنده محافظت می نماید. به هر حال قرض دهنده نیازمند بکارگیری یک رویکرد مدیریت ریسک محافظه کارانه به منظور تضمین بازگشت اصل منابع و سود آن و سرعت عمل در صدور اخطار کسر وجوه و فروش اوراق بهادار می باشد. زمانی که مشتری زیان کند زیان قرض دهنده محدود به هزینه معاملاتی فروش وثایق مشتری، ریسک نقدشوندگی و عدم امکان فروش وثایق و زیان بهره بدهی اعتباری می باشد.

۳- ریسک بازار

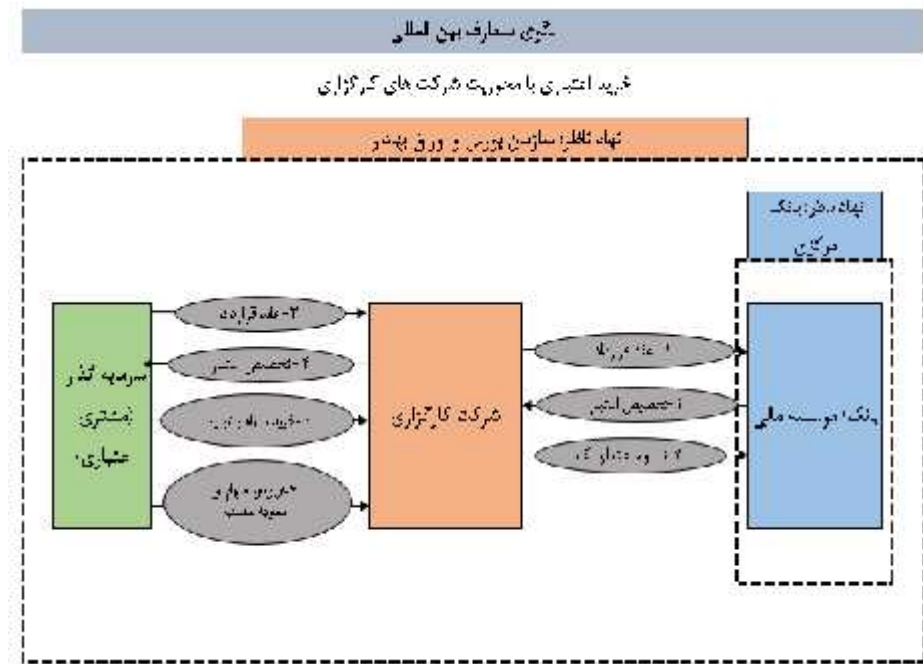
اگر قرض دهندگان منابع مالی سیستم مدیریت ریسکی داشته باشند که به موقع و سریع عمل کند هیچ ریسکی نخواهند داشت بجز ریسک بازار که پیش از این اشاره شد. ریسک بازار ناشی از معاملات اعتباری در بازار خرسی بازار را مثبت تر و در بازار گاوی بازار را منفی تر خواهد کرد فلذا الزامات خرید اعتباری می بایست پویا و قابل تغییر به وسیله نهاد ناظر باشد تا جلوی نوسانات شدید بازار گرفته شود.

الگوی متعارف بین المللی خرید اعتباری

مراحل خرید اعتباری در الگوی مرسوم بین المللی مطابق شکل یک به ترتیب ذیل می باشد:

۱. شرکت کارگزاری نسبت به ارایه درخواست خط اعتباری از یک یا چند بانک اقدام و قرارداد را منعقد می نماید.
۲. بانک پس از عقد قرارداد نسبت به تخصیص اعتبار و اخذ وثایق کافی اقدام می نماید، از زمان شروع استفاده از اعتبار بهره آن شارژ می گردد.
۳. مشتریان متقاضی خرید اعتباری نسبت به امضای قرارداد خرید اعتباری با کارگزاری اقدام می نمایند.
۴. کارگزاری بر مبنای قرارداد خرید اعتباری به مشتری اعتبار جهت خرید سهام اعطا می نماید.

۵. سپس مشتری سهام خریداری شده یا سایر سهام خود را به وثیقه نزد کارگزاری قرار می‌دهد. از زمان خرید اعتباری بهره اعتبار دریافتی محاسبه و به حساب مشتری شارژ می‌گردد.
۶. مشتری اقدام به فروش اوراق بهادار و تسویه بدهی خود می‌نماید.
۷. کارگزاری نسبت به تسویه اصل و فرع اعتبار دریافتی از بانک اقدام می‌نماید.



شکل ۱. الگوی متعارف بین المللی خرید اعتباری

پیشینه تحقیق

پیشینه معاملات اعتباری در این تحقیق عمدتاً روی دو محور متمرکز می‌باشد (۱) آثار الزامات معاملات اعتباری (۲) پیشینه معاملات اعتباری در کشورهای اسلامی خواهیم پرداخت.

