



واکاوی ابعاد فقهی و مالی فروش تعهدی سهام در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان راهکار جایگزین فروش استقراضی در اقتصاد متعارف

وحید نکوئی، امیر شرفی

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد اقتصاد مالی دانشگاه امام صادق (ع)

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد اقتصاد مالی دانشگاه امام صادق (ع)

Email: 1-nekouei.vahid@gmail.com

2-amirsharafi1375@gmail.com

چکیده

رشد و توسعه روزافزون بازار سرمایه نیازمند استفاده از ابزارها و سازوکارهای نوین مالی است. اما آنچه حساسیت استفاده از این ابزارها را علاوه بر دیدگاه مالی، مضاعف می‌سازد، توجه به مشروعیت فقهی سازوکارهای آنهاست. به همین علت نیازمند مطالعه هم‌زمان ابعاد فقهی و مالی این ابزارها هستیم. الگوی فروش استقراضی یکی از ابزارهای پرکاربرد و شناخته شده در بازار سرمایه و بورس‌های دنیاست. در این پژوهش ابعاد فقهی و مالی فروش استقراضی، مزایا و کارکردها، راه‌حل‌های جایگزین آن در بازار سرمایه بررسی می‌شود. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد الگوی فروش تعهدی بهترین الگوی جایگزین فروش استقراضی است.

کلمات کلیدی: فروش تعهدی سهام، مالی اسلامی، بورس اوراق بهادار، فروش استقراضی، قفه مالی

۱. مقدمه

اگر اوراق بهادار به طور مستقیم در بازارهای مالی دنیا معامله نشوند، نه تنها بدون استفاده باقی نمی‌مانند، بلکه به مشارکت کنندگانی که قصد استقراض این اوراق را دارند، قرض داده شده یا به‌عنوان وثیقه در تأمین مالی کوتاه‌مدت استفاده می‌شوند. قرض دهی اوراق بهادار در سال‌های اخیر، بخش مهمی از فعالیت‌های بازارهای جهانی اوراق بهادار را به خود اختصاص داده است، به‌نحوی که حجم روزانه معاملات اوراق بهادار با هدف تأمین مالی در مقایسه با معاملات خرید و فروش مستقیم بسیار قابل توجه است. قرض دهی اوراق بهادار برای نخستین بار طی دهه‌های ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ در انگلستان ظهور کرد و به سرعت در آمریکا، کشورهای توسعه‌یافته و سپس کشورهای نوظهور توسعه پیدا کرد، به طوری که کشورهای آمریکا، انگلستان، کانادا، هلند، آلمان، استرالیا و ژاپن در این صنعت به مرحله بلوغ و تکامل رسیده‌اند. امروزه قرض دهی اوراق بهادار جزو لاینفک و ارزش افزای خدمات ارائه شده توسط بانک‌های عامل به سرمایه‌گذاران نهادی نظیر صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، یونیت تراستها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و غیره را تشکیل می‌دهد. اگرچه



درآمد حاصل از این خدمت نسبتاً اندک است، از این طریق سرمایه‌گذار امکان می‌یابد با تقبل ریسک محدود، درآمد خود را افزایش داده و کارمزد پرداختی به بانک نیز کاهش یابد (فبوزی، ۲۰۰۴).

یکی از انگیزه‌های فعالان صنعت قرض دهی اوراق بهادار، فروش استقراضی است که مغایرت آن با برخی اصول اسلامی، متخصصان مالی را به فکر یافتن راهکارهای شرعی جایگزین ابزار معاملاتی مزبور واداشته تا بازارهای اسلامی را از مزایای آن بهره‌مند سازند. در این نوشتار، راهکارهای اسلامی جایگزین فروش استقراضی که مصوب کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار هستند بررسی شده و بهترین الگو تحت عنوان فروش تعهدی معرفی می‌گردد.

فروش تعهدی به‌عنوان روشی که در عین ثبات آفرینی به خلق فرصت سودآوری بالاتر برای سرمایه‌گذاران منجر می‌شود، پیشنهاد و به تصویب رسیده است و انتظار می‌رود با حمایت نهاد ناظر و دست‌اندرکاران بازار سرمایه، این ابزار در بورس تهران مورد استفاده قرار گیرد تا بتواند قدمی مهم در افزایش نقدشوندگی، گردش بهینه و مؤثر منابع مالی موجود در بازار سرمایه بردارد.

