



## ارایه مدل اسلامی فروش استقراضی سهام مبتنی بر اختیار معامله

محمودرضا خواجه نصیری<sup>۱\*</sup>، ال ناز تجویدی<sup>۲</sup>

میدان ونک، خیابان ملاصدرا، شماره ۱۳، [m.kh.seo@gmail.com](mailto:m.kh.seo@gmail.com)

ولنجک، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده مدیریت و حسابداری، [e\\_tajvidi@sbu.ac.ir](mailto:e_tajvidi@sbu.ac.ir)

### چکیده

طراحی مدلی برای فروش استقراضی که ضمن رعایت اصول مدل های متداول بین المللی با فقه شیعه مطابقت داشته باشد موجبات بهره-مندی بازار سرمایه ایران را از این ابزار سومند فراهم می سازد. در مقاله حاضر فروش استقراضی سهام بر اساس مدل معامله همراه با اختیار معامله ضمنی ارایه شده است. اختیار معاملات همراه با معامله اصلی و شروط ضمن عقد به گونه ای طراحی شده است که تمامی کارکردهای اصلی معاملات فروش استقراضی و مزایای مترتب بر آن را پوشش دهد. مدل متداول بین المللی ظرفیت تطبیق با موازین شرعی مترتب بر آن را نداشته است و مدل های ارایه شده جایگزین نیز با شبهاتی روبرو بوده و برخی از خواص مدل های متداول استاندارد را در برنمی گیرد. مدل ارایه شده در این مقاله ترکیبی از معامله و قراردادهای اختیار معامله بود که همگی قبلا مورد تایید کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفته بود.

واژه های کلیدی: فروش استقراضی سهام، اختیار معامله، فروشنده استقراضی، اختیار معامله ضمنی

### ۱- مقدمه

سرمایه گذاران فعال در بازار سرمایه با ارزیابی سهام فعال در بازار، اقدام به خرید یا فروش می نمایند. آنها در زمان خرید باور دارند که قیمت سهم پایین تر از ارزش ذاتی سهم بوده و انتظار دارند قیمت سهم در آینده افزایش یابد. سرمایه گذاران به هنگام فروش نیز بر این باورند که سود کافی کسب نموده اند و یا در صورت عدم فروش ضرر بیشتری خواهند نمود. بنابراین در وضعیت کنونی سهامداران تنها از افزایش قیمت سهم منتفع می شوند و نمی توانند با روش خاصی از کاهش قیمت سهم سود کسب نمایند. یک راه کار جهت حل این مسئله استفاده از فروش استقراضی است که در این گزارش به آن پرداخته شده است. البته در ادبیات رایج مالی فردی که دارایی را قرض گرفته است از افزایش یا کاهش آن نفع و ضرری می برد و بهره بردار آن دارایی است. هنگامی که قرض گیرنده اجازه فروش دارایی را از مالک آن دریافت می کند، در حقیقت اوراق بهاداری را می فروشد که مالک آن نیست. در اصطلاح به این کار استقراض سهام گفته می شود. پس از انجام این کار گفته میشود که سرمایه گذار در وضعیت استقراض قرار دارد. نه تنها سهام بلکه هر نوع دارایی مالی می تواند موضوع فروش استقراضی قرار بگیرد، البته ساز و کار فروش استقراضی سهام در بین انواع مختلف اوراق بهادار اندکی متفاوت است. هر چند که در این صورت هم بدون در نظر گرفتن چگونگی انجام فروش استقراضی اساس کار در همه یکسان و مشابه می باشد. (فابوزی<sup>۳</sup>، ۲۰۰۴)

۱ و \* - نویسنده مسئول: دانشجوی دکتری مدیریت مالی، مدیر نظارت بر بورس های سازمان بورس و اوراق بهادار

۲- دکتری حسابداری، عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه شهید بهشتی

<sup>3</sup> Fabozzi



بر اساس تعریف کمیسیون معاملات اوراق بهادار آمریکا<sup>۱</sup> فروش استقراضی در حقیقت فروش اوراق بهاداری است که فروشنده مالک آن نباشد یا هر فروشی که سهام استقراضی یا سهامی به حساب فروشنده<sup>۲</sup>، در آن به فروش برسد. فروشنده سهام استقراضی معمولاً سهام را از یک کارگزار-معامله گر<sup>۳</sup> یا سرمایه گذار نهادی<sup>۴</sup> قرض گرفته و به خریدار تحویل می دهد. فروشنده سهام استقراضی بعداً بوسیله خرید سهام یا با استفاده از سهامی که متعلق به خودش است، سهام قرض گرفته شده را به قرض دهنده باز می گرداند و در اصطلاح موقعیت خود را در بازار می بندد.<sup>۵</sup> معمولاً فروش استقراضی جهت کسب منفعت در انتظارات نوسانات منفی قیمت ها، همچنین جهت ایجاد نقدشوندگی در پاسخ به تقاضای پیش بینی نشده، یا پوشش ریسک موقعیت خرید در همان سهم یا سهام مرتبط با آن<sup>۶</sup>، مورد استفاده قرار می گیرد (کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا، ۲۰۰۴).

موضوع ارایه مدلی جهت فروش استقراضی که مبتنی بر موازین اسلامی باشد، به کرات بررسی شده است؛ در این راستا به دست آوردن مدلی که ضمن حفظ چارچوب نظری و کاربردی متداول در بازارهای مالی دنیا، منطبق بر موازین شرعی و محدودیت های حقوقی برگرفته از آن باشد، از اهمیت ویژه ای برخوردار است. با توجه به اینکه مفهوم استقراض و موارد حقوقی مترتب بر آن در بازارهای مالی دنیا و فقه شیعه دارای تفاوت های بنیادی است، قراردادهای طراحی شده برای این گونه معاملات باید مورد بازنگری اساسی قرار گیرد و در چارچوب قراردادهای مورد تایید شرع، باز تعریف شود. در نوشتار حاضر فروش استقراضی سهام بر اساس انجام معامله همراه با اختیار معامله ضمنی ارایه شده است. اختیار معاملات همراه با معامله اصلی و شروط ضمن عقد به گونه ای طراحی شده است که تمامی کارکردهای اصلی معاملات فروش استقراضی و مزایای مترتب بر آن را پوشش دهد. از این روی سعی شده است تا تمامی حقوق، تعهدات و اختیارات طرفین معامله در مدل لحاظ شود و تا حد امکان روش معاملاتی و ساختار بازاری معاملات تفاوت قابل ملاحظه ای با مدل های متداول بین المللی نداشته باشد.

