

مکانیسم معاملات

استقراضی

Short Selling

مکانیسم معاملات استقراری

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

سلسله نشست‌های تخصصی ابزارهای جدید مالی

معاملات استقراضی "Short Selling"

موضوع جلسه:

مکانیسم معاملات استقراضی

آذر ماه ۱۳۸۵

این نشست در روز پنج شنبه مورخ ۱۳۸۵/۹/۱۶ با حضور حجج اسلام حسن آقا نظری، علی محمد قرائی، غلامعلی معصومی‌نیا، سید ضیاءالدین کیاءالحسینی و محمدرضا یوسفی و آقایان دکتر علی صالح‌آبادی و حامد سلطانی‌نژاد برگزار شد.

دبیر نشست: حجت الاسلام سید ضیاءالدین کیاءالحسینی

تهیه و تنظیم: مرکز مطالعات اقتصادی دانشگاه مفید

طرح روی جلد: محمد عامری

ویرایش: کارشناسی اقتصاد

تایپ و صفحه آرایی: علیرضا حیدرآبادی

آدرس: قم - میدان مفید - دانشگاه مفید - مرکز مطالعات اقتصادی تلفن و نمابر: ۰۲۵۱-۲۹۳۲۱۳۵

E.mail:

www.mofidu.ac.ir

Ecenter@mofidu.ac.ir

سفن مرکز

امروزه توسعه بازارهای مالی بر کسی پوشیده نیست، یکی از مهمترین نقش‌های این بازارها تأمین مالی بخش‌های حقیقی اقتصاد می‌باشد به نحوی که رابطه تنگاتنگ و همبستگی نزدیکی بین میزان فعالیت این بازارها و شاخص‌های حقیقی اقتصاد کشورها وجود دارد. علاوه بر بانک‌ها، این بازارها می‌توانند وجوه دریافتی ولو به مقدار اندک را به جریان تولید وارد نمایند مضافاً اینکه به دلیل عدم وجود واسطه‌های مالی هزینه انتقال وجوه در این بازارها کمتر از بانک‌ها می‌باشد. بنابراین بسترسازی و بومی‌سازی این بازارها از مهم‌ترین وظایف دولت‌ها و مراکز علمی و پژوهشی است.

دانشگاه مفید مفتخر است که از پیشگامان آموزش و پژوهش در زمینه علوم اسلامی و انسانی بالاصح اقتصاد اسلامی بوده و در زمینه پژوهش اقتصاد اسلامی تا بحال مقالات، و کتب فراوانی را منتشر کرده و نشست‌ها و سمینارهای متعددی را نیز با موضوع اقتصاد اسلامی برگزار کرده است. مرکز مطالعات اقتصادی دانشگاه که از سال ۱۳۸۴ زیر نظر معاونت پژوهشی فعالیت خود را آغاز کرده در راستای اهداف خویش - و با همکاری سازمان بورس اوراق بهادار کشور - اقدام به سلسله نشست‌های تخصصی در زمینه «بررسی معاملات جدید مالی» به منظور بررسی ابعاد فقهی این نوع عقود نمود تا با بررسی و تحلیل فقهی - فنی آنها زمینه ساز گسترش عقود منطبق با شرع گردید و در عین حال راه کارهای مناسب فقهی را برای عقود جدید جستجو نماید.

اولین نشست تخصصی با موضوع "اوراق عقد اختیار" (Option) در پنج جلسه در این دانشگاه برگزار گردید. دومین موضوع برای نشست‌های تخصصی "معاملات استقراضی" (Short Selling) می‌باشد که در طی چند جلسه ابعاد فنی و فقهی آن مورد بررسی و مذاقه قرار می‌گیرد. اولین جلسه آن با موضوع "مکانیسم معاملات استقراضی" در تاریخ ۸۵/۹/۱۶ برگزار گردید. در این نشست آقایان دکتر صالح آبادی (رئیس سازمان بورس اوراق بهادار کشور) و سلطانی‌نژاد (رئیس بورس منطقه‌ای کرج) به تبیین ابعاد و ویژگی‌های این عقد پرداخته و سپس حجج اسلام آقایان قائمی، معصومی‌نیا، نظری و یوسفی به بررسی ابعاد فقهی موضوع پرداختند، که این مجموعه حاصل این نشست می‌باشد. در پایان از اعضای محترم کمیته نشست تخصصی و تمامی همکارانی که در برگزاری نشست و همچنین انتشار این مجموعه تلاش نمودند تشکر و قدردانی می‌شود.

با تشکر

سید ضیاء الدین کیا،المسینی

رئیس مرکز مطالعات اقتصادی دانشگاه مفید

حجت الاسلام کیاالحسینی *

۱۶ آذر، روز دانشجو را گرامی می‌داریم و این اوقات را مغتنم می‌شماریم که دانشگاه مفید جایگاهی برای اندیشه‌های حوزویان و عزیزان دانشگاهی شده است که در اینجا با یکدیگر بنشینند و کرسی‌های تخصصی بحث‌ها را دنبال کنند. در این زمینه در جلسات گذشته مباحث مربوط به **option** را داشتیم و جدیداً هم اوراق معاملات استقراضی را خواهیم داشت. به دلیل ضیق وقت بدون مقدمه بحث را شروع می‌کنیم و از جناب آقای سلطانی‌نژاد دعوت می‌کنیم که بحث را با موضوع مکانیسم معاملات استقراضی شروع کنند.

آقای سلطانی‌نژاد*

با کسب اجازه از محضر اساتید محترم دانشگاه مفید و جناب آقای دکتر صالح‌آبادی ریاست محترم سازمان بورس کشور بحث را شروع می‌کنم. بحث فروش استقراضی سهام را بنده به عنوان پایان‌نامه کارشناسی ارشد در رشته معارف اسلامی و مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع) و در خدمت حجت الاسلام والمسلمین جناب آقای موسویان و جناب آقای دکتر صادقی داشتم و از راهنمایی‌های جناب آقای دکتر صالح‌آبادی در تدوین این پایان‌نامه استفاده کردم و اصلاً پیشنهاد این موضوع از طرف دکتر صالح‌آبادی بود به عنوان یک ابزار که ابزاری جدیدی در بازار سرمایه است و می‌تواند به عنوان ابزاری جهت جذب بیشتر منابع به سوی بازار سرمایه و سرمایه‌گذاری مولد در بازار سرمایه مطرح باشد. عنوان بحث ما اکنون بررسی تطبیقی فروش استقراضی سهام با عقود اسلامی می‌باشد.

شیوه‌های مختلف گردش نقدینگی

این مسئله که ابزارهای مالی جدید (ابزاری مثل فروش استقراضی سهام) برای چه مطرح می‌شوند؟

* رئیس مرکز مطالعات اقتصادی و عضو هیأت علمی گروه اقتصاد دانشگاه مفید

* رئیس بورس منطقه‌ای کرج

پاسخ این است که ما در جامعه شیوه‌های مختلف گردش نقدینگی را داریم، از قبیل کسانی که مازاد نقدینگی دارند و کسانی که فاقد آن هستند؛ این انتقال هم شیوه‌ها و سازوکارهای مختلف خودش را دارد که سه شیوه در این زمینه متداول می‌باشند: شیوه مستقیم (استقراض)، نیمه مستقیم و غیر مستقیم؛ که شیوه غیر مستقیم بیشتر از طریق شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های بیمه و یا صندوق‌های بازنشستگی و سایر واسطه‌های مالی که نقش واسطه را بازی می‌کنند در انتقال نقدینگی از کسانی که مازاد نقدینگی دارند به کسانی که فاقد نقدینگی هستند یا کسانی که تصمیم به سرمایه‌گذاری دارند از طریق این واسطه‌ها اقدام به جذب منابع می‌کنند.

در دنیا با توجه به این که بازارهای سرمایه بسیار پیشرفته هستند، معمولاً شیوه غیر مستقیم در آنها بسیار پیشرفت کرده است و از طریق این واسطه‌ها سرمایه‌ها جذب می‌شود منتها لازمه این که این نقدینگی از طریق این واسطه‌ها جذب شود این هست که ابزارهایی برای جمع‌آوری این نقدینگی وجود داشته باشد. بنابراین می‌توان گفت که توسعه و تنوع ابزارهای مالی چه در بازارهای مالی و چه در بازارهای کالایی باعث می‌شود که نیازهای مختلف فاقدین نقدینگی و صاحبان مازاد نقدینگی برآورده شود و منابع به شکل بهینه جذب شود. بنابراین می‌توان گفت که توسعه و تنوع ابزارها به هر چه بهتر اجرا شدن شیوه غیر مستقیم متداول کمک می‌کند و تجربه هم نشان داده است که شیوه موفق‌تری بوده است و با جذب نقدینگی منجر به سرمایه‌گذاری شده است. با این رویکرد به اهمیت و لزوم استفاده از ابزارهای جدید پی می‌بریم.

ارکان ابزار مالی جدید

برای درک بیشتر استفاده از ابزارهای جدید دو رکن مهم را ذکر می‌کنیم. یک بحث بین‌المللی شدن بورس‌ها است که می‌دانید در دنیا بورس‌ها به سمت فرآیند شرکتی شدن پیش می‌روند یعنی بورس‌ها از حالت ساختار Membership (عضوگرا) به ساختارهای سهام دارگرا تبدیل می‌شوند و خود فعالیت بورس‌ها- فعالیت اجرایی بورس‌ها- به آن به عنوان یک فعالیت سودآور و فعالیتی تجاری نگاه می‌کند در حالی که قبلاً این نگاه وجود نداشت.