۲. تعریف فروش استقراضی

بر اساس تعریف کمیسیون معاملات اوراق بهادار آمریکا فروش استقراضی در حقیقت فروش اوراق بهاداری است که فروشنده مالک آن نباشد یا هر فروشی که سهام استقراضی یا سهامی به حساب فروشنده، در آن به فروش برسد. فروشنده سهام استقراضی معمولاً سهام را از یک کارگزار - معامله‌گر یا سرمایه‌گذار نهادی قرض گرفته و به خریدار تحویل می‌دهد. فروشنده سهام استقراضی بعداً به وسیله خرید سهام یا با استفاده از سهامی که متعلق به خودش است، سهام قرض گرفته شده را به قرض‌دهنده بازمی‌گرداند و در اصطلاح موقعیت خود را در بازار می‌بندد. معمولاً فروش استقراضی جهت کسب منفعت در انتظارات نوسانات منفی قیمت‌ها، همچنین جهت ایجاد نقدشوندگی در پاسخ به تقاضای پیش‌بینی نشده، یا پوشش ریسک موقعیت خرید در همان سهم یا سهام مرتبط با آن، مورد استفاده قرار می‌گیرد (کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا، ۲۰۰۴).

فروش استقراضی همچون شمشیر دو لبه است؛ همان گونه که بازده حاصل از فروش استقراضی می‌تواند بسیار بالا باشد، زیان حاصل از فروش استقراضی نیز می‌تواند بی‌نهایت باشد، چرا که هدف فروشنده استقراضی، خرید مجدد سهام پس از کاهش قیمت است. اما چنانچه قیمت به جای کاهش، افزایش یابد، چون برای افزایش قیمت سهام از لحاظ تئوریک حدی وجود ندارد، بنابراین برای زیان نیز نمی‌توان حدی قائل شد (علم‌الهدی، اکبری، ۱۳۹۴).

۳. اهداف فروش استقراضی

سه هدف اصلی برای استفاده از فروش استقراضی عبارت‌اند از:

(۱) کسب سود در صورت افت قیمت: سرمایه‌گذاری پیش‌بینی می‌کند قیمت سهم خاصی در آینده کاهش می‌یابد و قصد دارد با استفاده از سازوکار فروش استقراضی از کاهش قیمت سهم سود کسب کند. به این منظور، وارد بازار سهام شده و سهام

¹ SEC: Securities and Exchange Commission

² For the account of

³ Broker-Dealer

⁴ Institutional Investor

⁵ Close out the position

⁶ In the same security or in a related security



یادشده را از دارنده‌ی آن قرض گرفته و در بازار می‌فروشد. اگر قیمت سهم مطابق انتظار سرمایه‌گذار کاهش یابد، سرمایه‌گذار سهم را با قیمت کمتری خریداری کرده و به مالک اولیه بازمی‌گرداند و از اختلاف قیمت فروش و خرید سود می‌برد (قوانین کمیسیون اوراق بهادار آمریکا، ۲۰۰۴).

۲) پوشش ریسک افت قیمت سهام: در این مورد سهام‌داری که یک سهم معین را در اختیار دارد، به‌منظور دورماندن در برابر کاهش قیمت آن سهم در آینده به فروش استقراضی همان تعداد و همان نوع سهم اقدام می‌کند؛ بنابراین در صورت کاهش قیمت سهم در آینده، سهام‌دار توانسته است زیان ناشی از کاهش قیمت سهم را پوشش دهد بدون اینکه مجبور باشد سهام خود را بفروشد (قوانین کمیسیون اوراق بهادار آمریکا، ۲۰۰۴).

۳) بازارگردانی: زمانی که برای سهم یا اوراق بهادار خاصی تقاضا بیش از عرضه باشد، این فزونی تقاضا باعث ایجاد صف خرید می‌شود؛ بنابراین می‌توان با قرض گرفتن سهام از طریق سازوکار فروش استقراضی و عرضه آن در بازار علاوه بر حل مشکل فزونی تقاضا، به افزایش نقدشوندگی بازار نیز کمک کرد. این مورد توسط بازار گردانان به‌صورت گسترده مورد استفاده قرار می‌گیرد (قوانین کمیسیون اوراق بهادار آمریکا، ۲۰۰۴).