در اولین بخش پیش رو شرح مختصری از مزایا و معایب فروش استقراضی، مدل بین المللی این نوع معاملات و مباحث فقهی و حقوقی مرتبط با موضوع ارایه می گردد. ضمن اینکه مدل های اسلامی ارایه شده پیشین معرفی می شوند. در بخش بعدی مدل طراحی شده ارایه و تشریح می شود. در بخش آخر که به بحث و نتیجه گیری می پردازد، مدل ارایه شده با مدل های پیشین مقایسه می شود و برجستگی های کاربردی مدل تشریح خواهد شد.

## ۲- فروش استقراضی؛ مفاهیم، کارکردها و مخاطرات

فروش استقراضی روشی است که به سرمایه گذاران فرصت می دهد تا از کاهش قیمت سهام سود کسب نماید. با استفاده از این مفهوم، سرمایه گذار یادشده از دارنده یا دارندگان سهامی که حاضرند سهام خود را قرض دهند به تعداد مورد نظر خود سهام قرض نموده و در بازار به فروش می رسانند. در صورت درستی پیش بینی قرض گیرنده و کاهش قیمت سهام، او سهام را از بازار با قیمت کمتری خریداری نموده و تحویل قرض دهنده خواهد نمود. اما در صورت افزایش قیمت سهام، قرض گیرنده علاوه بر تحویل سهام با قیمت بالاتر، زبانی مربوط به استقراض را نیز پرداخت خواهد نمود. فروش استقراضی مفهومی بر خلاف تفکر متداول سرمایه گذاری در بورس است. سرمایه گذاران معمولاً یک دارایی را می خرند و انتظار دارند قیمت آن افزایش یابد سپس با فروش آن سود کسب نمایند. در حالیکه با استفاده از این مفهوم، به شرط کاهش ارزش دارایی سرمایه گذار سود کسب می کند.

<sup>1</sup> SEC: Securities and Exchange Commission

<sup>2</sup> For the account of

<sup>3</sup> Broker-Dealer

<sup>4</sup> Institutional Investor

<sup>5</sup> Close out the position

<sup>6</sup> In the same security or in a related security



همچنین در صورت وجود بازاری فعال برای قرض‌گیری و قرض‌دهی، سرمایه‌گذار می‌تواند تا هر زمان که بخواهد وضعیت استقراری خود را ثابت نگه دارد (بدیهی است که باید هزینه بیشتری پردازد). اما دو طرف اختیار دارند هر زمان که بخواهند وضعیت خود را تغییر دهند. قرض‌دهنده می‌تواند هر زمان بخواهد درخواست نماید تا سهامش بازگردانده شود. قرض‌گیرنده نیز می‌تواند هر زمان بخواهد سهام قرض گرفته شده را تحویل دهد. (سلطانی نژاد، ۱۳۸۵)

مهم‌ترین دلایل فروش استقراری سفته‌بازی، پوشش ریسک و آربیتراژ است که می‌تواند موجب افزایش نقدشوندگی بازار، افزایش حجم معاملات و کشف بهتر و کاراتر قیمت شود. همچنین از جمله مخاطرات فروش استقراری ریسک بالا، زیان نامحدود، کاهش شدید سود و عدم برگشت قیمت به ارزش ذاتی است.

عمده ریسک‌های مرتبط با فروش استقراری به دو دسته اصلی ریسک قرض‌گیرندگان و ریسک قرض‌دهندگان تفکیک می‌شود. ریسک‌های قرض‌گیرندگان شامل ریسک فراخوانی و ریسک فشار ناگهانی و ریسک‌های قرض‌دهندگان، ریسک طرف مقابل و ریسک عملیاتی است.

### ۳- مدل بین‌المللی فروش استقراری

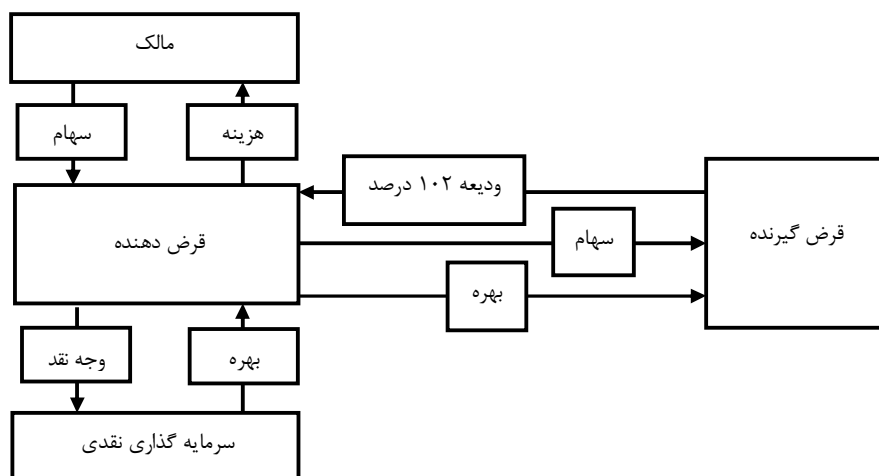
در مدل بین‌المللی، فروشنده استقراری<sup>۱</sup> تعدادی سهام از کارگزار خود قرض می‌کند و سپس آنها را می‌فروشد. وی متعهد می‌گردد که در آینده به سهام استقراری شده را خریداری و باز پس دهد. به این ترتیب فروش استقراری تسویه یا به اصطلاح رفع استقراری می‌شود.

کارگزاران، سهام موضوع استقراری را از طریق حسابهای اعتباری سایر مشتریان تامین می‌کنند. به عبارت دیگر برخی از مشتریان در زمان افتتاح حساب نزد کارگزاری با امضای توافق‌نامه‌ای تحت عنوان «اعلامیه رضایت وام» حق قرض‌دهی سهام خود را به کارگزاری اعطا می‌کند ضمن اینکه حقوق دارنده سهم از جمله دریافت سود سهام و امکان فروش سهام برای وی حفظ می‌شود. وجه حاصل از فروش سهام قرض گرفته شده به حساب فروشنده استقراری منظور می‌گردد لیکن نمی‌تواند از آن تا زمان ایفای تعهدات خود در برابر دارنده اولیه سهام (بازگرداندن سهم و منافع حاصل از حقوق مالکانه) استفاده نماید. از این روی فروشنده استقراری جهت تضمین ایفای تعهدات خود مبلغی را تحت عنوان ودیعه اولیه<sup>۲</sup> تودیع می‌کند که عمدتاً شامل وجه حاصل از فروش سهام به اضافه درصدی جهت پوشش نوسانات قیمت بازار است.