الف) آثار الزامات معاملات اعتباری

۱. معامله‌کنندگان بازخوردی تصمیمات معامله خود را بر اساس قیمت پیشین بازار اتخاذ می‌نمایند. زمانی که قیمت بازار افزایش (کاهش) می‌یابد، معامله‌کنندگان بازخوردی مثبت^۱، اقدام به خرید (فروش) می‌نمایند. معامله بازخوردی در بین متخصصین شناخته شده است. اثر بالقوه بی ثبات‌کنندگی معامله بازخوردی مثبت در اهرم مالی است. ممکن است سفته‌بازان از طریق استقراض بیشتر در مقابل رشد ارزش وثیقه ای دارایی های معاملاتی خود، اقدام به خرید بیشتر کنند. زمانی که قیمت کاهش می‌یابد، ممکن است سفته‌بازان اهرمی مجبور شوند از طریق فروش دارایی‌های

^۱. Positive feedback traders

قابل معامله خود، وجه نقد مورد نیاز را تامین کنند. فروش اجباری آنان موجب می‌شود که قیمت داراییها بیشتر کاهش یابد. این فرایندهای خود افزایی^۱، به ترتیب هرم گرای^۲ و هرم گریزی^۳ نامیده می‌شوند. [۱۱]

۲. فورچن (۲۰۰۱) با آزمون ارتباط بین بازده سهام و سطح تسهیلات های اعتباری به جای سطح الزامات اعتباری، دیدگاه عمومی در باب اثرات بی ثبات کننده معامله اعتباری - هرم گرای^۲ و هرم گریزی- در بورسهای ایالات متحده را تقویت نموده است. گزارش نتیجه می‌گیرد که به نظر می‌رسد تسهیلات های اعتباری دامنه تغییرات قیمت سهام را تشدید نموده است و سبب بازدهی بیشتر در بازار گاوی و کاهش بزرگتر در بازار خرسی شده است. [۱۰] بوگن و کروس در اوایل دهه ۱۹۶۰ تیوری کلاسیک " اثر هرم گرای^۲ و هرم گریزی^۳ " را ارائه دادند که بیان می‌کند مکانیزم معاملات اعتباری موجب تشدید نوسانات بازار می‌گردد. این تیوری توسط بسیاری از محققان در طول دوره ای طولانی پذیرفته شده است. برخی از محققان معتقدند که خرید اعتباری اوراق بهاداری می‌توانند نقش تثبیت کننده بازار را ایفا نمایند. [۶] شوکون و لیاو (۲۰۰۷) اثر خرید اعتباری بر بازار را مورد آزمون قرار دادند که نتیجه آن بیانگر عدم تشدید نوسان بازار توسط خرید اعتباری بود.

۳. کهرمان و توکس (۲۰۱۴) در تحقیقات خود در بورس هند دریافتند که سهامی که از امکان خرید اعتباری برخوردارند، نقدینگی بالاتری در مقایسه با سهامی که از چنین امکانی برخوردار نیستند، دارند. [۱۳]

۴. جیانو و کنگ در تحقیقی که در سال ۲۰۱۲ تحت عنوان اثر مکانیزم خرید اعتباری بر نوسانات بازار سهام انجام شد اثرات مثبت و منفی خرید اعتباری سهام در بازار سرمایه مورد بررسی قرار گرفت. لازم به ذکر است که خرید اعتباری سهام از سال ۲۰۰۶ در چین مجاز شده است. در اوایل سال ۲۰۰۸ خرید اعتباری سهام رشد زیادی در چین داشت به طوری که اکثر کارگزاران سعی کردند با در اختیار قرار دادن امکان خرید اعتباری به مشتریان آنها را جذب کارگزاری خودشان نمایند. [۱۸]

۵. 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 قدیم الایام باور داشته اند که تغییرات اعتباری می‌تواند نوسانات بازار دارایی را تحت تاثیر قرار دهد. برای مثال لوکت (۱۹۸۲) در مطالعه تجربی خود نتیجه می‌گیرد که الزامات اعتباری یک ابزار موثر تنظیمی در پیشگیری سقوط ناگهانی قیمت های دارایی ناشی از وجود اخطارهای افزایش ودیعه، می‌باشد. با این حال بازار ایالات متحده در ۱۹۸۷ یک سقوط عمده را تجربه نمود. هاردوولیس (۱۹۸۸) ارتباط بین ۲۳ الزام اعتباری اولیه و نوسانات بازده دارایی بورس سهام نیویورک را مطالعه کرده است. وی نشان می‌دهد

¹. Selfamplifying

². Pyramiding

³. Depyramiding

که یک افزایش در الزامات اعتباری منجر به کاهش نوسانات بازار دارایی می‌گردد. [۱۲] در مقابل، فریس و چنس (۱۹۸۸) در نتیجه ای متضاد، گمان می‌برند که کاهش الزامات اعتباری موجب کاهش نوسانات بازار می‌شود. [۹] تعداد قابل توجهی از مصالعات تجربی، اثربخشی الزامات اعتباری را یا زیر سوال برده اند یا آن را تایید نکرده اند. در موج دوم مطالعات بر روی موضوع، اجماع بر آن شد که تاثیر تغییرات اعتباری در بازار ایالات متحده آنچنان نیست که یک سیاست اعتباری فعال را توصیه کند.

