



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

نگاهی متفاوت بر فروش غیرمالکانه (فروش
استقراضی) و بررسی مسائل فقهی پیرامون آن

سید امیرحسین اعتصامی

میثم حامدی

شهریور ۱۳۹۶



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: نگاهی متفاوت بر فروش غیرمالکانه (فروش استقراضی) و بررسی مسائل فقهی پیرامون آن

تهیه‌کنندگان: امیرحسین اعتصامی، میثم حامدی

کد گزارش: ۲۰۱۷-۱۵-۹۶

تاریخ گزارش: شهریور ۱۳۹۶

این گزارش در گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این گروه می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

نگاهی متفاوت بر فروش غیرمالکانه (فروش استقراضی) و بررسی مسائل فقهی پیرامون آن

سید امیر حسین اعتماسی - تیم حامدی

چکیده

فعالان بازار در بسیاری از موارد، منتقد دو طرفه نبودن بازار سرمایه کشور بوده‌اند و خواستار این هستند تا امکان فروش غیرمالکانه یا استقراضی در بازار سهام نیز فراهم شود. این در حالی است که براساس موازین مقدس شرع، امکان استفاده از فروش غیرمالکانه تا حدودی ممنوع گشته و نمی‌توان این پدیده را منطبق بر عقود موجود در بازار راه‌اندازی نمود. در این گزارش، بر خلاف جهت فکری بسیاری از نویسندگان در خصوص فروش غیرمالکانه یا استقراضی، تلاش شده با دیدی مثبت و مطالعه دقیق کتب و مقالات مربوطه در این حوزه، ابتدا به اصالت فروش غیرمالکانه پرداخته شود و سپس پیشنهادهایی که تاکنون برای این مهم در بازار سرمایه مطرح گردیده، مورد بررسی قرار گیرد. تاکنون هیچ کدام از مدل‌های ارائه شده قابلیت اجرایی نیافته و صرفاً در عرصه نظری مشکل فروش غیرمالکانه را رفع نموده‌اند. در این گزارش ابتدا مدل متعارف فروش غیرمالکانه به زبانی ساده بیان شده و مدل ارائه آن صرفاً با حضور کارگزاری مورد بررسی قرار گرفته و سپس به مدل‌های پیشنهادی ارائه شده در بازار سرمایه پرداخته شده است و در نهایت تلاش شده براساس ماهیت عقود اسلامی و همچنین بحث‌هایی که میان کارشناسان مالی اسلامی صورت گرفته است، مدل متعارف با عقود فعلی منطبق شود. براساس این گزارش، شاید بتوان فروش غیرمالکانه را دقیقاً فروش استقراضی نامید؛ چراکه صرفاً عقد قرض را می‌توان با مد نظر قرار دادن محدودیت‌های خاص بر نوع معامله، در رابطه مشتری و کارگزاری تصویر کرد.

کلمات کلیدی: فروش غیرمالکانه، فروش استقراضی، کارگزاری، عقد قرض

۱- مقدمه

در آگوست سال ۲۰۱۱ با سقوط قیمت‌ها در بازارهای سهام، موج جدیدی از دخالت‌های نهادهای مختلف در بازار، مانند آنچه که در سال ۲۰۰۸ مشاهده شد، به راه افتاد. در بسیاری از کشورهای اروپایی، فروش غیرمالکانه ممنوع شد. زمانی که بازارهای سهام دچار شکست می‌شوند، دولت‌ها (که اساساً فکر می‌کنند که همه چیز باید همواره سیر صعودی داشته باشد و نزول در بازار قابل توجیه نیست) به این باور رسیدند که دخالت در بازار ضروری است. دولت‌ها اولین کاری که معمولاً برای این مسئله انجام می‌دهند، مقصر جلوه دادن موقعیت‌های غیرمالکانه^۱ (موقعیت‌های استقرایی) در بازار است. اما آمارها حقیقت جالبی را بیان می‌کنند. براساس گزارش مریل لینچ^۲ و گلدمن ساکس^۳ بیش از ۴۰ میلیارد دلار (ارزش سهام) در شکست بازار در سال ۲۰۱۱ فروخته شد. شاید اولین حدس خواننده این باشد که این مقدار سهام توسط سفته‌بازان به فروش رسیده است اما از این میان، ۳۰٫۵ میلیارد دلار آن از سوی صندوق‌های بازنشستگی و مؤسسات دیگر فروخته شد: نهادهایی که اصطلاحاً سرمایه‌گذاران حقوقی بلند مدت محسوب می‌شوند. این نهادها، در پی آشفته شدن فضای اقتصادی آن زمان و در مواجهه با ریسک زیادی که بازدهی شرکت‌هایی که در پرتفوی سرمایه‌گذاری آنها قرار داشتند، اقدام به فروش فوری دارایی‌های خود نمودند.

در سال ۲۰۱۲، اتخاذ موقعیت‌های غیرمالکانه (استقرایی) مجدداً برای چندین ماه ممنوع شد و مجدداً اشتباهاتی که در سال ۲۰۰۸ رخ داد تکرار گردید؛ چراکه پس از ممنوع کردن این معاملات، حجم معاملات کاهش و متعاقباً تلاطم^۴ در بازار افزایش یافت. آنچه باید ذکر کرد این است که اگر بنیان‌های اقتصاد قوی نیست، دخالت در بازار نمی‌تواند از سقوط آن جلوگیری کند. از آنجایی که نمی‌توان فروش را (به صورت طبیعی) ممنوع نمود، باید به دنبال ابزارهای دیگری بود تا آرامش را در بازار حاکم کرد.

دخالت دائمی در جریان سرمایه که در سال ۲۰۱۲ تشویق می‌شد عبارتند از ابزارهایی نظیر محدود کردن حق رأی شرکت، وضع مالیات‌های محرمانه و تصمیم اسپانیا به عنوان تنها کشور عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی و تجاری (OECD) برای منع فروش غیرمالکانه (فروش استقرایی)^۵.

علی‌رغم وجود ممنوعیت بر فروش غیرمالکانه، بازار سهام اسپانیا، مشابه بازار سهام پرتغال و ایتالیا که فروش غیرمالکانه را ممنوع نکردند عمل نمود. با تمام این تفاسیر، حجم معاملات دچار بحران و شکست شد. بازار اسپانیا با کاهش ۳۶ درصدی در حجم معاملات و کاهش ۴۰ درصدی در کل معاملات مواجه گشت.

ممنوع کردن فروش غیرمالکانه ناتوانی در ادراک نحوه عمل بازارها است. اگر سرمایه‌گذاران متوجه شوند که در بازار سهام دخالت و دستکاری وجود دارد، خیلی ساده، سرمایه‌گذاری متوقف خواهد شد. این همان دلیل سقوط ناگهانی حجم معاملات است. در سال ۲۰۰۸، بازار سهامی که بیشترین جهش را داشت، بازار سهام زیمباوه بود؛ هیچ پاداش مدیری کاهش نیافت یا هیچگونه دخالت در بازار برای جلوگیری از دستکاری‌های عمومی که در آن وجود دارد صورت نگرفت.

^۱Short Positions
^۲Merrill Lynch
^۳Goldman Sachs
^۴Volatility

^۵Short Sell: در این گزارش عمداً نام دیگری برای فروش استقرایی انتخاب شده است تا صرفاً به عقد قرض در آن توجه نشود.

داستان‌های زیادی پیرامون فروش غیرمالکانه نقل شده است. برای مثال، گفته شده که فروش غیرمالکانه ابزار جدیدی در مهندسی مالی است؛ در حالی که این ماهیت از سال ۱۹۴۹ وجود داشته است. از دیگر داستانها درباره فروش غیرمالکانه این است که این ماهیت موجب کاهش شدید قیمت‌ها می‌شود. این در حالی است که قیمت سهام زمانی کاهشی می‌باشد که بازدهی و شرایط مالی شرکت به وخامت گذارد. چرا موقعیت‌های غیرمالکانه (استقراضی) بر سهام‌های خوب که در اروپا وجود داشتند مانند دیگر سهام‌ها در سال ۲۰۱۲ اثر منفی نگذاشت؟ پاسخ این سؤال آن است که بازدهی سهام‌های خوب، با سرعت بیشتری افزایش یافت. اما بزرگترین اشتباه درباره فروش غیرمالکانه این است که بگوییم این موقعیت‌ها، صرفاً برای شرایط نزولی کاربرد پذیرند در حالی که بسیاری از این موقعیت‌ها در حقیقت برای تأمین مالی موقعیت‌های مالکانه یا خرید مالکانه به کار می‌روند.

واقعیت این است که ترس از فروش غیرمالکانه ساخته رسانه‌ها و مدیران اجرایی شرکت‌ها است و مانند داستان‌هایی که درباره سرمایه‌گذار خارجی بیان شده و نسبت به حضور آن ترس و واکنش ایجاد گردیده است (که حضور این سرمایه‌گذاران ممکن است موضوعات بنیادی را تحت تأثیر قرار دهد و ...)، صرفاً یک داستان خیالی محسوب می‌شود (گرچه باید در اینخصوص احتیاط لازم را نیز داشت).

۲- مدل متعارف فروش غیرمالکانه

سرمایه‌گذاری از طریق موقعیت شورت یا غیرمالکانه، فرایندی است که از طریق آن، سرمایه‌گذار اوراقی را از طریق قراردادی وام گرفته و در قبال آن، بهره پرداخت می‌کند. در این فرایند، سرمایه‌گذار فوراً ورقه بهادار را می‌فروشد تا مجدداً آن را در آینده، به قیمتی پایین‌تر از قیمت اولیه خریداری نماید و بازپس دهد. بنابراین، سرمایه‌گذار، وامی که اخذ نموده را با سود بازپس می‌دهد. آنچه که درباره فروش غیرمالکانه خوب ادراک نشده این است که یک موقعیت فروش غیرمالکانه همواره نباید موقعیتی باشد که در زمان نزولی بودن بازار به کار رود. در بسیاری از موارد، استفاده از موقعیت فروش غیرمالکانه، به‌عنوان روشی برای پوشش ریسک یا خنثی کردن پرتفوی محسوب می‌شود. این موضوع همان چیزی است که اصطلاحاً بدان راهبرد «خرید-فروش» اطلاق شده است. لذا زمانی که فروش غیرمالکانه صورت می‌گیرد، اساساً سرمایه‌گذار در پی کاهش ریسکی می‌باشد که در ورقه بهادار دیگری که برای وی جذابیت دارد، پذیرفته است. فرایند فروش غیرمالکانه سه مزیت برای بازار در پی دارد:

- ۱- این فرایند نقدشوندگی بازار را افزایش می‌دهد؛
- ۲- از طریق باز کردن فضا برای واکنش خرید/فروش، برای ورقه بهادار این امکان را فراهم می‌سازد تا واکنش بهتر و جامع‌تری به اخبار و رویدادها داشته باشد؛
- ۳- و در نهایت، به شرکت‌هایی که اظهار می‌کنند بازار روند اشتباهی را در پیش گرفته است، این فرصت را می‌دهد تا حرف خود را ثابت کنند.

در غالب موارد، فردی که موقعیت فروش می‌گیرد، تحلیلی از صنعت یا بخش مربوطه، شرکت و رقبای آن نموده و متوجه شده است که این ورقه بهادار منبع تأمین مالی خوبی برای سرمایه‌گذاری دیگری است. بدین دلیل، فردی که فروش غیرمالکانه انجام می‌دهد،

حاضر است برای وام گرفتن ورقه بهادار بهره پرداخت کند. سرمایه‌گذار می‌بیند که هزینه کلی این موقعیت (شامل بهره) ریسک موقعیت‌های لانگ یا مالکیتی (خرید مالکیتی) وی را کاهش می‌دهد. همچنین، اگر علاوه بر اینکه ورقه بهادار از صنعت یا بخشی که در آن حاضر است بدتر عمل کند، ارزش آن نیز کاهش می‌یابد و موقعیت فروش سود ده نیز می‌شود. در ادامه گزارش، بحث پوشش ریسک و خنثی نمودن بازده پرتفوی از طریق موقعیت فروش غیرمالکانه توضیح داده شده است.