سرمایه‌گذاری که به دنبال فروش یک سهم از طریق فروش استقراری است، ابتدا باید به دنبال افرادی باشد که متمایل به قرض دادن سهام خود باشند. هنگامی که یک قرض‌دهنده شناسایی می‌شود و سهام خود را به صورت استقراری به فروش می‌رساند، مبادله انجام می‌شود. پس از تحویل سهام به فروشنده استقراری و دیعه‌ای نزد شرکت کارگزاری گذاشته شود. سازمان‌های خودانتظام همانند بازار بورس نیویورک و نزدک فروشنده‌گان استقراری را ملزم مینمایند که ودیعه‌ای به میزان حداقل ۳۰٪ از ارزش بازار موقعیت فروش را (زمانی که قیمت‌های بازار دچار نوسان می‌شوند) نگهداری کنند. همان طوری که در شکل ۱ نشان داده شده است، وجه حاصل از فروش استقراری بوسیله قرض‌دهنده سهام سپرده‌گذاری می‌شود. در بازار آمریکا، قرض‌دهنده باید ۱۰۲٪ از ارزش وام را به عنوان وثیقه قرار دهد. لازم به ذکر است که ارزش وثیقه به صورت روزانه در بازار به هنگام می‌شود. افزایش قیمت سهام منجر به درخواست وثیقه اضافی از طرف قرض‌دهنده و کاهش قیمت سهام منجر به برگرداندن برخی از وثیقه‌ها از طرف قرض‌دهنده به قرض‌گیرنده خواهد شد. زمانی که قرض‌گیرنده، سهام را به قرض‌دهنده باز می‌گرداند، وثیقه نیز برگشت داده خواهد داد.

<sup>1</sup> Short Seller

<sup>2</sup> Initial Margin



شکل ۱: سازوکار عملیاتی فروش استقراسی بین‌المللی

هنگامی که سهامی با پشتوانه یک وام منتشر شود، قرض دهنده اقدام به سرمایه گذاری در وثیقه می کند و بهره ای بابت این سرمایه گذاری دریافت خواهد کرد. بطور کلی، قرض دهنده قسمتی از بهره را به شکل نرخ بازپرداختی (که قبلاً بر روی آن توافق کرده اند) به قرض گیرنده بر می گرداند؛ بنابراین، علاوه بر مبلغی که فرد در ازای قرض دریافت کرده است، هزینه اولیه قرض گیرندگان حاصل از تفاوت میان نرخ بهره جاری بازار و نرخ بهره بازپرداختی است که قرض دهنده به قرض گیرنده بر روی وثیقه می پردازد.

قرض دهنده با استفاده از شکاف میان این نرخ هامنفعتی بدست می آورد. اگرچه منافع حاصل از این شکاف بهره اغلب میان چندین گروه که در فرآیند قرض دادن شرکت داشته اند تقسیم می شود، اما این نرخ می تواند ریسک پابینی را به آن چه که به پرتفوی قرض دهنده بر می گردد، اضافه کند.

مالکان سهام، منافع حاصل از قرض را برای خود محفوظ نگه می دارند، در نتیجه هر نوع سود تقسیمی یا دیگر عایدات حاصل از سرمایه گذاری از آن مالکان سهام می باشد. البته در صورتی که این سهام به صورت وام قرض داده شوند، به جای اینکه سود تقسیمی و دیگر عایدات حاصل از سرمایه گذاری توسط شرکت پرداخت شود باید توسط قرض گیرنده پرداخت شود. به این عمل پرداخت جایگزین گفته می شود. مالکان منافع، زمانی که اوراق بهادار را قرض می دهند، منتظر شرکت در فعالیت های شرکت هستند.

برای مثال اگر مالک منافع تمایل به شرکت در یک مناقصه داشته باشد و قرض گیرنده نتواند اوراق بهادار را قبل از تمام شدن مهلت مناقصه برگرداند، از قرض گیرنده انتظار می رود سود حاصل از اجرای مناقصه را در اختیار مالک منافع قرار دهد. در کل قرض دهنده حق دارد اوراق بهادار قرض داده شده را به هر دلیلی باز خرید کند؛ که می توان آن را شامل اعمال حق رای بیشتر نیز دانست. زمانی که باز خرید صورت می پذیرد، قرض گیرنده باید برای برگرداندن سهام به قرض دهنده در یک چرخه تسویه معمول اقدام کند. برای مثال اگر مالک منافع، اوراق بهاداری را که به پشتوانه یک وام منتشر شده است بفروشد. نماینده قرض دهنده اقدام به ارسال آگهی باز خرید (برای قرض گیرنده) خواهد نمود. این آگهی به قرض گیرنده اعلام می کند سهام در دست او باید به نماینده قرض دهنده برگردانده شود. بانک امین می تواند معامله فروش در حال تعلیق را تسویه کند.



اگر قرض گیرنده موفق به برگرداندن سهام نشود، نماینده ممکن است سهام را برای بستن آن موقعیت خریداری کند و بنابراین وام از پشتوانه سهام خارج می شود.

### ۴- مبانی فقهی فروش استقراضی

از میان کشورهای اسلامی تنها در کشور مالزی فروش استقراضی مورد بحث قرار گرفته که در این مباحث فروش استقراضی در قالب استحان و اجاره دیده شده است. استحان باعث می شود که در صورت رضایت مالک، بعد از فروش مال الاجاره توسط مستاجر، همچنان قرارداد اجاره پابرجا بماند و بعد از فروش مال الاجاره توسط مستاجر، قرارداد اجاره خود به خود پایان می یابد اما با این وجود اعضای شورای مشورتی به این نتیجه رسیدند که در مورد استقراض سهام در قالب عقد اجاره، مستاجر با کسب اجازه از مالک می تواند سهام مربوط را در بازار بفروشد و در پایان مدت اجاره مجدداً آن سهام را بخرد و در اختیار موجد قرار دهد (نجفی و دیگران، ۱۳۸۵). در شکل اجاره فرد قرض گیرنده سهام را به صورت اجاره در اختیار می گیرد و حق فروش مال الاجاره را دارد، که از نظر فقه شیعه مردود است.

لذا از سه دیدگاه تطابق فروش استقراضی با مبانی فقه شیعه باید بررسی شود. اول تطبیق با ارکان عمومی عقد که در شرع تعریف شده است. دوم اینکه آیا موجب بطلان عقد می شود و سوم بررسی شباهت این معاملات با عقود که مورد تایید شرع باشد.