ب) پیشینه تحقیق در کشورهای اسلامی

۱. عموماً کشورهای اسلامی در این زمینه پیشرو نبوده و یکی از محدودیتها وجود مطالعات اندک در این کشورها بوده است. اکثر کشورهای اسلامی همچون ترکیه، مصر، اندونزی، پاکستان و کویت با تطبیق دادن الگوهای جهانی معاملات اعتباری با ملاحظات فقهی و شرعی خود اقدام به بومی سازی الگوهای منظور در راستای توسعه بورس اوراق بهادار و افزایش نقدشوندگی بازارهایشان نموده اند. اگرچه هنوز این الگو در کشورهایی همچون عمان، تونس، نیجریه، کنیا و اردن مجاز و عملیاتی نشده است.
۲. معاملات اعتباری در کشور امارات برای نخستین بار در سال ۲۰۱۲ با استفاده از عقد مباحه بر مبنای قاعده هزینة به علاوه حاشیه سود ۱ الگوسازی شد. این الگو به تایید کمیته فقهی رسیده است. طبق مقررات 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. [۱۷]
۳. در کشور مالزی از مدت ها پیش خرید اعتباری مجاز می‌باشد. 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 ۲۰۰ 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،

۱. Cost-Plus

- کارگزار باید طی یک روز نسبت به فروش داراییهای مشتری به نحوی که دارایی وی به میزان ودیعه اولیه برسد، اقدام کند. [۱۶]
۴. در کشور پاکستان خرید اعتباری مجاز می‌باشد. 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 مورد "فرض تداوم فعالیت"^۱ وجود داشته باشد، نمی‌توانند به صورت اعتباری خریداری شوند. در این بورس، کارگزاران می‌توانند حداکثر تا 15 برابر سرمایه خالص خود^۲ به مشتریان اعتبار دهند. ریسک پذیری کارگزار در برابر هر مشتری نیز حداکثر 1/5 برابر سرمایه خالص وی است. 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. [۱۵]
۵. در کشور کویت از مدت‌ها پیش خرید اعتباری مجاز می‌باشد. سرمایه‌گذاران با گرو گذاشتن دارایی‌های خریداری شده به عنوان وثیقه، می‌توانند از نهادهای مالی تسهیلات دریافت کنند. علاوه بر این، خرید اعتباری در معاملات آتی و معاملات سلف به کار رفته است.
۶. در ترکیه رسماً سال ۱۹۹۴ خرید اعتباری مجاز شده است و کارگزاران با اخذ مجوز از شورای بورس^۳ 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 50 درصد سرمایه ثبت شده باشد. همچنین اگر نهادهای مالی، اعتبار را از محل منابع داخلی خود تامین کنند، مقدار اعتبار تخصیص یافته به هر مشتری نباید بیش از 10 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 3 ماهه بیش از 2 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. بدین ترتیب سفارشهای این مشتریان توسط هیچ یک از شرکتهای کارگزاری، برای یک دوره 6 ماهه از تاریخ افشای مشخصات، پذیرفته نخواهد شد، مگر اینکه به تعهدات خود عمل کنند. [۴]
۷. موسویان، فدایی و علی حسینی در مقاله‌ای تحت عنوان "خرید اعتباری سهام در بانکداری و بازار سرمایه اسلامی" در سال ۱۳۹۲ با استفاده از عقدهای مشارکت مدنی و مباحه، سازوکاری را

^۱ . Going Concerns

^۲ . Net Capital Balance

^۳ . Capital Markets Board (CMB)

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 و در قالب مراحله 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. [۵]

روش شناسی تحقیق

با توجه به موضوع این تحقیق روش تحقیق باید به نحوی انتخاب شود امکان دستیابی به الگوی مطلوب را ممکن بسازد. لذا، از میان رویکردهای روش شناسی تحقیق، رویکرد تفسیری مناسب تشخیص داده شد تا با استفاده از متدولوژی تحقیق دلفی دستیابی به اهداف پژوهش را میسر سازد. بر این اساس تحقیق حاضر به شرح مراحل ذیل اجرا خواهد گردید:

۱- مطالعه مبانی نظری

۲- نظرخواهی عمومی از خبرگان

۳- تدوین الگوهای نهایی

پرسشهای تحقیق

براساس مباحث مطرح شده، سوالهای تحقیق به شرح ذیل می‌باشد:

- ۱- آیا الگوی خرید اعتباری مورد استفاده فعلی در صنعت کارگزاری، از قابلیت‌های لازم برای پاسخگویی به نیازهای سرمایه‌گذاران و ملاحظات شرعی برخوردار است؟
 - ۲- الگوهای متناسب خرید اعتباری و تسهیلات رهنی اوراق بهادار برای بازار مالی ایران کدامند؟
- روشهای گردآوری، تحلیل داده‌ها و آزمونهای آماری:

در این پژوهش اطلاعات مورد نیاز عمدتاً از طریق مطالعات کتابخانه‌ای و توزیع پرسشنامه و در موارد ضروری با انجام مصاحبه حضوری گردآوری شد. همانطور که گفته شد پرسشنامه تنظیمی حاوی عواملی هست که در قالب سوال به نظرخواهی خبرگان گذاشته شد. بنابراین در بخش آزمون‌های آماری باید به نحوی عمل گردد که شدت موافقت یا مخالفت و اجماع یا عدم اجماع در خصوص موضوع روشن و معین گردد. بدین منظور و برای دستیابی به این اهداف، آزمون‌های ذیل، طراحی و اجرا گردید:

