

## در این مقاله می آموزیم:

✓ خرید اعتباری سهام چیست و چه کاربردی در بازار بورس دارد؟



## خرید اعتباری سهام چیست؟

خرید اعتباری سهام که به اعتقاد کارشناسان یکی از نیازهای بازار سرمایه و کمک به مشتریان بازار سهام به شمار می‌رود، روشی است که براساس آن کارگزاران می‌توانند در یک قرارداد دو جانبه اعتبار لازم مشتریان خود را از طریق منابع بانکی تامین کنند. به بیان ساده‌تر سهامداران می‌توانند سهام یک شرکت را به صورت اعتباری از یک کارگزار بخرند و کارگزار نیز در یک قرارداد جداگانه با بانک، اعتبار لازم را از طریق منابع آن بانک تامین می‌کند. در این قرارداد سه جانبه منافع هر سه طرف یعنی مشتری، کارگزار و بانک حفظ خواهد شد.

کارگزاری با انعقاد قراردادی با بانک از طریق منابع بانکی به مشتریان خود وام می‌دهد؛ اما سهامدار با کارگزار طرف است. بنابراین، دستورالعمل خرید اعتباری سهام شامل دو بخش رابطه مشتری با کارگزار و رابطه کارگزار با بانک است. در گزارش پیش‌رو ساز و کار خرید اعتباری سهام به طور مفصل تشریح شده است و کارشناسان به ارائه نظرات در این زمینه پرداخته‌اند.

## خرید اعتباری در تقابل با حساب اعتباری

مشتری به منظور انجام معامله اعتباری باید حساب اعتباری نزد کارگزار افتتاح کند. در این حساب باید حداقل‌های زیر رعایت شود:

الف) **موجودی اولیه:** درصدی از قیمت خرید اوراق بهادار است که مشتری باید به منظور انجام معامله اعتباری در حساب اعتباری خود نزد کارگزار داشته باشد. موجودی اولیه به طور معمول در حد، ۵۰ درصد است.

ب) **حداقل موجودی:** درصدی از ارزش اوراق بهاداری است که به صورت اعتباری خریداری شده است و سهم مشتری نباید از آن کم‌تر شود. سهم مشتری معادل ارزش بازار اوراق بهادار منهای آورده کارگزار است. بورس‌ها معمولاً حداقل موجودی را بین ۲۵ تا ۴۰ درصد و

کارگزاران براساس الزام داخلی بین ۳۰ تا ۴۰ درصد در نظر می گیرند.

ج) **اخطار به افزایش موجودی:** اگر سهم مشتری با کاهش ارزش اوراق بهادار به کمتر از حداقل موجودی برسد، کارگزار اخطار به افزایش موجودی برای مشتری ارسال می کند و مشتری باید حداقل به میزان تفاوت سهم خود تا حداقل موجودی به روز شده براساس قیمت جدید اوراق بهادار، موجودی حساب اعتباری خود را افزایش دهد.

پس از ارسال اخطار به افزایش موجودی به مشتری، سه گزینه قابل پیش بینی است:

۱) مشتری وجه مورد نیاز را تامین کند؛ ۲) کارگزار با فروش بخشی از اوراق بهاداری که به صورت اعتباری خریداری شده است، وجه مورد نیاز را تامین کند؛ ۳) مشتری اوراق بهادار دیگری را به وثیقه می گذارد.