در گام اول به این نتیجه رسیده شد که با ارکان عمومی عقد تطابق دارد. یعنی شرط اعتبار نفسانی طرفین قرارداد برقرار است. انشاء اعتبار برقرار است و اعتبار در این قرارداد مشمول ادله شرعی صحت عقود نیز می باشد. در گام دوم به این نتیجه رسیده شد که فروش استقراضی سهام یک عقد ربوی است زیرا سودی که به قرض دهنده تعلق می گیرد، در حقیقت زیادت می باشد و از طرف دیگر غروی، سفهی و معلق محسوب نمی شود. در گام سوم به این نتیجه رسیده شد که با قرض بیع عربون و بیع خیار مطابقت ندارد. نتایج بررسی های انجام شده حاکی از آن است که به طور کلی مالی که در اختیار کسی قرار می گیرد، در دو قالب کلی قرار می گیرد. یکی تملیک و دیگری اذن (دبیرخانه کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۹۳).

تملیک در سه قالب قابل طرح است، مجانی (هبه)، در برابر قیمت (بیع) و در مقابل مثل (قرض). نظر به اینکه قرارداد فروش استقراضی در هیچیک از قالب های فوق نمی گنجد، عقدی تملیکی نمی باشد. از سوی دیگر اذن در دو قالب قابل تعریف است، اذن در استفاده (عاریه) و اذن در فروش (وکالت). این قرارداد در قالب عاریه و وکالت نیز قابل تعریف نیست. از این روی تعریف رابطه قرض دهنده و قرض گیرنده که در قابل عقد مشروع می باشد، موجب می شود که به عنوان عقد شروع آن را نپذیریم. (همان)

از جهت فقهی دو ابهام اساسی در خصوص معاملات مبتنی بر فروش استقراضی وجود دارد. که نیاز به مطالعه بیشتر دارد. اول اینکه آیا در واقع این گونه معاملات قرض است یا خیر. این موضوع از این حیث اهمیت دارد که در غرب قرض را نوع تملیکی می دانند این در حالی است که در فقه شیعه اگرچه از واژه قرض استفاده می شود. اما آثار ملکیت بر آن بار نمی شود. نکته دوم اینکه، در مدل استاندارد قرض گیرنده اگر سود سهام یا حق تقدمی را دریافت نمود، باید به قرض دهنده دهد، با توجه به اینکه سهام فروخته شده و به شخص سومی واگذار شده است حتی اگر فرض عدم مالکین قرض گیرنده را در نظر بگیریم، شخص سوم قطعاً مالک سهام شده است فلذا من بعد اگر سود یا حق تقدمی پرداخت شود، متعلق به خریدار است و قرض دهنده و قرض گیرنده حقی در این خصوص ندارند. لذا بر اساس مباحث فوق انجام فروش استقراضی بصورتی که در معاملات بین المللی انجام می شود بر طبق عقود اسلامی قابل توجیه نیست (همان).

یکی از مدل های ارایه شده جایگزین جهت فروش استقراضی استفاده از فروش استقراضی سهام با خرید و فروش نقد و سلف سهام است (همان). در این روش مالک سهام ابتدا سهم خود را به قیمت روز به صورت نقد به فرد دیگر می فروشد، سپس همان مقدار سهام از همان شرکت را به صورت سلف (برای مثال شش ماهه) از او می خرد، قیمت سلف به گونه ای تعیین می شود تا سود مورد انتظار سهام و مبلغی به عنوان جایگزین بهره، برای صاحب سهام تامین گردد. او با فروش آن در بازار مبلغی را



بدست می‌آورد و از طریق کارگزار بورس در بانک سپرده گذاری میکند سپس در سررسید سلف اقدام به خرید سهام کرده به مالک سهام تحویل میدهد و چنانچه نکول کند کارگزار بورس از محل سپرده بانکی تقاضا می‌دهد. به این ترتیب مالک سهام هم به اصل سهام خود میرسد، هم مبلغی به عنوان جایگزین سود سهام بدست می‌آورد و هم مبلغی به عنوان جایگزین بهره در روش فروش استقراضی بدست می‌آورد. اما اگر پیش‌بینی فرد دوم تحقق پیدا کند و بتواند سهام را به قیمتی پایین تر از قیمت سلف خریداری کند از دو جهت سود می‌برد یکی از محل سود سپرده گذاری و دوم از محل اختلاف قیمت خرید و فروش. اما اگر پیش‌بینی اش صحیح نباشد ممکن است از این معامله خسارت ببیند. مدل ارائه شده مذکور با مدل متداول بین‌المللی فروش استقراضی سهام از چند حیث تفاوت دارد.

۱- در خرید و فروش نقد و سلف سهام، اصطلاح قرض گیرنده و قرض دهنده صادق نیست و باید از اصطلاحهای خریدار و فروشنده استفاده کرد.

۲- این نوع معامله گرچه هدف فروش استقراضی که بهره‌گیری از نوسانات منفی بازار است را پوشش می‌دهد اما مکانیسم عملیاتی آن با فروش استقراضی متفاوت است.

۳- در فروش استقراضی سهام هیچ سررسید مشخصی جهت بازگرداندن سهام وجود ندارد و وابسته به اراده قرض دهنده و قرض گیرنده است اما در بیع سلف، خریدار سلف قبل از سررسید حق مطالبه ندارد هر چند فروشنده سلف میتواند قبل از سررسید بپردازد.

از شبهات وارده بر این مدل نیز می‌توان به موضوع بیع العینه اشاره کرد. بیع العینه عبارت است از اینکه کسی کالایی را به صورت نسیه بخرد سپس آن را به قیمتی کمتر به نقد بفروشد و به این وسیله به پول نقد برسد. (موسویان، ۱۳۸۶) برخی از روایات بر صحت بیع العینه به صورت مشروط دلالت دارند. یعنی به شرط اینکه معامله دوم در معامله اول شرط نشود معامله صحت دارد. به دلیل همین روایات، فقهای شیعه بالاتفاق بیع العینه را در صورتی که معامله دوم در معامله اول شرط نشود جایز می‌دانند (ریاض المسایل، ۱۳۶۹). فقهای چون شیخ طوسی به جهت وجود روایت یونس شیبانی قایل به کراهت بیع العینه شدند (بخش فرهنگی جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، ۱۳۸۱). برای رفع شبهه بیع العینه نباید بیع سلف در بیع نقد شرط شود، بلکه به صورت مطلق به کارگزار بورس اجازه داده شود هر زمان مورد قرارداد سلف پیش آید اقدام به فروش نقدی سهام کند و معادل آن را در قالب قرارداد سلف سهام خریداری نماید (دبیرخانه کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۹۳).