۱-۲- فروش غیرمالکانه به زبان ساده

فروش غیرمالکانه عبارت است از فروش سهم قبل از تملک آن از طریق وام گرفتن سهم یا کالای مربوطه. گرچه این تعریف کوتاه ممکن است تعجب‌آور و دارای ابهام باشد اما توضیحات پیرو، می‌تواند موضوع را شفاف نماید. در کنار معاملات عادی بازار سهام و خرید و فروش سهم یا کالا، بازاری وجود دارد برای سپرده‌پذیری و اعطای وام به صورت سهام. افرادی که سهم نیاز دارند، قادرند به جای آنکه سهم خریداری کنند، آن را وام بگیرند. ابتدا سرمایه‌گذار باید سهامی را بیابد که می‌تواند آن را به صورت وام در اختیار بگیرد. این موضوع اصطلاحات «سهامیابی» یا «وام گرفتن» نامیده شده است. تقریباً هر کارگزاری یک دپارتمان در اختیار دارد که بر این نوع از اوراق بهادار متمرکز است. به ذهن بسپارید که وام گرفتن سهم اگر غیر ممکن نباشد، بسیار دشوار است. ممکن است این اتفاق بیافتد که از قبل بر روی سهام شدیداً موقعیت‌های فروش غیرمالکانه باز شده و شرکت‌های کارگزاری در ورود به این نوع معاملات تعلل داشته‌اند. یا ممکن است که معامله چندانی روی سهم خاصی صورت نمی‌گیرد و سهمی برای فروش غیرمالکانه وجود ندارد. بدین دلیل، سرمایه‌گذار ممکن است به دنبال موارد جایگزین باشد (روش‌های جایگزین نیز به صورت خلاصه در این گزارش ارائه شده‌اند). یک رویکرد این است که سرمایه‌گذار «اختیار فروش» خریداری نماید. این اوراق، اوراقی است که با کاهش ارزش ورقه پایه، ارزش آن افزایش می‌یابد. یا اینکه سرمایه‌گذار ممکن است یک قرار داد آتی روی یک شاخص یا سهام بفروشد.

درخصوص فروش غیرمالکانه، تمام اقدامات از طرف کارگزاری صورت می‌گیرد. فرض کنید به کارگزار دستور می‌دهید تا ۱۰۰ سهم شرکت XYZ را به صورت غیرمالکانه بفروشد که قیمت آن در حال حاضر ۹۰ دلار است. وی ابتدا اطمینان حاصل می‌کند که ۹۰ دلار در حساب خود نزد کارگزاری دارید. کارگزار این پول را به عنوان سپرده تضمینی کنار می‌گذارد (به نوعی اعتبارسنجی در ابتدا صورت می‌گیرد). برای ساده‌سازی فرض کنید که با دستوری که از سوی شما واصل می‌شود، کارگزار به پرونده‌های خود مراجعه می‌کند و متوجه می‌شود که خانم میلر چند صد سهم XYZ را به ارث برده و سال‌ها به آن دست زده است. کارگزار، ۱۰۰ سهم از پرونده وی قرض می‌گیرد و یادداشتی بر جای می‌گذارد که شما ۱۰۰ سهم بدهکار هستید. سپس کارگزار به پشت میز خود باز می‌گردد و ۱۰۰ سهمی که از خانم میلر قرض گرفته است را از جانب شما در بازار می‌فروشد و عواید حاصل از فروش را در گاو صندوق خود قرار می‌دهد و روی آن درخصوص معامله یادداشتی می‌گذارد. اکنون شما ۱۰۰ سهم به خانم میلر بدهکار هستید در حالی که وجوه حاصل از فروش سهام در گاو صندوق کارگزاری است و نام شما بر روی پاکت وجوه نقد حاصله، الصاق شده است. شما همواره می‌توانید از این پول جهت بازخرید سهام XYZ و بازگرداندن سهام خانم میلر استفاده کنید.

^۱The locate

^۲The Borrow

اکنون فرض کنید که تحلیل‌های شما درست از آب درآمده و سهم XYZ به ۸۰ دلار کاهش می‌یابد. شما با کارگزار خود تماس می‌گیرید و از وی می‌خواهید تا موقعیت غیرمالکانه شما رو پوشش دهد. کارگزار پاکت پول که در آن ۹۰,۰۰۰ دلار وجود دارد را باز می‌کند و ۱۰۰ سهم XYZ را خریداری می‌کند. اکنون صرفاً ۸۰,۰۰۰ دلار برای خرید سهام لازم است. ۱۰,۰۰۰ دلار باقی می‌ماند. این مقدار پول با کسر کارمزد و اجرت، سود شما است. کارگزار سود شما را به حسابتان واریز می‌کند و سپرده تضمینی شما را که طی معامله فروش در اختیار داشت، آزاد می‌سازد. با ۱۰۰ سهم XYZ در دست، مجدداً پرونده خانم میلر را باز کرده و ۱۰۰ سهم را باز می‌گرداند و یادداشت بدهی شما را نیز از پوشه ایشان بر می‌دارد.

اکنون معامله پایان یافته. شما سود کرده‌اید و سپرده تضمینی خود را در اختیار دارید، کارگزار کمیسیون از شما گرفته و خانم میلر سهام خود را در اختیار دارد. چرا خانم میلر باید سهامش را به شما قرض دهد؟ قرارداد استاندارد برای حساب ودیعه در ایالات متحده و غالب کشورهای که فروش غیرمالکانه را پذیرفته‌اند وجود دارد که به کارگزار اختیار می‌دهد تا از حساب فرد، سهم را قرض کند. یا حتی ممکن است که خانم میلر این ذکات را داشته باشد تا در قبال اعطای این حق، اجرت اندکی از کارگزار دریافت نماید (در ادامه توضیح داده شده است که کمیسیون و بهره سهام وام داده شده متعلق به کارگزاری است و صرفاً با توافق کارگزاری ممکن است اجرتی به دارنده اصلی سهم تعلق گیرد). هیچ ریسکی متوجه خانم میلر نیست؛ چراکه پول فروش سهام توسط کارگزاری ضبط می‌شود و اینکه سپرده تضمینی، کفایت باز خرید سهام در زمانی که اعلام می‌شود را می‌کند.

نکته‌ای که درباره فروش غیرمالکانه وجود دارد این است که زمانی که سهمی را به صورت مالکانه خریداری می‌کنید، ممکن است برخلاف انتظارات شما، قیمت آن کاهش یابد. در فروش غیرمالکانه نیز عکس موضوع اتفاق می‌افتد: یعنی انتظار دارید که قیمت کاهش یابد اما قیمت سهم افزایش می‌یابد. برای مثال، سهم شرکت XYZ بجای آنکه از ۹۰ دلار به ۸۰ دلار کاهش یابد، به ۹۵ دلار افزایش می‌یابد. اگر قصد پوشش موقعیت فروش خود را دارید، هزینه‌ای ۹,۵۰۰ دلاری بر شما بار خواهد شد. از آنجایی که وجوه موجود در حساب شما ۹۰,۰۰۰ دلار است، کارگزار ۵۰۰ دلار اضافی بر سپرده تضمینی شما جهت باز خرید سهم شارژ می‌کند تا بتواند تمام سهام خانم میلر را بازگرداند. همچنین اگر شرکت XYZ اعلام پرداخت سود نقدی کند، خانم میلر، به‌عنوان مالک اصلی سهام، انتظار دریافت سود نقدی دارد. از آنجایی که سهام در اختیار شما بوده و آن را فروخته‌اید، باید سود نقدی را از جیب خود پرداخت کنید.

این دو ریسک، یعنی ریسک قیمت و هزینه سود نقدی، تصمیم‌گیری در خصوص کسب سود از طریق فروش غیرمالکانه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. همواره اذعان شده است که ریسک فروش غیرمالکانه نامحدود است. یعنی اگر فردی سهمی را ۹۰ دلار خریداری کند، بدترین اتفاقی که برای وی خواهد افتاد این است که ارزش سهم وی صفر شود. گرچه اتفاق بدی است اما فرد با آگاهی از این موضوع که حد توقف زیانش چه میزانی است وارد معامله می‌شود. اما در فروش غیرمالکانه، حدی برای رشد قیمت وجود ندارد. به‌عنوان مثال گفته می‌شود که اگر سهم ۹۰ دلاری به ۱,۰۰۰ دلار افزایش قیمت یابد، کل زندگی فرد نابود خواهد شد. در اصطلاح عامیانه، باید چنین جملاتی را غلو و بزرگنمایی دانست. اگر بخواهیم دید منفی نسبت به موضوعاتی خاص داشته باشیم، از هر کاری باید پرهیز نماییم. حقیقت معروفی درباره روانشناسی انسان وجود دارد که ابراز می‌دارد، افراد خطرات عمومی را دست کم می‌گیرند و به خطرات غیرمعمول بیش از حد توجه می‌کنند. بدون شک، هر معامله‌گر جدی و عاقل، با برنامه وارد بازار می‌شود که بخشی از این

برنامه تعیین حد زیان برای معاملاتش است. لذا هیچ معامله‌گری را نمی‌باید که اجازه دهد زیانش برای خرید سهم از ۹۰ دلار به ۱,۰۰۰ دلار کشیده شود. بنابراین، موضوع ریسک نامحدود برای فروش غیرمالکانه صرفاً بیانی اغراق‌آمیز است.

۲-۲- عملیات فروش غیرمالکانه

فروش غیرمالکانه در حالت عملیاتی، از طریق حساب ودیعه یا تضمین^۱ صورت می‌گیرد. بسیاری از اصطلاحات و اجرائیاتی که در خرید اعتباری توسط کارگزاران صورت می‌گیرد، در فروش غیرمالکانه نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. زمانی که تصمیم به فروش سهم می‌گیرید، باید اطمینان حاصل کنید که می‌توانید سهمی برای وام گرفتن بیابید. دپارتمان وام شرکت کارگزاری^۲ این موضوع را مدیریت می‌نماید. این دپارتمان، یا سهام را در حساب ودیعه^۳ یکی از مشتریان خود دارد یا اینکه باید آن را از شرکت‌های کارگزاری دیگر مطالبه نماید. این فرایند در بازار «وام‌دهی سهام» رخ می‌دهد و منبع بزرگی از سودهایی است که در بازار سهام حاصل می‌شود. بعد از اینکه از وجود سهام برای اخذ وام اطمینان حاصل شد، اکنون زمان آن رسیده تا نسبت به اینکه «الزامات ودیعه اولیه»^۴ را دارید یا خیر مطمئن شوید.

معمولاً حساب سرمایه‌گذاران در کارگزاری، دارای یک زیرحساب (حساب فرعی) است برای فروش غیرمالکانه؛ این حساب برای تسهیل در کار سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود. در ایالات متحده، مطابق مقررات T، الزامات ودیعه اولیه (یا وجه تضمین اولیه) عبارت است از ۵۰ درصد وجوه حاصل از فروش غیرمالکانه. بنابراین، برای مبلغی که از فروش سهمی که قرض گرفته شده، حداقل باید ۵۰ درصد وجه نقد اضافی یا اوراق بهادار کنار گذاشته شود. این وجه، اعتباری است که به حساب سرمایه‌گذار داده می‌شود. سپس، ۱۰۰ درصد از وجوه حاصل از فروش غیرمالکانه به صورت اعتبار در حساب ودیعه قرار می‌گیرد. در این حالت، حساب ودیعه به‌عنوان وثیقه^۵ وام مد نظر قرار داده می‌شود. اساساً، مبالغ موجود در حساب ودیعه که به‌عنوان تضمین نگه داشته می‌شود، مبالغی است که سرمایه‌گذار بدان دسترسی ندارد (تا زمانی که موقعیت فروش پوشش داده شود). برای ادراک بهتر، فرض کنید که ۱۰۰ سهم شرکت XYZ را به قیمت ۵۰ دلار که مجموعاً می‌شود ۵,۰۰۰ دلار، می‌فروشید. ذیل مقررات T، باید حداقل ۲,۵۰۰ دلار در حساب ودیعه داشته باشید که اجازه فروش به شیوه غیرمالکانه به شما داده شود. بلافاصله پس از فروش، مبالغ حاصل باید جهت تضمین سپرده شود. این امر معمولاً ۳ روز کاری به طول می‌انجامد اما در مجموع بیش از ۵ روز کاری طول نمی‌کشد. اگر این الزام اجرایی نشود، کارگزار موقعیت را ملغی می‌کند. جدول ۱ خلاصه معامله را نشان می‌دهد.

جدول ۱- خلاصه الزامات فروش غیرمالکانه

معامله	قیمت	وجوه حاصل	الزام حساب ودیعه	تراز اعتباری در حساب فروش
۱۰۰ سهم XYZ	\$ ۵۰	\$ ۵,۰۰۰	\$ ۲,۵۰۰	\$ ۵,۰۰۰

^۱Margin Account

^۲Loan Department

^۳Lending Shares

^۴Initial Margin Requirements

همواره باید وثیقه کافی در حسابتان داشته باشید تا حداقل ارزش فعلی موقعیت فروشتان را پوشش دهد. اگر چنین نباشد، ملزم هستید تا وجوه نقد یا اوراق بهادار بیشتری برای رساندن سطح پوشش حسابتان به ۱۰۰ درصد قیمت سهام وام گرفته شده هستید. این موضوع، همان به روز رسانی قیمت‌ها یا مارک تو مارکت است که در خرید اعتباری نیز از آن بهره جسته می‌شود.

