

## شناسایی راهکارهای اسلامی جایگزین فروش استقراضی در بازار اوراق بهادار ایران و اولویت‌بندی آنها با استفاده از روش TOPSIS

محمدجواد محقق‌نیا<sup>۱</sup>، میثم احمدوند<sup>۲\*</sup> محمود خطیب<sup>۳</sup>

۱- استادیار دانشگاه علامه طباطبایی (ره)، تهران، ایران

mgmohagh@yahoo.com

۲- دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبایی (ره)، تهران، ایران

maysam.21989@gmail.com

۳- دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبایی (ره)، تهران، ایران

mahmudkhatib@gmail.com

### چکیده

استفاده از راهکارهای معاملاتی از قبیل تأمین مالی خرید اعتباری و فروش استقراضی نقش انکارناپذیری در گسترش بازار سرمایه در کشورهای مختلف داشته‌اند. با این حال، بهره‌گیری از کارکردهای آن‌ها در بورس‌های اسلامی به دلیل ساختار قراردادهای مورد استفاده و دخیل بودن عوامل غیرشرعی با مشکلاتی همراه است. به همین دلیل پژوهشگران مالی در این کشورها تلاش کرده‌اند با کمک علمای اسلامی و به کارگیری راهکارهای معاملاتی اسلامی، از کارکردهای این ابزارها برای توسعه بازار سرمایه استفاده کنند. یکی از راهکارهای معاملاتی که کمک چشمگیری به افزایش نقدشوندگی بازار می‌کند، فروش استقراضی است. البته مغایرت این راهکار با برخی اصول اسلامی، پژوهشگران مالی اسلامی را بر آن داشته تا با استفاده از قراردادهای اسلامی، سازوکار شرعی مناسبی برای آن طراحی نمایند. در این مقاله، ابتدا فروش استقراضی و مزایا و آسیب‌های آن در بازار اوراق بهادار تبیین شده سپس، با استفاده از نظر خبرگان روش TOPSIS و با توجه به معیارهای اتخاذ شده قانونی، مالی و فقهی، راهکارهای جایگزین فروش استقراضی بررسی و اولویت‌بندی گردیده و در نهایت مناسبترین روش برای پیاده‌سازی آن در بازار اوراق بهادار ایران معرفی می‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** بیع‌العربون، سلم، وعد، فروش استقراضی، روش TOPSIS.

## مقدمه

اگر اوراق بهادار به طور مستقیم در بازارهای مالی دنیا معامله نشوند، به ندرت بدون استفاده می‌مانند، بلکه به مشارکت کنندگانی که قصد استقراض این اوراق را دارند، قرض داده شده یا به عنوان وثیقه در تأمین مالی کوتاه مدت استفاده می‌شوند. قرض دهی اوراق بهادار در سال‌های اخیر، بخش مهمی از فعالیت‌های بازارهای جهانی اوراق بهادار را به خود اختصاص داده است، به نحوی که حجم روزانه معاملات اوراق بهادار با هدف تأمین مالی در مقایسه با معاملات خرید و فروش مستقیم بسیار قابل توجه است. قرض دهی اوراق بهادار برای نخستین بار طی دهه‌های ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ در انگلستان ظهور کرد و به سرعت در آمریکا، کشورهای توسعه یافته و سپس کشورهای نوظهور توسعه پیدا کرد، به طوری که کشورهای آمریکا، انگلستان، کانادا، هلند، آلمان، استرالیا و ژاپن در این صنعت به مرحله بلوغ و تکامل رسیده‌اند. قرض دهی اوراق بهادار جزو لاینفک و ارزش افزای خدمات ارائه شده توسط بانک‌های عامل به سرمایه‌گذاران نهادی نظیر صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، یونیت تراست‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و غیره را تشکیل می‌دهد. اگرچه درآمد حاصل از این خدمت نسبتاً اندک است، از این طریق سرمایه‌گذار امکان می‌یابد با تقبل ریسک محدود، درآمد خود را افزایش داده و کارمزد پرداختی به بانک نیز کاهش یابد. این مسأله به‌ویژه در مورد سبدهای سرمایه‌گذاری با ارزش بالا، مصداق بیشتری می‌یابد [9]. یکی از انگیزه‌های فعالان صنعت قرض دهی اوراق بهادار، فروش استقراضی است که مغایرت آن با برخی اصول اسلامی، متخصصان مالی را به فکر یافتن راهکارهای شرعی جایگزین ابزار معاملاتی مزبور واداشته تا بازارهای اسلامی را از مزایای

آن بهره‌مند سازند. در این مقاله، راهکارهای اسلامی جایگزین فروش استقراضی شناسایی و با مراجعه به نظر خبرگان اولویت‌بندی شده سپس، مناسب‌ترین روش برای پیاده‌سازی در بازار اوراق بهادار ایران پیشنهاد می‌گردد.