۱. استفاده از آلفای کرونباخ برای سنجش پایایی پرسشنامه

۲. ضریب هم‌هنگی توافقی کندال

یافته‌های پژوهش

ساختار فعلی معاملات اعتباری در ایران یک ساختار کارگزارمحور می‌باشد و از سایر نهادهای مالی خصوصاً بانکها و موسسات مالی کمتر بهره می‌گیرد. لذا ما به منظور استفاده از ظرفیت سایر نهادهای مالی علی‌الخصوص بانکها و حضور گسترده‌تر آنها در بازار سرمایه و کاهش ریسکهای موجود در خرید اعتباری، علاوه بر بهینه‌سازی الگوی فعلی در کشور الگوهای نوینی را مبتنی بر نظرات و دیدگاه

خبرگان بازار سرمایه طراحی نمودیم. برای عملیاتی و کارا بودن باید الگوی پیشنهادی سه اصل زیر را در بر بگیرد:

- شفافیت سیستم
 - یکپارچگی مالی سیستم
 - فرصت بهره برداری عادلانه برای تمام ذینفعان بازار
- لذا بر طبق استخراج دیدگاههای نخبان بازار الگوهای ذیل پیشنهاد می گردد:

توسعه و بهینه سازی الگوی فعلی:

۱. الگوی خرید اعتباری با محوریت همزمان شرکتهای کارگزاری و بانکهای تجاری

الگوهای نوین:

۱. الگوی خرید اعتباری با محوریت شرکت صندوق سرمایه گذاری
۲. الگوی خرید اعتباری با محوریت نهاد واسط (SPV)

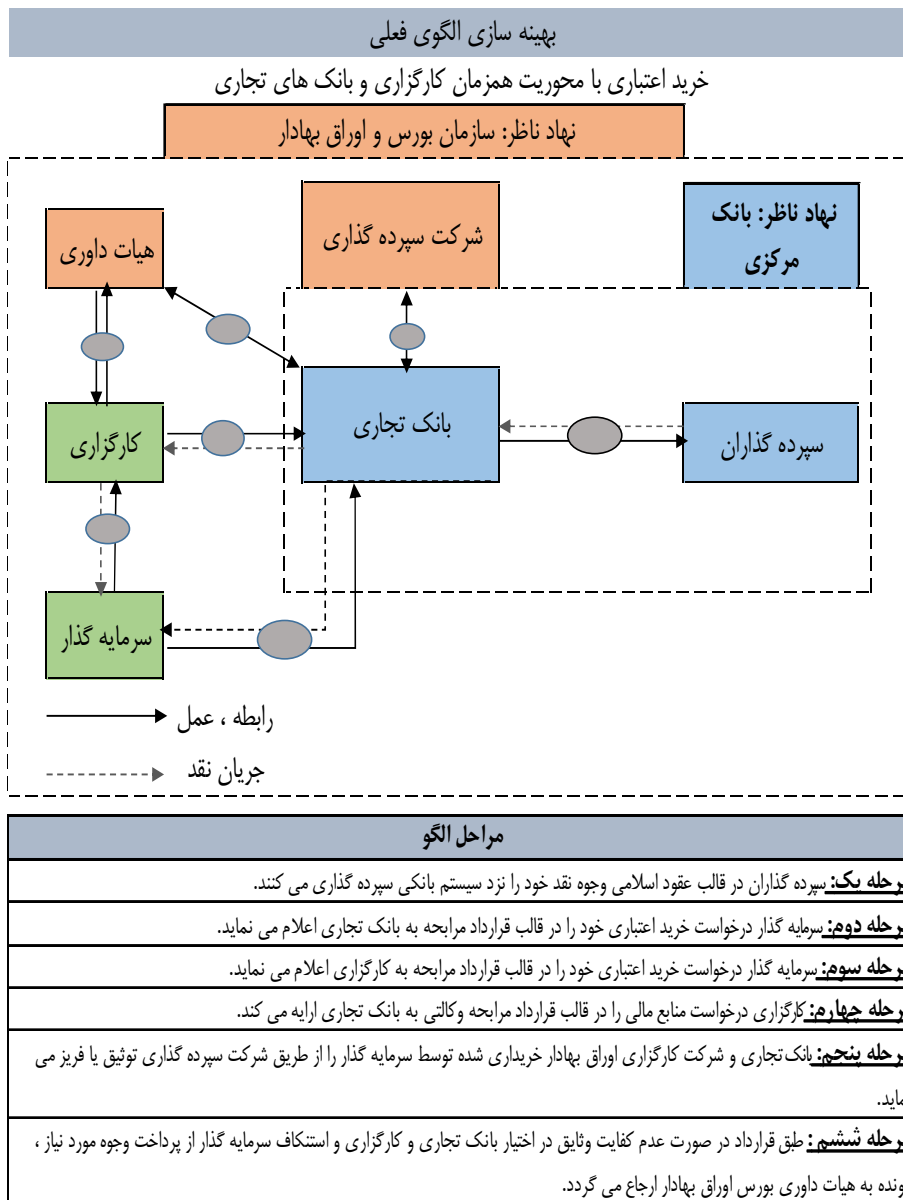
در ادامه هر سه الگوی ارائه شده به ترتیب تشریح و مزایای آن ارائه می گردد.