فرآیند **Demutualization** یا شرکتی شدن نتیجه مهمی دارد که ادغام بورس‌ها را سهل و آسان می‌کند. وقتی بورس‌ها در قالب یک شرکت فعالیت می‌کنند آن موقع ادغامشان هم سهل‌تر می‌شود. در دنیا هم خیلی متداول شده است که بورس‌ها در هم ادغام شوند. بنابراین خیلی از بورس‌هایی که خیلی از ابزارها در آنها معامله می‌شود ممکن است مقررات آن بورس یا مقررات آن کشور اجازه ندهد که آن ابزارها در بورس دیگر معامله شوند. پس یک الزام برای ما ایجاد می‌کند که در نهایت اگر ما بخواهیم فرضاً بازار سرمایه اسلامی را با همکاری کشورهای اسلامی تشکیل بدهیم و در بورس‌ها ادغام شویم و یا ابزارهای آنها را بیاوریم در بورس خودمان معامله کنیم و یا شرکت‌های آنها بیایند در بازار ما در اصطلاح ادغام شوند. ما نیازمند این هستیم که ابزارهای متداول و رایج دنیا را بشناسیم و آنها را داشته باشیم و یک نیازمندی دیگر ما، استفاده از ابزارهای جدید مالی و بحث قانون جدید بازار اوراق بهادار است. قانون جدید بازار اوراق بهادار نقص‌های قانون قبلی را برطرف کرده است. یکی از نقص‌هایی که وجود داشت این بود که ابزارهای مالی جدید در آن قانون دیده نشده بودند، ما ابزار سنتی سهام را داشتیم، حق تقدم را داشتیم و اوراق مشارکت را که معامله می‌شد؛ بازار ما هم نهایتاً در همین حد مانده بود. چون قدرت پاسخگویی به دو طیف سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز را نداشت. فقط سهام بود. شما حق انتخابی جز سهام را نداشتید. هیچ ابزاری برای پوشش سرمایه‌گذاری شما در مقابل ریسک‌های سیستماتیک و غیر سیستماتیک وجود نداشت؛ ولی قانون جدید این نقص را رفع کرده و اکنون می‌شود از زمینه ایجاد شده، استفاده کرد و ابزارهای جدید ایجاد کرد. منتها بحث اصلی که در مورد این ابزارها وجود دارد بحث فقهی آن است و بنای این رویکرد قانون جدید بازار اوراق بهادار هم یک الزامی برای ما می‌آورد که بیایم از این ابزارهای مالی جدید استفاده کنیم. یک ابزاری که در بازارهای سرمایه دنیا متداول است و البته خیلی قوانین متفاوتی در کشورهای

مختلف دارد، ابزار فروش استقراضی سهام یا **short selling** است. حالا چرا ترجمه‌اش فروش استقراضی سهام می‌شود؟ این ترجمه لفظ به لفظ نیست، اول این کلمه وارد ایران شد و افرادی که متخصص مالی بودند چنین ترجمه‌ای را برای آن قرار دادند و در حقیقت چون شخصی که اقدام به **short selling** می‌کند در موقعیت **short position** قرار می‌گیرد و به اصطلاح بدهکار می‌شود و مقداری از سهام را مقروض می‌شود، شاید از آن جهت این اصطلاح برای آن بکار رفته است.

تعریف فروش استقراضی

براساس تعریفی که کمیسیون معاملات اوراق بهادار آمریکا (SEG) داده است فروش استقراضی سهام، فروش اوراق بهاداری است که فروشنده مالک آن نباشد که به دو صورت انجام می‌شود:

یکی به وسیله تحویل اوراق بهادار که توسط فروشنده قرض گرفته می‌شود، یعنی فردی می‌آید اوراق بهاداری را قرض می‌گیرد و در بازار می‌فروشد، به این عمل **short selling** می‌گویند. دوم اینکه توسط کارگزار به حساب آن فرد، قرض گرفته می‌شود.

این تعریف دقیقی است که SEG از **short selling** داده است. در این حالت معمولاً فروشنده، اوراق بهادار را از یک کارگزار معامله‌گریا سرمایه‌گذار نهادی قرض می‌گیرد و تحویل خریدار می‌دهد و تعهد می‌دهد که در آینده با خرید همان نوع اوراق بهادار یا با استفاده از اوراق بهادار مشابهی که متعلق به خودش است اوراق بهادار قرض گرفته شده را به قرض دهنده باز گرداند. تاریخ تحویل اوراق بهادار قرض گرفته شده زمانی است که هر کدام از قرض دهنده یا قرض گیرنده ترجیح دهد.

یعنی سر رسید آن مشخص نیست. اولین فرصتی که یکی از طرفین، متقاضی برگردانده شدن سهام باشد این کار انجام می‌شود.

بازیگران اصلی معاملات استقراضی

بازیگران اصلی که در معامله استقراضی نقش دارند: قرض گیرنده، قرض دهنده و کارگزار هستند. حالا هر کدامشان از انجام این معامله چه هدفی را دنبال می کنند؟ هدف قرض گیرنده این است که در زمانی که انتظار دارد قیمت سهام کاهش پیدا کند باهدف کسب منفعت، سهام را قرض می گیرد و می فروشد و در زمان کاهش قیمت، آن را می خرد و برمی گرداند. در حقیقت می توان گفت این عمل، آینه فردی است که سفته بازی می کند. فردی که سفته بازی می کند به قصد افزایش قیمت سهام، سهام می خرد و نهایتاً وقتی قیمت آن افزایش پیدا کرد آن را می فروشد، ولی فردی که فروش استقراضی انجام می دهد این سهم را می فروشد و بعد می خرد و از کاهش قیمت نفع می برد. هدف دیگری که قرض گیرنده از انجام معامله استقراضی می تواند داشته باشد این است که گاهی اوقات متصدیان بازار، خودشان یا نهادهای مالی فعال در بازار احساس می کنند که بازار، روان و نقد نیست یعنی طرف تقاضا بیشتر از طرف عرضه است؛ اینها برای اینکه در بازار تعادل ایجاد کنند و طرف عرضه را سنگین نکنند از این ابزار استفاده می کنند و در شرایط دیگری هم سهامداری که سهمی را در اختیار دارد برای مصون ماندن خودش در برابر کاهش قیمت سهم در آینده، اقدام به فروش استقراضی می کند. پس گاهی اوقات هم به عنوان یک ابزار پوشش ریسک (Hedging) از این ابزار استفاده می شود. سود یا زیان قرض گیرنده چیست؟ فروشنده سهام استقراضی، سهمی را که برای مدت معینی قرض گرفته به فروش می رساند و در آینده معادل تعداد سهام مذکور را از بازار خریداری می کند یا از محل سهمی که خودش دارد تأمین می کند و به قرض دهنده پس می دهد. بنابراین اگر قیمت سهام طی این مدت کاهش پیدا کرده باشد مابه التفاوت قیمت خرید و قیمت فروش، سود قرض گیرنده محسوب می شود و اگر هم افزایش پیدا کرده باشد طبعاً قرض گیرنده ضرر کرده است. منافع قرض دهنده

چیست؟ چه انگیزه‌ای باعث می‌شود که کسی سهامش را قرض دهد؟ و جوهی که از محل فروش سهام استقراضی حاصل می‌شود نزد کارگزار می‌آید، سپس کارگزار این وجوه را به یک حسابی تحت عنوان حساب سرمایه‌گذاری می‌برد. مثلاً فرض کنید در ایران در حساب سرمایه‌گذاری کوتاه مدت شش ماهه ویژه سرمایه‌گذاری می‌کند که سود حاصل از این سرمایه‌گذاری منهای جایزه تخفیف - جایزه تخفیف را بعداً توضیح می‌دهیم - به عنوان کارمزد قرض دهنده به او تعلق می‌گیرد که اگر عملیات استقراض بدون واسطه کارگزار انجام شده باشد این کارمزد بطور کامل به قرض دهنده تعلق می‌گیرد. اگر این عملیات با واسطه کارگزار باشد این کارمزد بین کارگزار و قرض دهنده به صورت توافقی که از قبل دارند تقسیم می‌شود. یک نکته قابل توجه و تأمل که ما در فروش استقراضی سهام به آن بر می‌خوریم این است که هر گونه سود نقدی یا حق تقدم و سایر چیزهایی که متعلقات سهم باشند در تملک قرض دهنده باقی می‌مانند و حتی اگر قرض گیرنده بیاید سود نقدی سهام را بگیرد یا از حق تقدم استفاده کند بایستی معادلش را به قرض دهنده برگرداند. تنها چیزی که به قرض گیرنده منتقل می‌شود حق شرکت در جلسات مجمع عمومی و مجمع فوق‌العاده و داشتن حق رأی است. بازیگر سومی که در این معامله نقش بازی می‌کند کارگزار است. **کارگزار چند نقش دارد:** از طرف قرض دهنده یک نقش **نمایندگی دارد**. که کسانی در بازار سهام، تمایل داشته باشند سهامشان را قرض بدهند به کارگزار مراجعه می‌کنند و توافقنامه‌ای را با کارگزار تحت عنوان **Loan Consent Agreement** یعنی توافقنامه رضایت وام امضا می‌کنند. خلاصه رضایت می‌دهند که سهامشان قرض داده شود. پس اینجا کارگزار نقش نمایندگی را از طرف قرض دهنده بازی می‌کند.

نقش بعدی، فروش سهام قرض گرفته شده به نمایندگی از قرض گیرنده است. کار دیگری که انجام می‌دهد این است که پول حاصل از فروش سهام قرض گرفته شده را در یک حساب سپرده سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری می‌کند (به عنوان تضمین)، تا اینکه شخصی که سهام را قرض گرفته

است وقتی قرض دهنده، سهامش را مطالبه کرد بتواند سهام را به او برگرداند. پس پول وجه حاصل از فروش سهام سپرده گذاری می شود. حالا این پولی که سپرده گذاری شده به دو قسمت تقسیم می شود: بخشی از آن تحت عنوان جایزه (rebate) به قرض گیرنده داده می شود. زمانی که فردی برای قرض گرفتن سهام به کارگزارها مراجعه می کند، بدلیل اینکه کارگزارهای متعددی وجود دارند که حاضرند سهام را قرض بدهند، این فرد می رود از کارگزاری قرض می گیرد که درصد بیشتری از آن سود حاصل از سپرده گذاری وجوه را به او می دهد. کارگزارها هم آنجا درصد را تعیین کرده اند. یک کارگزار می گوید من ۲۵ درصد از آن سود حاصل از سپرده گذاری را به شما می دهم، یک کارگزار می گوید ۳۰ درصد و دیگری می گوید ۴۰ درصد از سود را به شما می دهم. نهایتاً با کسی قرارداد می بندد که سود بیشتری از محل سپرده گذاری به او بدهد به همین جهت به **rebate** جایزه می گویند. در معنی تحت اللفظی آن هم جایزه و هم تخفیف آمده است و این از مواردی بوده که ترجمه لفظ به لفظ آن است. بخش دیگری از این سود به قرض دهنده و کارگزار تعلق می گیرد که براساس توافق قبلی، سود پول را بین خودشان تقسیم می کنند.