## تعریف قرض دهی اوراق بهادار

قرض دهی اوراق بهادار به "انتقال موقت اوراق بهادار در قبال وثیقه گذاری اوراق بهادار دیگر، معادل نقدی آن یا ترکیبی از آن‌ها با تعهد تحویل همان میزان اوراق بهادار در زمان مشخصی در آینده" اطلاق می‌شود. بدین ترتیب که مالک اوراق بهادار توافق می‌کند، این اوراق را برای مدت (زمان مشخص، به محض تقاضا یا زمان نامحدود) در اختیار قرض گیرنده قرار دهد. قرض گیرنده نیز متعهد می‌شود در انتهای دوره مورد توافق، معادل اوراق بهادار مذکور را به قرض دهنده بازپس دهد [۱۱]. برخی از ویژگی‌های توافق‌نامه‌های قرض دهی اوراق بهادار به شرح زیر است:

- ۱) اوراق بهادار قرض داده شده و به وثیقه گذاشته شده، بین طرفین معاوضه می‌شود. البته در بازارهای مختلف، حقوق قرض دهنده در قبال وثایق تفاوت دارد و ممکن است شامل حقوق کامل مالکیت نباشد؛
- ۲) منافع اقتصادی مالکیت نظیر سودهای تقسیمی، کوپن‌ها و غیره به قرض دهنده عودت داده می‌شود، بدین معنا که قرض گیرنده به شرط تادیه معادل پرداخت‌های اوراق بهادار، حق استفاده از منافع اوراق بهادار مذکور را دارد. در واقع قرض دهنده به جای آن که سودهای تقسیمی را از ناشر اوراق دریافت کند،

معادل آن را از قرض گیرنده دریافت می‌کند که به آن سود جایگزین یا تصنعی<sup>۱</sup> گویند؛

۳) قرض دهنده در قبال اقدامات شرکتی ناشر اوراق طی دوره قرض دهی نیز ذینفع محسوب می‌شود، به‌عنوان مثال اگر ناشر اقدام به انتشار حق تقدم نماید، قرض گیرنده موظف است بر اساس قیمت انتشار حق تقدم، منافع حاصل از آن را به قرض دهنده باز پس دهد؛

۴) قرض دهنده با قرض دهی اوراق بهادار، تنها از حق رای خود صرف نظر می‌کند. اگر قرض دهنده بخواهد از حق رأی استفاده کند، باید از قرض گیرنده بر اساس حقوق قراردادی تعیین شده درخواست کند اوراق بهادار معادل را به وی بازگرداند؛

۵) در بیشتر کشورها، معاملات قرض دهی اوراق بهادار مشمول برخی معافیت‌های مالیاتی می‌شوند [۱۱].

### کارمزد قرض

در مورد وابستگی کارمزد قرض<sup>۲</sup> به انعطاف‌پذیری قرض دهنده در قبال طیف اوراق بهادار غیرنقدی مورد پذیرش، اختلاف نظر وجود دارد. برخی معتقدند که هر چه انعطاف‌پذیری قرض دهنده بیشتر باشد، کارمزد بیشتری را می‌تواند مطالبه کند. بر اساس اظهارنظر برخی دیگر، کارمزدها باید ثابت باشد، اما از آنجا که قرض گیرندگان به دنبال قرض دهندگان منعطف‌تر می‌روند، این امر در نهایت به ایجاد تعادل و افزایش درآمدهای کلی منجر می‌شود. نرخ کارمزدی که به قرض دهنده تعلق می‌گیرد، به عوامل زیر بستگی دارد:

- عرضه و تقاضا: هر چه اوراق بهادار کم‌تری در دسترس باشد، نرخ کارمزد بیشتر خواهد بود؛

- انعطاف‌پذیری وثایق: هزینه‌ای که قرض گیرنده در قبال ارایه وثایق مختلف، متحمل می‌شود، می‌تواند قابل توجه باشد. از این رو، قرض گیرندگان حاضرند کارمزد بیشتری به قرض دهندگان منعطف‌تر پرداخت کنند.