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

این الگو که در واقع بهینه سازی الگوی عملیاتی فعلی می باشد بیان می کند که بانکها و موسسات مالی علاوه بر آنکه به طور غیرمستقیم از طریق کارگزاریها سرمایه گذاران را تامین مالی می نمایند، مستقیماً نیز مشتری را تامین اعتبار نمایند. در حالیکه در حال حاضر بانکها این کار را از طریق شرکتهای کارگزاری انجام می دهند و از پرداخت مستقیم تسهیلات به مشتریان برای خرید اوراق بهادار اجتناب می کنند. نظرات خبرگان بازار سرمایه در طراحی الگویی برای حضور بانکها در حوزه معاملات اعتباری به شرح ذیل بوده است:

۱. بانک مرکزی باید بانکها را برای حضور فعالتر در بازار اوراق بهادار تشویق نماید چرا که بین توسعه بازار اوراق بهادار و رشد اقتصادی رابطه تنگاتنگی وجود دارد.
۲. بانک مرکزی می بایست دستورالعملی برای حضور بانکها در معاملات اعتباری تهیه نماید که در آن نقش کارگزاران شفاف بیان گردد.
۳. در دستورالعمل مذکور بانک مرکزی می بایست رابطه بین بانکها و کارگزاران را شفاف نماید.
۴. می بایست سقف اعتباری برای هر شخص حقیقی و حقوقی تعیین گردد.
۵. حد اعتباری بایستی منعطف و قابل تغییر باشد.
۶. برای تسهیلات پرداختی توسط نظام بانکی نسبت به ارزش بازار اوراق بهادار حدی تعیین گردد.
۷. برای حضور فعالتر بانکها در بازار سرمایه می بایست از نهادهای بازار سرمایه همچون شرکت سپرده گذاری و صندوقهای سرمایه 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 را نشان می دهد. در این الگو علاوه بر آنکه کارگزاران می توانند در قالب مرابحه و کالتی مشتریان را تامین مالی نمایند، بانکها نیز می توانند مستقیماً نسبت به تامین مالی مشتریان اقدام نمایند.



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

الگوهای نوین

الگوی اول: خرید اعتباری با محوریت صندوق سرمایه گذاری با درآمد ثابت ایده اصلی این الگو این است که بانکها و نهادهای مالی از طریق غیر مستقیم و با کمک گرفتن از نهادهای مالی همچون صندوقهای سرمایه گذاری راحتتر تامین مالی خواهند کرد در مقایسه با زمانی که بخواهند شرکتهای کارگزاری و مشتریان را مستقیماً تامین مالی کنند. در این الگو صندوق سرمایه گذاری با درآمد ثابت یک واسطه بین تامین کنندگان منابع صندوق اعم از بانکها و سایر نهادهای مالی و سرمایه گذاران حقیقی و مشتریان اعتباری است. در حال حاضر بانکها توسط بانک مرکزی از پرداخت تسهیلات جهت خرید سهم منع شده‌اند. جدول ۲ که توزیع تسهیلات شبکه بانکی کشور در سال ۱۳۹۵ را ارایه می‌دهد عدم حضور مستقیم شبکه بانکی کشور در تامین مالی خرید اعتباری را نشان می‌دهد.

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

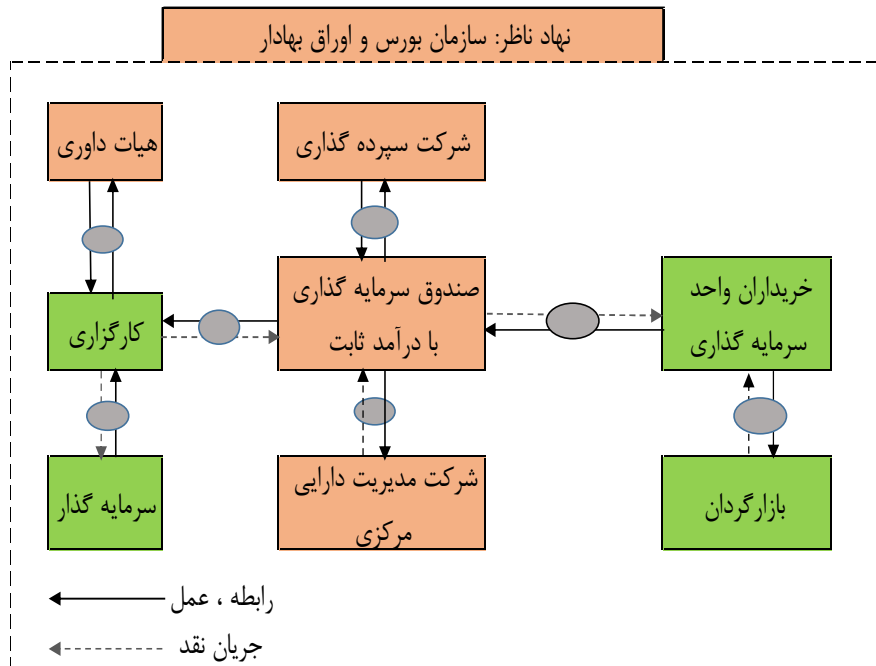
بخش	سهم
کشاورزی و آب	۲۰
صنعت و معدن	۳۷
مسکن و ساختمان	۲۵
صنایع و خدمات بازرگانی	۱۰
بازرگانی، خدمات و متفرقه	۸
جمع	۱۰۰

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

این الگوی جهت اجرا نیاز به پشتیبانی نهاد ناظر بازار سرمایه یعنی سازمان بورس و اوراق بهادار دارد. در این الگو تامین منابع از طریق فروش واحدهای صندوق به عموم سرمایه گذاران و تخصیص منابع از طریق پلتفرم معاملاتی آنلاین که توسط شرکت سپرده گذاری مرکزی و یا یکی از شرکتهای پردازش اطلاعات مالی ایجاد می‌شود، انجام خواهد گرفت.