۴. مزایای فروش استقراضی

مهم‌ترین مزایای فروش استقراضی را می‌توان در موارد زیر خلاصه کرد:

۵-۱) جلوگیری از تشکیل حباب قیمت: از آنجا که فروشندگان استقراضی از کاهش قیمت سهم سود می‌برند، تلاش می‌کنند با تعدیل بازار سهام از طریق عرضه و تقاضا از رشد حباب گونه قیمت جلوگیری نمایند؛ بنابراین فروش استقراضی، به تصحیح قیمت سهم در بورس و جلوگیری از شکل‌گیری حباب‌های قیمتی کمک می‌کند (فیوزی، ۲۰۰۴).

۵-۲) کشف تقلب و دست‌کاری در قیمت و کمک به کشف ارزش ذاتی سهم: با توجه به دید انتقادی فروشندگان استقراضی در ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها، به نظر می‌رسد آنها سریع‌تر از سایر مشارکت‌کنندگان بازار، تقلب و دست‌کاری در قیمت و ارزش شرکت‌ها را شناسایی می‌کنند (همان).

۵-۳) جلوگیری از ایجاد بحران در بازار: فروشندگان استقراضی مانع ایجاد فاصله زیاد بین قیمت بازار و ارزش ذاتی سهم می‌شوند. آنها تمایل به افشای اطلاعات برای جلوگیری از رشد قیمت سهم دارند، لذا با این کار آنها قیمت سهم از ارزش ذاتی آن فاصله نمی‌گیرد. همچنین تقاضایی که برای پوشش موقعیت‌های فروش استقراضی ایجاد می‌شود، از کاهش بیشتر قیمت سهم در شرایط نزولی جلوگیری می‌کند (محقق نیا، احمدوند، خطیب، ۱۳۹۲).

۵. الگوهای مصوب کمیته فقهی سازمان بورس برای جایگزینی فروش استقراضی در اقتصاد متعارف

از میان کشورهای اسلامی تنها در کشور مالزی فروش استقراضی مورد بحث قرار گرفته است. در این مباحث فروش استقراضی در قالب استحان و اجاره دیده شده است. استحان باعث می‌شود که در صورت رضایت مالک، بعد از فروش مال الاجاره توسط مستأجر، همچنان قرارداد اجاره پابرجا بماند و بعد از فروش مال الاجاره توسط مستأجر، قرارداد اجاره خودبه‌خود به پایان برسد. اما باین‌وجود اعضای شورای مشورتی به این نتیجه رسیدند که در مورد استقراض سهم در قالب عقد اجاره، مستأجر با کسب اجازه از مالک می‌تواند سهام مربوط را در بازار بفروشد و در پایان مدت اجاره مجدداً آن سهم را خریده و در اختیار موجد قرار دهد (نجفی، شمسی نژاد، ۱۳۸۵).



در شکل اجاره فرد قرض گیرنده سهام را صورت اجاره در اختیار می‌گیرد و حق فروش مال الاجاره را ندارد، در نتیجه این راهکار از نظر فقه شیعه مردود است. در ادامه به منظور دستیابی به الگویی که با رعایت اصول شرع مقدس از کارکرد فروش استقراضی نیز برخوردار باشد، تلاش‌های بسیاری انجام شد. در این زمینه استفاده از عقود اسلامی گوناگونی از جمله عقد بیع العربون، عقد اجاره، بیع الخیار و عقد قرض بررسی شده است و پس از انجام بررسی‌های فقهی مشخص شده که الگوی متعارف فروش استقراضی با هیچ‌یک از عقود اسلامی مطابقت ندارد. در گام بعدی، کمیته فقهی سازمان بورس ترکیبی از عقود اسلامی را مورد بررسی قرار داده است. روش ترکیب مزایه و وعد یکی از عقود ترکیبی است که بررسی شده است. این الگو بنا به علل مختلف از جمله شبهه بیع العینه مورد تأیید کمیته فقهی قرار نگرفته است. در این ارتباط پس از طرح و بررسی‌های فراوان سه الگو به تأیید کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است. اولین الگو خرید و فروش هم‌زمان نقد و سلف سهام، الگوی دوم خرید و فروش سهام با اختیار خرید و فروش ضمنی و الگوی سوم، فروش تعهدی اوراق بهادار است. در این بخش جزئیات مربوط به هر یک از الگوهای یادشده شرح داده شده است.