- میزان سود جایگزینی که قرض دهنده دریافت می‌کند، در مقایسه با سود پس از کسر مالیاتی که وی در صورت عدم قرض دهی اوراق بهادار پرداخت می‌کرد: قرض دهندگان مختلف، مالیات‌های متفاوتی در قبال درآمدهای حاصل از اوراق بهادار پرداخت می‌کنند. هر چه سود جایگزین قابل پرداخت به قرض دهنده کم‌تر باشد، آن‌ها کارمزد بیشتری را طلب خواهند کرد؛

- دوره قرض: معاملات قرض دهی اوراق بهادار می‌تواند قابل فراخوانی یا محدود به دوره مشخصی باشد. نظرهای مختلفی در مورد این که در ازای قطعیت دوره قرض، پاداش یا تخفیفی برای قرض دهنده در نظر گرفته شود، مطرح است. اگر قرض دهنده یک وام بدون فراخوان را تضمین کند، در این صورت کارمزد بیشتری را طلب می‌کند؛

- قطعیت: فرصت‌های آربیتراژ و معاملاتی در فرآیند قرض دهی اوراق بهادار وجود دارد که سودآوری آن‌ها به اتخاذ برخی تصمیم‌های خاص بستگی دارد. اگر قرض دهنده وقوع رخداد‌های خاصی را تضمین کند، ممکن است کارمزد بیشتری را مطالبه نماید [۱۱].

1. Substitute or Manufactured Payments  
2. Rental Fee

## بازار مبتنی بر قرض‌دهی وجه نقد<sup>۱</sup> و مبتنی بر قرض‌دهی اوراق بهادار<sup>۲</sup>

اگرچه قرض‌دهی اوراق بهادار به مجموعه وسیعی از معاملاتی که با هدف انتقال موقت اوراق بهادار اطلاق می‌شود، دو بازار عمده در این صنعت قابل شناسایی هستند: بازار مبتنی بر قرض‌دهی وجه نقد و بازار مبتنی بر قرض‌دهی اوراق بهادار.

۱- بازار مبتنی بر قرض‌دهی اوراق بهادار: در این بازار، شرکت‌ها به دنبال دسترسی موقت به اوراق بهادار خاصی هستند. معمولاً انگیزه قرض‌گیرندگان را می‌توان در موارد زیر خلاصه کرد:

- الزامات ودیعه: در برخی موارد، استقراض اوراق بهادار به جای سپرده‌گذاری وجه نقد، گزینه به صرفه‌تری برای قرض‌دهندگان است که باید به الزامات فراخوان افزایش ودیعه در معاملات خود عمل کنند؛

- بازسازی / معامله: بازارسازها (نظیر بانک‌های سرمایه‌گذاری و کارگزار- معامله‌گران شامل کارگزاران بزرگ<sup>۳</sup>)، بزرگ‌ترین قرض‌گیرندگان اوراق بهادار هستند. این معامله‌گران بیشتر با هدف پوشش ریسک (آربیتراژ فیزیکی / شاخص، پوشش ریسک با استفاده از حق تقدم یا قرارداد اختیار معامله، ابزارهای مشتقه دیگر) اقدام به استقراض اوراق بهادار می‌کنند؛

- فروش استقراضی؛

- استفاده از حق رای سهام: در موارد متعددی مشاهده شده است که قرض‌دهنده به دلیل استفاده از حق رأی و اعمال کنترل‌های مدیریتی، اوراق بهادار موردنظر را استقراض می‌کند.

در این بازار قرض‌گیرنده به منظور کاهش ریسک اعتباری قرض‌دهنده، وثایق نقدی یا غیرنقدی نزد قرض‌دهنده سپرده‌گذاری می‌کند. این بازار به شدت به واسطه‌گران به عنوان منبع اصلی تقاضا وابسته بوده و معاملات آن خاص منظوره‌تر است. بانک‌های عامل، به طور سنتی از نظر سهم بازار، واسطه‌گران راهبر برای سرمایه‌گذاران نهادی محسوب می‌شوند.

۲- بازار مبتنی بر قرض‌دهی وجه نقد: در این بازار، شرکت‌ها به دنبال وثیقه‌گذاری اوراق بهادار برای تأمین مالی هستند. قرض‌دهنده وجه نقد، نیازی به اوراق بهادار توثیق شده ندارد و معمولاً به قرض‌گیرنده وجه نقد اجازه می‌دهد از بین گروه وثایق کلی موردقبول، به دلخواه انتخاب نماید. مشارکت‌کنندگان بازار از طریق این معاملات با وثیقه‌گذاری اوراق بهادار خود، به دنبال تأمین مالی با نرخ کم‌تر از نرخ استقراض کوتاه‌مدت بین‌بانکی (تسهیلات وام با وثیقه در بانک‌داری تجاری) هستند. این بازار، به نرخ بهره‌های بانکی وابسته است. مشارکت‌کنندگان معمولاً به‌طور مستقیم معامله می‌کنند و شرایط معامله آن‌ها در صفحات نمایش الکترونیکی در دسترس عموم قرار می‌گیرد.