ودیعه (مارجین)

چیز دیگر که در این قرارداد داریم بحث مارجین یا ودیعه است. کسی که سهام را قرض می گیرد، تا زمان بازگرداندن سهام قرض گرفته شده ملزم به نگهداری درصد معینی از سهام قرض گرفته شده در حساب ودیعه نزد کارگزار می باشد که این ودیعه می تواند پول یا اوراق بهادار دیگری باشد که به آن مارجین اطلاق می شود. معمولاً ۱۰۲ درصد از ارزش سهام استقراضی را فرد قرض گیرنده مجبور است نزد کارگزار به عنوان ودیعه نگهداری کند. حالا اگر قیمت سهام طی دوره استقراضی افزایش پیدا کند یا باید مارجین افزایش پیدا کند یا اینکه باید سهام قرض گرفته شده برگردانده شود.

اختیار فراخوانی (Recall) و بازار (Buy In)

بحث دیگری که داریم اختیار فراخوانی یا **Recall** است. فردی که اقدام به قرض دادن سهم برای فروش استقراضی می کند ، اختیار دارد که هر زمان که خواست سهامش را مطالبه کند که یک ریسک هم محسوب می شود.

بحث دیگری که در مورد این معامله وجود دارد بحث **Buy In** یا خرید برای تأمین است. خیلی وقتها ممکن است آن فردی که فروشنده سهام استقراضی است بعدا که می خواهد سهام قرض گرفته شده را از بازار تهیه کند و به صاحبش برگرداند، موفق نشود پس یک بازاری تعبیه شده است به عنوان بازار **Buy In** که می تواند از این بازار این سهم را خریداری کند و به صاحبش برگرداند.

دکتر صالح آبادی

این بازار **Buy In** ، بازار عادی نیست که فرد اگر سهام را بخرد و تحویل بدهد ممکن است سهام به او نرسد . در بازار **Normal market** یا بازار عادی ممکن است محدودیت هایی وجود داشته باشد مثلا ما در این بازار، محدوده نوسان دو درصد را داریم، که سهم یا می تواند دو درصد بالا برود یا می تواند دو درصد کاهش پیدا کند. با توجه به این که درصد نوسانمان دو درصد است در بازار عادی ممکن است سهام گیرش نیاید که بخرد و آن را پس بدهد. اما بازار **Buy In** سقف و کف ندارد، ممکن است قیمت سهام ۵۰ درصد از بازار عادی بالاتر باشد یا برعکس اگر در بازار عادی صف فروش وجود دارد و به تبع آن، قیمت بالا است ممکن است در این بازار قیمت پایین تر باشد. لذا در این بازار واقعا حراج واقعی وجود دارد.. آنجا معمولا همیشه سهم وجود دارد که بتواند بخرد و سهام را پس بدهد.

آقای سلطانی نژاد

این که در بازارهای سرمایه چرا فروش استقراضی سهام رونق گرفته و در بازارهای سرمایه دنیا استفاده می شود. به خاطر مزایایی است که متوجه خود فعالین بازار و سرمایه گذاران است.

مزایای فروش استقراضی

یک مزیتی که فروش استقراضی دارد ایجاد نقدینگی در بازار است. وقتی که تقاضا برای یک سهم افزایش پیدا می کند، عده‌ای که بازار گردان هستند یا عده‌ای که به دنبال این هستند که تعادل در آن سهم حفظ شود اعم از متصدیان بازار و سرمایه گذاران نهادی، می توانند اقدام به فروش استقراضی کنند؛ طرف عرضه را سنگین کنند و ریسک بالا رفتن مصنوعی قیمت را که گاهی در بازار ایجاد می شود، خنثی کنند. مزیت دیگر فروش استقراضی **کارایی قیمت** است. هنگامی ما می توانیم بگوییم کارایی قیمت می تواند بوجود آید که کل عرضه در مقابل کل تقاضا قرار گیرد. ما در بازارمان یک عملی را به عنوان سفته بازی داریم، وقتی که فروش استقراضی بوجود آید این فروش استقراضی دقیقا در آینه سفته بازی است و در مقابل سفته بازی قرار می گیرد. اینها را ما وقتی می توانیم بگوییم، که به تعداد سفته بازان، کسانی که معاملات استقراضی را هم انجام دهند وجود داشته باشند، که عرضه و تقاضا در کل با هم برابر شود و کارایی قیمت برایمان ایجاد شود.

دکتر صالح آبادی

این را باید ذکر کنم که، منفعت دیگری که می شود برای آن تصور کرد این است که در بازار معمولی فقط شما از بالا رفتن قیمت می توانید سود کنید یعنی اگر سهم را بخرید و قیمت بالا برود از بالا رفتن قیمت سود می کنید ولی اگر پیش بینی بکنید که قیمت کاهش پیدا می کند هیچ کاری نمی توانید بکنید. از کاهش قیمت دائم باید ضرر بکنید و از بالا رفتن قیمت هم سود بکنید. اما این بازار (فروش استقراضی) امکان این را می دهد که شما هم از بالا رفتن و هم از پایین آمدن قیمت سود بکنید و اگر پیش بینی بکنید که قیمت بالا می رود سهام می خرید و بعد که قیمت بالا رفت آن را می فروشید و سود می کنید. اگر پیش بینی کنید که قیمت پایین می آید قرض می کنید و می فروشید، چون خودتان سهم ندارید و وقتی که قیمت پایین آمد، دوباره می خرید و آن را پس می دهید، شما اینجا از کاهش قیمت هم سود کردید.

حجت الاسلام معصومی نیا

می توان اینطور گفت که چون همواره پیش بینی افزایش یا کاهش قیمت هست، باعث می شود همه درگیر معاملات بشوند و امکان معامله برای آنهایی هم که پیش بینی کاهش یکسان و معین قیمت را دارند به وجود می آید.

دکتر صالح آبادی

آنها هم امکان معامله برایشان بوجود می آید، مشارکت همه زیاد می شود. اگر همه پیش بینی کنند که قیمت بالا می رود، هیچ کس فروشنده نخواهد بود. لذا اگر یک عده ای هم فکر کنند که کاهش پیدا می کند می توانند بیایند قرض کنند، بفروشند و بعد که پایین آمد دوباره بخرند و پس بدهند و از مابه التفاوت آن سود کسب کنند.

آقای سلطانی نژاد

از مضار فروش استقراضی سهام این است که امکان Manipulation یا دستکاری قیمت را به وجود می آورد و زمانی که بازار رو به پایین است عده ای ممکن است از این ابزار برای کاهش هر چه بیشتر قیمت و کمک بیشتر به نزولی شدن بازار استفاده کنند. که البته این را می توان با ابزارهایی کنترل کرد. ما در این پایان نامه می خواستیم از نظرات کارشناسان در بررسی تطبیقی فقهی این ابزار با عقودی که مورد امضای شرع است استفاده کنیم. البته لازم بود بررسی شود که آیا این مطالعه ای که ما انجام داده ایم سابقه ای دارد؟ در داخل کشور که سابقه ای نداشت و در خارج از کشور دیدیم که کشور مالزی این کار را انجام داده است و شورایی به نام شورای مشورت شرعی بورس دارد که براساس مبانی فقه اهل سنت، ابزارهای مالی را بررسی می کند و آنها نهایتاً اصل استحسان را همراه با عقد اجاره در مورد این عقد به کار برده اند. اصل استحسان هم که اصلاً در فقه شیعه جایگاهی ندارد و آنها از آن استفاده کرده اند و گفته اند که ما همراه با عقد اجاره این را به کار برده ایم و به صحت فروش سهام استقراضی و قابل تطبیق بودن آن با عقد اجاره حکم کرده بودند.

بررسی تطبیقی صورت گرفته در این تمقیق

در بررسی تطبیقی که ما انجام دادیم، تحقیق را در سه مرحله انجام دادیم: یک مرحله، تطابق با ارکان عمومی عقد بود که ببینیم آیا این عقد فروش استقراضی سهام، این قابلیت را دارد که ما به آن اطلاق عقد بکنیم؟ در مرحله دوم آمدیم ببینیم که آیا هیچ کدام از موجبات بطلان عقد در این قرارداد وجود دارد یا خیر؟ موجبات بطلان عقد را مورد کاوی کردیم. مرحله سوم اینکه آیا این عقد با عقودی که به امضای شرع رسیده‌اند (مثل بیع و عقود دیگر) مشابهتی دارد؟ آیا قابل تطبیق با این عقود هست یا نه؟ تبیین این بررسی تطبیقی ما در سه مرحله صورت گرفت که البته در این بررسی تطبیقی نظر کارشناسان فقهی را با استفاده از پرسشنامه جویا شدیم. از کسانی که هم در بحث‌های فقهی و هم در بحث‌های اقتصادی سررشته داشتند، استفاده شد و از آنها سوال شد که آیا تطبیق دارد یا ندارد؟ در مرحله الف یا تطابق با ارکان عمومی عقد، بررسی کردیم که ببینیم آیا شروط ارکان عمومی عقد در مورد این قرارداد صادق است یا خیر؟ شرط اعتبار نفسانی طرفین قرارداد یعنی بناء آنان بر تحقق آنچه قصد کرده‌اند که انجام بدهند، در فروش استقراضی وجود دارد و مشخص است. انشاء اعتبار هم وجود دارد (یعنی اینکه به زبان بیاورند یا طی یک قراردادی به آنچه که در درونشان است بگویند، آن که طی یک قراردادی که به اسم قرارداد فروش استقراضی است این را انجام می دهند). شرط اعتبار متعاقدين هم رعایت شده است (یعنی این که اعتبار متعاقدين مورد پذیرش عرف و عقلاء باشد). اما این که اعتباری که بین این دو طرف قرارداد می‌شود آیا مشمول ادله شرعی صحت عقود هم هست یا خیر؟ این جای سوال دارد که یک مقدار شبهاتی به آن وارد است که در بحث‌های بعد به آن می‌پردازیم چون قرارداد فروش استقراضی سهام خود شامل چند معامله است و این گونه نمی‌شود در مورد آن قضاوت کرد.