اکنون فرض کنید که قیمت سهام شرکت XYZ به ۶۰ دلار افزایش می‌یابد و ارزش موقعیت فروش شما ۴,۰۰۰ دلار می‌شود. در این حالت، شرکت کارگزاری شما را احتمالاً ملزم خواهد کرد تا ۱,۰۰۰ دلار به حسابتان واریز کنید. این هزار دلار به‌عنوان بدهی حساب شما محسوب می‌شود. در مقابل، اگر قیمت سهام کاهش یابد و مجدداً به ۵۰ دلار رسد، به‌روز رسانی معکوس قیمت اتفاق می‌افتد و شما ۱,۰۰۰ دلار اعتبار در حسابتان به دست می‌آورید. اگر قیمت سهام کمتر از ۵۰ دلار شود (یعنی کمتر از قیمت اصلی)، در این حالت قدرت خرید شما بیشتر می‌شود و قادر خواهید بود تا سهام بیشتری خریداری کنید یا وام برای فروش سهام اخذ کنید. فرض کنید که قیمت سهام شرکت XYZ به ۴۰ دلار کاهش می‌یابد. تراز بدهی شما اکنون ۴,۰۰۰ دلار خواهد بود و ۱,۰۰۰ دلار قدرت خرید خواهید داشت. طبق مقررات T چندین گزینه پیش رو دارید. ابتدا می‌توانید ۱,۰۰۰ دلار را از کارگزاری مطالبه کنید و از حساب خود خارج نمایید. با خارج نمودن این مقدار، تراز بدهی به ۵,۰۰۰ دلار افزایش می‌یابد و حداکثر مقدار ۵۰ درصد مقررات T را پوشش خواهید داد. گزینه دوم این است که می‌توانید ۲,۰۰۰ دلار سهام بیشتر خریداری کنید. این امکان بدین دلیل حاصل می‌شود که می‌توانید ۱,۰۰۰ دلار دیگر قرض بگیرید. نتیجه این امر آن است که ارزش بازاری حساب ودیعه به ۱۲,۰۰۰ دلار رسیده و تراز بدهی ۶,۰۰۰ دلار خواهد شد. در نهایت اینکه، به‌عنوان گزینه سوم، می‌توانید ۲,۰۰۰ دلار سهام بیشتر بفروشید. در این حالت می‌توانید ۱,۰۰۰ دلار در حسابتان با دو برابر افزایش قیمت، اهرمی عمل کنید. این افزایش در قدرت خرید اصطلاحاً «حساب یادداشت ویژه» یا SMA خوانده شده است. ۲,۰۰۰ دلار اضافی، به این حساب افزوده می‌شود.

۳-۲- انواع فروش غیرمالکانه

اساساً در کتب متعارف مالی، از دو نوع فروش غیرمالکانه نام برده شده است: ۱- فروش غیرمالکانه پوشش داده نشده و ۲- فروش غیرمالکانه پوشش داده شده.

۱-۳-۲- فروش غیرمالکانه پوشش داده نشده^۲

در این نوع معامله، فروشنده سهم دارنده سهم نیست و در واقع تا مدت تسویه، مالک سهم فروخته شده نمی‌باشد. این اقدام فروشنده ریسک بالایی را به همراه دارد و به احتمال بالایی ممکن است نتواند در مهلت مقرر برای تسلیم سهم به خریدار، سهم را از بازار خریداری کند و سوخت شود. این اقدام هر چند ریسک بالایی را به همراه دارد، ممکن است بازدهی بالایی را برای فروشنده غیرمالکانه به همراه داشته باشد. در برخی از بازارهای الکترونیکی اگر فروشنده به تعهد خود عمل نکند، اوراق بهادار به طور خودکار خریداری و تحویل می‌شود. در این بازارها، تفکیک فروش پوشش داده شده و پوشش داده نشده مشکل است.

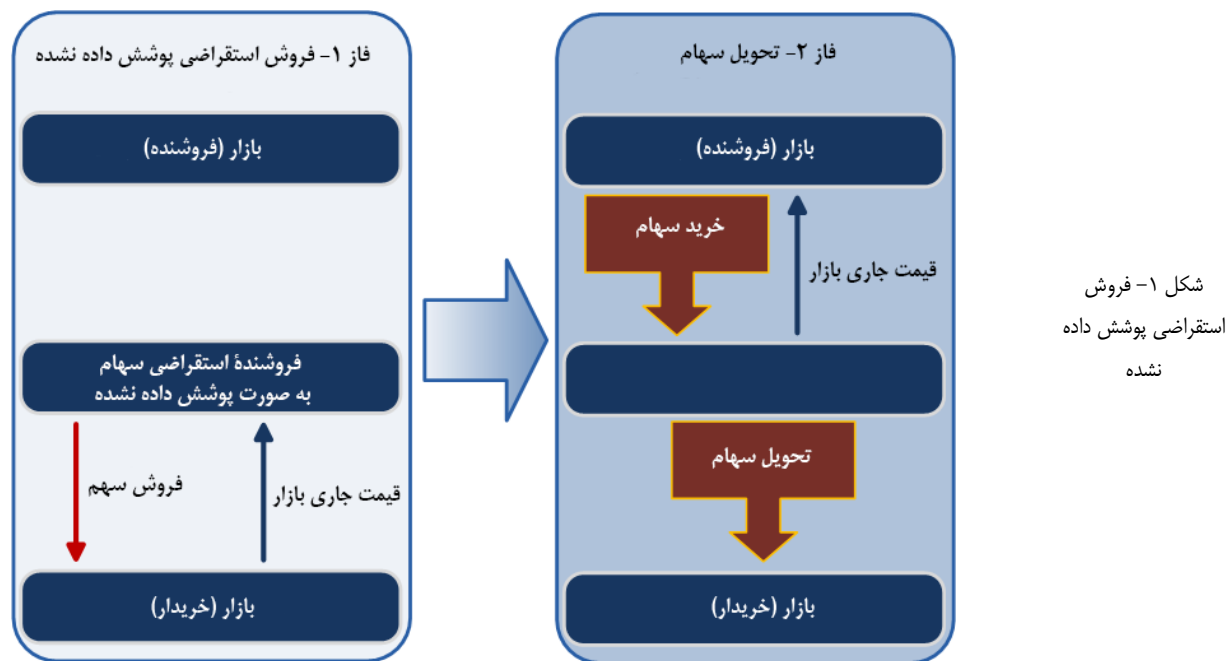
^۱Mark to Market

^۲Special Memorandum Account

^۳Naked Short Sell

در برخی از کشورها این نوع فروش غیرمالکانه منع شده و یا محدود شده است. به عنوان مثال در بحران مالی ۲۰۰۸ آمریکا، ایالات متحده این نوع فروش غیرمالکانه را ممنوع کرد. در این نوع فروش غیرمالکانه عملاً سهمی وام گرفته نمی‌شود و فروش سهم بدون در اختیار داشتن سهم واقع می‌شود.

شکل ۱، نحوه انجام معامله را نشان داده است:



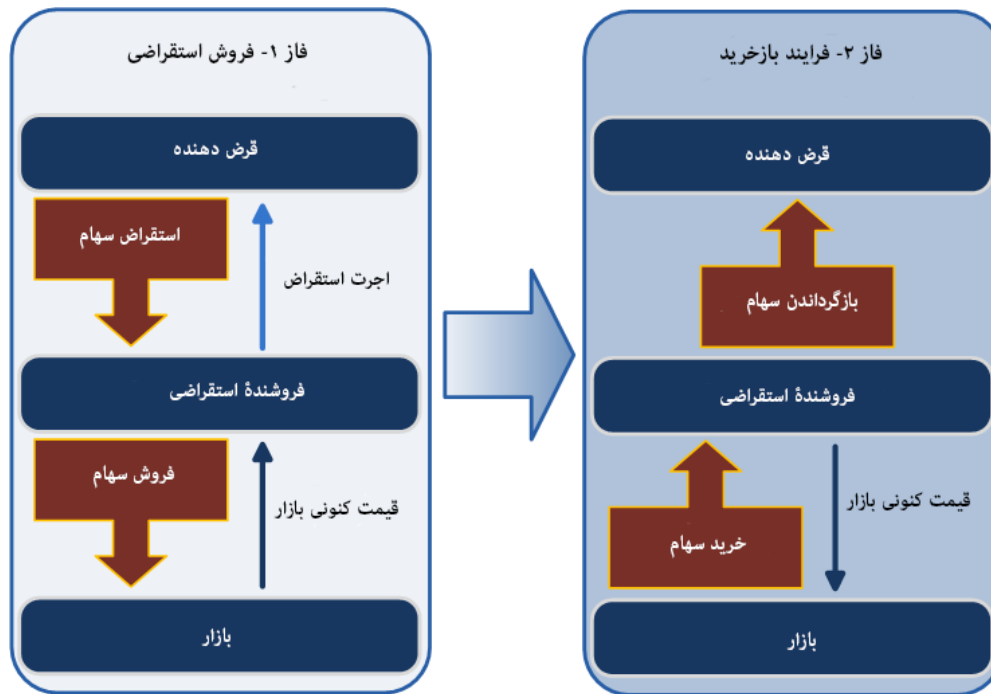
شکل ۱- فروش
استقرایی پوشش داده
نشده

به لحاظ مبانی فقهی و شرعی نیز این نوع فروش غیرمالکانه دارای اشکال است و چنین معامله‌ای باطل است. بر اساس قواعد شریعت فروش آن چه که در اختیار فرد نیست و تحت تصرف وی نمی‌باشد را نمی‌توان فروخت؛ «لاتبع مالیس لک» لذا بیع آنچه که در تملک فرد نیست صحیح نمی‌باشد. هر چند وجه معامله در T+3 میان دو کارگزار که وکیل طرفین معامله می‌باشند تسویه می‌شود، لیکن اصل معامله و بیع در زمان خرید و فروش و توافق طرفین رخ می‌دهد و در آن زمان فرد باید دارنده سهم باشد و یا از طرف مالک سهم و به وکالت از طرف وی اقدام به فروش سهم کند؛ در معامله مذکور این اتفاق رخ نمی‌دهد و لذا چنین معامله‌ای باطل خواهد بود.

۲-۳-۲- فروش غیرمالکانه پوشش داده شده^۱

در فروش غیرمالکانه پوشش داده شده، فروشنده غیرمالکانه، سهمی را به فروش می‌رساند که آن را از کارگزاری وام گرفته و فوراً آن را در بازار به فروش می‌رساند. تمام آنچه در بالا بدان اشاره شد، همگی از جنس فروش غیرمالکانه پوشش داده شده است. مراحل فروش غیرمالکانه سهم در شکل ۲ نشان داده شده است.

