

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله رب العالمين بارئ الخلائق اجمعين، ثم الصلاة والسلام على سيدنا و نبينا ابي القاسم المصطفى محمد و على آله الطاهرين، لاسيما بقيه الله في الارضين ارواحنا فداه

[فقه معاصر / «بورس و بازارهای مالی» / جلسه ۲۰ (۱۴۰۴/۲/۱۰) استاد حسین بنیادی]

عنوان بحث: بورس و بازارهای مالی – مقدمات

موضوع بحث امروز: مقدمه نهم – فروش استقراضی یا تعهدی

مقدمه: قرارداد فروش استقراضی سهام به دین گونه است که گاهی صاحب سهام انتظار دارد قیمت سهام در آینده افزایش پیدا کند بر این اساس سعی می کند سهام خود را حفظ کند تا علاوه بر سود سهام از افزایش قیمت سهام نیز منتفع شود.

در نقطه مقابل فرد دیگری انتظار دارد قیمت سهام مذکور کاهش پیدا کند در این فرض او به صاحب سهام پیشنهاد فروش استقراضی را می دهد، به این بیان که صاحب سهام، سهام خود را در قبال دریافت بهره، قرض دهد تا قرض گیرنده آن را بفروشد و هر زمان که صاحب سهام درخواست کرد معادل سهام او را از بازار تهیه کرده به وی تحویل دهد.

صاحب سهام نیز می بیند با قرض دادن سهام خود، علاوه بر حفظ سهام و استفاده از سود آن، مبلغی هم به عنوان بهره دریافت می کند اقدام به اعطای قرض می کند که از نظر کمیته فقهی سازمان بورس این قرارداد مبتنی بر ربا بوده و قابل استفاده در بازار سرمایه اسلامی نیست.

شیوه فروش تعهدی در بازار سهام

فروش تعهدی زمانی اتفاق می افتد که یک سرمایه گذار، اوراق یا سهامی را که قرض گرفته، در بازار آزاد می فروشد و قصد دارد بعداً آن را با پول کمتری خریداری کند و متعهد می شود که علاوه بر تعداد سهام قرض

گرفته شده، مبلغی را نیز به عنوان کارمزد استقراض یا نرخ بهره، به فروشنده بازگرداند. این فروش از اصطلاح قدیمی معاملات سهام برای «خرید در قیمت پایین - فروش در قیمت بالا» پیروی می کند. با این حال، بر خلاف معاملات عادی سهام که ابتدا معامله "خرید" اتفاق می افتد و در موقعیت بعدی معامله با فروش خاتمه می یابد، در فروش تعهدی معامله گر "فروش" را در اولویت قرار می دهد و یک موقعیت تعهدی را باز می کند که با معامله خرید به پایان می رسد.

فروشنندگان تعهدی با این فرض که قیمت سهم مورد فروش آنها کاهش می یابد، اقدام به فروش سهم می کنند. اگر قیمت سهام پس از فروش، افت کرد، فروشنده تعهدی، آن را با قیمت پایین تری خریداری می کند و به وام دهنده بازمی گرداند. در واقع تفاوت بین قیمت فروش و قیمت خرید، سود است و در صورت موفقیت آمیز بودن فروش تعهدی، در کوتاه مدت سود خوبی را برای سرمایه گذار به همراه دارد. به نوعی این دسته از فروشنندگان روی افت قیمت اوراق بهادار نوعی شرط بندی کرده و از آن سود می برند.

تفاوت فروش استقراضی و فروش تعهدی

معاملات فروش استقراضی و تعهدی هر دو در بازار دوطرفه انجام می گیرند و هدف آنها به تعادل رساندن بازار می باشد.

در واقع در فروش استقراضی مبنای کار متقاضی قرض گرفتن سهام به شرط پرداخت سهام قرض گرفته شده و پرداخت بهره معین به مالک می باشد اما در فروش تعهدی، بین مالک و متقاضی وکالت نامه منعقد می شود و فرد قرض گیرنده متعهد است در هر زمان که مالک سهامش را بخواهد، سهام را به وی بازگرداند.