در مرحله دوم با موجبات بطلان عقد تطابقش دادیم یعنی از کارشناسان فقهی سؤال کردیم که آیا این عقد با این کیفیت، هیچ کدام از موجبات بطلان عقد شامل ربوی بودن، غرری بودن، سفهی بودن و معلق بودن را دارد؟- فروش مال غیر را هم خودم بعدا اضافه کردم چون در یک متنی دیده بودم دریک کشور اسلامی بررسی شده بود و اتکا کرده بودند به این اصل که چیزی را که مالک آن نیستید نفروشید، این را بدین جهت اضافه کردم والا موجبات بطلان را شاید نشود در این گروه آورد- کارشناسان فقهی نظر دادند و گفتند که این قرارداد شبهه ربوی بودن را دارد، غرری نیست، سفهی نیست، معلق نیست و فروش مال غیر هم محسوب نمی شود (این نظر کارشناسان بوده، جامعه ۳۰ نفری که پرسشنامه را جواب دادند، البته جامعه بیش از سی نفر بود). مرحله سوم تطابق با عقود بود که به امضای شرع رسیده اند. ما آمدیم ببینیم که آیا این عقود فروش استقراضی سهام را می شود با عقودی که وجود داشته اند و بعدا به امضاء شرع رسیده اند تطبیق داد یا خیر؟ اولین چیزی هم که به ذهنمان رسید همان قرض بود چون در فروش استقراضی سهام الفاظی که استفاده می شود Borrower , Lender است. Lender، قرض دهنده و Borrower، قرض گیرنده است. این چیزی است که خود آنها استفاده می کنند و طبعاً به نظر می رسد اولین چیزی که با آن مشابهت داشته باشد قرض باشد، که این رد شد. حالا دلایل آن را هم عرض می کنم. یکی بیع العربون بود که البته بیع العربون هم خودش مورد بحث است که خبر واحد است و دلایلی که بر صحت آن یک خبر واحد داریم خیلی معتبر نیستند. دیگری بحث اجاره و بحث بیع الخيار بود که نهایتاً کارشناسان فقهی نظر دادند که با هیچ کدام از این عقود هم با این کیفیتی که دارد مطابقت ندارد.

به طور کلی، نظری که از کارشناسان به دست آمد این بود که مالی که در اختیار کسی قرار می گیرد در دو قالب کلی می تواند در اختیار فرد قرار گیرد: یکی تملیک است، یکی اذن است. تملیک خودش سه قالب دارد یکی مجانی است یعنی هبه و دیگری در مقابل قیمت است که می شود

بیع و یکی هم در مقابل مثل است که می‌شود قرض. حالت دوم هم اذن است که اذن در استفاده می‌شود عاریه، اذن در فروش هم می‌شود وکالت، که این عقد فروش استقراضی سهام در نگاه اول به نظر می‌رسد که در قالب قرض قابل تعریف باشد اما اینجا از این جهت به مشکل بر می‌خوریم که در تطبیق آن با قرضی که از نظر اسلام مشروع است هیچ گونه زیادتی در مقابل قرض دریافت نمی‌شود، چرا که اگر دریافت شود تبدیل به ربا می‌شود؛ ولی در فروش استقراضی یک مبلغی تحت عنوان سود از طرف قرض دهنده دریافت می‌شود، حال آن سود گرچه سودی است که از محل وجوه حاصل از سپرده‌گذاری ناشی از فروش سهام استقراضی است اما باز هم یک مبلغی دریافت می‌شود.

بحث بعدی این بود که مال در قرضی که از نظر اسلام مشروع است به تملک قرض گیرنده در می‌آید اما در فروش استقراضی تملک به طور کامل و جامع صورت نمی‌گیرد چون سود سهام و سایر متعلقات آن در تملک قرض دهنده باقی می‌ماند و ابهام اصلی که نهایتاً در فروش استقراضی سهام به آن برخوردیم و دست استعانت به سوی کارشناسان محترم دراز کردیم، بحث تعریف رابطه قرض دهنده و قرض گیرنده در قالب یک عقد مشروع بود.

حجت الاسلام نظری

چیزی که به ذهن من می‌رسد این است که باید در ابتدای کار یک چارچوبی برای نگاه به مسأله داشته باشیم و تفکیکها باید درست انجام شود تا اینکه مشکل را بهتر درک کنیم. یعنی این که بحث اقتصادی را از بحث فقهی دقیقاً تفکیک کنیم. اینکه قرض دهنده و قرض گیرنده به چه قصدی به این بازار وارد می‌شوند و به چه قصدی از آن خارج می‌شوند را باید در بحث اقتصادی و در جای خودش بررسی کنیم و اکنون باید فقط در بحث فقهی متمرکز شویم و نگاه فقهی را منهای نگاه اقتصادی بررسی کنیم.

اگر ما خواسته باشیم این بحث فقهی را در آن قراردادهای متعارفی که خودمان داریم بگنجانیم به هیچ وجه جواب نمی‌دهد یعنی اگر خواسته باشیم فرضاً آن را مثل خرید و فروشهایی که در فقه خودمان تا به حال بحث شده است، بگنجانیم و در آن قالب فکر کنیم با مشکل مواجه می‌شویم. چرا؟ چون آن قالب‌ها نمی‌تواند این را در بر بگیرد و ما هم نمی‌توانیم چیزی را که قالب فقهی مطرح نکرده است ببریم بر قالب فقهی عرضه کنیم چون به توجیه و تعبیر احتیاج دارد و با توجیه و تعبیر، کاری نمی‌توان کرد. بنابراین به آن قسمتی که خود ارائه‌کننده محترم نظر داشت و مثلاً تلاش می‌کرد که آن را با اجاره یا با مباحث دیگری منطبق کند ما باید در بحث فقهی بیاییم نگاه جدیدی را ارائه دهیم. آن چیزی که در واقعیت خارجی این قرار داد وجود دارد این است که یک قسمت از آن به قرض شباهت دارد، یک قسمت به اجاره، یک قسمت به بیع و یک قسمت دیگر به هیچ چیز شباهت ندارد. این تجزیه کردن است، در حالی که، چیزی که در خارج اتفاق می‌افتد این است که یک قراردادی وجود دارد که براساس آن، قرض گیرنده و قرض دهنده اصطلاح short selling را به کار می‌برند و چه بسا آن اصطلاح را ما نتوانیم به کار ببریم. درست است که واژه انگلیسی که به کار برده اند Lending بوده است اما چه بسا ما نتوانیم این واژه انگلیسی قرض را بکار بگیریم و باید بگوییم که این قرارداد یک نوع قرارداد جدید است که باید کل آن را ملاحظه کنیم نه اینکه تجزیه‌اش کنیم. آن چیزی که در خارج اتفاق می‌افتد این است که در بازار، تهیه‌کننده سهام و گیرنده سهامی است و در هر حال قراردادی را منعقد می‌کنند و براساس آن قرارداد وارد عمل می‌شوند. ما باید همان قراردادی که در خارج اتفاق می‌افتد را ببینیم. نباید تجزیه‌اش کنیم و یک گوشه‌اش را به اجاره متصل کنیم و یکی را به قرض متصل کنیم، چون همان چیزی که در خارج اتفاق می‌افتد را می‌خواهیم بشناسیم نه آن چیزی که در ذهنمان داریم. نباید آن چیزی که در خارج است را با ذهنمان منطبق کنیم و چون منطبق نمی‌شود، بگوییم این گوشه‌اش را قیچی می‌کنیم تا اینکه بالاخره بتواند در قالب ذهنی ما جا

بیفتد؛ آنگاه نمی‌توانیم به واقعیت خارجی دسترسی پیدا کنیم و چه بسا برای آن عنوانی هم پیدا نکنیم؛ نه می‌توانیم عنوان قرض برایش پیدا کنیم، نه عنوان اجاره و نه عنوان بیع. یک قرارداد مبادلاتی است و در عالم مبادلات به این قرارداد عمل می‌شود. گام بعدی این است که بعد از اینکه از جهت فقهی بررسی ما تمام شد، از جهت اقتصادی هم آن را بررسی کنیم و فرض را بر این می‌گیریم که انگیزه عقلایی برای این کار داریم. حال اگر این قرارداد از جهت فقهی مشکلی نداشته باشد، پیش‌بینی می‌کنیم که در اقتصاد ایران (بالاخص در بازار سرمایه فعلی ایران) چه اتفاقی بیافتد؟ آیا از این قرارداد استقبال می‌شود یا خیر؟ و احتمالاً اگر استقبال شود پیامدهای اقتصادی آن از جهت مثبت بودن یا منفی بودن چه خواهد بود؟

حجت الاسلام قاننی

عقود جدید، احیاناً تنها اسم آنها عنوان جدیدی دارد ولی حقیقت آنها متحد با همان عقود مأنوس عرفی و معهود فقهی و مرسوم بازاری است. گرچه متعلقات عقود از خصوصیات متفاوتی برخوردار باشد و لیکن حقائق براساس یک واقعیتی که اختلاف متعلقات تأثیری در اختلاف حقیقت ندارد، خواهد بود.

مثلاً می‌بینید فروش، یک عنوان عرفی قدیمی و نه جدید است. بله، فروش گاهی به موضوعات معهوده متعارف مانند زمین، نان و آب متعلق می‌شود و یک وقت این است که متعلق عقد یک امر جدیدی است که در زمان قدیم نبوده است. هواپیما فروشش، فروش است همان طوری که فروش مراکب قدیم فروش است. این طور نیست که اختلاف متعلقات موجب شود که حقیقت فروش تفاوتی پیدا کند. این یک واقعیتی است که در عناوین عرفیه است و در جای خودش هم مبرهن است یعنی جای تردید ندارد مثلاً روشنایی، روشنایی است گرچه مصداقی قدیمی دارد که همان چراغ‌های

پی‌سوز قدیم است و روشنایی‌هایی که با مدرن‌ترین تجهیزات روز هم تولید می‌شود نیز روشنایی است به همان مفهومی که این کلمات در وضع قدیمش و قبل از کشف این محصولات داشته‌اند.