با ذکر مثالی مسئله را بازتر می کنیم: فرض کنید که مشتری، اوراق بهاداری به ارزش دو میلیون تومان به صورت اعتباری خریداری می کند که از این مبلغ یک میلیون تومان آن توسط کارگزار تامین شده است. اگر ارزش بازار اوراق بهادار به  $1/5$  میلیون تومان کاهش یابد، سهم مشتری به ۵۰۰ هزار تومان کاهش می یابد ( $500,000 = 1,000,000 - 1,500,000$ ). اگر حداقل موجودی، ۲۵ درصد ارزش اوراق بهادار در نظر گرفته شده باشد ( $375,000 = 1,500,000 \times 25\%$ )، نیازی به اخطار به افزایش موجودی نیست. اما اگر حداقل موجودی، ۴۰ درصد ارزش بازار باشد ( $600,000 = 1,500,000 \times 40\%$ )، اخطار به افزایش موجودی از طرف کارگزار برای مشتری ارسال می شود و مشتری باید حداقل ۱۰۰ هزار تومان حساب اعتباری خود را افزایش دهد، در غیر این صورت کارگزار می تواند با فروش بخشی از اوراق بهادار وثیقه شده، ودیعه مشتری را تا حداقل موجودی افزایش دهد.

## امکان سرمایه گذاری اهرمی

به طور طبیعی تامین مالی اعتباری خرید اوراق بهادار، امکان سرمایه گذاری اهرمی را به مشارکت کنندگان بازار و با هدف جذب هر چه بیشتر نقدینگی به سمت بازار سرمایه ارائه

می دهد.

با استفاده از این سازوکار، مشارکت کنندگان می توانند با اتکا به سابقه اعتباری، سبد سرمایه گذاری و نیز توان ریسک پذیری خود، میزان سرمایه گذاریشان را افزایش دهند. وی خاطرنشان کرد: 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. تامین مالی اعتباری خرید، مختص سهام نیست و می توان برای سایر ابزارهای دادوستدپذیر در بازار سرمایه نیز از آن استفاده کرد.

در بورس های بزرگ دنیا از جمله بورس نیویورک، کارگزاران به دسته کارگزاران معمولی، کارگزاران بزرگ و کارگزاران خیلی بزرگ تقسیم می شوند که به همان درجه که رتبه بندی آنها بالا می رود، مزایا و خدماتی که ارائه می دهند نیز گسترش می یابد. به طور مثال کارگزاران معمولی مثل کارگزاران کشور ما تنها در حد خرید و فروش فعالیت می کنند و کارگزاران بزرگ علاوه بر خرید و فروش سهام به تحلیل و مشاوره برای مشتریان خود نیز اقدام می کنند. این در حالی است که کارگزاران خیلی بزرگ علاوه بر تمام فعالیت دیگر کارگزاران از محل حساب بانکی خود خرید اعتباری برای سهامداران انجام می دهند.

این خرید اعتباری به مثابه وام بدون بهره است که کارگزاران به مشتری خود اعطا می کنند که این اقدام در شرایط رونق بازار نه تنها به مشتری در کسب سود کمک خواهد کرد، بلکه باعث افزایش نقدشوندگی بازار و در نهایت رونق بازار سرمایه خواهد شد که متأسفانه روش مزبور در بورس به این معنا نیست. تجربیات مثبت دنیا در استفاده از این روش حاکی از آن است که ارائه تسهیلات به صورت اعتباری و جهت خرید به کارگزاران نه تنها باعث افزایش جذابیت بازار سرمایه برای عموم مردم می شود، بلکه سرمایه گذاران جدیدی را نیز به این بازار جلب می کند. بورس اوراق بهادار ایران نیز باید در این سمت حرکت کند و دستورالعمل های لازم برای دستیابی به این هدف را دنبال کند.

در ایران شرکت های کارگزاری بزرگ را داریم به طوری که حداکثر سرمایه یک کارگزاری ۵ میلیارد تومان است و چنانچه در کشور روش خرید اعتباری سهام به معنای واقعی راه اندازی شود،

انگیزه‌ای خواهد بود، برای افزایش سرمایه شرکت‌های کارگزاری.

در این صورت یا کارگزاری‌ها خود اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند تا از این طریق منابع مالی در اختیار مشتریان قرار دهند یا از طریق تسهیلات بانکی و در وثیقه گذاشتن سهام وام دریافت می‌کنند و هر زمان که سهام خود را فروختند، پول بانک را پرداخت می‌کنند.