### ۵- مدل اسلامی فروش استقراضی سهام مبتنی بر اختیار معامله

بر اساس مطالب عنوان شده در فصول پیشین مشخص گردید که در مدل استاندارد فروش استقراضی قرض دهنده که مالک اولیه سهام نامیده می‌شود سهام خود را به قرض گیرنده که فروشنده استقراضی نامیده می‌شود با واسطه یک کارگزار قرض می‌دهد تا فروشنده استقراضی این سهام را در بازار بفروشد. در این بین مالک اولیه سهام حق دارد هر زمان که اراده کند با فراخوانی، سهام قرض داده شده را دریافت نماید و فروشنده استقراضی نیز اختیار دارد تا هر زمان که اراده کند سهام قرض داده را باز پس دهد. وجوه ناشی از فروش سهام استقراض شده علاوه بر مبلغی اضافه (که فروشنده استقراضی پرداخت می‌کند) در حسابی نزد نهاد رسمی تسویه یا بانک امین نگهداری می‌گردد و بخشی از سود حاصل از آن به فروشنده استقراضی و مابقی به مالک اولیه سهام تعلق می‌گیرد.

چنانکه در گفتارهای پیشین اشاره شد بر اساس اصول مبتنی بر فقه شیعه عقود مبتنی بر قرض ظرفیت تبیین چارچوب لازم جهت اینگونه مبادلات را ندارد و مدل مبتنی بر معاملات همزمان نقد و سلف نیز ضمن از دست دادن بخشی از کارکردهای فروش استقراضی استاندارد از حیث احتمال وقوع بیع العینه و حیل ربا جای تامل دارد.

پیش از ارائه مدل پیشنهادی به برخی اصول اساسی مدل متداول بین‌المللی اشاره می‌کنیم و پس از ارائه مدل، رعایت اصول زیر را در طراحی مدل بررسی خواهیم کرد:

۱- تعلق سود حاصل از سرمایه گذاری وجوه حاصل از فروش سهام در سپرده بانکی به مالک اولیه سهام



- ۲- تعلق گرفتن ریسک‌های بازار سهم به فروشنده استقراضی پس از فرایند استقراض
- ۳- اختیار مالک اولیه سهم در فراخوانی سهم قرض داده شده در هر زمان پس از فرایند استقراض
- ۴- اختیار فروشنده استقراضی جهت بازپس دادن سهم در هر زمان پس از فرایند استقراض
- ۵- تودیع ودایع در حد فاصل زمان استقراض و زمان باز پس دادن سهم
- ۶- تعلق حقوق مکتسبه ناشی از اقدامات شرکتی<sup>۱</sup> به مالک اولیه سهم

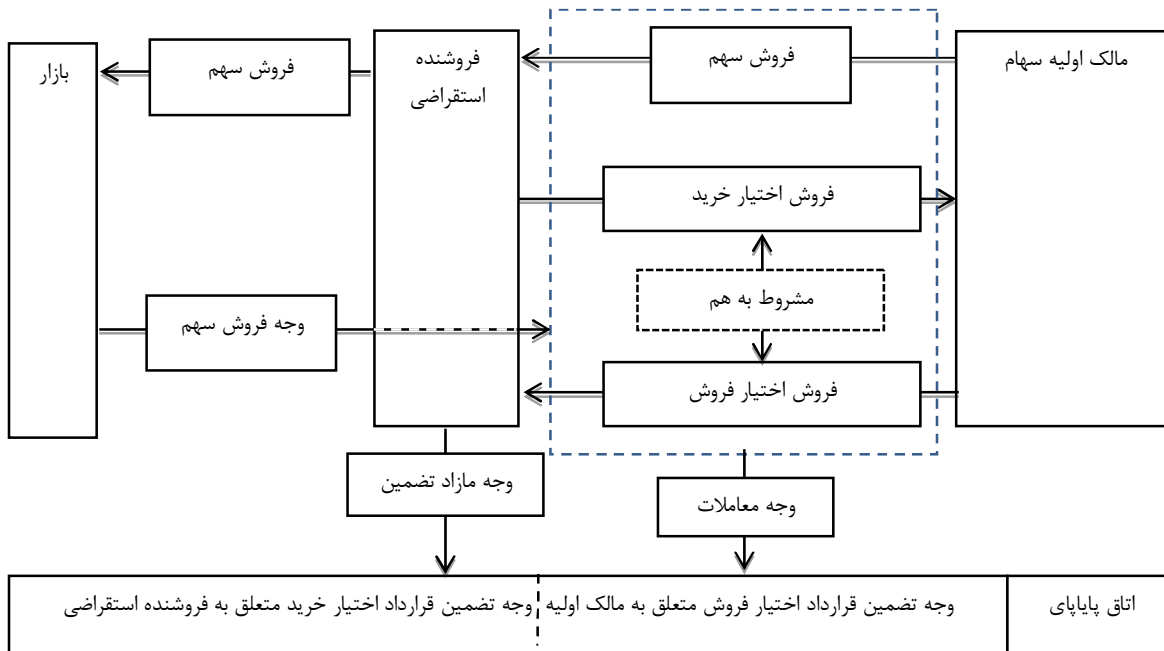
### ۶- تشریح مدل

در مدل ارائه شده طرفین معامله، مالک اولیه سهم و فروشنده استقراضی هستند که طی این معامله سهم از مالک اولیه سهم به فروشنده استقراضی منتقل می‌گردد. قرارداد فیما بین این دو شخص از نوع بیع بوده و در قالب این قرار داد کلیه حقوق مربوط به سهم به فروشنده استقراضی منتقل می‌شود. جهت ایجاد سایر شرایط فروش استقراضی استاندارد دو اختیار معامله به طور ضمنی<sup>۲</sup> معامله می‌شود. اول اختیار خریدی که فروشنده استقراضی به مالک اولیه سهم می‌دهد تا وی بتواند در زمانی در آینده (تا سررسید مشخص) هر زمان که اعلام کند نسبت به خرید سهم فروخته شده با قیمت معامله اقدام نماید. اختیار دیگر را مالک اولیه سهم به فروشنده استقراضی می‌دهد و بر اساس این اختیار فروشنده استقراضی اختیار دارد در زمانی در آینده (تا سررسید مشخص) سهم خریداری شده را به مالک اولیه سهم به قیمت معامله بفروشد.