بر همین اساس می‌بینید که فقها سفر را که مثلاً موضوع حکم قرار گرفته است - یک مصداق آن، قدیم بوده که با وسائل ابتدائی می‌گفتند حکم بر آن بار می‌شود- با جدیدترین وسائل هم می‌گویند سفر است، نمی‌گویند یک حقیقت جدیدی است و چون که یک حقیقت جدیدی است بیایم ببینیم وضعیت حکمش باید چگونه باشد؟ بلکه این را مصداق همان اطلاق و عمومی که آیه قرآن در هزار سال پیش گفته «اذا ضربتم فی الارض فلیس علیکم جناح ان تقصروا من الصلاة» دانسته اند. حالا ضرب فی الارض یک وقت این است که با وسائل ابتدائی صورت می‌گیرد، یک وقت این است که با جت و هواپیما صورت می‌پذیرد، هیچ فرقی نمی‌کند. با این تمهید که البته در مواردی نیاز به توضیح بیشتر دارد. معاملاتی که در عرف امروز پیدا شده است معمولاً مصادیقی است که جدیداً پیدا شده است. البته این بدان معنا نیست که هیچ معامله جدیدی پیدا نشده است. چرا بعضی از معاملاتی که در سالهای اخیر واقع شده‌اند جدید هستند مثلاً از موارد آن عقد سرقفلی است، عقد سرقفلی به حق باید از جمله عقود جدید نامگذاری شود. ولی عامه آن معاملاتی که در بورسها و در بازارهای جدید دنیا رایج است معاملاتی است که اگر دقت کنیم می‌بینیم که براساس همان عقود مأنوس و معهود فقهی مدون در کتب قدیمه، قابل تطابق است. قابل تطابق، به این معنا نیست که ما بخواهیم به میل خود آنها را تطبیق بدهیم این اینکه ندهیم. معاملات یک واقعیاتی هستند که تابع میل و اختیار نیستند مثلاً بیع عبارت است از تملیک مثلاً اعیان به عوضی، حالا اگر تملیک عینی به عوض واقع شد این بیع است. اگر بخواهیم بگوییم که ما این را از این به بعد نمی‌خواهیم بیع به حساب آوریم، این را می‌خواهیم اجاره به حساب آوریم، انتخابی یا اختیاری نیست و لذا آنچه در کلام عزیزمان آمده بود که ما آن را چند قسمت کنیم،

یک قسمتش آیا به بیع می‌خورد، یا به چیز دیگری می‌خورد و اگر این قرض بود چون که مبتلا به شکل ربوی بودن است پس بنابراین باید از قرض، بیرونش ببریم و یک طور دیگر توجیهش کنیم؛ این کار، صحیح نیست.

اینجا دو نکته قابل طرح است: یکی اینکه این عقدی که اکنون به حَسَب خارج، واقع می‌شود مصداق چه معامله و چه عقدی است؟ این عقد به این صورت که واقع می‌شود قابل جا به جا کردن نیست. این طور نیست که اگر مصداق قرض است ما بگوییم نه، چون که قرض مبتلا به مشکل ربا است و ما می‌خواهیم به این مشکل برخورد نکنیم. پس از این حقیقت بیرونش کنیم و براساس بیع درستش کنیم، نه، اگر این قرض است پس قرض است و قابل درست کردن نیست. مسأله دیگر این که معامله‌ای که در خارج به این صورت واقع می‌شود و مشکل دارد آیا معامله جایگزینی برای این معامله داریم که معامله را عوض کنیم نه اینکه همین معامله‌ای که در بازار اتفاق می‌افتد تنها اسمش را عوض کنیم. حقیقتاً باید به جای این معامله یک معامله دیگری باشد که آن را جایگزین کنیم و این معنایش در تعبیرات بزرگان فقه **حیل فقهی** شده است - شما شاید حیل ربا شنیده باشید اما در یک تعبیر گسترده‌تری فقها به حیل فقهی تعبیر می‌کنند - که اختصاصی به خصوص معاملات حقی ندارد تا چه برسد اختصاص به باب ربا داشته باشد و مثلاً مرحوم شیخ صدوق هزار سال پیش در «من لایحضره الفقیه» به عنوان حیل، نه حیل معاملات، در کتاب فقه عنوان کرده است و باب دارد. ما از حیل یک برداشت فارسی داریم به معنی کلاهبرداری، اصطلاح فقهی حیل کلاهبرداری نیست. حیل در اصطلاح فقهی معنایش چاره‌جویی است. حیل معنایش این است که اگر معامله مشکلی دارد یک کاری بکنیم که این معامله یک جایگزینی پیدا کند و مبتلا به محذورات معامله دیگر نشود. حیل اختصاص به فقهای ما ندارد، فقهای اهل سنت اگر نگوئیم در بخش حیل بر ما پیش قدم هستند باید بگوئیم که آنها هم

در کتاب‌هایشان بطور وسیع بخش حیل را مطرح کرده‌اند. عده‌ای از آنها حیل را پذیرفته‌اند و عده‌ای نپذیرفته‌اند. ولی آنهایی هم که نپذیرفته‌اند آن طور نیست که بگویند کار زشتی است. آنها می‌خواهند بگویند که دلیل بر عدم مشروعیت داریم و خلاصه به معنای کلاهبرداری نیست. راجع به این معامله‌ای که ایشان مطرح کردند که آیا این قرض است یا اینکه اجاره است، به اختلاف موارد متفاوت است. تلقی شخص من از معامله این است که این معامله هم به صورت قرض قابل انشاء است، هم به صورت فروش و باهم تنافی ندارند. این خودکار را می‌توانید به فردی ۱۰۰ تومان یا ۵۰۰ تومان بفروشید یا اینکه می‌توانید این خودکار را به آن فرد قرض بدهید، از نظر فقها مشروعیت معامله روی این خودکار دو صورت می‌تواند باشد همانطوریکه می‌توانید عناوین دیگر این خودکار را بر او بار کنید مثلاً آن را به او یک روز، یک هفته یا یک ساعت اجاره بدهید. اینها همه معاملاتی است که قابل تحقق است اما آن صورتی که از فروش استقراضی تلقی می‌شود این است که انگار از کلمه فروش و استقراضی می‌خواهد یک معجون فروش و قرض درآید و حال اینکه اگر این اوراقی که در بازار عرضه می‌شود اوراق بهادار باشد اینگونه نیست. یک وقت است که این اوراق سند است - سند سهام یا سند کارخانه یا ملکی است - که اگر سند باشد، خود این ورق بهایی ندارد و مدرک است. این برگه نه قابل فروش و نه قابل استقراض است چون که فروش متقوم به این است که آن متعلق معامله مالیت داشته باشد. قرض مربوط است به این که آن چیزی که می‌خواهد مورد قرض قرار گیرد مالیت داشته باشد، شما اگر سند خانه را به کسی بفروشید اما بگویید خانه را اصلاً تحویل نمی‌دهم سند را به شما فروختم، این عمل فروش نیست. بله آن سند به عنوان یک دفترچه مالیتی دارد به عنوان دفترچه‌ای که می‌توانید در آن بنویسید اما این فروش سند نیست فروش کاغذ است. فروش سند به عنوان سند به فروش منزل است. اگر اوراق این گونه باشد یعنی اوراقی باشد که صرفاً مدرک، سند باشد، نه قابل فروش و نه قابل قرض است. ولی آن طوری که تلقی ما از بازارها و وقوع این معاملات است این است که خود این اوراق

براساس اعتبار مثل اسکناس حالت اعتبار معاملاتی و مالیت اعتباری پیدا کرده است یعنی همانطوری که برگه اسکناس دلار، ریال، تومان و درهم برگه ای است که ارزش معاملات ذاتی ندارد و آن معاملاتی بودنش و ارزش مالیتش براساس اعتبار است که در قدیم قطعا نبوده است- می دانید که در قدیم دینار و درهم بوده است- اما این اوراق بهاداری که به عنوان اسکناس ردوبدل می شوند اینها از اوراق واز اجناس بهاداری است که جدیدا احداث شده است. به عین آن یک اوراق بهادار جدیدی به موازات اسکناس با خصوصیات دیگری هم به قیمت های مختلف، عرضه می شود، اگر این اوراق اوراقی باشند بهادار و نه اسناد و مدارک، بنابراین برگه ای است که مالیت دارد گرچه مالیتش براساس اعتبار است که از جایی نشأت گرفته است. این برگه هم قابل فروش است و اگر مثلی است قابل قرض دادن است بلکه حتی اگر دینی است قابل قرض دادن است و معمولا تلقی من باز از این برگه ها این است که مثلی است به قرینه ای که ایشان فرمودند که بعدا از بازار می شود خرید و جایگزین کرد مانند حالت اوراق بهاداری است مثل اسکناس که شما هزار تومانی را از شخصی قرض کرده اید و یک هزار تومانی دیگر به عنوان جایگزین از باب مماثلت پرداخت می کنید، این مثل آن است ولی عین آن نیست. نتیجه این است که این معامله هم براساس عقد قرض وهم بر اساس عقد بیع، قابل انشاء است منتها هم قرض و هم بیع ضوابطی دارند که صحت معامله جدای از حقیقت عرفی، شرایط نفوذی دارد که آنها را باید در نظر گرفت و سنجید.

مسأله دیگر این است که ایشان مسأله حقیقت عقد را مطرح کردند. حقیقت عقد امر پیچیده ای نیست که ایشان مطرح کردن که آیا آن عقد عبارت است از آن چیزی که متعاقدین بعدا قصد دارند به آن عمل کنند یا نکنند. عقد عبارت است از قرارداد طرفین و گره ای که بین دو تعهد محقق می شود، عقد اصلا به معنای عقده و گره است، عقد یعنی پیمان، پیمان دو طرفه ای که به هم گره بخورد. یک

وقت این است که تعهد یک طرفه است، من به شما وعده می‌دهم و می‌گویم این ساعت می‌آیم که این تعهد یک طرفی است. یک وقت این است که می‌گویم من می‌آیم به شرط اینکه شما هم متعهد شوید تشریف بیاورید، شما هم متعهد می‌شوید. اسم گره خوردن این دو تعهد به هم را «عقد» می‌گذارند. حالا عقد، متعلق است به دو تا تعهدی که به هم گره می‌خورد. یک وقت متعلق عقد، تملیک و تملک اعیان است با عوض - من متعهدم این کالا هستم که مال شما است در مقابل عوضی که شما به من تملیک می‌کنید - یک وقت این است که متعلق عقد، ازدواج است - زن و مرد در مقابل همدیگر دو تعهد دارند - یا یک وقت متعلق عقد، شرکت است یا دیگر عقود. عقد خیلی امر پیچیده و نامفهومی نیست که ما در تفسیرش خیلی تردید داشته باشیم.