فروش تعهدی به منظور کسب سود

معامله گری را تصور کنید که معتقد است سهم فلان شرکت که در حال حاضر با قیمت ۵۰۰۰ تومان معامله می شود، در سه ماه آینده با کاهش قیمت روبه رو است. معامله گر ۱۰۰ سهم وام (قرض) می گیرد و به سرمایه گذار

دیگری می‌فروشد. معامله‌گر اکنون ۱۰۰ سهم "استقراضی" دارد زیرا قصد فروش چیزی را دارد که مالک آن نیست و قرض گرفته است. یک هفته بعد، شرکتی که سهم آن قرض گرفته شده بود، نتایج مالی نامطلوبی را برای سه ماهه گزارش می‌دهد و قیمت سهم به ۴۰۰۰ تومان کاهش پیدا می‌کند. معامله‌گر تصمیم می‌گیرد موقعیت استقراضی را ببندد و ۱۰۰ سهم را به قیمت ۴۰۰۰ تومان در بازار آزاد خریداری کند تا جایگزین سهام قرض گرفته شده شود. سود معامله‌گر در فروش استقراضی، بدون احتساب کارمزد نرخ بهره پرداختی به قرض‌دهنده، ۱۰۰۰ تومان است: (۴۰۰۰ تومان - ۵۰۰۰ تومان = ۱۰۰۰ تومان ضرب در ۱۰۰ سهم = ۱۰۰,۰۰۰ تومان).

با این حال ۱۰۰,۰۰۰ تومان سود شما از ارزش کل فروش نیست، بلکه تفاوت بین قیمت خرید و قیمت فروش شماست.

فروش تعهدی به منظور کاهش ریسک

با استفاده از سناریوی بالا، اکنون فرض کنید معامله‌گر موقعیت استقراضی خود را در ۴۰۰۰ تومان نبسته است و تصمیم گرفته آن را باز نگه دارد تا از کاهش بیشتر قیمت، سود ببرد. با این حال، یک رقیب برای خرید این شرکت با پیشنهاد خرید ۶۵۰۰ تومان برای هر سهم وارد عمل می‌شود و قیمت سهام افزایش می‌یابد. اگر معامله‌گر تصمیم بگیرد موقعیت تعهدی خود را در ۶۵۰۰ تومان ببندد، ضرر در فروش تعهدی ۱۵۰۰ تومان خواهد بود: (۱۵۰۰ تومان = ۵۰۰۰ تومان - ۶۵۰۰ تومان در ۱۰۰ سهم منفی ضرب می‌کنید = ۱۵۰,۰۰۰ تومان ضرر). در اینجا، معامله‌گر مجبور بود سهام را با قیمت قابل توجهی بالاتر بخرد تا موقعیت ریسک را پوشش دهد.

فروش تعهدی چگونه کار می‌کند؟

بسیاری از مردم حداقل در ابتدا با مفهوم فروش تعهدی دچار سردرگمی می‌شوند زیرا این فروش شامل فروش چیزی است که مالک آن نیستید. اما این درست مانند یک معامله معمولی سهام است با این تفاوت که ابتدا باید آن را بفروشید، سپس آن را بخرید تا موقعیت تعهدی خود را ببندید.

اما سوال اینجاست؛ اگر ابتدا سهم را نخریدم، چگونه می‌توانم آن را بفروشم؟ چگونه می‌توانم چیزی را که متعلق به من نیست بفروشم؟

در واقع می‌توانید با قرض گرفتن آن، چیزی که متعلق به شما نیست را بفروشید. هنگامی که قصد فروش تعهدی را دارید، سهام را از کارگزار خود قرض بگیرید. شرایط فروش تعهدی در میان کارگزاران متفاوت است اما شما باید پول نقد کافی در حساب معاملاتی سهام یا حساب کارگزاری خود داشته باشید. همچنین برای دریافت سهام قرضی، شما باید برای معامله نرخ سود مشخص کنید که فرآیندی بسیار ساده است.

مالک و متقاضی در فروش تعهدی

در فروش تعهدی مالک فردی است طبق قرارداد فروش تعهدی، تعدادی از سهامی را که قصد فروش آن را در حال حاضر ندارد به شخصی دیگر قرض می‌دهد تا پس از مدتی سهامش را دریافت کند.

در فروش تعهدی، فردی که در قرارداد از مالک وکالت فروش دریافت می‌کند که برای سهم قرض گرفته اقدام به فروش در بازار کند، متقاضی نامیده می‌شود.

متقاضی از مابه‌التفاوت قیمت خرید و فروش سود کسب می‌کند و تمام هزینه‌های مرتبط با فروش تعهدی نیز برعهده وی می‌باشد.

راهکارهایی برای تصحیح فروش استقراضی

هر فردی هدفش در بازارهای مالی کسب سود است و افراد حتی با قرض دادن تعدادی از سهام خود نیز انتظار کسب سود را دارند. در صورتی که سهام قرض گرفته شده به قیمت بالاتری فروش رود، مالک سهام علاوه بر تعداد اصلی سهام خود نرخ بهره را هم دریافت می‌کند، بنابراین سود کسب خواهد کرد.