در هر دو بازار، ارزش اسمی وثایق باید بیش از وجه نقد یا اوراق بهادار قرض‌داده شده باشد. بدین ترتیب در بازار مبتنی بر وجه نقد، قرض‌دهنده وجه نقد، از حرکات قیمتی وثایق مصون می‌ماند و در بازار مبتنی بر قرض‌دهی اوراق بهادار، ریسک قرض‌دهنده اوراق بهادار در ازای عدم تحویل کاهش می‌یابد. هر دو بازار مبتنی بر قرض‌دهی وجه نقد و مبتنی بر قرض‌دهی اوراق بهادار، اجزای اساسی بازارهای محلی و بین‌المللی را تشکیل می‌دهند که موجب افزایش نقدشوندگی و انعطاف‌پذیری بیشتر بازارهای اوراق

1. Cash Driven  
2. Securities Driven  
3. Prime Broker

بهادار می‌شوند. بازار مبتنی بر قرض‌دهی اوراق بهادار، کارایی سیستم‌های تسویه را بیشتر می‌کند. وجود بازار مبتنی بر قرض‌دهی وجه نقد نیز برای بانک‌های مرکزی به لحاظ عملیات مربوط به سیاست‌های پولی و نیز به‌عنوان منبع اطلاعات در مورد انتظارات نرخ‌های بهره بازار می‌تواند بسیار مفید باشد [۱۱].

ساختار مقاله در ادامه به این صورت است: در بخش دوم فروش استقراضی، مزایا و آسیب‌های آن در بازار سرمایه تبیین می‌گردد؛ در بخش سوم ملاحظه‌های قانونی، مالی و فقهی فروش استقراضی مدنظر قرار گرفته و در بخش چهارم راهکارهای فقهی جایگزین آن معرفی و بررسی می‌شوند؛ در بخش پنجم روش پژوهش و در بخش پایانی نتیجه‌گیری ارائه می‌گردد.

## فروش استقراضی

فروش استقراضی<sup>۱</sup>، فروش اوراق بهاداری است که فروشنده مالک آن نیست، بلکه آن را به‌منظور فروش قرض می‌گیرد و تعهد می‌کند طی دوره معینی مثل آن را به مالک برگرداند. کارگزار به‌منظور فروش استقراضی، از موجودی اوراق بهادار خود، مشتریان یا از کارگزاری‌های دیگر، در اختیار فروشنده استقراضی قرار می‌دهد. در مقابل، فروشنده استقراضی مبلغی را به‌عنوان وجه تضمین نزد کارگزار قرار می‌دهد که ریسک نکول برای قرض‌دهنده و کارگزار کاهش یابد. همچنین او مبلغی را به‌عنوان پاداش به قرض‌دهنده می‌دهد؛ این پاداش در قبال ایجاد فرصت بهره‌گیری از روند احتمالی کاهش قیمت‌ها در بازار با استفاده از معامله‌گری اعتباری<sup>۲</sup> برای فروشنده استقراضی داده می‌شود. سپس کارگزار به نمایندگی از فروشنده استقراضی، سهام را می‌فروشد و وجوه حاصل شده را

در حساب وی نزد خود اعتبار می‌کند. طی مدت معینی، فروشنده استقراضی باید با خرید همان سهم از طریق کارگزار، موقعیت خود را ببندد. اگر قیمت سهم کاهش یافته باشد، فروشنده استقراضی با خرید سهم به قیمت کم‌تر و تحویل آن به قرض‌دهنده، از محل تفاوت قیمت کسب سود می‌کند. اما اگر قیمت سهم افزایش یابد، وی مجبور است سهام را به قیمت بیشتری خریداری کند که به زیان او خواهد منجر شد. از آنجا که اقدام‌های شرکتی از قبیل تقسیم سود و افزایش سرمایه باعث تغییر وضعیت سهام می‌شود، قرض‌گیرنده متعهد می‌گردد که در زمان بازگرداندن سهم، تغییرات ناشی از آن اقدامات را برای قرض‌دهنده جبران کند [۴].