حجت الاسلام معصومی نیا*

من ابتدا از آقای سلطانی‌نژاد سؤالی دارم. ترجمه‌ای که به فروش استقراضی شده است، درست است که از کلمه loan نشأت گرفته است اما آقای قاننی فرمودند که اگر یک چیزی در واقع وجود داشت، نمی‌توانیم آن را تغییر دهیم مثلاً اگر حقیقت یک چیزی قرض بود ما نمی‌توانیم بگوییم بیعش کنیم تا درست شود. این درست است که اگر یک معامله‌ای در خارج، مصداق یک عقدی واقع شده بود ما آن معامله را نمی‌توانیم تغییر دهیم ولی اگر بتوانیم همان را در قالب دیگر انشاء کنیم و بگوییم آن را در قالب عقد دیگری انشاء بکنند، آیا فکر نمی‌کنید بعضی جاها دچار خدشه شود؟ مثلاً طبق فرمایشات برخی فقها ما یک چیزی را در بعضی صورتها خرید و فروش بکنیم، اشکال دارد ولی اگر متعاقدين قصد صلح داشته باشند می‌توانند با صلح همان انتقال را انجام دهند.

حجت الاسلام قاننی

* محقق و پژوهشگر حوزه و دانشگاه

به جای آن معامله یک معامله دیگری را انشاء کردند اما معامله دیگر را انشاء کردن معنایش این نیست که لفظ تغییر کند یعنی اینطور نیست که تا حالا می گفتیم فروختم اگر از این به بعد گفتیم صلح کردم، از این بیع خارج شده و حقیقتی دیگر شود. حقیقت صلح یک حقیقت ثابتی است که لفظ در آن دخالتی ندارد. شما می دانید که فقها می گویند معاملات با مؤاطات قابل انشاء است، مؤاطات یعنی چه؟ یعنی شما هیچ لفظی به کار نبردید یعنی آن واقعیت را که در نظر می گیرید با هر اشاره ای، با هر لفظی و با هر انشائی قابلیت اجرا دارد.

حجت الاسلام معصومی نیا

عرض من این است که اگر تغییر لفظ می دهیم، اصل متعاقدین تغییر کند. یعنی اینطور است که یک وقت دو نفر هستند که قصد بیع دارند اما یک وقت دیگر هست که نه، بنابر مسامحه می خواهند صلح کنند.

حجت الاسلام قاننی

این مسامحه نیست. این در حقیقت یک معامله دیگر است که به جای اینکه بیابند خانه ای را اجاره بکنند، می آیند کالایی را می فروشند و پول آن را منفعت آن خانه قرار می دهند. موردی را شما در خارج می بینید که به دو صورت، هم به صورت بیع و هم به صورت اجاره قابل انشاء است مثلاً اینکه شما می توانید این بلندگو را الان بفروشید و ثمن آن را منفعت خانه ای قرار دهید. صاحب خانه هستید و این شیء که فروخته شد ثمن می خواهد. ثمن لازم نیست حتماً پول باشد. اگر به جای سکه، منفعت هم ثمن قرار گرفت، درست است. این که گفته اند در بیع باید مبیع - معادل فارسی آن یعنی کالایی که فروخته می شود - عین باشد، به این منفعت می گویند بیع نیست بلکه اجاره است. اما اگر عوض غیر عین

بود و مثلا این شیء را فروختید و ثمنش را منفعت خانه قرار دادید، این بیع است. همین معامله را شما می توانستید به صورت اجاره انشاء کنید یعنی صاحب خانه بگوید من منفعت خانه ام را به تو واگذار کردم که اجرت را می شود پول و یا می شود این شیء، قرار داد.

حجت الاسلام معصومی نیا

حالا اگر ما خرید و فروش حق و منفعت را هم جایز دانستیم، من سؤالم این است که بنا بر ترجمه ای که از لفظ loan در این متون اصلی شده است، آیا شما فکر نمی کنید حقیقت قضیه خرید و فروش باشد؟ یعنی چه؟ یعنی آن کسی که فروش استقراضی می کند و از کار گزار یا غیر کار گزار این سهام را می خرد فکر نمی کنید مثلا قرض نباشد؟ درست است که کلمه استقراض را برای این ترجمه ها به کار برده اند ولی من احساسم این است که اینجا اصلا قرضی در کار نیست بلکه در حقیقت فرد دارد سهام را می خرد و شرط می کند که یک روزی به او بفروشد و در حقیقت دو تا بیع در حال انجام است، یک بیع اولیه و یک بیع ثانویه که این شخص انجام می دهد یعنی در حقیقت دارد می خرد که بفروشد. آن وقت اگر بدین شکل باشد ما برای ترجمه آن معامله ای که حتما در خارج در حال وقوع است باید برویم روی بیع و ببینیم آیا این بیع اشکال دارد یا خیر؟ حقیقت امر را وقتی با دقت نگاه می کنیم باید ببینیم که آیا این قرض است یا بیع؟

آقای سلطانی نژاد

ما هیچ تعصبی روی این که این معامله بیع است یا قرض است، نداریم. در فروش استقراضی هم چون به فردی که سهام را قرض می دهد اطلاق Lender شده و به فردی که قرض می گیرد Borrower اطلاق شده است و این ترجمه ای که شده، ترجمه ای بوده که اساتید مالی براساس همین کلمات Lender و Borrower روی آن گذاشته اند، ما از آنها استفاده کردیم.

حجت الاسلام معصومی نیا

من روی لفظ Borrower و Lender که به کار می‌رود حرفی ندارم ولی وقتی می‌رویم کالبدشکافی می‌کنیم، چه چیزی در خارج واقع می‌شود؟ در این چیزی که در خارج واقع می‌شود شما احساس قرض می‌کنید یا احساس بیع؟ طرف واقعا سهام را دارد قرض می‌دهد یا دارد می‌خرد؟ گویا دارد می‌خرد.

آقای سلطانی نژاد

سهام را قرض می‌کند چون دوباره باید به او برگرداند.

دکتر صالح آبادی

اگر خطبه استقراضی است چند تا بیع اتفاق می‌افتد؟

حجت الاسلام معصومی نیا

سه تا بیع انجام می‌شود. یکی بیع اولیه، یکی بیعی که فروشنده استقراضی انجام می‌دهد و یکی هم بیع سوم که به او پس می‌دهد.

دکتر صالح آبادی

ولی اگر بخواهیم این را بیع تلقی کنیم شما مستحضر هستید که اگر بیع انجام شود تمام متعلقات ناشی از آن به کسی تعلق می‌گیرد که سهام را خریداری کرده است. اینجا متعلقاتش به خریدار منتقل نمی‌شود.

حجت الاسلام قاننی

در عین حال که سهام را خریدم می‌توانم براساس موازین به دیگری به نحوی که بتواند استفاده کند منتقل کنم و لو اینکه دیگری هم وقتی که سهام به او منتقل شد شخصا دست رویش نمی‌گذارد.

همانطور که شما فرض بکنید اگر سهم کارخانه ای را خریداری کردید ممکن است اصلا هیچ وقت نگذارند که شما آن کارخانه را ببینید.

حجت الاسلام معصومی نیا

ولی اگر من بروم مطالبه کنم؟

حجت الاسلام قائنی

اگر هم مطالبه کنید به شما تحویل نمی دهند. اینطور نیست که شما فرض کنید سهمی از ذوب آهن اصفهان را خریده‌اید، بتوانید بگویید «الناس مسلطون علی اموالهم» پس من آمده‌ام و می‌خواهم وارد شوم. مسئله تحویل که در باب صحت معامله ذکر کرده‌اند به این معنا است که شما آن کبوتر و بازی که در چند کیلومتری هوا در حال پرواز است را نمی‌توانید بگیرید. اما این که حتما باید یک چیزی را در بغلتان بگیرید، تحویل به این معنا در فقه، وجود ندارد.

حجت الاسلام معصومی نیا

آیا من میتوانم این سهام را تحویل بگیرم که در بازار بفروشم؟

دکتر صالح آبادی

تحویل در اینجا هم انجام می‌گیرد. منتها ما اکنون در بازار اوراق بهادار داریم کاری انجام می‌دهیم که از سال آینده کاغذ حذف می‌شود و چیزی مثل کاغذ برگه سهام هم به دستتان نمی‌دهند. این عملی است که در دنیا هم وجود دارد. تحویل و تحول در حساب صورت می‌گیرد یعنی مثلا اگر می‌گویند سهام به نام شما آمده و ۵۰ میلیون تومان پول در حساب دارید، ممکن است آنجا ۵۰ میلیون تومان نقد را به شما ندهند ولی یک برگه به شما می‌دهند و می‌گویند این برگه نشان دهنده این است

که پول در حساب شما است. ممکن است آن برگه را هم به شما ندهند و بگویند فقط این مبلغ در حساب شما وجود دارد. اگر خواستید می‌توانید به اندازه موجودی هزینه انجام دهید. اینطوری هم می‌تواند باشد. پس بنابراین اینجا تحویلی که انجام می‌گیرد در حساب انجام می‌گیرد یعنی کسی که قرض می‌دهد هزار سهم از موجودی اش کم می‌شود که هزار سهم به موجودی شما اضافه می‌شود و شما این حق را پیدا می‌کنید که بتوانید هزار سهمی که قرض گرفته‌اید، بفروشید و از منافع این فروش هم می‌توانید استفاده کنید. فرض کنید هزار سهم را به هزار تومان فروخته‌اید. هزار تومان پول را می‌گیرید یعنی پول دستتان می‌آید و می‌توانید از منافع آن پول استفاده مابه التفاوت بکنید. حال ببینید، هزار تومان را می‌گیرید منتها این هزار تومان را در یک حسابی سپرده‌گذاری می‌کنید، از بخشی از منافع آن سپرده هم استفاده می‌کنید؛ ضمن این که موقعی که قیمت سهام هم پایین آمد شما سهام را با قیمت ارزان می‌خرید و به قرض دهنده پس می‌دهید. هزار سهم، ایران خودرو به شما داده است؛ هزار تا سهم، ذوب آهن به شما داده است و شما عینا هزار تا سهم ایران خودرو را به او برمی‌گردانید. شما از مابه التفاوت این دو قیمت سود کردید، سهم را فروخته‌اید به مثلا هزار تومان و الان خریده‌اید به ۹۰۰ تومان، ۱۰۰ تومان مابه‌التفاوت شد. ضمنا هزار تومانی را که آن روز فروختید و رفته‌اید هزار تومان را سپرده‌گذاری کردید، که نه تنها از مابه‌التفاوت این دو تا قیمت سود کرده‌اید بلکه از سپرده‌گذاری آن هزار تومان اولیه هم یک سودی کرده‌اید.