از آنجا که الگوی متعارف فروش استقراضی بر اساس دریافت بهره در ازای قرض‌دهی بنا شده، با مشکل ربوی بودن معامله مواجه است و به همین دلیل در برخی کشورهای اسلامی به منظور استفاده از ظرفیت فروش استقراضی راهکارهایی همچون ساختار مبتنی بر اجاره، سلف و وعد مطرح شده است. در این راستا کمیته فقهی

سازمان بورس و اوراق بهادار ایران نیز پس از بررسی این قرارداد از جهت انطباق با شریعت، ضمن رد آن به دلیل ربوی بودن، سه الگوی جایگزین شبیه به سازوکار فروش استقراضی را در سه مقطع زمانی معرفی کرد:

۱. خرید و فروش هم‌زمان نقد و سلف: بر اساس این توجیه 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 تامین گردد تا صاحب سهام انگیزه فروش پیدا کند. گرچه این راهکار هدف فروش استقراضی که بهره‌گیری از نوسانات منفی بازار است را پوشش می‌دهد اما سازوکار عملیاتی آن با فروش استقراضی متفاوت است. در واقع در فروش استقراضی سهام هیچ سررسید مشخصی جهت بازگرداندن سهام وجود ندارد و وابسته به اراده قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده است، ولی در بیع سلف، خریدار سلف قبل از سررسید حق مطالبه ندارد هرچند فروشنده سلف می‌تواند قبل از سررسید بپردازد.

۲. فروش نقد سهام همراه با حق اختیار خرید و فروش: بر اساس آن، جهت ایجاد شرایط فروش استقراضی استاندارد هم‌زمان با قرارداد بیع، دو قرارداد اختیار معامله به طور ضمنی در قرارداد بیع شرط می‌شود. شرط نخست اختیار خریدی است که مالک دوم به مالک اول سهام می‌دهد تا وی بتواند تا سررسید مشخص هر زمان که اعلام کند نسبت به خرید سهام فروخته شده با قیمت معامله اقدام نماید. شرط دوم اختیاری است که مالک اول سهام به مالک دوم می‌دهد و بر اساس آن مالک دوم اختیار دارد تا سررسید مشخص هر زمان که اعلام کند سهام خریداری شده را به مالک اول سهم به قیمت معامله بفروشد.

۳. فروش تعهدی: از آنجا که دو راهکار اول با مشکلاتی از جمله هزینه‌های مبادلاتی همراه می‌باشد، راهکار سوم را بر اساس عقد وکالت تصویب کرد که مطابق آن فروشنده به وکالت از مالک سهام نسبت به فروش اوراق بهادار وی مطابق با قرارداد فروش تعهدی در بورس اقدام می‌کند. در این الگو، متقاضی به وکالت از مالک و به نام او، به فروش اوراق بهادار مشخصی اقدام نموده و موظف است در زمان مشخص (در سررسید)

یا به درخواست مالک و یا به تشخیص خود تا سررسید، اوراق بهادار فروخته شده را به نام مالک بازخرید نماید.

اشکال کلی و اجمالی به سه راهکار ارائه شده

در هر سه مورد از دو اشکال عمده برخوردار است: اول اینکه در تمام این سه راهکار اصل موضوع عوض شده و چیز دیگری شده مثلاً تبدیل به بیع یا وکالت در بیع شده، در حالیکه فروش تعهدی ماهیت دیگری در تعریف و عملیات بورسی دارد. ثانیاً در هر سه مورد حيله در ربا می باشد نه فرار از ربا. (در جلسه آینده اشکالات ذکر شده را مستنداً عرض می کنیم).

نتیجه بررسی فروش تعهدی از دید فقهی

تعریف فروش تعهدی و تفاوت آن با فروش استقراضی را عرض کردیم، اما آنچه مهم است، علت ربوی بودن آن را از نظر فقهی بررسی می کنیم.

در فروش استقراضی، متقاضی ملزم به پرداخت بهره به مالک می باشد که در ایران هر قرضی که با پرداخت سود همراه باشد ربوی محسوب می شود، به همین خاطر فروش استقراضی در ایران انجام نمی گیرد بلکه فروش تعهدی جایگزین آن شده است. یعنی فرد در فروش تعهدی طبق وکالت نامه متعهد به برگرداندن سهام قرض گرفته اش می باشد که باید آن را به مالک برگرداند.

سود و ضرر در فروش تعهدی

تا زمانی که قیمت خرید شما کمتر از قیمت فروش شما باشد، تا آن حد سود می برید. اما اگر قیمت خرید شما بالاتر از قیمت فروش باشد، ضرر می کنید.

اگر انتظار دارید قیمت سهام افزایش یابد، به امید سودآوری از افزایش قیمت در بلند مدت، آن را خرید می کنید.

برعکس، اگر انتظار دارید قیمت سهم کاهش یابد، به امید سودآوری از کاهش قیمت، فروش تعهدی انجام می‌دهید.

ادامه بحث در جلسه آینده ان شاء الله

و صلی الله علی محمد و آله الطاهرين