مزیت این الگو آنست که برخلاف الگوی مرسوم کلیه ارکان تحت نظارت نهاد ناظر بازار سرمایه می باشد و امکان تداخل بین نهاد ناظر بازار پول و سرمایه وجود ندارد. مزیت دیگر افشای بدون دردسر اطلاعات که به نفع بازیگران بازار است و مدیریت ریسک را تسهیل می نماید. شکل ۳ الگوی پیشنهادی با محوریت صندوق سرمایه گذاری با درآمد ثابت را در چاقوب ملاحظیات فقهی و اجرایی نشان می دهد. در این الگو صندوق سرمایه گذاری با درآمد ثابت به وکالت از طرف سرمایه گذاران صندوق در زمینه مرابحه مدت دار اوراق بهادار با حق توکیل به غیر (کارگزاران) فعالیت خواهد نمود.

خرید اعتباری با محوریت صندوق سرمایه گذاری با درآمد ثابت



مراحل الگو
مرحله یک: شرکت مدیریت دارایی مرکزی (زیرمجموعه شرکت سپرده گذاری مرکزی) اقدام به تاسیس ، راه اندازی و مدیریت صندوق با درآمد ثابت به منظور اعطای اعتبار به شرکتهای کارگزاری می نماید.
مرحله دوم: مدیر صندوق مزبور یعنی شرکت مدیریت دارایی مرکزی نسبت به فروش واحدهای صندوق در بازار سرمایه اقدام می نماید.
مرحله سوم: واحدهای سرمایه گذاری توسط خریداران خریداری می گردد و توسط بازارگردان نقدشوندگی آن تضمین می گردد.
مرحله چهارم: شرکت کارگزاری منابع مورد نیاز مشتریان اعتباری خود را از صندوق مزبور در قالب قرارداد مباحه و کالتی با حق توکیل به غیر تامین می نماید.
مرحله پنجم: شرکت کارگزاری منابع مورد نیاز مشتریان اعتباری خود را در قالب قرارداد مباحه به آنها تخصیص داده و در مقابل اقدام به وثیقه یا فریز نمودن اوراق بهادار خریداری شده می نماید.
مرحله ششم: طبق قرارداد در صورت عدم کفایت وثایق در اختیار کارگزاری و استتکاف سرمایه گذار از پرداخت وجوه ، پرونده به هیات داورى بورس اوراق بهادار ارجاع می گردد.

شکل ۳. الگوی خرید اعتباری با محوریت صندوق سرمایه گذاری با درآمد ثابت

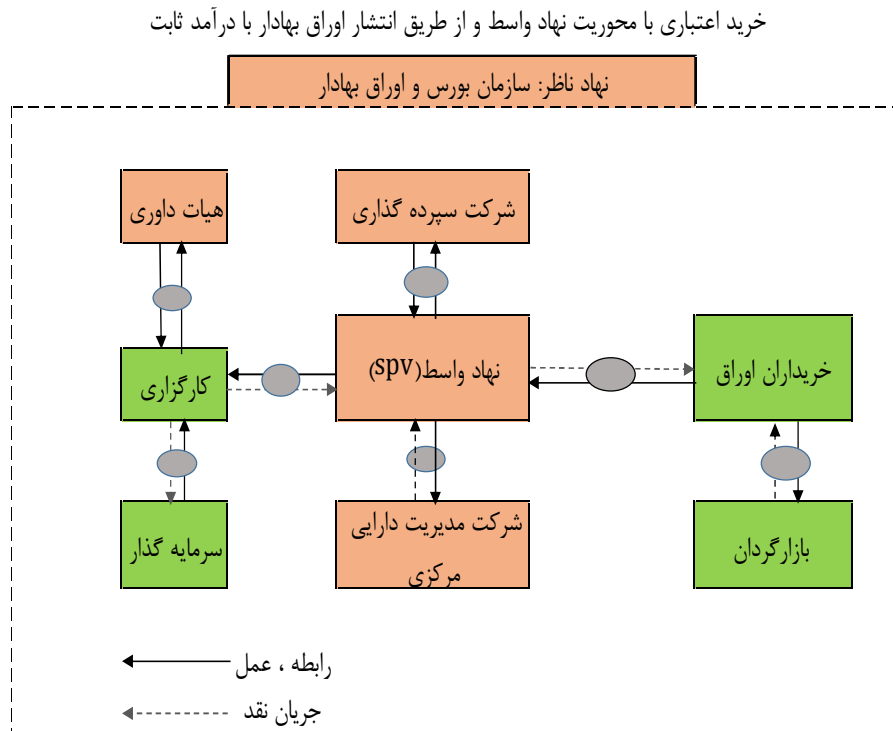
الگوی دوم: خرید اعتباری با محوریت نهاد واسط (spv)

ایده اصلی الگوی خرید اعتباری با محوریت نهاد واسط آنست که یک نهاد اختصاصی برای تامین مالی فعالیتهای بازار سرمایه شکل بگیرد. طبیعتاً تامین کنندگان منابع مالی این نهاد واسط میدانند که در چه حوزه ای فعالیت خواهد نمود و چه مزایایی خواهد داشت و با چه ریسکهایی مواجه خواهد بود. در این الگو تامین منابع از طریق فروش اوراق بهادار اسلامی به عموم سرمایه گذاران و تخصیص منابع از طریق پلتفرم معاملاتی آنلاین که توسط شرکت سپرده گذاری مرکزی و یا یکی از شرکتهای پردازش اطلاعات مالی ایجاد می شود، انجام خواهد گرفت. در این الگو نهاد واسط از طریق کارگزاران بورس مشتریان را تامین مالی می نماید.