بر اساس مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، در قرارداد اختیار خرید، خریدار اختیار، با پرداخت مبلغی حق پیدا می‌کند که مقدار معینی کالا یا تعداد معینی سهم به قیمت معین در تاریخ معین از فروشنده اختیار خریداری کند و فروشنده اختیار، متعهد میشود در صورت درخواست خریدار اختیار، آن مقدار کالا یا سهم را به قیمت مذکور به وی بفروشد. در قرارداد اختیار فروش، خریدار اختیار، با پرداخت مبلغی حق پیدا می‌کند مقدار معینی کالا یا تعداد معینی سهم به قیمت معین در تاریخ معین به فروشنده اختیار بفروشد و فروشنده اختیار، متعهد میشود در صورت درخواست خریدار اختیار، آن مقدار کالا یا سهم را به قیمت مذکور از وی خریداری کند (همان). همچنین با توجه به ماهیت قرارداد اختیار معامله که قرارداد مستقل و جدیدی است در صورت رعایت ضوابط عمومی قراردادها مانند ممنوعیت اکل مال به باطل، ممنوعیت ضرر، ممنوعیت غرر و ممنوعیت ربا، می‌تواند قرارداد صحیحی باشد لذا با توجه به اینکه در قراردادهای اختیار معامله (اختیار خرید و اختیار فروش) این ضوابط رعایت می‌شود این معاملات محکوم به صحت خواهند بود. بعد از تعهد فروشنده و دریافت وجه، مشتری حق اختیار خرید یا فروش پیدا می‌کند، مشتری می‌تواند در سررسید، این حق را اعمال کند یا از آن دست بردارد کما اینکه قبل از سررسید می‌تواند این حق را اعمال یا به دیگری بفروشد (همان). در شکل ۲ مدل این معامله نشان داده شده است:

<sup>1</sup> Corporate Action

<sup>2</sup> Embedded



شکل ۲: سازوکار عملیاتی معامله اولیه فروش استقراضی سهام در مدل پیشنهادی

اختیارات رد و بدل شده در این معامله چند ویژگی اصلی دارند:

- ۱- ضمنی هستند: به عبارت دیگر به تنهایی قابلیت خرید و فروش ندارند و متصل به معاملات دیگر هستند.
- ۲- اختیارات معامله شده از نوع اختیار آمریکایی<sup>۱</sup> هستند و در هر زمانی تا سررسید قابلیت اعمال را دارند.
- ۳- در صورت اعمال یکی از اختیارات، اختیار دیگر خود به خود منقضی می شود.

در زمان معامله سهام و اختیارات ضمنی، قیمت مبادله حاصل جمع سه قیمت می باشد: اول قیمت خرید سهام، دوم قیمت اختیار خرید و سوم قیمت اختیار فروش:

قیمت فروش اختیار خرید □ قیمت خرید اختیار فروش ⊕ قیمت خرید سهام ⊖ قیمت معامله

(قیمتی که فروشنده استقراضی به مالک اولیه سهام می پردازد)

فروشنده استقراضی پس از تملک سهام مذکور باید اقدام به فروش این سهام در بازار نماید. حساب فروشنده استقراضی با وجوه حاصل از فروش در بازار و تعهد ناشی از خرید از مالک سهام، تسویه می شود و وجوه باقیمانده نزد اتاق پایایی متعلق به مالک اولیه سهام است و به عنوان وجه تضمین مالک اولیه سهام در ایفای تعهدات اختیار فروش اعطایی تودیع می شود. از سوی دیگر به میزان درصدی از قیمت معامله (متناسب با نوسان پذیری بازار) از فروشنده استقراضی دریافت و در حساب ودیعه فروشنده استقراضی جهت تضمین تعهدات ناشی از فروش اختیار خرید، تودیع و سود<sup>۲</sup> حاصل از این سپرده به فروشنده استقراضی تعلق می گیرد. وجوه تضمین فوق که تحت عنوان وجه تضمین اولیه اختیارات واگذار شده، لحاظ می شود متناسب با تغییرات قیمت سهام پایه تا زمان اعمال به روز رسانی می شود. اگر تا سررسید مالک اولیه سهام قصد بازخرید سهام

<sup>۱</sup> American Style Option

<sup>۲</sup> سود ناشی از سرمایه گذاری در سپرده های بانکی





فروخته شده را داشته باشد، اقدام به اعمال اختیار خرید خود می کند. در این حالت فروشنده استقراضی مکلف است تا سهام را از بازار خریداری و به مالک اولیه بفروشد. در اتاق پایاپای فروشنده استقراضی از بابت خرید سهام از بازار، نزد اتاق پایاپای بدهکار و از بابت فروش آن به مالک اولیه سهم بستانکار خواهد شد و در صورت بیش تر بودن بدهی وی نسبت به مبلغ بستانکاری ما به التفاوت از محل ودیعه تودیع شده نزد اتاق پایاپای تامین می شود. در مقابل در صورتی که فروشنده استقراضی تمایل به باز فروش سهام خریداری شده به مالک اولیه سهم 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 سهم فروخته می شود. در این حالت نیز فروشنده استقراضی از بابت خرید سهام از بازار بدهکار و از بابت فروش آن به مالک اولیه سهم 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 می شوند و قابلیت اعمال نخواهند داشت.

کلیه فرآیندهای انجام شده در روز اول معامله (انتقال سهام از مالک اولیه به فروشنده استقراضی) را می توان در سه دسته مجزا تقسیم بندی نمود:

۱- فرآیند گردش سهام و اختیارات معامله

۲- فرآیند گردش پول

۳- فرآیند حساب های ودیعه نزد اتاق پایاپای

این سه فرآیند در شکل های ۳ و ۴ به تصویر کشیده شده است:

اقدام	معامله اولیه	معامله در بازار	برآیند پایان روز
گردش سهام	SH** ← SS*	SS ← بازار	SH ← SS ← بازار
گردش پول بابت سهام و اختیارات	SS ← [سود و زیان] ← SH [ودیعه] → CH*** ← [ودیعه]	بازار ← [سود و زیان] → SS	طرفین سهم و اختیار معامله با بازار جمع
	SS	SS	SS
	SH	---	SH
حساب ودیعه نزد CH	SS	---	SS
	SH	---	SH
برآیند مالی انتهای روز			
	20	---	28
	206	---	0
			28

SS\* فروشنده استقراضی و SH\*\* مالک اولیه سهام و CH\*\*\* اتاق پایاپای است.

شکل ۳: فرآیند روز اول معامله (انتقال سهام از مالک اولیه به فروشنده استقراضی)

در معامله سهام و اختیارات معامله در معامله اولیه و همچنین فروش آن سهام در بازار، سهام، تحت تملک فروشنده استقراضی قرار می گیرد (و دو اختیار معامله جابجا می شود) و در بازار به فروش می رسد. آنچه در این خصوص اهمیت دارد این است که تنها در صورت فروش سهام در بازار، دو اختیار معامله نیز به قوت خود باقی می ماند و در غیر این صورت، این دو اختیار نیز ابطال شده و تنها جریمه ای جزئی از سوی فروشنده استقراضی به مالک اولیه سهام پرداخت می شود.