^۱Covered Short Selling



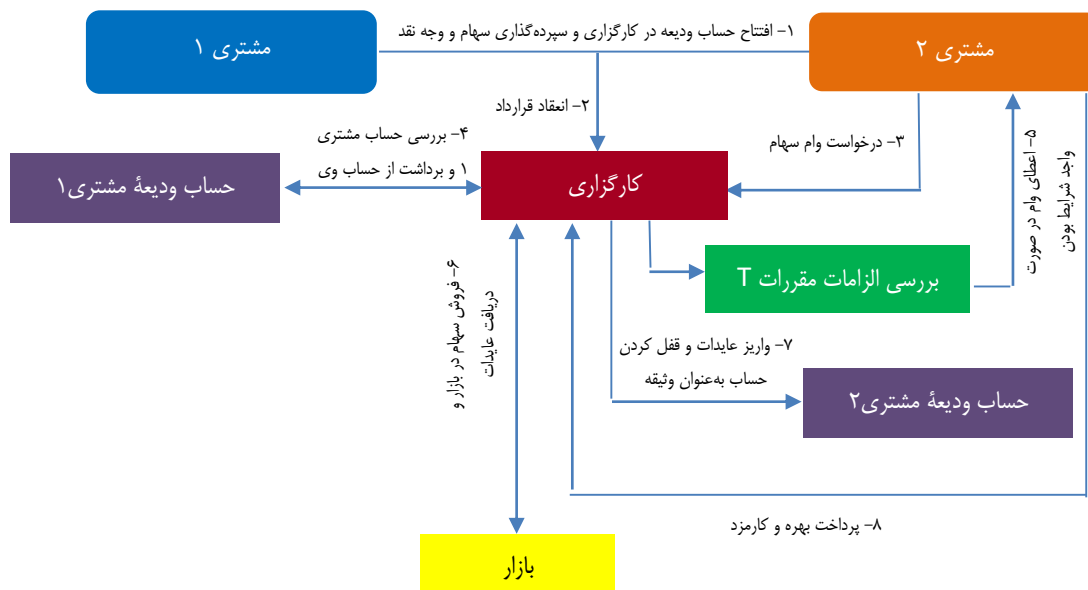
شکل ۲- فروش استقراضی پوشش داده شده

در میان آنچه به عنوان فروش غیرمالکانه پوشش داده شده اظهار شد، نوعی از فروش غیرمالکانه نیز وجود دارد که به آن «راهبرد فروش به قصد خنثی سازی موقعیت» اطلاق شده است. در این راهبرد اگر سرمایه‌گذار بر روی سهمی عایدی داشته باشد، می‌تواند از فروش غیرمالکانه برای قفل روی عایدی، استفاده کند. برای مثال، فرض کنید که سرمایه‌گذار ۱۰۰ سهم شرکت XYZ را به قیمت ۵۰ دلار خریداری نموده است. چندین ماه می‌گذرد و سهم به قیمت ۷۰ دلار می‌رسد. سرمایه‌گذار فکر می‌کند که سهم همچنان در بلند مدت عملکرد مناسبی خواهد داشت اما نگران گزارش سه ماهه شرکت به مجمع است که اثرات منفی در پی داشته باشد (یا هر علت دیگری برای نزول احتمالی قیمت). به نظر می‌رسد که شرکت برآوردها و پیش‌بینی‌هایی که بازار پیش از این درباره عملکرد شرکت داشته است را نتوانسته برآورده نماید و لذا سرمایه‌گذار فکر می‌کند که قیمت سهم کاهش خواهد یافت. بنابراین، سرمایه‌گذار تصمیم می‌گیرد تا ۱۰۰ سهم شرکت XYZ را به قیمت ۷۰ دلار به صورت غیرمالکانه بفروشد. با این راهبرد، سرمایه‌گذار نه چیزی از افزایش قیمت سهم به دست می‌آورد و نه با کاهش قیمت چیزی از دست می‌دهد. موقعیت مالکانه و فروش غیرمالکانه یکدیگر را خنثی می‌کنند. این راهبرد، از جمله راهبردهایی است که جهت پوشش موقعیت استفاده می‌شود و از انواع مهم فروش غیرمالکانه محسوب می‌شود.

۲-۴- نگاهی دقیق‌تر بر فروش غیرمالکانه

در بالا حالت متعارف فروش غیرمالکانه ذکر شد، اما کلیت فرایند فروش غیرمالکانه را نباید بدون حضور کارگزاری مد نظر قرارداد؛ چراکه افراد (قرض دهنده و وام گیرنده) به طور مستقیم با یکدیگر در ارتباط نیستند. اینگونه معامله حتماً ۳ طرف درگیر دارد که روابط

هر یک باید به صورت مجزا مورد بررسی قرار گیرد: ۱- قرض دهنده، ۲- وام گیرنده و ۳- کارگزاری. اجازه دهید در اینجا کارگزاری را به صورت یک بانک در نظر بگیریم که مشتریان مختلف با نیازهای متفاوت دارد. هر یک از این مشتریان ممکن است حساب‌های مختلفی در این بانک گشایش نمایند (مانند حساب نقد و حساب ودیعه) که قادرند در این حساب‌ها هم سهام و هم وجه نقد سپرده‌گذاری کنند. اما حسابی در کارگزاری وجود دارد به نام حساب ودیعه که سرمایه‌گذار در صورت تمایل به بهره‌گیری از آن، قراردادی را با کارگزاری امضا می‌کند. در این قرارداد ذکر شده است که سرمایه‌گذار (مشتری) اوراق بهادار را در صورت اخذ وام به صورت سهام، به عنوان وثیقه در رهن کارگزاری قرار می‌دهد. سهمی که در حساب ودیعه قرار می‌گیرد، برای استفاده در اعطای وام، به نام فرد سپرده‌گذار در بازار ارائه نمی‌شود بلکه به نام کارگزاری عرضه می‌شود. در این قرارداد ذکر می‌شود که برای استفاده از وام، سپرده‌گذار باید حداقل ۵۰ درصد از ارزش وام را به صورت نقد یا به صورت سهامی که ارزش آن ۱۰۰ درصد قیمت سهام وام گرفته شده را پوشش می‌دهد در حساب خود داشته باشد. در غیر این صورت وامی به فرد اعطا نخواهد شد. سهامی که برای وام دادن مورد استفاده قرار می‌گیرد ممکن است از حساب‌های نزد کارگزاری، از حساب‌هایی که نزد بانک دیگر است و بر روی شبکه بین بانکی قابل عرضه می‌باشد یا حتی با ارائه درخواست کارگزاری بر روی سامانه عمومی معاملات قابل دسترسی باشد. نکته مهم اینجاست که زمانی که معامله صورت می‌گیرد، طرفی که وام‌دهی می‌کند صرفاً کارگزاری است. لذا تمام منافع حاصل از وام دادن (همچنین ریسک‌های متعاقب آن) متعلق به کارگزاری است؛ یعنی هرگونه وجهی که وام گیرنده پرداخت می‌کند اعم از بهره و کارمزد، متعلق به کارگزاری است. در قراردادی که هنگام گشایش حساب ودیعه منعقد می‌شود، به منظور استفاده از خدماتی که کارگزاری برای تمامی دارندگان حساب ودیعه ارائه می‌کند، مشتری هرگونه حق نسبت به سهم در بهره سهام وام داده شده را از خود سلب می‌کند (در برخی موارد و برای مشتریان خاص، کارگزاری می‌تواند سهمی از منافع کسب شده را به مشتری (مالک اصلی سهم) تخصیص دهد). در صورتی که مالک اصلی سهم، سهام خود را از بانک مطالبه کند (به قصد فروش یا تحویل فیزیکی)، بانک ابتدا در پی جایگزین نمودن قرارداد وامی که با مشتری دوم منعقد نموده است خواهد بود (یعنی تلاش می‌کند تا همان سهام را از حساب‌های دیگر تهیه کند). در صورتی که نتواند وام را جایگزین کند، به مشتری دوم اطلاع داده و سهام وام داده شده را از وی بازپس می‌گیرد. این امر نیز در ذیل قرارداد منعقد شده با بانک ذکر شده است که کارگزاری می‌تواند در هر زمان نسبت به بازپس‌گیری سهام وام داده شده اقدام کند. شکل ۳، فرایند بازنگری شده فروش غیرمالکانه را نشان می‌دهد. همانطور که ملاحظه می‌شود، عملی که کارگزاری انجام می‌دهد، مشابه فعالیتی است که بانک‌ها انجام می‌دهند.



شکل ۳- فرایند فروش غیرمالکانه (استقراضی) با حضور کارگزاری

با توجه به آنچه در بالا ذکر شد، در نظر گرفتن فروش غیرمالکانه بدون حضور و مد نظر قرار دادن کارگزاری اشتباه است و هر مدلی باید براساس ساز و کار کارگزاری طراحی شود. سیستم بین کارگزاری که اصطلاحاً در بالا بدان اشاره شد می‌تواند سیستم بین کارگزاران باشد که صرفاً برای ارائه موقعیت‌های باز^۱ فروش غیر مالکانه و جور کردن معاملات بین کارگزاری بین درخواست کننده‌کنندگان وام و قرض دهندگان وام باشد. به‌عنوان مثال، کارگزاری A در صورتی که سهام مورد نیاز برای وام دادن را در موجودی خود (حساب‌های ودیعه دیگر مشتریان) نداشته باشد، روی سیستم درخواست باز استقراض یا دریافت وام روی شرکت XYZ را ارائه می‌کند. کارگزاری‌هایی که دارنده سهام هستند و تمایل به اعطای وام نیز می‌باشند، با درخواست موجود جور می‌شوند. در صورت جور شدن معامله، کارگزاری اول سهامی که قرض گرفته شده است را در بازار می‌فروشد (جهت آگاهی بازار از غیرمالکانه بودن این فروش، درج فروش در سامانه معاملات مشخص می‌شود). لازم به ذکر است، آنچه در این گزارش بدان اشاره می‌شود، فروش غیرمالکانه پوشش داده شده است.

۳- راهبردهای جایگزین فروش غیرمالکانه

نکته‌ای که باید بدان توجه نمود این است که فروش غیرمالکانه به هیچ عنوان سرمایه‌گذاری محسوب نشده و صرفاً راهبردی است برای حصول عایدی از بازار نزولی (سفته بازی) یا پوشش ریسک. لذا، علاوه بر آنکه موقعیت فروش غیرمالکانه ممکن است به ندرت یافت شود، استفاده از این راهبرد فراگیر نبوده و غالباً به سرمایه‌گذاران عادی توصیه نمی‌شود. اما دلیل اینکه سفته‌بازان تمایل به ورود به این راهبرد دارند این است که براساس مطالعات صورت گرفته بر روی نمودارهای روزانه، هفتگی، ماهانه و سالانه در بورس‌های معتبر، سرعت پایین آمدن قیمت سهام ۲ برابر قیمت صعود آن است. لذا کسب عایدی از بازار نزولی بسیار مورد توجه سفته‌بازان می‌باشد؛ گرچه همین حضور می‌تواند در قیمت‌های صعودی، فشار فروش و در کف قیمتی فشار خرید را زیاد کند و منجر به تعادل

^۱Open Interests

بازار شود. اما در کنار فروش غیرمالکانه، راهبردهای جایگزین دیگری نیز قابل استفاده است. این راهبردها عبارتند از: ۱- استفاده از اوراق اختیار فروش و ۲- استفاده از صندوق قابل معامله در بورس با راهبرد معکوس^۱ که دربارهٔ هریک در گزارشات و کتاب‌های دیگر به کرات مطالبی ارائه شده است. لذا در این گزارش به این دو مقوله نپرداختیم.

۴- تنظیم و نظارت بر فرایند فروش غیرمالکانه

تنظیم و نظارت بر فروش غیرمالکانه یا غیرمالکانه موضوعی است که پس از بحران‌های مالی جهانی، زمانی که دولت‌ها در قابل این پدیده واکنش نشان داده و معمولاً آن را مقصر بحران‌ها دانسته‌اند، افزایش یافته است. این باور غالباً از سوی رسانه‌ها و مدیران اجرایی شرکت‌ها نیز تقویت شده است. به‌عنوان مثال، مقصر ورشکستگی بانک سرمایه‌گذاری لمن برادرز، توسط مدیریت لمن، فروش غیرمالکانه یا استقراضی عنوان شده است. این در حالی است که در واقعیت موضوع متفاوت است و برای تحلیل این پدیده، چه در حوزهٔ اجرا و چه در حوزهٔ تنظیم و نظارت، باید دید منفی را کنار گذاشت.

اظهار می‌شود که فروش غیرمالکانه در سال ۱۶۰۹ در بازار هلند، توسط اسحاق لا مایر، سهامدار عمدهٔ شرکت هند شرقی هلند ایجاد شده است. در بهار آن سال، لا مایر گروهی از تجاری که ارتباط بسیار نزدیکی با یکدیگر داشتند را تشکیل داد تا سهام شرکت را با این باور که قیمت سهام شرکت با احتمال ورود یک رقیب فرانسوی جدید کاهش خواهد یافت، به‌صورت غیرمالکانه (با قرض گرفتن از دیگران) بفروشند. در سال بعد، قیمت سهام به شدت کاهش یافت و موجب شد تا مدیر این شرکت (با آگاهی نسبت به آنچه که لا مایر انجام داده بود) بر علیه وی شکواییه‌ای به دادگاه ارائه کند. براساس این شکواییه، فروش غیرمالکانه در بورس آمستردام غیرقانونی اعلام شد. بعد از مدتی مشخص شد که ورود شرکت فرانسوی صرفاً شایعه‌ای بیش نبوده و مجدداً سهام شرکت قوت گرفت. در این میان، لا مایر از منظر مالی نابود شد.

از زمان لا مایر تاکنون، تنظیم و نظارت بر فرایند فروش غیرمالکانه موضوع مهم و به‌روزی بوده است. در قرن هجدهم، انگلیس نیز این پدیده را غیرقانونی اعلام کرد و در فرانسه، ناپلئون بناپارت فرمانی را امضا کرد که براساس آن افرادی که به این اقدام دست می‌زدند به یک سال حبس محکوم می‌شدند. اما آنچه دربارهٔ فروش غیرمالکانه مد نظر قرار نمی‌گرفت این بود که اساساً فروش غیرمالکانه دچار مشکل نبود بلکه استفاده از سپرده‌های مردم در بانک‌ها و شرکت‌های کارگزاری که بر روی آنها از طریق فروش غیرمالکانه، قمار صورت می‌گرفت مسئلهٔ اساسی محسوب می‌شد. موضوعی که ۱۶۰ سال بعد منجر به تصویب قانون گلس-استیگال^۲ در آمریکا شد تا بانک‌ها را از قمار بر روی سپرده‌های مردم منع کند (بانک‌ها از سپرده‌های مردم استفاده می‌کردند تا و به‌نوعی بر روی کاهش یا افزایش قیمت سهام قمار می‌نمودند).