اما در هر صورت باید مشتریان بانک‌ها و کارگزاران از نظر ریسک‌پذیری رتبه‌بندی شوند؛ مشتریان پرریسک اعتباری دریافت نکنند و در مقابل مشتریان خوش حساب و با درجه ریسک‌پذیری بالا اعتبار لازم را بگیرند: در هر صورت فرد اعتباردهنده چه بانک باشد و چه کارگزار. به ازای اعتبار اعطاشده بهره‌ای هرچند کمتر از دیگر موارد دریافت می‌کند. این نکته را نیز باید در نظر گرفت که باید انگیزه لازم برای بانک‌ها در خصوص اعطای وام یا اعتبار ایجاد شود که بانک راهکار، انگیزه و سودی برای ایجاد این امر در نظر داشته باشد. الگوبرداری از بازارهای دنیا می‌تواند کمک بسیار زیادی به راه‌اندازی و رونق این روش در بورس ایران داشته باشد، تا همگام با روش‌های حاضر در بورس‌های جهانی حرکت کند.

## **اعتبارات تعیین شده بر اساس قواعد تعریف شده**

خرید اعتباری سهام هنگامی روی می‌دهد که مشتری بابت خرید سهام تا سقف تعیین شده توسط کارگزاری نسبت به تسویه طبق مقررات بورس (سه روز کاری) اقدام نکند و براساس توافق از محل منابع مشخصی از کارگزاری تسویه صورت می‌گیرد. اعتبارات تعیین شده در این کارگزاری بر طبق قواعد تعریف شده برای هر مشتری با توجه به گردش حساب ماهیانه تعیین و سپس با کنترل‌های دوره‌ای از سوی کمیته اعتبارات کارگزاری، عملکرد مشتری بررسی تا نسبت به تغییر یا ادامه روند کار تصمیم‌گیری شود. وی در ادامه خاطرنشان کرد: سرمایه کارگزاری‌ها در بسیاری از مواقع امکان پرداخت این تامین را ندارد و از محل اعتبارات بانکی که هزینه آن توسط خود متقاضی اعتبار پرداخت می‌شود و در واقع شرکت‌های تامین سرمایه و کارگزاری کنترل منابع را بر عهده دارد.

بدنه و چارچوب خرید اعتباری در همه جا یکسان است و آنچه منجر به تفاوت می شود وضع مقررات متناسب با تجزیه و تحلیلی است که هر کارگزاری از اهداف اعطای این اعتبار از جمله میزان ریسک سنجی اعتبارات، تشخیص نوع اعتباردهی و سایر موارد دارد.

کنترل‌های دوره‌ای: نکته اساسی در مساله اعتبار خرید سهام مربوط به کنترل‌های دوره‌ای مشخص شده از سوی کارگزار است که با راهنمایی و اعلام به موقع می تواند از زیان مشتری جلوگیری یا حتی نسبت به کاهش یا حذف اعتبار وی اقدام کند. همچنین چون خرید بخشی از سهام از این محل بوده، بنابر این در صورت وقوع زیان در خرید سهام به صورت اعتباری، زیان وارده به عهده سرمایه گذار خواهد بود.

## **تعمیم خرید اعتباری به دیگر اوراق**

هر ابزار جدیدی به تناسب شروع و استفاده مطمئنا دارای نقایصی است و اعتبار خرید سهام نیز از این امر مستثنی نیست؛ آنچه مسلم است روش استفاده و در اختیار گذاردن اعتبارات باید در گام اول مغایر با منافع مشتری نباشد و برای دستیابی به چنین هدفی کارگزاری‌ها می توانند از راهکارهای مختلف و حتی قوانین متناسب با قدرت ریسک هر مشتری استفاده کنند، تا ضمن جلوگیری از زیان مشتری، آنها را نسبت به ایجاد پرتفوی با بازده بالاتر راهنمایی کنند. در صورتی که کلیه موارد متناسب با ظرفیت موجود و نوع مشتریان مورد سنجش و ارزیابی کمی و کیفی قرار بگیرد، سایر ابزارهای نوین مالی بازار سهام از جمله اوراق صکوک یا اوراق اختیار فروش نیز به این روش تعمیم خواهند یافت. در این صورت افراد با انواع نگرش در نوع سرمایه گذاری به ورود به این بازار ترغیب خواهند شد و همچنین منفعت و هزینه این اقدام برای کارگزاری و سرمایه گذار نباید نادیده گرفته شود.