## مزایای فروش استقراضی

مهمترین مزایای فروش استقراضی را می‌توان در موارد زیر خلاصه کرد:

۱- جلوگیری از تشکیل حباب قیمت: از آنجا که فروشندگان استقراضی از کاهش قیمت سهم سود می‌برند، تلاش می‌کنند با تعدیل بازار سهام از طریق عرضه و تقاضا از رشد حباب گونه قیمت جلوگیری نمایند. بنابراین فروش استقراضی، به تصحیح قیمت سهم در بورس و جلوگیری از شکل‌گیری حباب‌های قیمتی کمک می‌کند؛

۲- کشف تقلب و دست‌کاری در قیمت و کمک به کشف ارزش ذاتی سهم: با توجه به دید انتقادی فروشندگان استقراضی در ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها، به نظر می‌رسد آن‌ها سریع‌تر از سایر مشارکت‌کنندگان بازار، تقلب و دست‌کاری در قیمت و ارزش شرکت‌ها را شناسایی می‌کنند؛

موقعیت‌های خرید خود در بازار مشتقه اقدام به فروش استقراضی سهم پایه می‌کنند [۹].

### آسیب‌های فروش استقراضی

فروش استقراضی به دلیل سواستفاده برخی از سرمایه‌گذاران، با آسیب‌هایی می‌تواند همراه باشد. برخی از این آسیب‌ها به شرح زیر است:

۱- امکان دست‌کاری در قیمت سهم: یکی از رایج‌ترین استفاده‌های غیراخلاقی از فروش استقراضی، فروش و تخریب سهام است. در این روش، فروشندگان استقراضی پس از قرض‌گیری و فروش سهام، اقدام به اشاعه اخبار و شایعه منفی در مورد سهم با هدف تخریب و کاهش قیمت آن می‌کنند. آن‌گاه پس از کاهش قیمت سهم، با کسب سود موقعیت خود را می‌بندند و از بازار خارج می‌شوند؛

۲- کاهش بیش از پیش قیمت در روندهای نزولی: با توجه به اینکه کاهش قیمت سهم، محل کسب سود فروشندگان استقراضی است، تلاشی برای ثبات یا افزایش قیمت سهم از طرف فروشندگان استقراضی در بازار سهام انجام نمی‌شود. فروشندگان استقراضی تمایل به تداوم روند نزولی در بازار دارند [۹].

### اهمیت فروش استقراضی در بازارهای نوظهور

اهمیت فروش استقراضی به‌عنوان منبعی برای نقدشوندگی بازار در چندین پژوهش مورد تأکید قرار گرفته است [۶]، [۷] و [۸]. عدم نقدشوندگی بازار معمولاً به علل زیر نسبت داده می‌شود: کم بودن تقاضا برای اوراق بهادار؛ بالا بودن هزینه‌های معاملات؛ ناکارآمد بودن ریزساختارهای بازار؛ محدود بودن عرضه اوراق بهادار؛ پایین بودن سطح اعتماد حاکم بر

۳- افزایش نقدشوندگی در بازار: در بازارهایی که سرمایه‌گذاران بزرگ آن اشخاص حقوقی مانند صندوق‌های شاخصی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری با چشم‌انداز بلندمدت هستند و سهم را با نگرش نگهداری بلندمدت خریداری می‌کنند، فروش استقراضی به نقدشوندگی بازار کمک بیشتری می‌کند. همچنین امکان کسب سود در زمان کاهش قیمت سهم، سرمایه‌گذارانی را که معتقد به کاهش قیمت هستند، ترغیب به فروش استقراضی و نیز افزایش نقدشوندگی بازار می‌کند؛

۴- افزایش کارایی بازار: هنگامی که تحلیل‌گران بازار به دلیل منافع شخصی یا تملک سهام شرکتی که قیمت آن رو به افزایش است، از افشای مسایل و ضعف‌های آن امتناع می‌کنند، فروشندگان استقراضی با بیان کاستی‌های شرکت، نقش مهمی در افشای اطلاعات و کشف قیمت واقعی آن سهم دارند؛

۵- جلوگیری از ایجاد بحران در بازار: فروشندگان استقراضی مانع ایجاد فاصله زیاد بین قیمت بازار و ارزش ذاتی سهم می‌شوند. آنها تمایل به افشای اطلاعات برای جلوگیری از رشد قیمت سهم دارند، لذا با این کار آن‌ها قیمت سهم از ارزش ذاتی آن فاصله نمی‌گیرد. همچنین تقاضایی که برای پوشش موقعیت‌های فروش استقراضی ایجاد می‌شود، از کاهش بیشتر قیمت سهم در شرایط نزولی جلوگیری می‌کند.