تصویب قانون اوراق بهادار در سال ۱۹۳۴، منجر به تصویب مقرره‌ای شد که در آن، فروش غیرمالکانه در تیک‌های نزولی منع گردید. این مقرره به آپ‌تیک^۳ معروف شد به‌طوری که محدودیتی برای فروش غیرمالکانه در زمانی که بازار تیک نزولی دارد وضع می‌نمود و صرفاً آن را در زمانی که بازار تیک مثبت می‌خورد ممکن می‌کرد. این قانون تا سال ۲۰۰۷ وجود داشت و از آن زمان به بعد کمیسیون

^۱Inverse Exchange Traded Funds

^۲Glass-Steagall Act

^۳Uptick Rule

بورس و اوراق بهادار آمریکا آن را ملغی نموده است. همچنین برای جلوگیری از فروش غیرمالکانه پوشش داده نشده، کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا، قانون SHO را در سال ۲۰۰۵ تصویب نمود تا از عدم توانایی به تهیه اوراق بهادار توسط وام گیرنده جلوگیری کند. این قانون کارگزاران را نیز ملزم می‌نماید تا از وجود سهم در حساب ودیعه کارگزاری دیگر به هر طریق ممکن اطمینان حاصل نمایند.

اما بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۹ فضای نظارت بر فروش غیرمالکانه را دستخوش تغییر کرد. در سال ۲۰۱۰، SEC قطع کننده خودکاری برای فروش غیرمالکانه ابداع کرد که نسخه جدید قاعده آپ‌تیک بود. در این قاعده، سفارشات فروش غیرمالکانه روی سهامی که ۱۰ درصد نزولی بودند، در صورتی که کمتر یا مساوی قیمت جاری سهم بود، به صورت خودکار مسدود می‌نمود. سختگیری در مقررات فروش غیرمالکانه از سال ۲۰۰۸ تاکنون در بسیاری از کشورها افزایش یافته است. از ۴۹ کشوری که فروش غیرمالکانه را اجازه می‌دهند، ۲۷ کشور سنجه‌های سختگیرانه‌تری برای آن وضع نمودند. ممنوعیت این پدیده نیز از کشوری به کشور دیگر متفاوت است. در انگلیس، نهاد ناظر، فروش غیرمالکانه سهام ۳۲ شرکت را منع کرد. نهاد ناظر استرالیا کاملاً فروش غیرمالکانه را ممنوع اعلام کرد. وزارت اقتصاد آلمان نیز فروش غیرمالکانه ۱۰ سهم شرکت‌های بزرگ آلمان را ممنوع اعلام کرد. در سال ۲۰۱۱، فرانسه، ایتالیا، اسپانیا، بلژیک و کره جنوبی تمام فعالیت‌های فروش غیرمالکانه را ممنوع اعلام کردند. ژاپن نیز، فروش غیرمالکانه پوشش داده نشده را ممنوع اعلام کرد. علی‌رغم تمامی ممنوعیت‌های بالا، نهادهای ناظر مختلف اذعان داشته‌اند که فروش غیرمالکانه از مؤلفه‌های جدانپذیر بازار سرمایه و به خصوص بازار آزاد است. لذا، در کنار پذیرش فرایندهای فروش غیرمالکانه، باید تنظیم و نظارت بر آن را نیز مد نظر قرار داد و نباید از آن غافل بود.

تاکنون درخصوص آنچه در فضای مالی متعارف درخصوص فروش غیرمالکانه وجود دارد، بحث و تلاش شد تا جنبه‌های فروش غیرمالکانه بهتر شناخته شود. در ادامه گزارش، ابتدا به اقدامات برخی از کشورهای اسلامی در این حوزه اشاره کرده و مدل‌هایی که در بازار سرمایه کشور ارائه گردیده، معرفی شده‌اند.

۵- فروش غیرمالکانه سهم در کشورهای اسلامی

از میان کشورهای اسلامی تنها شورای فقهی کشور مالزی فروش غیرمالکانه را مورد بحث قرار داده است. فروش غیرمالکانه از باب استحسان و در قالب عقد اجاره تصحیح شده است. در صورت رضایت مالک، بعد از فروش مال‌الاجاره توسط مستأجر، همچنان قرارداد اجاره پابرجا می‌ماند. علی‌القاعده در عقد اجاره بعد از فروش مال‌الاجاره توسط مستأجر، قرارداد اجاره خود به خود پایان می‌یابد؛ اما با این وجود اعضای شورای مشورتی به این نتیجه رسیدند که در مورد استقراض سهام در قالب عقد اجاره، مستأجر با کسب اجازه از مالک می‌تواند سهام مربوط را در بازار بفروشد و در پایان مدت اجاره مجدداً آن سهام را بخرد و در اختیار موجر قرار دهد. و این قید را بر اساس قاعده استحسان و مصلحت درست دانسته‌اند.

چنین اجاره‌ای از دید فقه شیعه صحیح نمی‌باشد و پس از فروش مال‌الاجاره توسط مستأجر، دیگر نمی‌توان گفت که این اجاره هنوز پابرجا است. علاوه بر این، فقه شیعه قاعده استحسان که اهل تسنن از آن استفاده می‌کند را به عنوان یک قاعده در استنباط احکام شرعی قبول ندارد.

در مالزی تنها سهامی که توسط بورس مالزی مشخص می‌گردد، قابلیت فروش غیرمالکانه را دارند. لذا انجام عملیات فروش غیرمالکانه بر روی تمامی سهم‌های بازار امکان پذیر نیست. همچنین، معاملات فروش غیرمالکانه اوراق بدهی نیز دارای دستورالعمل مجزایی است.

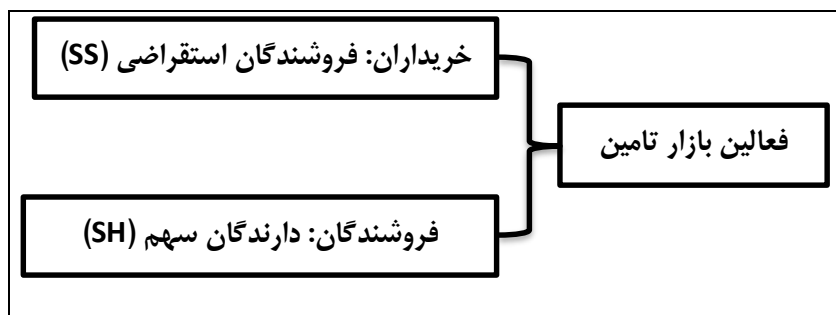
بسیاری از کشورهای عربی و اسلامی دارای سیستم مالی دوگانه (Dual System) هستند که در صورتی که نتوانند ابزارهای جدید را در بازار ابزارهای اسلامی مورد استفاده قرار دهند، در بازار مالی متعارف خود استفاده می‌کنند. کشورهای حوزه خلیج فارس نیز اکثراً در بازار محصولات متعارف خود، تصمیم به راه‌اندازی فروش غیرمالکانه دارند.

۶- مدل‌های ارائه شده در ایران

۶-۱- مدل فروش اختیاری سهام

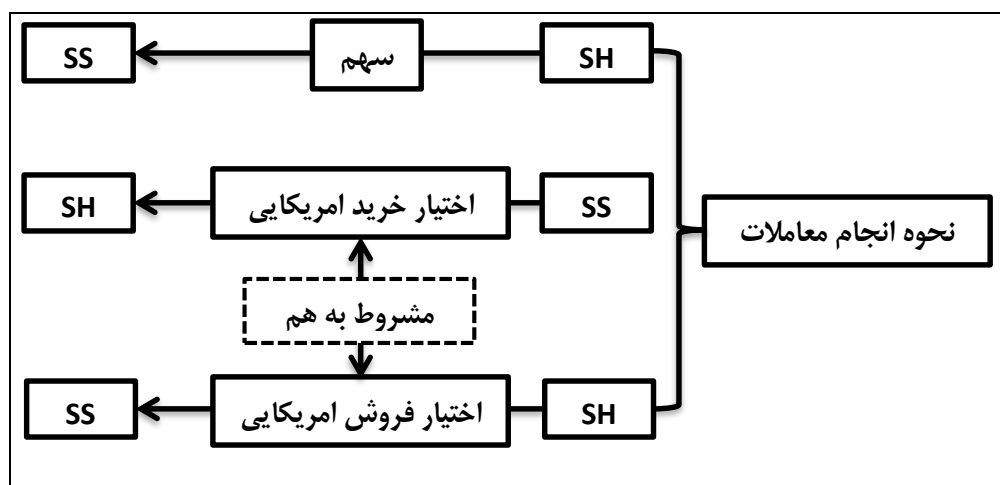
• بازار تأمین

در این طرح، یکی از مهمترین پیش‌نیازهای انجام فروش غیرمالکانه، ضرورت وجود بازاری تحت عنوان بازار تأمین دانسته شده که قرض‌گیرندگان سهم (فروشنندگان غیرمالکانه یا استقراضی - SS) قادر باشند به سادگی قرض‌دهندگان سهم (دارندگان سهم - SH) را بیابند. لذا از اصلی‌ترین اجزای فرآیند فروش غیرمالکانه، بازار تأمین خواهد بود که فعالین آن قرض‌دهندگان و قرض‌گیرندگان هستند:



بدین ترتیب در بازار تأمین، سهامدارانی که قصد فروش سهام خود در بازار عادی را ندارند، سهام خود را به فروشنندگان غیرمالک یا استقراضی قرض داده و به جای نگهداری بدون کسب سود، اقدام به قرض دادن آن کرده و در ازای آن بهره دریافت می‌نمایند. بعلاوه، قرض‌دهندگان سهم قادرند در هر زمان سهام قرض داده شده را مطالبه نمایند. این امکان برای قرض‌گیرندگان نیز مهیا است و این افراد می‌توانند با توجه به شرایط در هر زمان اقدام به پس‌دادن سهم قرض گرفته شده نمایند. به عبارت دیگر، هر دو طرف فعال در این بازار دارای اختیار هستند (قرض‌دهنده اختیار بازپس‌گیری و قرض‌گیرنده اختیار بازپس‌دهی سهم). این فرآیند را می‌توان به منزله ترکیبی از معامله سهام، یک اختیار خرید آمریکایی (که از قرض‌گیرنده به قرض‌دهنده فروخته می‌شود) و یک اختیار فروش آمریکایی (که از قرض‌دهنده به قرض‌گیرنده فروخته

می‌شود) دانست که هر یک از طرفین قادرند اختیار خود برای بازپس‌گیری یا بازپس‌دهی سهم را از طریق این دو اختیار اعمال نمایند:



نکته حائز اهمیت در این خصوص، وابستگی دو اختیار به یکدیگر است که با اعمال یکی از این دو، به طور خودکار اختیار معامله دیگر نیز ابطال می‌شود!

• فرآیندهای روز قرض‌دهی و قرض‌گیری

کلید فرآیندهای انجام شده در روز قرض‌دهی را می‌توان در ۳ دسته مجزا تقسیم‌بندی نمود.

- ۱- فرآیند گردش سهام و اختیارهای معامله در بازار تأمین و بازار عادی؛
- ۲- فرآیند گردش پول؛
- ۳- فرآیند حساب‌های ودیعه نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی (CSD)؛

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

^۱ در عمل می‌توان بازار شماره ۲ هر نماد (مانند خودرو ۲ یا اخبار ۲) را جهت استفاده به عنوان بازار تأمین مالی به کار برد.