۱-۵. الگوی خرید و فروش هم‌زمان نقد و سلف سهام

این الگو که بر مبنای دو عقد بیع نقد و بیع سلف است پس از بررسی‌های فراوان به تصویب کمیته فقهی سازمان بورس رسیده است (مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس مورخ ۱۳۸۷/۲/۲۵).
در این الگو به نام انجام قرض بین مالک و فروشنده استقراضی از یک فروش نقدی و یک قرارداد سلف سهام استفاده شده است؛ به عبارت دیگر به نام وجود مالک و قرض گیرنده، خریدار و فروشنده وجود دارند. در این روش مالک سهام ابتدا سهم خود را به قیمت روز (برای مثال هر سهم ۱۰۰ تومان) به صورت نقد به فروشنده استقراضی می‌فروشد، سپس همان مقدار از همان سهم را به صورت سلف (برای مثال شش ماهه) از فروشنده استقراضی یا شخص دیگری می‌خرد. قیمت قرارداد سلف به صورتی تعیین می‌شود تا سود تقسیمی مورد انتظار و همچنین مبلغی به عنوان جایگزین بهره، برای صاحب سهام در نظر گرفته شده باشد. برای مثال، اگر مالک سهام انتظار داشته باشد شرکت طی مدت شش ماه آینده مبلغ ۵ تومان برای هر سهم سود نقدی پرداخت کند و ۵ تومان نیز به عنوان جایگزین سود (بهره) بخواهد، قیمت قرارداد سلف سهام را ۹۰ ریال برای هر سهم تعیین خواهد کرد. به این ترتیب مالک سهام با فروش نقدی سهم خود مبلغ ۱۰۰ تومان به ازای هر سهم طلبکار می‌شود و در مقابل به ازای خرید سهم به صورت سلف مبلغ ۹۰ تومان به ازای هر سهم بدهکار می‌شود. در نتیجه با دریافت ۱۰ تومان اختلاف قیمت دو معامله، سهام را در اختیار فروشنده استقراضی قرار می‌دهد. فروشنده استقراضی با فروش سهم در بازار مبلغ ۱۰۰ تومان به ازای هر سهم به دست می‌آورد و از طریق کارگزار خود در بانک سپرده‌گذاری می‌کند. سپس فروشنده استقراضی در سررسید سلف اقدام به خرید سهام کرده و به مالک سهام تحویل می‌دهد. در صورت نکول فروشنده استقراضی، کارگزار وی از محل سپرده بانکی (وجه تضمین) برداشت کرده و نسبت به انجام تعهدات اقدام می‌کند. در نهایت مالک سهام علاوه بر رسیدن به اصل سهام خود، مبلغی به صورت جایگزین سود تقسیمی به علاوه مبلغی به عنوان جایگزین بهره در روش فروش استقراضی به دست می‌آورد. اگر پیش‌بینی فروشنده استقراضی تحقق پیدا کند و بتواند سهام را به قیمتی کمتر از ۹۰ ریال خریداری کند از محل‌های سود سپرده‌گذاری و اختلاف قیمت خرید و فروش عایدی خواهد داشت؛ اما اگر پیش‌بینی وی صحیح نباشد دچار زیان خواهد شد. (طالبی، موسویان، سلطانی نژاد، ۱۳۸۶)

در این الگو به منظور پیش‌گیری از شبهه بین العینه، بیع سلف در بیع اول شرط نمی‌شود بلکه به صورت مطلق به کارگزار بورس اجازه داده می‌شود هر زمان مورد قرارداد سلف پیش آید، اقدام به فروش نقد سهام نیز نماید و معادل آن قرارداد سلف سهام خریداری کند. این نکته می‌تواند منجر به ایجاد پیچیدگی خاصی در اجرا شود زیرا فروشنده استقراضی می‌تواند



قرارداد سلف را به شخص دیگری بفروشد و سهام را از شخص دیگری به صورت نقد خریداری کند. حضور شخص سوم و هم‌زمانی انجام معاملات پیچیدگی این الگو و همچنین عملیاتی شدن آن را دشوار می‌کند. البته همان‌طور که اشاره شد الزامی وجود ندارد که مالک اول و دوم مجزا باشند و می‌توانند یک شخص باشند.