## محبوبیت خرید اعتباری در عرضه‌های بلوکی

یکی از موارد خیلی مهم در مباحث مالی، بحث تامین مالی است این تامین مالی می‌تواند برای یک شرکت بزرگ درخصوص اجرای پروژه‌ها یا برای یک شرکت سرمایه‌گذاری برای اجرای سرمایه‌گذاری‌هایش یا برای یک شخص حقیقی در رسیدن به هدف باشد که یکی از این راه‌های تامین مالی خرید سهام به صورت اعتباری است.

این مساله به شخصیت فرد استفاده‌کننده از روش و بیشتر به مبحث ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی وی بستگی دارد. اما یکی از روش‌های تامین مالی به خصوص در عرضه‌های بلوکی که توسط سازمان خصوصی‌سازی صورت می‌گیرد، خرید سهام به صورت اعتباری است؛ در این عرضه‌ها معمولاً ۲۰ درصد از ارزش معامله به صورت نقد و بقیه طی ۴ تا ۵ سال و به صورت اقساط پرداخت می‌شود که اشخاص برای خرید بلوک مزبور اقدام به خرید اعتباری می‌کنند. وی ادامه داد: در این روش شرکت‌های کارگزاری طبق مفادی که با سهامدار به توافق می‌رسد، مبلغی را به صورت اعتبار در اختیار شخص قرار می‌دهند تا وی بتواند نسبت به خرید سهام مزبور اقدام کند. این کارشناس بازار سرمایه در ادامه افزود: شرکت‌های کارگزاری نیز گاهی از سرمایه در اختیار خود و گاهی از طریق بانک‌ها مبلغ موردنیاز را تهیه می‌کنند؛ طبق قوانین بانکی، بانک‌های کشور می‌توانند مبالغ موردنیاز کارگزاران را به صورت وام به آنها اعطا کنند که در این صورت کارگزاری به عنوان واسطه عمل می‌کند و دیگر بانک با این شرکت‌ها طرف معامله است نه با شخص خریدار سهام!

## ورود منابع جدید به بازار

این روش به خصوص در زمان رونق بازار می‌تواند منابع جدیدی را به بورس اوراق بهادار هدایت کند؛ افراد می‌دانند در شرایط رشد بازار سرمایه، نه تنها هزینه‌ای برای خرید سهام پرداخت نمی‌کنند، بلکه سودی نیز کسب خواهند کرد و به این ترتیب تمایل بیشتری برای استفاده از این روش خواهند داشت.



اما چنانچه بخواهیم از این روش به عنوان راهی برای تشویق عموم مردم برای ورود به بازار سرمایه استفاده کنیم، موفق نخواهیم بود؛ چون از طرفی شرکت‌های کارگزاری تنها برای مشتریان بزرگ و قابل اعتماد خود این راهکار را قائل هستند و از طرف دیگر بانک‌ها اعتبار مشخصی در اختیار کارگزاری‌ها قرار می‌دهند که جوابگوی تمام افراد نیست. چنانچه بخواهیم از این روش برای تشویق عموم مردم به سرمایه‌گذاری در بورس استفاده کنیم، باید سازوکار جدیدی برای آن تعریف شود. به طور مثال سازمان خصوصی‌سازی سهام بلوکی را به صورت نقد و اقساط به عموم مردم عرضه کند.

### نگارنده: امیر عجمی