اقدام	۱- معامله در بازار تأمین	۲- معامله در بازار عادی	برآیند پایان روز												
گردش سهم	SH ← SS	SS ← بازار	SH ← SS ← بازار												
گردش پول بابت سهم و اختیارها			<table border="1"> <tr> <td>SS</td> <td>SH</td> <td>طرفین</td> </tr> <tr> <td>-۲۰۶</td> <td>+۲۰۶</td> <td>سهم و اختیار</td> </tr> <tr> <td>+۱۹۸</td> <td>---</td> <td>معامله با بازار</td> </tr> <tr> <td>-۸</td> <td>+۲۰۶</td> <td>جمع</td> </tr> </table>	SS	SH	طرفین	-۲۰۶	+۲۰۶	سهم و اختیار	+۱۹۸	---	معامله با بازار	-۸	+۲۰۶	جمع
			SS	SH	طرفین										
			-۲۰۶	+۲۰۶	سهم و اختیار										
			+۱۹۸	---	معامله با بازار										
-۸	+۲۰۶	جمع													
حساب و دیعه نزد CSD	<table border="1"> <tr> <td>SS</td> <td>SH</td> </tr> <tr> <td>۲۰</td> <td>۲۰۶</td> </tr> </table>	SS	SH	۲۰	۲۰۶	---	<table border="1"> <tr> <td>SS</td> <td>SH</td> <td>طرفین</td> </tr> <tr> <td>-۲۰</td> <td>-۲۰۶</td> <td>جمع</td> </tr> </table>	SS	SH	طرفین	-۲۰	-۲۰۶	جمع		
	SS	SH													
۲۰	۲۰۶														
SS	SH	طرفین													
-۲۰	-۲۰۶	جمع													
برآیند مالی انتهای روز															
		جمع	<table border="1"> <tr> <td>SS</td> <td>SH</td> </tr> <tr> <td>-۲۸</td> <td>۰</td> </tr> </table>	SS	SH	-۲۸	۰								
SS	SH														
-۲۸	۰														

شکل ۴

در معامله سهام و اختیارهای معامله در بازار تأمین و همچنین فروش سهام قرض گرفته شده در بازار عادی، قرض گیرنده در بازار تأمین سهام را قرض گرفته (و دو اختیار معامله به روش شرح داده شده در قبل جابجا می شود) و در بازار عادی به فروش می رسد. آنچه در این خصوص اهمیت دارد این است که تنها در صورت فروش سهام در بازار عادی، 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 قرض گیرنده به قرض دهنده پرداخت می شود.

در فرآیند گردش پول، بر اساس قیمت روز قبل (مثلاً ۲۰۰ واحد)، قرض گیرنده مبلغی بابت سهام قرض گرفته شده به قرض گیرنده بدهکار می شود (۲۰۶ واحد) که این مبلغ پس از فروش در حساب و دیعه ای نزد سپرده گذاری مرکزی (CSD) نگهداری می شود. لازم به ذکر است که مقدار این مبلغ در بازار تأمین و به صورت رقابت حراج تعیین می شود. بعلاوه قرض گیرنده مبلغی مجزا بابت اختیار خریدی که به قرض دهنده فروخته است نیز نزد CSD به و دیعه می گذارد (۲۰ واحد). سپس قرض گیرنده این سهام را در بازار عادی

^۱ می توان برای قرض دهنده نیز حساب و دیعه در نظر گرفته و تمام این مبلغ را نزد CSD سپرده نمود.

به عموم عرضه می‌نماید (۱۹۸ واحد).^۱ با توجه به ارقام فوق، قرض‌گیرنده مبلغ ۲۲۶ واحد پرداخت کرده که ۲۰۶ واحد آن متعلق به قرض‌دهنده بوده و با نگهداری در حساب ودیعه، عوائد آن (بهره پرداختی به آن) نصیب وی می‌گردد.

• حالات ممکن در روزهای بعد

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

ردیف	تاریخ	شرح	سناریو ۱: قیمت بازار سهم ۱۷۰ واحد	سناریو ۲: قیمت بازار سهم ۲۱۵ واحد
۱	۱۳۹۸/۰۷/۰۵	درخواست اعمال اختیار فروش توسط SS	بازار ← SS SS ← SH	بازار ← SS SS ← SH
۲	۱۳۹۸/۰۷/۰۵	طرفین	SS	SH
		خرید از بازار	-۱۷۰	---
		فروش SS به SH	+۲۰۰	-۲۰۰
		جمع	+۳۰	-۲۰۰
۳	۱۳۹۸/۰۷/۰۵	---	SS	SH
		---	+۲۰	+۲۰۶
۴	۱۳۹۸/۰۷/۰۵	---	SS	SH
		---	+۵	+۶
۵	۱۳۹۸/۰۷/۰۵	جمع کل	SS	SH
		جمع کل	+۲۲	+۶
۶	۱۳۹۸/۰۷/۰۵	سود و زیان نهایی	SS	SH
			-۲۳	+۶

^۱ ارقام ارائه شده در این بخش فرضی و صرفاً جهت روشن‌تر شدن موضوع می‌باشد.
^۲ از این مبلغ، ۱۹۸ واحد از فروش سهام در بازار عادی تامین می‌شود.

در این قسمت، نتایج هر یک از حالات (سناریو) فوق به صورت مجزا تشریح شده است:

۱- سناریوی اول: کاهش قیمت سهم تا ۱۷۰ واحد

در این حالت، قرض گیرنده سهام را در بازار به قیمت ۱۷۰ واحد خریده و اقدام به اعمال اختیار فروش خود به قرض دهنده در قیمت ۲۰۰ واحد می نماید و از این طریق ۳۰ واحد سود ناخالص کسب می کند که با در نظر گرفتن ۸ واحد هزینه ابتدایی، سود خالص وی برابر ۲۲ واحد می گردد.

در این حالت، قرض دهنده نیز از حساب وذیعه خود نزد CSD، مبلغ مربوط به سهم را پرداخت و ۶ واحد سود خواهد برد (علاوه بر بهره های دریافتی).

۲- سناریوی دوم: افزایش قیمت سهم تا ۲۱۵ واحد

در حالت افزایش قیمت، قرض دهنده اقدام به اعمال اختیار خرید خود نموده و قرض گیرنده مجبور است سهام را از بازار به قیمت ۲۱۵ واحد خریده و با قیمت توافقی ۲۰۰ واحد به قرض دهنده تحویل دهد. با در نظر گرفتن این موارد و بازپس گیری وذیعه اولیه و همچنین هزینه ۸ واحدی روز اول، زیان وی ۲۳ واحد خواهد شد.

همانطور که مشاهده می گردد، در حالت اول که پیش بینی قرض دهنده (یعنی کاهش قیمت) واقعاً اتفاق می افتد، قرض دهنده سود کسب نموده و در حالت دوم که پیش بینی وی (یعنی افزایش قیمت) اشتباه است، دچار زیان می گردد. همچنین در هر دو حالت، قرض دهنده سودی معادل ۶ واحد و بهره دریافتی کسب خواهد نمود (به عبارتی مبلغ دریافتی وی ثابت و بدون ریسک است)، لذا قرض دهنده بدون تقبل ریسک نرخ ثابتی متناسب با نرخ بهره به دست می آورد.

مزایا

- در خصوص تعلق سود حاصل از سرمایه گذاری وجوه حاصل از فروش سهام در سپرده بانکی به مالک اولیه سهام، با توجه به فروش قطعی سهام به فروشنده غیرمالکانه، انتقال وجه به حساب وذیعه اختیار فروش متعلق به مالک اولیه سهام، این اصل محقق می گردد.
- در ارتباط با تعلق گرفتن ریسک های بازار سهم به فروشنده غیرمالکانه پس از فرایند استقراض، با توجه به انتقال قطعی مالکیت سهام به فروشنده غیرمالکانه در قالب معامله، این اصل نیز محقق می شود.
- 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 غیرمالکانه به مالک اولیه سهام داده می شود، مرتفع می گردد.
- موضوع اختیار فروشنده غیرمالکانه 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 غیرمالکانه داده می شود، مرتفع می گردد.

- تودیع ودایع در حد فاصل زمان استقراض و زمان باز پس دادن سهام در قالب وجوه تضمین قراردادهای اختیار معامله انجام می‌شود.
- 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 بازپس گیری 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 گونه ای تعدیل شود تا حقوق طرفین قرارداد حفظ گردد، این اصل دست یافتنی خواهد بود

بررسی قفهی

به لحاظ تناسب این مدل با کارکردهای فروش غیرمالکانه، فروش اختیاری تا حد زیادی شبیه به فروش غیرمالکانه است. لیکن در مورد ذیل این مدل قابل خدشه می‌باشد:

با فروش سهام توسط فروشنده غیرمالکانه، وجوه حاصل در ملکیت قرض دهنده می‌باشد و سود حاصل نیز برای وی خواهد بود. در این مدل و هم در مدل متعارف پس از فروش سهم، وجوه حاصل در حساب ودیعه مشتری قرار گرفته و با نوسانات سهم به روز رسانی می‌شود و در پایان برای خرید سهم توسط فروشنده غیرمالکانه بکارگرفته می‌شود. بنابراین عمل کارگزار یا فروشنده غیرمالکانه در خرید سهم تصرف در مال غیر محسوب می‌شود. بنابراین کارگزار یا فروشنده غیرمالکانه باید در این وجوه اباحه تصرف داشته باشند و یا کارگزار یا فروشنده غیرمالکانه از جانب قرض دهنده در خرید سهم وکیل باشند.

۶-۲- روش ترکیب بیع نقد و سلف

می‌توان از طریق انجام همزمان قرارداد فروش نقد و خرید سلف سهام تا حدود زیادی به ایزاری نظیر ابزار فروش غیرمالکانه سهام دست یافت. بدین ترتیب که صاحب سهام ابتدا سهم خود را به قیمت روز به صورت نقد به فرد دیگر می‌فروشد، سپس به صورت کلی همان مقدار سهام را به صورت سلف از وی خریداری می‌کند، قیمت سلف به گونه‌ای تعیین می‌شود تا افزون بر سود مورد انتظار سهام، مبلغی بیشتر، برای صاحب سهام تأمین گردد تا صاحب سهام انگیزه فروش پیدا کند.^۱

^۱ برای مثال اگر صاحب سهام انتظار دارد طی مدت شش ماه آینده مبلغ ۵ ریال برای هر سهم سود ببرد و ۵ ریال هم بیشتر می‌خواهد تا اقدام به فروش سهام کند، سهام خود را به مبلغ هر سهم ۱۰۰ ریال نقد می‌فروشد سپس به همان اندازه سهام کلی از قرار هر سهم ۹۰ ریال به صورت سلف می‌خرد، در نتیجه با دریافت ۱۰ ریال مابه‌التفاوت قیمت دو معامله، سهام را در اختیار خریدار قرار می‌دهد او با فروش آن در بازار مبلغ ۱۰۰ ریال به ازای هر سهم 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. 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 فرد دوم اگر پیش‌بینی که کرده بود تحقق پیدا کند و بتواند سهام را به قیمتی پایین تر از ۹۰ ریال (قیمت سلف) خریداری کند از دو جهت سود می‌برد یکی از محل سود سپرده گذاری، دوم از محل اختلاف قیمت خرید و فروش اما اگر پیش‌بینی‌اش صحیح نباشد ممکن است از این معامله خسارت ببیند.

۱-۲-۶- تفاوت‌های فروش استقراضی سهام با خرید و فروش نقد و سلف سهام

در خرید و فروش همزمان نقد و سلف سهام، گرچه یکی از اهداف اصلی فروش غیرمالکانه که بهره‌گیری از نوسانات منفی بازار است را پوشش می‌دهد، اما مکانیسم عملیاتی آن با فروش غیرمالکانه متفاوت است.

عمده این تفاوت‌ها عبارتند از:

۱. در این روش اگر یکی از قراردادهای در دیگری شرط شود به این صورت که در قرارداد بیع نقدی یا نسبی، بیع دیگری شرط شود شبهه بیع العینه و شبهه فرار از ربا وجود خواهد داشت. هر چند در مدل طراحی شده پیشنهاد شده است که کارگزار به وکالت از طرف مالک سهام وکالت پیدا کند که در صورت وجود مشتری با شرایط پیش خرید (سلف) معین، اقدام به فروش نقدی سهام کند؛ لیکن در عمل شرط فروش نقدی، وجود خرید سلف سهام خواهد بود.
۲. در مدل متعارف فروش غیر مالکانه، قرض دهنده و قرض گیرنده در هر زمان قبل از سررسید قرارداد می‌توانند به بازگرداندن یا بازخواستن سهام اقدام کنند و طرف دیگر موظف به تحویل دادن یا تحویل گرفتن سهام می‌باشد ولی در این مدل، بیع سلف انجام شده است که در آن مدت زمان معین است و قبل از آن خریدار حق مطالبه سهام را نخواهد داشت. بنابراین با روش مکانیزم فروش غیرمالکانه همخوانی ندارد.
۳. منافع حاصل از سهام از قبیل سود تقسیمی، منافع ناشی از افزایش سرمایه در دوره فروش غیرمالکانه به مالک اولیه یا قرض دهنده تعلق می‌گیرد. ولی در این مدل چون بیع صورت گرفته است تمامی منافع سهام برای خریدار سهام است و واگذاری آن به مالک اولیه سهام توجیه شرعی نخواهد داشت.