۲-۵. الگوی خرید و فروش سهام با اختیار خرید و فروش ضمنی

الگوی دوم جایگزین فروش استقراری که مبتنی بر بیع نقد و دو اختیار معامله ضمنی است که مورد تأیید کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفته است (مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس مورخ ۹۳/۱۱/۱۵).

در مدل ارائه شده طرفین معامله، مالک اولیه سهام و فروشنده استقراری هستند که طی این معامله سهام از مالک اولیه سهام به فروشنده استقراری منتقل می‌گردد. قرارداد فی‌مابین این دو شخص از نوع بیع بوده و در قالب این قرارداد کلیه حقوق مربوط به سهام به فروشنده استقراری منتقل می‌شود. جهت ایجاد سایر شرایط فروش استقراری استاندارد دو اختیار معامله به طور ضمنی معامله می‌شود. اول اختیار خریدی که فروشنده استقراری به مالک اولیه سهام می‌دهد تا وی بتواند در زمانی در آینده (تا سررسید مشخص) هر زمان که اعلام کند نسبت به خرید سهام فروخته شده با قیمت معامله اقدام نماید. اختیار دیگر را مالک اولیه سهام به فروشنده استقراری می‌دهد و بر اساس این اختیار فروشنده استقراری اختیار دارد در زمانی در آینده (تا سررسید مشخص) سهام خریداری شده را به مالک اولیه سهام به قیمت معامله بفروشد. (خواجه نصیری، تجویدی، ۱۳۹۳)

فروشنده استقراری پس از تملک سهام مذکور باید اقدام به فروش این سهام در بازار نماید. حساب فروشنده استقراری با وجوه حاصل از فروش در بازار و تعهد ناشی از خرید از مالک سهام، تسویه می‌شود و وجوه باقیمانده نزد اتاق پایاپای متعلق به مالک اولیه سهام است و به‌عنوان وجه تضمین مالک اولیه سهام در ایفای تعهدات اختیار فروش اعطایی تودیع می‌شود. از سوی دیگر به میزان درصدی از قیمت معامله (متناسب با نوسان پذیری بازار) از فروشنده استقراری دریافت و در حساب ودیعه فروشنده استقراری جهت تضمین تعهدات ناشی از فروش اختیار خرید، تودیع و سود حاصل از این سپرده به فروشنده استقراری تعلق می‌گیرد. وجوه تضمین فوق که تحت عنوان وجه تضمین اولیه‌ی اختیارات واگذار شده، لحاظ می‌شود متناسب با تغییرات قیمت سهام پایه تا زمان اعمال به‌روزرسانی می‌شود. اگر تا سررسید مالک اولیه سهام قصد باز خرید سهام فروخته شده را داشته باشد، اقدام به اعمال اختیار خرید خود می‌کند. در این حالت فروشنده استقراری مکلف است تا سهام را از بازار خریداری و به مالک اولیه بفروشد. در اتاق پایاپای فروشنده استقراری از بابت خرید سهام از بازار، نزد اتاق پایاپای بدهکار و از بابت فروش آن به مالک اولیه سهام بستانکار خواهد شد و در صورت بیشتر بودن بدهی وی نسبت به مبلغ بستانکاری مابه‌التفاوت از محل ودیعه تودیع شده نزد اتاق پایاپای تأمین می‌شود. در مقابل در صورتی که فروشنده استقراری تمایل به باز فروش سهام خریداری شده به مالک اولیه سهام را داشته باشد، پس از خرید سهام از بازار اقدام به اعمال اختیار فروش خود خواهد کرد. در این صورت سهام خریداری شده به مالک اولیه سهام فروخته می‌شود. در این حالت نیز فروشنده استقراری از بابت خرید سهام از بازار بدهکار و از بابت فروش آن به مالک اولیه سهام بستانکار خواهد شد و سود (زیان) ناشی از معامله را پس از تسویه از (به) اتاق پایاپای دریافت (پرداخت) خواهد کرد. در صورتی که طرفین معامله تا سررسید اقدام به اعمال اختیارات خود نکنند، اختیارات مبادله شده منقضی می‌شوند و قابلیت اعمال نخواهند داشت. (خواجه نصیری، تجویدی، ۱۳۹۳)