در فرآیند گردش پول، بر اساس قیمت روز قبل (مثلاً ۲۰۰ واحد که قیمت اعمال اختیارات نیز می باشد)، فروشنده استقراضی مبلغی بابت سهام مبادله شده به مالک اولیه سهام بدهکار می شود (۲۰۶ واحد، در واقع ۶ واحد هزینه ریسک های مترتب بر این معامله است که در قیمت اختیارات لحاظ می شود) که این مبلغ پس از فروش در حساب ودیعه ای نزد اتاق پایاپای نگه داری می شود<sup>۱</sup>. لازم به ذکر است که مقدار این مبلغ در معامله اولیه و به صورت رقابت حراج تعیین می شود. بعلاوه فروشنده استقراضی مبلغی مجزا بابت تضمین ابفای تعهدات مربوط به اختیار خریدی که به مالک اولیه سهام فروخته است نیز نزد اتاق پایاپای به ودیعه می گذارد (۲۰ واحد). سپس فروشنده استقراضی این سهام را در بازار به عموم عرضه می نماید (۱۹۸ واحد)<sup>۲</sup>. با توجه به ارقام فوق، فروشنده استقراضی مبلغ ۲۲۶ واحد پرداخت کرده<sup>۳</sup> که ۲۰۶ واحد آن متعلق به مالک اولیه سهام بوده و با نگهداری در حساب ودیعه، عوائد آن (سود پرداختی به آن) نصیب وی می گردد.

برای بررسی نتایج حاصل از فروش استقراضی، دو حالت فرضی کاهش قیمت بازار و افزایش قیمت بازار سهم را در نظر می گیریم (نتایج هر دو حالت در شکل ۴ نشان داده شده است):

حالات ممکن	حالت ۱: قیمت بازار سهم ۱۷۰ واحد	حالت ۲: قیمت بازار سهم ۲۱۵ واحد		
شرح اقدام	درخواست اعمال اختیار فروش توسط SS	درخواست اعمال اختیار خرید توسط SH		
گردش سهم				
گردش پول بابت معامله سهم	طرفین	SH	SS	
	خرید از بازار	---	-۱۷۰	
	فروش SS به SH	-۲۰۰	+۲۰۰	
	جمع	-۲۰۰	+۳۰	
گردش پول بابت تسویه CH***	طرفین	SH	SS	
	---	+۲۰۶	+۲۰	
برآیند گردش پول (معاملات و ودیعه)	طرفین	SH	SS	
	---	+۶	۵۰	
سود و زیان نهایی	جمع کل	SH	SS	
	---	+۶	+۲۲	
		جمع کل	SH	SS
		---	+۶	-۲۳

SS\* فروشنده استقراضی و SH\*\* مالک اولیه سهام و CH\*\*\* اتاق پایاپای است.

شکل ۴: نتایج حاصل از فروش استقراضی

<sup>۱</sup> می توان برای مالک اولیه سهام نیز حساب ودیعه در نظر گرفته و تمام این مبلغ را نزد اتاق پایاپای سپرده نمود.  
<sup>۲</sup> ارقام ارائه شده در این بخش فرضی و صرفاً جهت روشن تر شدن موضوع می باشد.  
<sup>۳</sup> از این مبلغ، ۱۹۸ واحد از فروش سهام در بازار تامین می شود.



در حالت ۱، فروشنده استقراضی سهام را در بازار به قیمت ۱۷۰ واحد خریده و اقدام به اعمال اختیار فروش و در نتیجه فروش سهام خود به مالک اولیه سهام در قیمت ۲۰۰ واحد می‌نماید و از این طریق ۳۰ واحد سود ناخالص کسب می‌کند. با در نظر گرفتن ۸ واحد هزینه ابتدایی، سود خالص وی برابر ۲۲ واحد می‌گردد. در این حالت، مالک اولیه سهام نیز از حساب ودیعه خود نزد اتاق پایپای، وجه خرید سهام را پرداخت و ۶ واحد سود خواهد برد (علاوه بر سود حاصل از سرمایه‌گذاری در سپرده بانکی).

در حالت ۲، مالک اولیه سهام اقدام به اعمال اختیار خرید خود می‌کند و فروشنده استقراضی مجبور است سهام را از بازار به قیمت ۲۱۵ واحد خریداری کند و این سهام را با قیمت اعمال ۲۰۰ واحد به مالک اولیه سهام می‌فروشد. با در نظر گرفتن این موارد و بازپس‌گیری ودیعه اولیه و همچنین هزینه ۸ واحدی روز اول، زیان وی ۲۳ واحد خواهد شد. همانطور که مشاهده می‌گردد، در حالت اول که پیش‌بینی فروشنده استقراضی (یعنی کاهش قیمت) محقق می‌شود، فروشنده استقراضی سود کسب نموده و در حالت دوم که پیش‌بینی وی (یعنی افزایش قیمت) محقق نمی‌شود، متحمل زیان می‌گردد. همچنین در هر دو حالت، مالک اولیه سهام سودی معادل ۶ واحد (صرف ریسک) به اضافه سود حاصل از سرمایه‌گذاری در سپرده بانکی کسب می‌کند، به عبارتی مبلغ دریافتی وی مشخص و کم ریسک است.

با توجه به مدل ارائه شده حال به بررسی رعایت اصول اساسی پیش‌گفته در این مدل می‌پردازیم.

۱- در خصوص تعلق سود حاصل از سرمایه‌گذاری و وجه حاصل از فروش سهام در سپرده بانکی به مالک اولیه سهام، با توجه به فروش قطعی سهام به فروشنده استقراضی، انتقال وجه به حساب ودیعه اختیار فروش متعلق به مالک اولیه سهام، این اصل محقق می‌گردد.

۲- در ارتباط با تعلق گرفتن ریسک‌های بازار سهم به فروشنده استقراضی پس از فرایند استقراض، با توجه به انتقال قطعی مالکیت سهام به فروشنده استقراضی در قالب معامله، این اصل نیز محقق می‌شود.

۳- موضوع اختیار مالک اولیه سهم در فراخوانی سهام قرض داده شده در هر زمان پس از فرایند استقراض به واسطه اختیار خریدی که در زمان معامله اولیه از سوی فروشنده استقراضی به مالک اولیه سهام داده می‌شود، مرتفع می‌گردد.

۴- موضوع اختیار فروشنده استقراضی جهت بازپس دادن سهام در هر زمان پس از فرایند استقراض، به واسطه اختیار فروشی که در زمان معامله اولیه از سوی مالک اولیه سهام به فروشنده استقراضی داده می‌شود، مرتفع می‌گردد.