مزایای این مدل عبارتند از:

۱. در این الگو برخلاف الگوی مرسوم کلیه ارکان تحت نظارت نهاد ناظر بازار سرمایه می باشد و امکان تداخل بین نهاد ناظر بازار پول و سرمایه وجود ندارد.
۲. ردگیری اعتبارات بسیار آسان خواهد بود. چه کسی و به چه میزان اعتبار می گیرد..لذا از پیوند بین اعتباردهندگان ، کارگزاران و شرکتهای ناشر جلوگیری خواهد کرد.
۳. در هر لحظه از زمان کل میزان اعتبار استفاده شده در بازار شفاف خواهد بود.تحویل و نظارت محدودیتهای اعتباری مشتریان چه برای یک سهم و چه کل پرتفوی آسان خواهد بود.

تنها نکته در مورد این الگو نیاز به ایجاد یک زیرساخت جدید یعنی همان نهاد واسط از طریق شرکت مدیریت دارایی مرکزی می باشد که تجربه آن در انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی وجود دارد. الگوی مزبور مطابق با شکل ۴ می باشد.



مراحل الگو
مرحله یک: شرکت مدیریت دارایی مرکزی (زیرمجموعه شرکت سپرده گذاری مرکزی) اقدام به تاسیس ، راه اندازی و مدیریت نهاد واسط به منظور اعطای اعتبار به شرکتهای کارگزاری می نماید.
مرحله دوم: مدیر نهاد واسط یعنی شرکت مدیریت دارایی مرکزی نسبت به فروش اوراق مرابحه منتشره توسط نهاد واسط در بازار سرمایه اقدام می نماید.
مرحله سوم: اوراق مرابحه منتشره توسط خریداران خریداری می گردد و توسط بازارگردان نقدشوندگی آن تضمین می گردد.
مرحله چهارم: شرکت کارگزاری منابع مورد نیاز مشتریان اعتباری خود را از نهاد واسط در قالب قرارداد مرابحه وکالتی با حق توکیل به غیر تامین می نماید.
مرحله پنجم: شرکت کارگزاری منابع مورد نیاز مشتریان اعتباری خود را در قالب قرارداد مرابحه به آنها تخصیص داده و در مقابل اقدام به وثیقه یا فریز نمودن اوراق بهادار خریداری شده می نماید.
مرحله ششم: طبق قرارداد در صورت عدم کفایت وثایق در اختیار کارگزاری و استنکاف سرمایه گذار از پرداخت وجوه ، پرونده به هیات داری بورس اوراق بهادار ارجاع می گردد.

شکل ۴. الگوی خرید اعتباری با محوریت نهاد واسط (SPV)

پایایی و روایی

به طور کلی می توان گفت یک آزمون خوب باید از ویژگی های مطلوبی مانند عینیت، سهولت اجرا، عملی بودن، سهولت تعبیر و تفسیر، روایی و پایایی برخوردار باشد تا به نتایج درستی منجر شود. در بین این ویژگی ها روایی و پایایی از اهمیت بیشتری برخوردارند. روش استفاده از ضریب آلفای کرونباخ را برای تعیین پایایی یک پرسشنامه یا آزمون با تاکید بر همبستگی درونی می توان استفاده کرد. در این روش اجزا یا قسمت های پرسشنامه برای سنجش ضریب پایایی آزمون به کار می روند. اگر سوالات به صورت دو حالی (درست = ۱ و غلط = ۰) در نظر گرفته شوند، ضریب آلفا از رابطه زیر قابل محاسبه خواهد بود:

$$r = \frac{k}{k-1} \left(1 - \frac{\sum p q}{s^2} \right)$$

که در آن k تعداد سوالات، p تعداد پاسخ های درست، q تعداد پاسخ های غلط و s^2 واریانس کل سوالات است و اگر سوالات به صورت ارزشی باشند (هر سوال ارزش مربوط خود را داشته باشد) آلفای کرونباخ از رابطه زیر میزان پایایی آزمون را محاسبه می کند.

$$r = \frac{k}{k-1} \left(1 - \frac{\sum_{i=1}^k s_i^2}{s^2} \right)$$

اگر ضریب آلفای کرونباخ ۰,۷ یا بیشتر باشد، پرسشنامه از پایایی مطلوبی برخوردار است و می توانید از بابت همبستگی درونی سوالات مطمئن باشید. مشخص است که عدد آلفای کرونباخ نشان از پایایی و روایی در پرسشنامه های توزیع شده می باشد.