۶. الگوی فروش تعهدی اوراق بهادار

سومین الگوی جایگزین فروش استقرایی، الگوی فروش تعهدی اوراق بهادار است که مورد تأیید کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفته است. الگوی فروش تعهدی اوراق بهادار به جای فرض در الگوی متعارف از وکالت بهره گرفته است. همچنین در این الگو متقاضی بجای فروشنده استقرایی، نقش ایفا می‌کند. متقاضی شخصی است که به وکالت از مالک اقدام به فروش اوراق بهادار در بازار می‌کند. به عبارت دیگر، فروش تعهدی، قراردادی است که به موجب آن متعهد (وکیل)، اوراق بهادار مالک را به وکالت از طرف وی و با شرایط ذیل می‌فروشد:

متعهد تا سررسید معین، هر زمان که خود اراده کند یا در دوره تعهد هر زمان که مالک مطالبه کند، مثل اوراق بهادار فروش رفته را برای مالک خریداری می‌نماید.

مالک به نحو الزام آوری، اجازه خرید اوراق بهادار فروش رفته را به متعهد تا سررسید معین برای وی می‌دهد. تا زمان عودت اوراق بهادار، مالک در هر حال حق برداشت ثمن حاصل از فروش اوراق بهادار را ندارد؛ لکن حق سرمایه‌گذاری مبلغ را با شرایط خاص و به نفع خود خواهد داشت.

متعهد با استفاده از ثمن حاصل از فروش اوراق بهادار، مثل اوراق بهادار فروش رفته را تهیه و به مالک تحویل می‌دهد و چنانچه ثمن کافی نبود متعهد از اموال خودش جبران می‌کند و چنانچه ثمن اضافه بود، مازاد را به عنوان حق الوکاله تملک می‌نماید.

متعهد طبق ضوابط بورس، وجه تضمین اولیه را می‌پردازد و حسب ضرورت نسبت به افزودن وجه تضمین اقدام می‌نماید. هزینه‌های مربوط به انجام معاملات بر عهده متعهد خواهد بود.

در صورت تصویب یا توزیع سود برای اوراق بهادار، متعهد باید معادل رقم آن را به مالک بپردازد. این رقم از محل وجه تضمین متعهد قابل تأمین و پرداخت است. (مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس مورخ ۹۸/۲/۱۱)

در الگوی فروش تعهدی، متقاضی پس از تنفیذ قرارداد فروش تعهدی، اقدام به فروش اوراق بهادار در بازار کرده و در صورت فراخوانی اوراق بهادار توسط مالک یا بر اساس صلاحدید خود، اقدام به خرید مثل اوراق بهادار به وکالت از مالک کرده و اوراق بهادار را بازمی‌گرداند. در صورتی که مالک تا سررسید اقدام به ثبت درخواست خرید وکالتی نکند متقاضی متعهد است در سررسید اقدام به خرید وکالتی اوراق بهادار کند. در هر یک از موارد بالا، در صورتی که متقاضی اقدام به ایفای تعهد خود نکند کارگزار وی با استفاده از وجه تضمین و وجه حاصل از فروش در بازار اقدام به ایفای تعهدات خواهد کرد. مطابق قرارداد فروش تعهدی، متقاضی با پرداخت وجه تضمین تعهد به خرید اوراق بهادار به وکالت از مالک می‌کند. به منظور کاهش ریسک متقاضی برای وی دوره تنفس در نظر گرفته شده است. در این دوره مالک نمی‌تواند از متقاضی درخواست خرید وکالتی اوراق بهادار را کند. مدت زمان دقیق دوره تنفس در مشخصات قرارداد فروش تعهدی مشخص می‌شود. تا زمان عودت اوراق بهادار، مالک می‌تواند مبلغ حاصل از فروش اوراق بهادار را در سپرده بانکی یا صندوق‌های قابل معامله با درآمد ثابت به نفع خود سرمایه‌گذاری کند. سود اصلی مالک از مشارکت در این سازوکار همین سود دریافتی از محل سرمایه‌گذاری و جوجه حاصل از فروش اوراق بهادار در بازار است. وجه تضمین متقاضی به صورت روزانه به روزرسانی می‌شود. (مصوبه هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار مورخ ۱۳۹۸/۳/۱)

