



اما و اگرهای فروش استقراری سهام

محمد جواد ساده‌وند
کارشناس مسوول تحقیق
و توسعه بورس تهران

تحلیل



مستلزم تجزیه و تحلیل دقیق و کامل اطلاعات شرکت به منظور پیش بینی روند احتمالی قیمت است، در نتیجه فروشندگان استقراضی با گردآوری، پردازش و تجزیه و تحلیل اطلاعات ناشران سهام مورد نظر خود، به افزایش تحلیل محوری و کارایی بازار کمک قابل توجهی می کنند.

علاوه بر این، فروش استقراضی موجب افزایش نقدشوندگی بازار می شود. در بازارهایی که سرمایه گذاران بزرگ آن، اشخاص حقوقی مانند صندوق های شاخص و شرکت های سرمایه گذاری با چشم انداز بلندمدت هستند و سهام را بانگرش نگهداری بلندمدت خریداری می کنند، فروش استقراضی با استفاده از سهام متعلق به این اشخاص، به افزایش نقدشوندگی بازار کمک می کند.

«اما» های فروش استقراضی

سازوکار فروش استقراضی به شکل متداول آن به دلیل پرداخت بهره و ربوی بودن آن، در بازارهای اسلامی قابل به کارگیری نیست. بنابراین بهره گیری بازار از مزایای این سازوکار معاملاتی، مستلزم طراحی راهکاری شرعی و مبتنی بر عقود اسلامی است. از این رو بورس تهران راهکاری مبتنی بر قرارداد سلف برای جایگزینی فروش استقراضی طراحی کرده است که به تشریح سازوکار معاملات سلف پرداخته می شود.

روش سلف با سلم

سلف عبارت است از معامله یک دارایی که مبلغ آن در زمان معامله پرداخت می شود؛ اما دارایی در زمان معینی در آینده تحویل داده می شود. در این روش فروشندگان تعهد می کند کالای معینی را در آینده با دریافت مبلغ آن براساس قیمت مورد توافق دو طرف برای خریدار فراهم

سازوکار فروش استقراضی به این صورت است که کارگزار به منظور فروش استقراضی، از موجودی اوراق بهادار در اختیار خود (متعلق به خود یا مشتریان، بر اساس قرارداد)، در اختیار فروشنده استقراضی قرار می دهد. در مقابل، فروشنده استقراضی مبلغی را به عنوان وجه تضمین نزد کارگزار قرار می دهد که ریسک نکول برای قرض دهنده و کارگزار کاهش یابد

تمام قرارداد) فروشنده استقراضی باید با خرید همان سهم از طریق کارگزار و بازگرداندن آن به قرض دهنده، موقعیت خود را ببندد. اگر قیمت سهم کاهش یافته باشد، فروشنده استقراضی با خرید سهام به قیمت کمتر و تحویل آن به قرض دهنده، از محل تفاوت قیمت کسب سود می کند؛ اما اگر قیمت سهم افزایش یابد، وی مجبور است سهام را به قیمت بیشتری خریداری کند که منجر به زیان او خواهد شد. از آنجا که اقدامات شرکتی از قبیل تقسیم سود و افزایش سرمایه باعث تغییر وضعیت سهام می شود، قرض گیرنده متعهد می شود که در زمان بازگرداندن سهم، تغییرات ناشی از آن اقدامات را برای قرض دهنده جبران کند.

مزیت ها کدامند؟

بهره گیری از سازوکار فروش استقراضی در بازار سهام مزایایی را به همراه دارد. از آنجا که فروش استقراضی سهام شرکت،

فروش استقراضی، فروش اوراق بهاداری است که فروشنده مالک آن نیست، بلکه آن را به منظور فروش قرض می گیرد و تعهد می کند طی دوره معینی مانند آن را به مالک برگرداند. فروش استقراضی معمولاً روی سهامی انجام می شود که به نظر می رسد قیمت آن ها فراتر از ارزش ذاتی است و انتظار می رود در آینده قیمتشان کاهش یابد.

از طرف دیگر، پوشش دهندگان ریسک نیز به منظور پوشش ریسک موقعیت های خرید خود در بازار مشتق به فروش استقراضی سهم پایه اقدام می کنند. علاوه بر این سرمایه گذارانی که با دید بلندمدت سرمایه گذاری می کنند یا به دلایلی تمایل به فروش سهام خود در کوتاه مدت ندارند، به منظور کسب درآمد از سهام در اختیار خود و با اطمینان از حفظ میزان مالکیت خود در زمان مورد نظر، وارد فرآیند فروش استقراضی می شوند.

عملکرد فروش استقراضی

سازوکار فروش استقراضی به این صورت است که کارگزار به منظور فروش استقراضی، از موجودی اوراق بهادار در اختیار خود (متعلق به خود یا مشتریان، بر اساس قرارداد)، در اختیار فروشنده استقراضی قرار می دهد. در مقابل، فروشنده استقراضی مبلغی را به عنوان وجه تضمین نزد کارگزار قرار می دهد که ریسک نکول برای قرض دهنده و کارگزار کاهش یابد. همچنین او مبلغی را به عنوان پاداش به قرض دهنده می دهد. این پاداش در قبال فراهم کردن فرصت بهره گیری از روند احتمالی کاهش قیمت هادر بازار برای فروشنده استقراضی، به قرض دهنده سهام داده می شود. سپس کارگزار به نمایندگی از فروشنده استقراضی، سهام را در بازار به فروش می رساند. در زمان تسویه قرارداد (درخواست طرفین برای



ژویشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

فروشنده در زمان تحویل کالا به خریدار متحمل ریسک می‌شود؛ به عبارت دیگر ممکن است نتواند دارایی نام برده با همان ویژگی‌های معلوم را تهیه کند و تحویل دهد. بنابراین باید بررسی کرد که سهام چه زمانی عین معین محسوب می‌شود. سهام از روی نام شرکت شناخته می‌شود. این نام گذاری به دلیل جداسازی سهام شرکت‌ها از یکدیگر صورت می‌گیرد و به معنی تعریف دقیق و معین سهم نیست. لذا نام گذاری سهم مثلاً به عنوان آلفا آن را «عین معین» نمی‌کند، بلکه صرفاً آن را نوع آن را تعیین می‌کند. اما اگر خریدار، سهام شرکت آلفا را که در تملک شخص X قرار دارد خواستار شود، آن گاه این سهم

معتقدند که «عین معین» بودن، منجر به وجود غرر در معاملات می‌شود؛ زیرا با وجود جزئیات متعدد در قرارداد،



در اسلام، قرارداد سلف روی کالایی که وجود ندارد، صحیح نیست. نکته حائز اهمیت آن است که هنگامی سلف مشمول کالایی می‌شود که هنوز وجود ندارد، که ویژگی‌های کالای مزبور به روشنی مشخص شود

کند. شایان توجه است که کالا یا سهم مورد معامله در سلف باید شرایط معینی را داشته باشد که سه مورد از این شروط عبارتند از:

سهام کاملاً مشخص و معین نباشد؛ به عبارت دیگر عین معین نباشد؛
رده، نوع و تعداد سهام قابل تعیین باشد؛
تاریخ تحویل سهام قابل تعیین باشد.
شورای مشورتی شریعت اوراق بهادار مالزی (SAC) با توجه به شروط فوق، انعقاد قرارداد سلف روی سهام را جایز دانسته و دلایل خود را به صورت زیر ارائه کرده است.

۱. چنانچه سهم «عین معین» باشد، قابل معامله با قرارداد سلف نیست. فقها

گرفته می‌شود. در این حالت فرد الف ثمن معامله را به فرد ب پرداخت می‌کند و از مابه‌التفاوت قیمت معامله با قیمت روز (به دلیل تحویل در آینده) سود می‌برد. در زمان T1، فرد ب سهم X را از بازار به قیمت P1، خریداری کرده و به فرد ب تحویل می‌دهد. مابه‌التفاوت قیمت معامله در دو زمان T0 و T1 به سود فرد ب خواهد بود. در این حالت فرد الف نیز موجودی سهام خود را حفظ کرده است. اگر قیمت سهم X در تاریخ T1 کمتر از قیمت سهم در تاریخ T0 باشد، فرد ب از این تفاوت قیمت سود خواهد برد و اگر باشد، فرد ب به دلیل تحلیل نادرست خود نسبت به قیمت آتی سهم X متضرر می‌شود.

فرد الف) به دلایلی می‌خواهد که سهم X موجود در سبد سرمایه‌گذاری خود را هم‌اکنون بفروشد. از طرفی این فرد مایل است سهم X را در بلندمدت در سبد خود حفظ کند. کاری که این سرمایه‌گذار (فرد الف) می‌تواند انجام دهد این است که سهم X را در بازار به قیمت روز بفروشد و با فرد دیگری (فرد ب) که معتقد است سهم X در آینده با کاهش قیمت مواجه می‌شود و حاضر است این سهم را در تاریخ T1 به فرد الف تحویل دهد، قرارداد سلف ببندد. بنابراین فرد ب در زمان T0 و با دریافت مبلغ P0 تعهد می‌دهد که سهم X را در تاریخ T1 به فرد الف تحویل دهد. معمولاً قیمت سهم مورد معامله در این روش از قیمت بازار آن سهم کمتر در نظر

عین معین محسوب می‌شود. بنابراین با توجه به اینکه سهام شرکت آلفا به راحتی از طریق بازار قابل تهیه است، «عین معین» محسوب نمی‌شود. به این ترتیب سهام پذیرفته‌شده در بورس قابل معامله با قرارداد سلف است.

۲ در اسلام، قرارداد سلف روی کالایی که وجود ندارد، صحیح نیست. نکته حائز اهمیت آن است که هنگامی سلف مشمول کالایی می‌شود که هنوز وجود ندارد، که ویژگی‌های کالای مزبور به روشنی مشخص شود. از جمله مهم‌ترین این ویژگی‌ها، رده، نوع، مقدار و تاریخ تحویل است که باید تعیین شده باشد. این موضوع با گفته صریح پیامبر اسلام نیز مطابقت دارد. پیامبر می‌فرماید:

«آن کس که معامله سلف انجام می‌دهد، باید به روشنی مقدار، وزن و تاریخ تحویل را معین کند.»

۳ تاریخ تحویل در قرارداد سلف باید از قبل تعیین شده باشد. فقها معتقدند که کالا یا سهم موضوع سلف باید در زمان بستن قرارداد تا زمان تحویل کالا در بازار وجود داشته باشد. با توجه به ساختار بازار بورس، عدم نقدینگی یا در دسترس نبودن سهم برای تحویل در قرارداد سلف مشکل‌ساز نخواهد شد. بنابراین مادامی که در طول مدت قرارداد سهم در بازار موجود باشد و معامله شود، می‌تواند به عنوان کالای موضوع قرارداد سلف منظور شود. با توجه به دلایل SAC، برای بهره‌گیری از کارکردهای فروش استقراری در بازار سهام می‌توان از قرارداد سلف استفاده کرد که در این چارچوب، ساز و کار قرارداد سلف بر روی سهام در مثال زیر تشریح می‌شود. یک سرمایه‌گذار را در نظر بگیرید که مجموعه‌ای از اوراق بهادار را در سبد سرمایه‌گذاری خود دارد. این سرمایه‌گذار