حجت الاسلام یوسفی

از آنجایی که این معاملات در بازارهای بورس معتبر دنیا صورت گرفته است ما در مرحله اول باید ببینیم که معاملات در آنجا دقیقا چگونه صورت می‌گیرد؟ و بعد از آن بسنجیم که با توجه به ماهیت فقهی که داریم آیا در کشور ما امکان پذیر هست یا خیر؟ سنجش ما باید براساس بررسی فقهی آنچه که واقعا انجام می‌شود، باشد. چیزی که جناب آقای سلطانی نژاد مطرح کردند این است که در SEC

کمیسیون اوراق بهادار آمریکا می گوید که فروشنده چیزی را می فروشد که مالک آن نیست بلکه آن را قرض گرفته است. سپس در لابه لای صحبتها فرمودند که یک جایی در کتب فقهی دیده اند که گفته شده است این معامله تملیک مال غیر است که این با تعریفی که SEC مطرح کرده سازگار است که آن شخص چیزی را می فروشد که برای خودش نیست. چون اگر قرض باشد، آن شیئی که به من قرض داده شده است را تملک کرده ام، منتها متعهد می شوم مثلش یا قیمتش را در وقت معین یا وقتی که قرض دهنده مطالبه بکند پس دهم. بنابراین اگر صرف قرض باشد که فرد مالک این شیء هست.

سوالی که من دارم این است که با توجه به این بحث، آن چیزی که در اوراق آمده چیست؟ همین طور در مورد این شورای مشورتی کمیسیون اوراق بهادار مالزی هم که مطرح کردید و فرمودید که این استحسان است منتها تطبیق به عقد الاجاره داده شده است؛ چه طور هم استحسان است و هم به عقد الاجاره تطبیق داده می شود و این عقد الاجاره بودنش چگونه است؟ در این قضیه، اگر خود این سهام را به من اجاره بدهند چگونه می توانم خود این عین را بفروشم؟ منظور از این که اجاره داده می شود این است که یک چیزی باید باشد که منفعتش را به من تملیک کنند در حالیکه من اصل این سهام را می توانم بفروشم. این را هم یک توضیحی بفرمایید چون می خواهیم اصل این قضایا که آنجا (بازارهای بورس معتبر دنیا) چه اتفاقی می افتد و چگونه این مسئله را در ذهنشان حل کرده اند، جا بیفتد و سپس بتوانیم راجع به احکام آن صحبت کنیم. بعد راجع به بحث کارمزد هم این سوال برای من مطرح شد که این کارمزد را شما ترجمه کرده اید یا آنها همین را دارند؟ یعنی به آن حق العمل می گویند یا این که چیز دیگری است؟ چون دو حالت است: یک حالت این که کار گزار، سهام آن شخصی که قرض دهنده است را می گیرد و به یک شخص دیگری قرض می دهد که حق العمل خودش را می گیرد.

حالت دیگر این است که من خودم فروشنده هستم و دارم به شما این اوراق را می دهم. اکنون این کارمزدی که من می گیرم آیا واقعا کارمزد است یا یک چیز دیگری است؟ آن متن اصلی یا آن

جریانی که آنجا رخ می‌دهد چیست؟ یعنی این ترجمه شماسست یا چیز دیگری مثل بهره یا حق العمل است؟ یک مقداری بحث را روشن کنید. سپس وقتی که فرد قرض دهنده، اوراق را قرض داد ما از قرض گیرنده داریم یک چیزی می‌گیریم، این چیز دقیقا از چه بابتی است؟ حالا تضمین است یا ودیعه است یا هرچه هست از چه بابتی تضمین یا ودیعه داریم می‌گیریم؟ که سپس این را هم کارگزار می‌آورد در یک حساب سپرده‌ای می‌گذارد و در آنجا یک سودی می‌گیرد و این سود هم بین قرض دهنده، قرض گیرنده و کارگزار تقسیم می‌شود. سؤال دیگر اینکه کاربرد، زمینه و ضرورت آن در اقتصاد ایران چیست؟

آقای سلطانی نژاد

اگر در آن سایت هم مراجعه کنید در مورد فروش استقراضی، همین بحث آمده است. البته آنجا در مورد شیوه ساختن یک تراست اسلامی توضیح می‌دهد. سپس بطور ضمنی در بحث، یک جا اشاره می‌کند که فروش استقراضی سهام در این سبد سهام و در این تراست نمی‌تواند استفاده شود. ضمن این که ما اگر فرض کنیم که این مال در قالب عقودی مثل قرض یا بیع تملیک نمی‌شود آن موقع فکر می‌کنم این اصل قابل اجرا باشد ولی اگر به تملیک در بیاید، دیگر این اصل ساری و جاری نیست. SEC هم همین تعریف را می‌کند یعنی چیزی را می‌فروشید که مالک آن نیستید.

ولی این احتمال وجود دارد که بشود این را در قالب یک چیزی تعریف کرد که فرد مالک آن باشد. در پاسخ به سؤال آخر شما، این ابزار یک سری مزایا و فوایدی دارد یعنی در پاسخ به یک نیازی در بازار سرمایه بوجود آمده است. ما شاید بتوانیم این را تغییر بدهیم، خیلی هم الزام به تعریف SEC نداریم. شاید بشود از مزایای آن در بازار استفاده کرد و از نیازهایی که پاسخ می‌دهد، بهره برد. مورد دومی که فرمودید بحث استحسان همراه با اجاره بود.

حجت الاسلام معصومی نیا

چرا می گویند مالکش نیست؟ اگر طبق این تعابیر قرض گرفته باشد، مالک می شود. چرا در این

تعریف می گویند چیزی را بفروش که مالک آن نیست؟ معنی این چیست؟

آقای سلطانی نژاد

از این جهت مالکش نیست که وقتی شخصی سهمی را قرض می گیرد سهم به اسم قرض گیرنده در نمی آید چون اگر بخواهد به اسم قرض گیرنده در آید اصلا یک سری مسائلی مانند مالیات و غیره بوجود می آید. اصلا در خیلی از کشورها فروش استقراضی را استفاده نمی کنند بدلیل اینکه خیلی از فعالین بازار از این ابزار به عنوان ابزاری برای فرار از مالیات استفاده می کنند. این ابزار، به این صورت است که وقتی کسی سهم را قرض می گیرد سهم به نامش منتقل نمی شود بلکه به حساب او هست که سهم به فروش می رود.

حجت الاسلام معصومی نیا

ولی در واقع، مالکیت حاصل شده است یا نشده است؟

آقای سلطانی نژاد

این دیگر بحث فقهی است که حالا مالکیت حاصل شده، یا نشده است؟ باید دید آنها که از آن استفاده می کنند در ذهن خودشان چه دارند؟ آنها در ذهن خودشان تملیک را دارند یعنی سهم به مالکیت طرف در می آید که می تواند آن را بفروشد چون اصلا آنجا حسابها همه الکترونیکی است. حسابها این طور نیستند که کاغذی یا مدرکی به دست شما بدهند. از این حساب در می آید و به حساب دیگر منتقل می شود.

حجت الاسلام توسلی

این سهم را که واگذار می کند سود سهام به قرض گیرنده نمی رسد سود سهام در تملک قرض

دهنده است.

دکتر صالح آبادی

ما می‌توانیم بگوییم که سود هم به فرض گیرنده تعلق می‌گیرد. ما می‌توانیم این کار را انجام دهیم. حالا مدلی آنها استفاده کرده‌اند آن طوری است اما ما می‌توانیم سود را هم بگوییم که متعلق به او است و این قابل انجام است.

حجت الاسلام کیا الحسینی

آنچه من از فرمایشات عزیزان متوجه شدم این است که آن سود همانند آن است که ما در بیع می‌گوییم. یعنی وقتی که بیع انجام می‌شود، این گونه نیست که منافع از آن خارج شود بلکه مثلاً با فروش منزل، اسکان هم همراه آن است و جزء لوازم آن است. یعنی شما یک جنس را برای این می‌خرید که از منافع آن جنس استفاده کنید. ولی در رابطه با این بحث، من می‌گویم که سهام فلان جا را که در اختیار من است به شما می‌دهم که شما بفروشید به شرط این که یک سوم یا ۲۵ درصد یا نصف از سود را به من برگردانید؛ که این جزء آن معامله نیست بلکه با یک عقد خارج از عقد اول از جانب قرض گیرنده و کارگزار به عهده گرفته می‌شود که یک سهم معینی از سود را به قرض دهنده برگرداند که مالک اولیه سهم بوده است و می‌شود این کار را کرد؛ ولی آیا این امر سبب این می‌شود که ما نام این را بیع بگذاریم؟

آقای سلطانی نژاد

جناب آقای موسویان این را در قالب بیع تعریف کرده بودند. در رابطه با مورد دومی که فرمودید (در پاسخ سوال حجت الاسلام یوسفی) اهل سنت یا مالزیایی‌ها چگونه این را تعریف کرده‌اند؟ در صفحه ۹۲ و ۹۳ کتاب مصوبات شورای مشورتی شرعی مالزی آمده است که این را در قالب استحسان تعریف کرده‌اند و استحسان را با اجاره با هم ترکیب کرده‌اند و گفته‌اند که ما می‌توانیم به عقد اجاره استثناء بنزیم و در عقد اجاره اگر مالک برای فروش آن مورد اجاره رضایت داشته باشد،

می‌توانیم بگوییم که این سهام اجاره داده شده است به آن فردی که سهام را قرض می‌گیرد. در دو مورد استحسان را در نظر گرفته‌اند: استحسان همراه با مصلحت خاص و استحسان همراه با عرف. در مورد اول گفته‌اند: مصلحت حکم می‌کند که عقد اجاره حتی در صورت فروش سهام تداوم داشته باشد. در مورد دوم هم گفته‌اند: عرف این است یعنی رویه اقتصادی است. رویه اقتصادی به اسم فروش استقراضی سهام عرف شده است، بنابراین عرف ایجاب می‌کند که ما با استفاده از اصل استحسان یک استثناء به اجاره بنزیم و اجازه بدهیم که آن سهم که اجاره گرفته شده است به فروش برسد که من تصور می‌کنم که از طرف ما قابل قبول نباشد.

دکتر صالح آبادی

یعنی آن کسی که سهام را قرض می‌دهد در حقیقت قرض نمی‌دهد بلکه سهام را اجاره می‌دهد یعنی مورد اجاره را می‌فروشد. حالا این اجاره، یک مورد اجاره معمولی نیست بلکه استحسان نامیده می‌شود.