در الگوی فروش تعهدی نیز در صورتی که قیمت سهام افزایش پیدا کند و مالک درخواست خرید وکالتی بدهد، متقاضی برای عودت سهم باید مابه‌التفاوت را پرداخت کند. به عبارت بهتر در این حالت همانند الگوی متعارف متقاضی زیان می‌کند.



چنانچه قیمت سهم دچار کاهش شود، متقاضی مابه‌التفاوت را به‌عنوان حق‌الوکاله برداشت کرده و به عبارت بهتر سود می‌کند. شایان‌ذکر است این الگو علاوه بر سهام می‌تواند برای سایر اوراق بهادار مورد تأیید نیز مورد استفاده قرار گیرد. (همان) بررسی تفاوت‌های الگوی پیشنهادی با الگوی متعارف

پایه‌سازی این الگو نسبت به دو الگوی پیشنهادی قبلی ساده‌تر است و عملیاتی کردن آن از پیچیدگی کمتری برخوردار است. با این وجود این الگو نیز دارای تفاوت‌هایی با مدل متعارف و الگوهای پیشنهادی قبلی است که در ادامه به آنها اشاره شده است:

در این الگو بجای قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده، رابطه وکیل (فروشنده استقراضی) و موکل (مالک) و حق‌الوکاله وجود دارد. خرید اوراق بهادار از مالک که اولین گام در دو الگوی قبلی بود، در این الگو حذف شده است؛ بنابراین هزینه معاملات این الگو نسبت به دو الگوی قبل کمتر است.

دارا بودن سررسید در قرارداد فروش تعهدی اختلاف بارز دیگر با فروش استقراضی متعارف است. همان‌طور که پیش‌تر بدان اشاره شد فروش استقراضی متعارف فاقد سررسید است.

این الگو برخلاف الگوهای پیشنهادی پیشین می‌تواند در انجام عملیات بازارگردانی موفق باشد زیرا در مرحله اول خرید اوراق بهادار از مالک صورت نمی‌پذیرد.

همانند الگوهای پیشین، در این الگو نیز مالک از حقوق مالکانه سهم همچون شرکت در افزایش سرمایه و دریافت سود نقدی، برخوردار نیست.

۷. نتیجه‌گیری

فروش استقراضی سازوکاری است که در بازار نزولی به‌منظور کسب سود توسط سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار می‌گیرد. همچنین این سازوکار به بازار گردانان کمک می‌کند تا با قرض‌گیری و عرضه سهم از حبابی شدن سهام جلوگیری کنند. پوشش ریسک نیز از دیگر کارکردهای فروش استقراضی بر شمرده می‌شود. شایان‌ذکر است که برای کسب بازدهی در بازار کاهنده به‌جز فروش استقراضی می‌توان از روش‌های دیگری همچون خرید اختیار فروش و فروش قرارداد آتی نیز استفاده کرد که هم‌اینک در بازار سرمایه ایران نیز وجود دارند. به دلیل ریسک بالای فروش استقراضی استفاده از این ابزار مالی در بازارهای توسعه‌یافته تنها به سرمایه‌گذاران بسیار حرفه‌ای پیشنهاد می‌شود.