۵- تودیع ودایع در حد فاصل زمان استقراض و زمان باز پس دادن سهام در قالب وجوه تضمین قراردادهای اختیار معامله انجام می‌شود.

۶- در خصوص تعلق حقوق مکتسبه ناشی از اقدامات شرکتی به مالک اولیه سهام از دو منظر می‌توان بحث کرد. اول اینکه مالک اولیه سهام اختیار دارد که در حد فاصل اعلان مجمع جهت انجام اقدامات شرکتی و برگزاری مجمع با اعمال اختیار خرید خود نسبت به بازپس‌گیری سهام و کسب منافع حاصل از اقدامات شرکتی اقدام نماید. احتمال وقوع این رویداد به دلیل اهمیت اعمال رای و حقوق غیر مالی دارنده سهم در مجامع بالا است. دوم با توجه به اینکه در ضمن عقد قرارداد اختیار معامله می‌توان شرط کرد که قرارداد اختیار (تعداد سهام موضوع قرارداد و قیمت اعمال) متناسب با اقدامات شرکتی به گونه‌ای تعدیل شود تا حقوق طرفین قرارداد حفظ گردد، این اصل دست‌یافتنی خواهد بود.

### ۷- بحث و نتیجه‌گیری

فروش استقراضی از جمله سازوکارهای متداول در بازارهای مالی دنیاست که می‌تواند موجب افزایش نقدشوندگی و کارایی گردد. این سازوکار می‌تواند عدم توازن موقت ایجاد شده در عرضه و تقاضای اوراق بهادار را جبران کند. فروش



استقراضی صورت گرفته در بازار باعث افزایش عرضه برای خریداران می شود و ریسک بالارفتن مصنوعی قیمت اوراق بهادار را با افزایش طرف عرضه کاهش میدهد. فروش استقراضی همچنین باعث کارایی قیمت گذاری بازار اوراق بهادار می شود. هنگامی که یک فروشنده سهام استقراضی در مقابل روند کاهشی یک سهم اقدام به سفته بازی یا پوشش ریسک می کند، این معامله او در حقیقت طرف مقابل معامله کسی است که آن سهم را به قصد سفته بازی و به امید افزایش قیمت یا به قصد پوشش ریسک در برابر این افزایش می خرد. هر دو طرف معامله یعنی فروشنده سهام استقراضی و خریدار با خرید سهام به یک قیمت و فروش به قیمت بالاتر امید به کسب منفعت یا پوشش ریسک دارند اما آنچه متفاوت است استراتژی دو طرف است. معامله گرانی که معتقد به بالاتر بودن قیمت سهم نسبت به ارزش واقعی آن هستند ممکن است با انجام معاملات استقراضی از برآورده شدن انتظاراتشان مبنی بر کاهش قیمت سهم کسب منفعت نمایند. اینگونه معامله گران از این جهت باعث افزایش کارایی قیمت می شوند که عمل استقراض آنان باعث آگاهی بازار نسبت به ارزیابی ایشان نسبت به قیمت آتی اوراق بهادار می شود. این ارزیابی قیمت بازار را متاثر می سازد (کمسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا، ۲۰۰۴).

بازار سرمایه ایران تاکنون از مزایای این ابزار بی بهره بوده است و شاید مهم ترین دلیل آن خلا وجود مدلی عملیاتی مبتنی بر فقه شیعه و موازین حقوقی بازار سرمایه ایران بوده است. چنانکه در گفتارهای پیشین ذکر شد مدل متداول بین المللی ظرفیت تطبیق با موازین شرعی را نداشته است و مدل های ارایه شده جایگزین همچون خرید و فروش نقد و سلف همزمان نیز با شبهاتی روبرو بوده و برخی از خواص مدل های متداول استاندارد را در بر نمی گیرد. از این روی در مقاله حاضر بر طراحی مدلی که به لحاظ کارکردی تا حد ممکن به مدل متداول بین المللی نزدیک باشد و در حین حال تطابق کامل با مبانی فقهی داشته باشد، متمرکز شدیم. مدل ارایه شده در این مقاله ترکیبی از معامله و قراردادهای اختیار معامله بود که همگی قبلا مورد تایید کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفته است. در مدل مذکور تمامی اصول اساسی فروش استقراضی متداول بین المللی رعایت شده است ضمن اینکه با توجه به طراحی خاص آن توانسته است مزیت جدیدی نیز ایجاد نماید. با توجه به قیمت گذاری اختیاری معامله ها در زمان انتقال سهام از مالک اولیه سهم به فروشنده استقراضی امکان قیمت گذاری ریسک های مترتب بر طرفین معامله وجود دارد. به عبارت دیگر فروشنده استقراضی (قرض گیرنده) در قیمت فروش اختیار معامله فروشی که به مالک اولیه سهام واگذار می کند ریسک های خود شامل ریسک فراخوانی و ریسک فشار ناگهانی را لحاظ می کند و از سوی دیگر مالک اولیه سهام (قرض دهنده) در قیمت فروش اختیار معامله خریدی که به فروشنده استقراضی واگذار می کند ریسک های خود شامل ریسک طرف مقابل و ریسک عملیاتی را در نظر می گیرد.



## ارجاعات

بخش فرهنگی جامعه مدرسین حوزه علمیه قم. ۱۳۸۱. *ربا (پیشینه تاریخی ربا، ربا در قرآن و سنت، انواع ربا و فرار از ربا)*، قم: مؤسسه بوستان کتاب قم

دبیرخانه کمیته تخصصی فقهی، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار. ۱۳۹۳. *مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار*. تهران: انتشارات بورس.

طباطبایی، آیت الله سید علی. ۱۳۶۹ (ه.ق). *ریاض المسائل فی بیان الاحکام بالدلائل*. تهران: جامعه مدرسین حوزه علمیه قم

موسویان، عباس. ۱۳۸۶. *ابزارهای مالی اسلامی*. تهران: سازمان انتشارات، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

نجفی، مهدی و شمسی نژاد، سعید. ۱۳۸۵. *مصوبات شورای مشورتی شرعی کمیسیون اوراق بهادار مالزی*. تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)

Frank, J.Fabozzi. 2004. *Short selling, Strategies, Risks and Rewards*, Wiley Press

SEC rules. 2004. *Short Sale; Release No. 34-50103*. <http://www.sec.gov/rules/final/34-50103.htm>

This document was created with Win2PDF available at <http://www.win2pdf.com>.  
The unregistered version of Win2PDF is for evaluation or non-commercial use only.  
This page will not be added after purchasing Win2PDF.