۶-۳- روش ترکیب مرابحه و وعد

مرابحه و وعد دو عقد جداگانه هستند که با ترکیب آنها می‌توان از مزایای فروش غیرمالکانه بهره‌گیری گرفت.

در عقد مرابحه یک دارایی با ویژگیها و مبلغ معلوم فروخته می‌شود، با این شرط که خریدار مبلغ معامله را در تاریخ مشخصی پرداخت کند. در عقد مرابحه، فروشنده، دارایی خود را با سود معینی نسبت به بهای تمام شده به خریدار می‌فروشد. دارایی موضوع عقد مرابحه می‌تواند سهام نیز باشد. برای مثال، قیمت هر سهم شرکت آلفا در بازار سهام برابر با ۶۲۰۰ ریال است، دارنده سهام شرکت آلفا بر اساس عقد مرابحه، ۱۰۰۰ سهم خود را به قیمت هر سهم ۶۵۰۰ ریال (با احتساب ۳۰۰ ریال سود برای هر سهم) به خریدار می‌فروشد و خریدار تعهد می‌کند که ۶۰ روز بعد مبلغ ۵،۵۰۰،۰۰۰ ریال به فروشنده بدهد.

وعد عقدی است که به موجب آن فرد الف تعهد می‌کند یا قول می‌دهد که ۶۰ روز بعد ۱۰۰۰ سهم شرکت آلفا را از بازار تهیه کرده و به قیمت هر سهم ۶۲۰۰ ریال به فرد ب بفروشد؛ فرد ب نیز قول می‌دهد که ۶۰ روز بعد ۱۰۰۰ سهم شرکت آلفا را به قیمت هر سهم ۶۲۰۰ ریال از فرد الف خریداری کند.

ترکیب دو عقد وعد و مرابحه شرایط استفاده از کارکردهای فروش غیرمالکانه را فراهم می‌کند. با انجام الگوی ترکیب مرابحه و وعد بیان شده، کاملاً مشخص است که چنانچه قیمت سهم در بازار کاهش یابد، در پایان بیع، خریدار سود می‌برد و چنانچه قیمت سهم افزایش یابد، خریدار زیان می‌کند. این دقیقاً همان اتفاقی است که در فروش غیرمالکانه برای فروشنده غیرمالکانه می‌افتد.

بررسی فقهی

با توجه به اینکه وعد عقد مستقل نیست، و یک شرط ابتدایی محسوب می‌شود و اگر در ضمن عقد مرابحه شرط نشود لزوم وفا ندارد، بنابراین ممکن است خریدار مرابحه به آن عمل نکند و فروشنده نتواند به سهام خود برسد و اگر در ضمن عقد مرابحه شرط شود گرچه لزوم وفا دارد شبهه بیع العینه مطرح می‌شود.

بنابراین، این روش نیز نمی‌تواند روشی مناسبی برای جایگزینی فروش غیرمالکانه باشد چون اولاً با مشکل فقهی مواجه است و ثانیاً اهداف مد نظر از فروش غیرمالکانه برآورده نمی‌شود.

۶-۴- مدل سهام سپرده قرضی

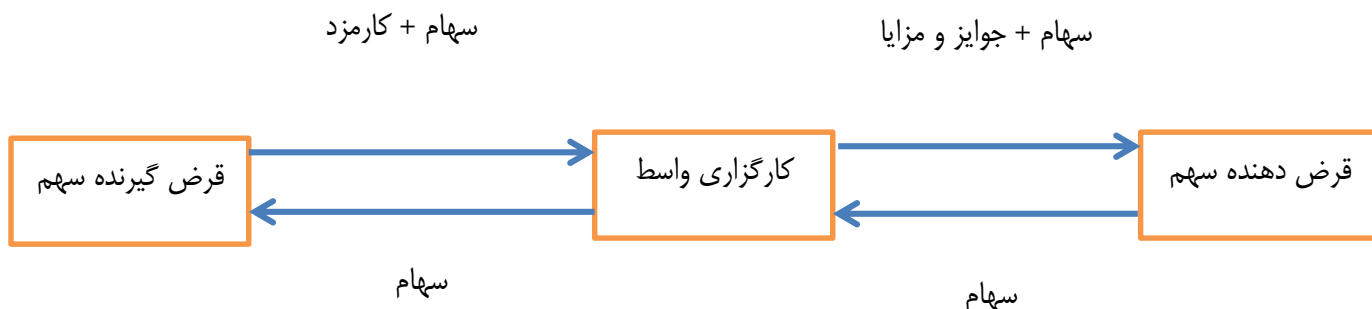
در این طرح همانند بانک که سپرده قرض الحسنه جذب می‌کند و به متقاضیان وام قرض الحسنه اختصاص می‌دهد. کارگزاری نیز همانند بانک عمل می‌کند. کارگزاری با دریافت یک کارمزد معین، سهام افرادی که متمایل به قرض دادن سهم هستند را دریافت و به کسانی که متقاضی قرض گرفتن سهم هستند جهت انجام فروش غیرمالکانه می‌دهد. کارگزاری واسط برای ترغیب داران به قرض دادن سهام خود می‌تواند از انواع جایزه و ارائه خدمات (مانند اعطای اعتبارات بیشتر، تخصیص بیشتر سهام در عرضه اولیه، تخفیف کارمزد و ...) استفاده کند. کارگزاری واسط نیز در این میان کارمزد و اجرت ناشی از دریافت دارایی و ارائه آن به متقاضیان تسهیلات را دریافت می‌کند.

برخی نکات این مدل:

۱. سهام سپرده قرضی برای شرکت‌های با نقدشوندگی و سهام شناور بالا مطلوب است؛
۲. قرض دهندگان باید بتوانند در هر زمانی دارایی خود را دریافت کنند؛
۳. اسنادی جهت ضمانت و یا حتی حساب ودیعه برای قرض گیرنده در نظر گرفته می‌شود.

در این مدل به شبهه انتقال منافع دارایی در فروش غیرمالکانه چنین پاسخ داده شده است:

طبق الگوی ارائه شده، سهام طبق عقد قرض به قرض گیرنده منتقل می‌شود؛ از آنجا که طبق اتفاق نظر علما و هم چنین قانون مدنی، عقد قرض یک عقد تملیکی است، لذا سهام به تملیک قرض گیرنده در خواهد آمد و طبق اصل تبعیت نماء از اصل، منافع سهم همانند سود تقسیمی و عواید ناشی از افزایش سرمایه برای قرض گیرنده خواهد بود.



در مدل سهام سپرده قرضی، با استناد به نظر استاد شهید مرتضی مطهری، چنین استنباط شده است: «آنچه که بر ذمه قرض گیرنده است تمامی حقوق مترتب بر دارایی است. و در مورد سهام سود تقسیمی، حق رأی و منافع ناشی از افزایش سرمایه از جمله حقوق سهم است که قرض گیرنده باید این منافع را به همراه خود سهم در زمان بازگرداندن سهم به قرض دهنده پرداخت کند. و عدم پرداخت حقوق دارایی به قرض دهنده ظلم قلمداد شده است.

در این مدل شبهه ربوی بودن بهره پرداختی به قرض دهنده حل نشده باقی مانده است و راهکاری برای آن ارائه نشده است.

بررسی فقهی

در مورد عقد قرض شیخ انصاری در مکاسب آن را تملیک دارایی به وجه ضمان مثل می‌داند.^۱ از نظر مشهور فقها در مورد دارایی‌های مثلی، قرض گیرنده باید مثل آن را رد کند یا در صورت تعذر قیمت آن را در روز تعذر یا روز مطالبه باید باز پس دهد.^۲ از آنجا که سهام ماهیتی مثلی دارد و جزو دارایی‌های مثلی محسوب می‌شود، لذا قرض گیرنده سهم باید مثل آن را پس دهد و یا در صورت عدم وجود سهم و وجود عذر در رد آن، قیمت سهم در روز درخواست قرض دهنده را پرداخت کند. بنابراین همانطور که مشخص است، در بازپس دهی سهام، آنچه بر ذمه قرض گیرنده است، مثل یا قیمت دارایی در زمان باز پس دهی سهام است. بنابراین قرض دهنده از منافع طی دوره قرض بهره‌ای نخواهد داشت. بنابراین برداشت صورت گرفته قابل توجیه با مبانی فقهی نخواهد بود و بازپس دهی منافع سهام توسط قرض گیرنده به قرض دهنده صحیح نخواهد بود.

^۱ هو تملیک علی وجه ضمان المثل، کتاب المکاسب (للشیخ الأنصاری، ط - الحدیث)، ج ۳، ص: ۱۵

^۲ فإن تعذر المثل، وجب ردّ قیمته عند المطالبة. تذکره الفقهاء (ط - الحدیث)، ج ۱۳، ص: ۲۹ / سواء كان ممّا یکال أو یوزن، أو لا، و سواء رخص أو غلا، أو لا، و لو تعذر

المثل ردّ القیمه یوم تعذر المثل، تحریر الأحكام الشرعیة علی مذهب الإمامیة (ط - الحدیث)، ج ۲، ص: ۴۵۴

در این مدل سود قرض دهنده از فرآیند قرض دهی مشخص نشده است، بهره ثابت دریافتی برای قرض دهنده وجود ندارد و لذا قرض دهنده انگیزه‌ای برای ورود به چنین معامله‌ای نخواهد داشت.

قرض عقد لازم است (هر چند برخی اعتقاد به جواز آن دارند) و نمی‌توان قبل از سررسید بدون رضایت طرف مقابل آن را فسخ و مال قرض گرفته شده را پس داد. در اینجا نیز این ویژگی قرض با سازوکار فروش غیرمالکانه هماهنگ نیست.

جمع‌بندی

با توجه به مطالب از پیش گفته و مدل‌های ارائه شده مشخص گردید که:

۱. استفاده از عقد قرض در رابطه فروشنده غیرمالکانه و قرض دهنده در صورتی صحیح است که این قرض بدون هیچ گونه بهره و مازادی باشد که در این صورت توجیه اقتصادی فروش غیرمالکانه برای قرض دهنده زیر سؤال خواهد بود.

۲. استفاده از عقد بیع در رابطه میان فروشنده غیرمالکانه و قرض دهنده سهم در صورتی صحیح خواهد بود که شبهه بیع العینه وجود نداشته باشد، با توجه به مدل متعارف فروش غیرمالکانه شرط بازخرید سهم از فروشنده غیرمالکانه ضروری است. لذا مدل بیع نقدی و سلف و همچنین مدل وعد و بیع و مدل فروش اختیاری ممکن است در رویه اجرایی به بیع العینه منجر شود.

۳. در عقد قرض برای کالاهای مثلی همانند سهام آنچه که به ذمه قرض گیرنده است، مثل آن کالا یا در صورت عدم وجود آن، قیمت روز تسویه آن کالا خواهد بود. بنابراین نمی‌توان گفت که منافع سهام در طی دوره قرض، متعلق به قرض دهنده است. علاوه بر این استفاده از قرض محدودیت مورد اول که اشاره شد را نیز به همراه دارد.

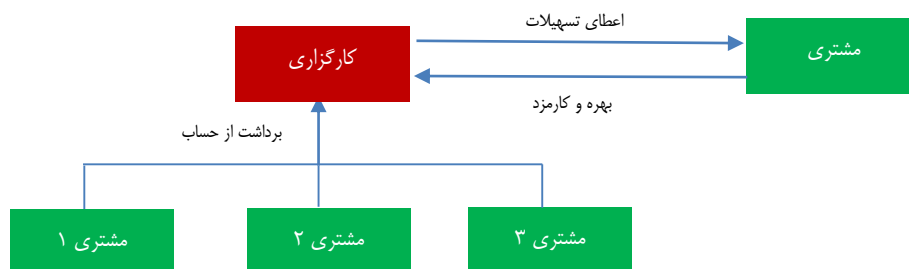
۴. آنچه که در مدل‌های ارائه شده از آن غفلت شده است، نقش کارگزار به عنوان وکیل طرفین (فروشنده غیرمالکانه و قرض دهنده) است. کارگزار به عنوان یک واسطه مالی میان مشتریان (طرفین معامله) و بازار قرار دارد.