آقای سلطانی نژاد

در مورد کارمزدی که داده می‌شود، من کارمزد را از اصطلاح «فی» آورده‌ام. «فی» هم دقیقاً همان بحث کارمزد را دارد.

حجت الاسلام یوسفی

وقتی کارگزار نباشد و خود فرد اوراق را می‌فروشد، قرض می‌دهد، اجاره می‌دهد، در این صورت چه اصطلاح یا عبارتی برای آن بکار می‌رود؟

آقای سلطانی نژاد

کلا آن اصطلاحی که در مورد این بخش که به کارگزار و قرض دهنده تعلق می‌گیرد و از آن به سود اطلاق می‌شود اصطلاح «فی» است؛ حالا چه خود کارگزار هم دخیل باشد یا اینکه مستقیم باشد و

کارگزار دخیل نباشد. اصطلاحی هم که برای قرض دهنده به کار رفته همان «فی» است. در مورد اینکه ما این تضمینی که می‌گیریم از چه بابت است؟ باید گفت در جایی که سهام به فروش استقراضی می‌رود، قرض گیرنده می‌آید سهام را قرض می‌گیرد و می‌رود در بازار می‌فروشد و پول حاصل از این فروش را کارگزار در حسابی سپرده‌گذاری می‌کند. این حساب، حسابی است که بطور روزشمار به آن سود تعلق می‌گیرد که **دو قسمت می‌شود: یک بخش از آن تحت عنوان جایزه به قرض گیرنده داده می‌شود، بدلیل اینکه از بین کارگزاران مختلف، آمده است و از این کارگزار قرض کرده است.** - کارگزاران یک بخشی از سود اولیه را به عنوان جایزه تعیین می‌کنند و می‌گویند آن پولی را که رفته‌ایم در بانک گذاشته‌ایم، از هر مقدار سودی که به آن تعلق گرفت 20% ، 35% و یا 40% آن به شما تعلق می‌گیرد که این را به عنوان جایزه می‌دهند - **بخش دیگر آن، بنا به توافقی که بین کارگزار و قرض دهنده است بین این دو تقسیم می‌شود.**

ودیعه به عنوان یک پشتوانه است که این ودیعه می‌تواند سهم، اوراق بهادار، پول یا ضمانت نامه بانکی باشد. فقط باید اطلاق وثیقه به آن شود؛ که این وثیقه، معادل 102% از آن پول سهامی است که فروش رفته است و در حسابی نزد کارگزار نگهداری می‌شود. این 102% هم هر نوع اوراق بهاداری می‌تواند باشد، به دلیل اینکه اگر قیمت سهام برخلاف انتظار قرض گیرنده افزایش پیدا کرد، کارگزار بتواند از آن ودیعه برداشت کند به عنوان آن مبلغی که افزایش پیدا کرده است یا اینکه به قرض گیرنده هشدار می‌دهد که ودیعه‌ات را افزایش بده؛ که یا از آن پول بر می‌دارد و تصفیه می‌کند یا اینکه قرض گیرنده، همان موقع باید سهام را دوباره از بازار تهیه کند و به قرض دهنده برگرداند.

دکتر صالح آبادی

در خصوص کاربرد این ابزارها در بازار، یکی از مزیت‌هایی که این ابزار در بازار بورس می‌تواند داشته باشد این است که در بازار سرمایه دیدگاه‌های مختلف می‌توانند روی قیمت اثر بگذارند. یعنی

فرض کنید اگر کسی پیش‌بینی می‌کند که قیمت سهام کاهش پیدا می‌کند و سهم ندارد که بفروشد، می‌رود سهام را قرض می‌گیرد و می‌فروشد و موقعی که قیمت آن پایین آمد دوباره سهم می‌خرد و به قرض دهنده می‌دهد. بنابراین اگر کسی پیش‌بینی می‌کند ولی سهم ندارد، می‌تواند از نتایج آن پیش‌بینی استفاده کند. بنابراین امکان ظهور پیش‌بینی‌های مختلف در بازار بوجود می‌آید. تفکرات گروه‌های مختلف اعم از کسانی که سرمایه دارند و کسانی که سرمایه ندارند ولی پیش‌بینی دارند، روی قیمت‌ها اثرگذار است. زمانی که شما فقط اجازه بدهید کسانی که پول دارند بیایند در بازار سرمایه فعالیت بکنند، یک نفر ممکن است پول دار باشد ولی اهل تحلیل هم نباشد اما چون پول دارد می‌تواند سهم بخرد پس دیدگاه‌هایش روی قیمت‌ها اثرگذار خواهد بود. افراد متخصص و افراد حرفه‌ای که خیلی هم متخصص‌اند ولی چون پول ندارند دیدگاه‌هایشان روی قیمت اثرگذار نیست. با این روش (فروش استقراضی سهام) شما می‌توانید دیدگاه‌های مختلف را بیاورید و در قیمت سهام دخالت دهید. بنابراین این یکی از اتفاقاتی است که در بازار بورس می‌افتد و باعث کارایی قیمت گذاری در آن می‌شود. نکته دیگر این است که اگر قیمت‌ها در حال افزایش باشند با اینکه ممکن است بی‌جهت و تصنعی در حال افزایش باشند ولی کسی سهمی در بازار عرضه نمی‌کند، می‌گویند بگذارید قیمت‌ها بالاتر بروند با اینکه می‌دانند حباب است و می‌دانند که این افزایش به صرفه نیست ولی باز هم عرضه نمی‌کنند تا قیمت بازار بالاتر برود. در این صورت حرفه‌ای‌ها و متخصصین که فکر می‌کنند قیمت‌ها بی‌جهت و حبابی بالا می‌رود، می‌تواند سریع سهام را قرض کنند و در بازار عرضه کنند و از روند افزایش مصنوعی قیمت‌ها جلوگیری کنند و روند را به حالت عادی برگردانند و نگذارند قیمت‌ها همچنان بی‌رویه افزایش پیدا کند. نکته دیگر این است که این ابزار در بازار به روان شدن بازار کمک می‌کند. باعث می‌شوند نقدینگی در بازار سرمایه افزایش پیدا می‌کند و حجم معاملات افزایش یابد. هر چه حجم معاملات بالاتر رود سود کارگزار بیشتر می‌شود. این برای کارگزار مطلوب است، برای کسی که در بازار فعالیت می‌کند مطلوب است و به روان شدن بازار سرمایه کمک می‌کند. این مزایای اقتصادی است که در بازار سرمایه می‌توانیم داشته باشیم.

بوسیله نرم‌افزار جدیدی که از شرکت اتوس فرانسه خریداری شده است این امکان وجود دارد که در بازار سرمایه ایران ما بتوانیم از این ابزار استفاده کنیم. اما آیا در مورد هر سهمی ما این اجازه را می‌دهیم؟ این ابزار در مورد سهامی کاربرد دارند که Free Float سهم بالا باشد یعنی سهامی که در دست مردم زیاد است و کسی نمی‌تواند با استفاده از یک چنین ابزارهایی روند بازار را نزولی کند. چون اگر Short Selling در بازار خیلی توسعه پیدا کند و همه به سمت آن هجوم بیاورند، می‌توانند نگرانی‌هایی را در بازار ایجاد کنند و بازار سرمایه را به سمت رکود بکشانند و به سمت پایین حرکت دهند.

بنابراین طبیعتاً این ابزار را در مورد سهم‌هایی می‌توانیم بکار ببریم که سهم‌های بزرگی باشند تا نتوانند خیلی روی آنها اثرگذار باشند. همچنین این ابزار در مورد سهم‌هایی باید استفاده شود که طبیعتاً شفافیت اطلاعاتی آنها خیلی بالاست چون اگر شفافیت اطلاعاتی آنها بالا نباشد رانت‌هایی را برای عده‌ای ایجاد خواهیم کرد. لذا در سهم‌هایی که شفافیت اطلاعاتی در آنها خیلی بالاست می‌توانیم از آن سهم‌ها استفاده کنیم. همچنین می‌توانیم سقف هم قرار دهیم و مثلاً بگوییم در مورد فلان سهم تا این مقدار می‌شود Short Selling انجام داد و اگر خواستند بیشتر انجام دهند، اتوماتیک جلوی آنها بسته است و نمی‌توانند بیشتر از آن Short Selling انجام دهند.

در تمام بازارهای دنیا که از این ابزار استفاده می‌کنند محدودیت‌هایی وجود دارد. آزاد نیستند که به هر میزان و هر تعداد و هر طوری که دلشان خواست استفاده کنند. در سال ۱۹۹۷ در بورس مالزی خیلی‌ها به سمت استفاده از این ابزار Short Selling روی آوردند که باعث شد بازار سرمایه مالزی در سرایشی سقوط قرار گیرد و همه نگران شوند که این بازار مثل اینکه قرار است منتفی شود و این اتفاق افتاد و بسیاری متضرر شدند. آن بحران شرق آسیا که ایجاد شد آقای ماهاتیر محمد در یک سخنرانی رسمی اعلام می‌کند که یکی از دلایل اصلی این بحران بورس مالزی مربوط به استفاده زیاد از Short Selling است و در همان سال آن را ممنوع کردند. در کشورهایی که از این ابزار استفاده

می شود با یک سری محدودیت‌هایی این اجازه را می‌دهند و در مورد هر سهمی هم این اجازه را نمی‌دهند.

مثلاً یکی از مقرراتی که دارند این است که می‌گویند اگر روند قیمت یک سهم نزولی باشد اجازه استفاده از Short Selling را ندارید چون بازار قابلیت پیش‌بینی دارد. مثلاً اگر سه روز پشت سر هم، قیمت سهم پایین بیاید دیگر شما نمی‌توانید از Short Selling استفاده کنید چون روند معلوم است و این سهم در حال پایین آمدن است. بایستی سهم نوسان داشته باشد و روند معلوم نباشد. اگر شما ماشین را از سربالایی رها کنید می‌دانید که تا پایین می‌رود حالا اگر به وسط راه هم رسید، می‌دانید بقیه‌اش را هم می‌رود تا به پایین برسد بنابراین امکان استفاده از Short Selling در یک چنین موقعی را نمی‌دهند. به هر حال یکسری محدودیت‌هایی قطعاً در مورد Short Selling وجود دارد که می‌شود آنها را بحث کرد.

والسلام علیکم ورحمة‌الله... و برکاته