جدول ۴-۱۰- نتایج آزمون آلفای کرونباخ

شرح	الگوی بهینه شده فعلی	الگوی صندوق سرمایه گذاری	الگوی نهاد واسط
تعداد سوالات	15	15	15
آلفای کرونباخ	0.702	0.713	0.702

نتیجه گیری و پیشنهادها

علیرغم برخورداری سیستم معاملات اعتباری از ویژگی های استاندارد در کشورهای مختلف، طراحی و عملیاتی کردن زیرساختهای ضروری آن میبایست مختص آن کشور یا بازار باشد. ویژگیها و ترکیب عوامل تاثیرگذار بر طراحی و اجرا پویا و در حال تغییر می باشند و اجزای کلیدی این زیرساخت مهم بازار میبایست انعطاف پذیر باشند به طوریکه در طول زمان بتوانند تغییر کنند. لذا 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 بهره برداری از ظرفیت بالای عقود شرعی، الگوهای ساختاری جدیدی برای خرید اعتباری و تسهیلات رهنی اوراق بهادار ارائه گردید که ضمن رعایت اصول مدل های متداول بین المللی 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 می‌باشد. یافته های این پژوهش علاوه به بهینه سازی الگوی فعلی، زمینه اجرای دو الگوی نوین خرید اعتباری و تسهیلات رهنی اوراق بهادار را در صنعت کارگزاری و بانکداری کشور با تاکید بر عقود اسلامی فراهم نموده است.

فهرست منابع

۱. اعتمادی، حسین، احمدی، جلیل، (۱۳۹۶)، " بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه گذاری و کاهش محدودیت های تامین مالی در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۳۴.
۲. بورس اوراق بهادار تهران؛ تأمین مالی اعتباری خرید اوراق بهادار؛ گزارش شناخت؛ تهران: معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار، ۱۳۸۸.
۳. دارابی، رویا، مشایخی، غزاله، (۱۳۹۵)، "تاثیر هوش مالی در پیش بینی ریسک اعتباری با استفاده از مدل ماشین بردار پشتیبان"، **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۳۰.
۴. عطایی، محمد، (۱۳۸۶)، "بازارهای سرمایه ترکیه"، **فصلنامه بورس**، شماره ۶۵، ص: ۵۳.
۵. موسویان، عباس، فدایی، میثم، علی حسینی، مهدی، (۱۳۹۲)، "خرید اعتباری سهام در بانکداری و بازار سرمایه اسلامی"، **فصلنامه اقتصاد اسلامی**، سال سیزدهم، شماره ۴۹، ص: ۵۶.
6. Bogen, J. I. and H. Krooss (1960), **Security Credit: Its Economic Role and Regulation**, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, Inc.
7. Discussion paper on Margin Trading and Securities Lending.(2003) , **Banking and Finance** ,37
8. 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>).
9. Ferris, Stephen P. and Don M. Chance,1988, "Margin Requirements and Stock Market Volatility," **Economics Letters** 28, 251-254
10. Fortune, Peter, 2001. "Margin Lending and Stock Market Volatility," **New England Economic Review** 4, 3-25

11. 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.
12. Hardouvelis, G. A., and S. Peristiani, 1992. Margin Requirements, Speculative Trading, and Stock Price Fluctuations : The Case of Japan, **The Quarterly Journal of Economics** 107(4), 1333-1370.
13. 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>**).
14. Levine, Ross and Zervos, Sara, 1998, "Stock Markets, Banks, and Economic Growth," **American Economic Review**, 88(3), 537-558.
15. "Margin Trading Rules, **Securities and Exchange Commission of Pakistan**", 2004.
16. Overview of Islamic Banking in Malaysia, Academy of International Modern Studies. Rule 703 Financing, Bursa Malaysia, (2008).
17. The Emirates Securities and Commodities Authority, www.sca.ae
18. 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).



Patterns of Margin Trading Based on Investment Fund and Spv

Mohammad Jamalihasanjani¹

PhD Student in Finance, Faculty of Accounting and Management , Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran .

Mohammad Javad Mohagheghnia (PhD)²©

Associate Prof., Faculty of Accounting and Management , Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

Mohammadhasan Ebrahimi (PhD)

Associate Prof., Faculty of Accounting and Management , Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

(Received: 25 October 2016; Accepted: 5 July 2017)

Emerging equity markets such as Iran generally need an exogenous liquidity supply in order to accelerate their development. Margin trading represents an important vehicle which promotes exogenous supply of market liquidity. Adequately regulated margin trading can increase market efficiency and improve price discovery. Margin purchase facilities require regulators, financial intermediaries, and investors to have heightened risk management skills in addition to robust market infrastructure. Despite their standardized features, the actual design and operation of the market infrastructure necessary for margin trading should be country- or market-specific. The key components of this important market infrastructure must be flexible so that they can change over time. The traditional pattern of margin trading is the giving loan to brokerage company by banks and then brokerage takes loan to the customers against adequate collateral. This paper uses analytical method and field study through questionnaire from financial and Religious Experts and by using Murabaha and Wakala contracts indeed optimization of present pattern in Iran , presents new patterns Financing by the investment fund and Financing by the spv.

Keywords: buy on margin , margin lending, liquidity, price discovery ,islamic contracts.

¹ jamalifinance@gmail.com

² mohagheghniya@atu.ac.ir