از آن‌رو که الگوی متعارف فروش استقراضی بر اساس دریافت بهره در ازای قرض دهی بنا شده، مورد تأیید علمای اسلام قرار نگرفته است. در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار سه الگوی خریدوفروش هم‌زمان نقد و سلف، خریدوفروش سهام با اختیار خریدوفروش ضمنی و فروش تعهدی اوراق بهادار به‌عنوان روش‌هایی با کارکرد فروش استقراضی به تصویب رسیده‌اند. این سه الگو قادر به کسب سود در بازار نزولی و پوشش ریسک هستند. دو الگوی اول دارای تفاوت‌هایی با الگوی متعارف هستند ولی الگوی سوم از لحاظ کارکردی به الگوی متعارف شبیه‌تر است و برای راه‌اندازی پیچیدگی کمتری داشته و همچنین هزینه‌های مبادلاتی کمتری را نسبت به دو مورد پیشین شامل می‌شود. بنابراین الگوی فروش تعهدی اوراق بهادار که دارای مصوبه هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار است برای پایه‌سازی در دستور کار قرار گرفت. در اوایل اسفندماه سال ۹۸ این ابزار با ۸ نماد، فعالیت خود را به‌صورت رسمی در بازار سرمایه ایران آغاز کرد که در ادامه این تعداد به ۱۸ نماد افزایش یافت. این شرکت‌ها عبارت‌اند از: بانک تجارت، سرمایه‌گذاری سایپا، ماشین‌سازی اراک، ملی مس و سیمان فارس خوزستان، هلدینگ صنایع معدنی خاورمیانه (میدکو)، بیمه پاسارگاد، سرمایه‌گذاری مس، سهام شرکت



داده گستر عصر نوین، سرمایه‌گذاری توسعه معادن و فلزات، لیزینگ رایان سایپا، بانک پاسارگاد، توسعه صنایع بهشهر، پالایشگاه اصفهان، سایپا، نوسازی و ساختمان تهران، گروه پتروشیمی سرمایه‌گذاری ایرانیان و ایران ترانسفو. علی‌رغم گذشت تقریباً شش ماهه از آغاز فعالیت ابزار فروش تعهدی، متأسفانه اطلاعات دقیقی از جزئیات و حجم معاملات مربوطه در دسترس نیست. امید است با پیشرفت‌های روزافزون صنعت مالی در کشور، شاهد ابزارها و محصولات جدیدتر و متناسب با نیاز روز کشور باشیم.

۱۲. مراجع

۱. میانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک/جان‌هال؛ مترجمان: سجاد سیاح، علی صالح‌آبادی؛ ۱۳۸۴
۲. موسویان، عباس، ۱۳۸۶، ابزارهای مالی اسلامی. تهران: سازمان انتشارات، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی
۳. شناسایی راهکارهای اسلامی جایگزین فروش استقراضی در بازار اوراق بهادار ایران بندی و اولویت آنها با استفاده از روش TOPSIS/محمدجواد محقق نیا، میثم احمدوند، محمود خطیب؛ ۱۳۹۲
۴. بررسی تطبیقی فروش استقراضی سهام با عقدهای اسلامی / سید عباس موسویان، محمد طالبی، حامد سلطانی نژاد (۱۳۸۷)؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هفتم، ش ۲۷
۵. بورس بازی در بازار سهام از دیدگاه اسلام/علی صالح‌آبادی؛ ۱۳۸۲؛ فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق، ش ۲۰
۶. بررسی تطبیقی معاملات بازار بورس با عقود اسلامی / سید سجاد علم الهدی، مهناز اکبری؛ ۱۳۹۴؛ پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی سال دوم، شماره اول، بهار و تابستان ۱۳۹۴
۷. خواجه نصیری، محمودرضا، تجویدی، الناز، ارایه مدل اسلامی فروش استقراضی سهام مبتنی بر اختیار معامله، همایش مدیریت ریسک و مهندسی مالی، دوره اول ۱۳۹۳.
۸. نجفی، مهدی و شمسی نژاد، سعید، مصوبات شورای مشورتی شرعی کمیسیون اوراق بهادار مالزی. تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)
۹. ماهنامه بورس / شماره ۱۶۹ و ۱۷۰؛ مرداد و شهریور ۱۳۹۸
۱۰. دستورالعمل فروش تعهدی اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران
۱۱. صورت‌جلسات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار

12. Fabozzi, F., & Cliff, A., (2004) "Short Selling: Strategies, Risks, and Rewards", Published by Wiley.

13. "An Overview of Short Stock Selling", AIMA Canada Strategy Paper Series, No 5(2007)

14. [Http://www.investpoedia.com](http://www.investpoedia.com)

15. [Http://www.SEC.gov](http://www.SEC.gov)