کلیه معاملات بورسی از جمله معاملات تشریفاتی محسوب می‌شوند و سفارشات مشتریان از طریق کارگزاری‌ها انجام می‌شود. به عبارت دیگر کارگزار به عنوان نقش عامل در خرید و فروش سهام است. مشتری سفارشات خرید یا فروش خود را به کارگزار ارسال می‌کند و کارگزار نیز این سفارشات را به بازار ارسال می‌کند، در واقع دو شخص طرف معامله یعنی خریدار و فروشنده از هویت یکدیگر با خبر نیستند، کارگزاری هویت مشتری را شناسایی می‌کند و معامله از طریق کارگزاری‌های طرف معامله انجام شده و در پایان هر روز کارگزاری‌ها با یکدیگر تسویه می‌کنند. به عبارت دیگر کارگزار به نام و به حساب مشتری معامله می‌کند. لذا در فروش غیرمالکانه، نباید صرفاً رابطه دو مشتری با یکدیگر را صرفاً قرض دانست بلکه ممکن است بین مشتری اول و کارگزاری و بین مشتری دوم و کارگزاری عقود متفاوتی استفاده شود. لذا هر طرف باید به صورت مجزا مورد بررسی قرار گیرد.

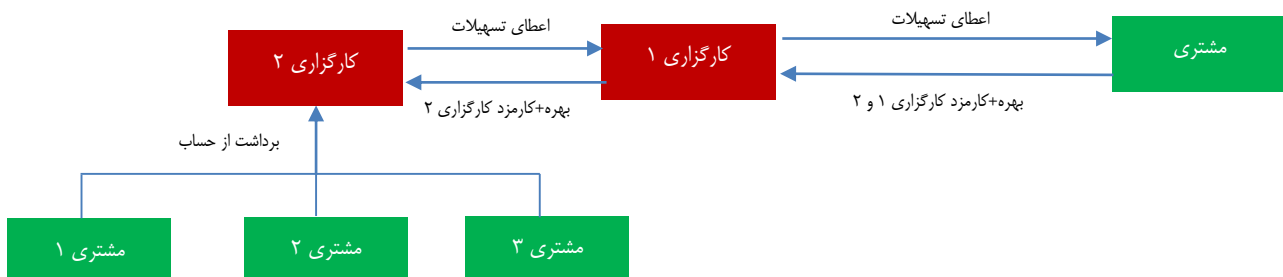
مانند آنچه که در بالا ذکر شد، کارگزاری با دو مشتری مواجه است که هر دو متمایل به استفاده از امکان اخذ وام به شکل سهام هستند. لذا طی قراردادی، کارگزاری (با فرض بر اینکه امکان گشایش حساب ودیعه وجود دارد)، اقدام به گشایش حساب ودیعه برای هر دو مشتری می‌نماید. ذیل قرارداد تأکید شده است که برای اخذ وام به صورت سهام، مشتری باید موارد زیر را نیز امضا کند:

- ۱- برای اخذ وام، حداقل باید نصف ارزش سهام در حساب مشتری وجود داشته باشد؛
 - ۲- در صورت اخذ وام به صورت سهام و فروش فوری آن در بازار، کارگزاری مبلغ سهام فروخته شده را به عنوان وجه تضمین در رهن نگه خواهد داشت؛
 - ۳- سرمایه‌گذار به کارگزاری اجازه می‌دهد در راستای استفاده از امکانات اخذ وام از کارگزاری به صورت سهام، کارگزار سهام موجود در حساب ودیعه یا حساب نقد مشتری را جهت اعطای وام به دیگر مشتریان استفاده کند؛
 - ۴- کارگزار متعهد می‌شود تا در هر زمان، با درخواست مشتری، سهم وی را تحویل داده یا بفروشد.
- بر این اساس، کارگزاری برای اعطای وام، دو راهبرد پیش روی دارد (در اینجا فرض کردیم که به صورت مستقیم کارگزاری نمی‌تواند بر روی سامانه معاملات سفارش اخذ وام گذارد):

۱- استفاده از سهام موجود در حساب مشتریان خود؛



۲- استفاده از سامانه بین کارگزاری و اخذ وام از سایر کارگزاری‌ها؛



از دیگر مفروضات این است که امکان انجام فروش غیرمالکانه بدون پشتوانه نیز امکانپذیر نیست. با در نظر گرفتن شرایطی که در بالا ذکر شد و دو مدل فوق، ساده‌ترین حالت این است که هر دو طرف رابطه با کارگزاری از منظر شرعی مورد بررسی قرار گیرند و بررسی شود که چه رابطه عقدی بین مشتری و کارگزار برقرار است.

در طرف چپ، یعنی طرفی که رابطه کارگزاری با حساب مشتریانی است که برداشت سهام از حساب آنها صورت می‌گیرد، کارگزاری قادر است صرفاً با یک عقد وکالت در اعطای تسهیلات یا فروش سهام، مشکل شرعی را مرتفع سازد؛ به طوری که مشتری به

کارگزاری وکالت می‌دهد تا نسبت به اعطای وام یا فروش سهم و بازخرید آن در صورت درخواست مشتری، اقدام کند. لذا در رابطه سمت چپ، عقد قرضی وجود ندارد.

با انعقاد قرارداد وکالت، کارگزاری قادر خواهد بود تا سهام را به مشتری که سهم نیاز دارد وام دهد یا آن را بفروشد. مشتری که قصد اخذ وام به صورت سهام را دارد به ۲ دلیل به کارگزاری برای اخذ وام مراجعه می‌کند: ۱- در اختیار داشتن سهام برای مشارکت در تصمیمات مدیریتی؛ ۲- فروش غیرمالکانه. مسئله شرعی در فروش غیرمالکانه، در سمت راست رابطه وجود دارد؛ یعنی از چه عقدی می‌توان برای اعطای وام به مشتری استفاده کرد؟

در حالت اول که سهم به صورت فیزیکی وام داده می‌شود، نه نیازی به فروش سهم است و نه به‌روز رسانی ارزش سهام. صرفاً سهم در کارگزاری قفل می‌شود تا امکان فروش آن نباشد. در این حالت، کارگزاری با استفاده از قرارداد اجاره یا عاریه (استفاده از منافع سهم) قابلیت وام‌دهی خواهد داشت. در این حالت از اجاره، کارگزاری اجاره بها دریافت می‌کند و امکان تخصیص بخشی از اجاره بها به دارنده اصلی سهم نیز وجود خواهد داشت. با توجه به اجاره یا عاریه بودن وام، کارگزاری می‌تواند منافع را محدود سازد و سود نقدی (تقسیمی) را از منافع اجاره منع نماید.

اما در حالت دوم، با عرضه عقود مختلف و با در نظر گرفتن هم سود نقدی تقسیمی و هم زیادت بر وام و همچنین توضیحاتی که پیش از این درباره پیشنهادات مطرح شده ارائه شد، شاید بتوان ادعا نمود که تنها عقدی که قابلیت انطباق با فروش غیرمالکانه دارد، همان قرض سهم است. به صورت ساده و زبان عامیانه چنین فرض کنید:

«فرض کنید شما در بازار خاصی خرید و فروش می‌کنید. در حال حاضر برای کالای مد نظرتان مشتری وجود دارد اما کالا را در اختیار ندارید. نزد آقای الف می‌روید از وی می‌خواهید تا بجای شما مقدار کالای مد نظر را به مشتری شما بفروشد تا طی ۱ ماه آینده (به عنوان مثال)، کالای فروخته شده را به آقای الف بازگردانید (آقای الف به شما و شما به آقای الف اعتماد دارید). آقای الف کالا را فروخته، مبلغ حاصل را جهت ضمانت نزد خود نگه می‌دارد و تا ۱ ماه آینده کالا را در اختیار خواهد داشت». در این حالت شما تعهد به فروش دارید و کالای مد نظر را آقای الف به مشتری فروخته است. اساساً می‌توان اظهار داشت که از جانب آقای الف قرضی به شما صورت گرفته است که شما از طریق وکالت ضمنی به وی، آقای الف را وکیل خود در انجام معامله نیز قرار داده‌اید. در بازار سهام نیز، به فرض شما به کارگزار مراجعه کرده و از وی سؤال می‌کنید که آیا سهم XYZ را در اختیار دارد تا از جانب شما بفروشد؟ در صورت مثبت بودن جواب، شما متعهد به فروش خواهید بود. کارگزار از موجودی خود (اینوتوری خود) جهت فروش سهم استفاده می‌کند و شما را در حسابتان بدهکار می‌نماید. مبلغ فروش جهت تضمین نگه داشته می‌شود. در صورتی که شرط زیاده بر این قرض وجود داشته باشد، معامله ربوی خواهد بود. یعنی اگر کارگزار اعلام کند که سود بر این معامله تعلق می‌گیرد، معامله ربوی خواهد بود؛ لذا کارگزار نمی‌تواند شرط زیاده کند و صرفاً می‌تواند کارمزد اخذ نماید. اما مهمتر از اخذ سود این سؤال است که در صورت تخصیص سود نقدی به سهم، مالکیت سود با چه کسی است؟ چون کارگزار سهم را فروخته است، مالکیت سود نقدی برای کسی است که سهم را به صورت متداول خریداری کرده است. اما کارگزار باید حساب فردی را که سهام را از حساب وی برداشته است با سود نقدی شارژ کند. این مهم را باید از وام گیرنده بازپس گیرد. اما طی چه عقدی؟ ضمن عقد قرض نمی‌توان شرط نمود. تنها ممکن است سود نقدی را به عنوان خسارت قرض دهنده مطرح نمود که این موضع نیز بسیار اختلافی است و شبه ربوی بودن دارد.

طی بحث‌های مختلف و بررسی‌های صورت گرفته شاید تنها عقدی را که بتوان منطبق بر فروش غیرمالکانه دانست، همان عقد قرض است که در آن شرایط ذیل رعایت شده باشد:

۱- شرط زیاده بر قرض نشده باشد؛

۲- کارگزاری طوری برنامه‌ریزی کند که فروش غیرمالکانه به اقدامات شرکتی (مجامع شرکت) تلاقی نکند؛

لذا براساس آنچه اظهار شد، فروش غیرمالکانه دقیقاً همان فروش استقراضی است که باید در آن شرایط بالا رعایت شود تا ذیل عقد قرض امکان به کارگیری داشته باشد.

منابع

۱. حلی، حسن بن یوسف، تحریر الأحكام الشرعية على مذهب الإمامية (ط - الحديثه)، قم: موسسه امام صادق عليه السلام، چاپ اول، ۱۴۲۰ ه.ق.
 ۲. حلی، حسن بن یوسف، تذکره الفقهاء (الحديثه)، قم: موسسه آل البيت، چاپ اول، ۱۴۱۴ ه.ق.
 ۳. خواجه نصیری، محمودرضا، تجویدی، الناز، ارایه مدل اسلامی فروش استقراضی سهام مبتنی بر اختیار معامله، همایش مدیریت ریسک و مهندسی مالی، دوره اول، ۱۳۹۳.
 ۴. شیخ انصاری، مرتضی، کتاب المکاسب (الحديثه)، قم: کنگره جهانی بزرگداشت شیخ اعظم انصاری، چاپ اول، ۱۴۱۵ ه.ق.
 ۵. طالبی، محمد، موسویان، سیدعباس، سلطان نژاد، حامد، بررسی تطبیقی فروش استقراضی سهام با عقدهای اسلامی، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هفتم، شماره ۲۷، پاییز ۱۳۸۶.
 ۶. قرض دهی و فروش استقراضی اوراق بهادار، گزارش شناخت، ویرایش اول، بورس اوراق بهادار تهران، معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار، مدیریت تحقیق و توسعه، شهریور ۱۳۸۸.
- ۱- Asyraf Wajdi Dusuki and Abdelazeem Abozaid, Fiqh Issues in Short Selling as Implemented in the Islamic Capital Market in Malaysia, Department of Economics Kulliyah of Economics and Management Sciences International Islamic University Malaysia, Malaysia, Islamic Econ., Vol. 21 No. 2, pp: 63-78 (2008 A.D./1429 A.H.)
 - ۲- Elder, Alexander, 2008, Sell and Sell Short, Wiley publication.
 - ۳- Gregoriou, Greg, 2012, Handbook of Short Selling, Elsevier Publication.
 - ۴- Guidelines On Regulated Short-Selling Of Corporate Bonds, 13 April 2017, securities commission Malaysian.
 - ۵- Lacalle, Daniel, 2015, Life in The Financial Markets: How they really work and why they matter to you, Wiley publication.
 - ۶- Moosa, Imad, 2015, Good Regulation, Bad Regulation: The Anatomy of Financial Regulation, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions.
 - ۷- Morales, Gil; Kacher, Chris; 2015, Short-Selling with The O'neil Disciples: Turn to the Dark Side of Trading, Wiley publication.
 - ۸- Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council, Second Edition, 2007, securities commission Malaysian.
 - ۹- Shulman, Michael, 2009, Short Sell, Wiley publication.

10- Staley, Kathryn, 1997, the Art of Short Selling, Wiley publication.

11- Taulli, Tom, 2011, All About Short Selling, Mac Grew Hill publication.