فروش استقراضی معمولاً روی سهامی انجام می‌شود که به نظر می‌رسد قیمت آن‌ها فراتر از ارزش ذاتی است و انتظار می‌رود قیمت آن‌ها کاهش یابد. سفته‌بازان عمدتاً به دنبال استفاده از این فرصت‌ها برای فروش استقراضی هستند. از طرف دیگر، پوشش‌دهندگان ریسک نیز به منظور پوشش ریسک

توسعه با جدیت دنبال شده است. راهکار دوم استفاده از معاملات اعتباری به صورت فروش استقراضی و خرید اعتباری است که توسعه بازارهای اوراق بهادار نوظهور را تسریع نموده است [۸]. در جدول (۱)، ویژگی‌های اصلی فروش استقراضی در بازارهای نوظهور ارایه شده است [۸].

بازار به خاطر وضع مقررات ضعیف و نبود حاکمیت شرکتی مناسب [۸].

برای رفع مسأله فوق (عدم نقدشوندگی بازار) راهکارهایی پیشنهاد شده است. یکی از این راهکارها فراهم کردن زمینه برای ورود سرمایه خارجی به بازار است که در طول دهه گذشته توسط کشورهای در حال

جدول (۱) ویژگی‌های اصلی فروش استقراضی در بازارهای نوظهور

بازار اوراق مشتقه	ملاحظه‌های	فروش استقراضی		کشور
		اجرا می‌شود	مجاز است	
فعال	محدودیت‌های شدید	خیر	بله	آرژانتین
فعال	محدودیت‌های شدید	بله	بله	برزیل
در حال توسعه	معرفی شده در سال ۲۰۰۱ همراه با اعمال برخی محدودیت‌ها	بله	بله	شیلی
فعال		بله	بله	هنگ کنگ
فعال		خیر	خیر	چین
	به ندرت اجرا می‌شود	خیر	بله	کلمبیا
در حال توسعه		بله	بله	جمهوری چک
		خیر	خیر	مصر
در حال توسعه		بله	بله	تایوان
در حال توسعه	حجم پایین	بله	بله	تایلند
		خیر	خیر	تونس
در حال توسعه	حجم فروش استقراضی ۴٫۵ درصد حجم کل معاملات در سال ۲۰۰۸ بوده است	بله	بله	ترکیه
		خیر	بله	ونزوئلا

نظارتی و قانون‌گذاری خود را به درستی انجام داده و در حفظ و روزآمد کردن داده‌های حسابداری و سایر اطلاعات مشتریان نهایت سعی خود را به کار بندند. افزون‌براین، پیاده‌سازی موثر فروش استقراضی نیازمند وجود تسهیلات قرض‌دهی اعتباری و بازارهای پولی پیشرفته است. همچنین، مقام‌های ناظر بر بورس‌های اوراق بهادار باید از رویه‌های سنگین و بوروکراتیک

### ملاحظه‌های قانونی، مالی و فقهی

در این بخش، فروش استقراضی از منظر مسایل قانونی، مالی و فقهی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### ملاحظه‌های قانونی

اثر بخشی فروش استقراضی مستلزم وضع قوانین و مقررات قابل اتکا در رابطه با بازار و اوراق بهادار است. در این بین، ضرورت دارد که مقام‌های ناظر نقش‌های

که مانع اجرای فروش استقراضی می‌شود، اجتناب ورزند [۸] و [۱۲].

### ملاحظه‌های مالی

در بررسی فروش استقراضی از منظر مالی، به موضوع‌های مرتبط با سایر ابزارهای مالی توجه می‌شود که از آن جمله می‌توان به کمک به نقدشوندگی بازار، افزایش جذابیت بازار اوراق بهادار، تأمین نیازهای مالی اشخاص حقیقی و حقوقی، سفته‌بازی، پوشش ریسک‌های مترتب، کسب بازده معقول، جذب سرمایه‌گذاران بیشتر و ... اشاره کرد [۸].

### ملاحظه‌های فقهی

در بازار سرمایه اسلامی، هرگونه عقد و معامله‌ای باید با اصول شریعت مطابقت داشته باشد [۵] و [۱۰]. بررسی همه عقود بر پایه این اصول انجام می‌شود که در اینجا برخی از آن‌ها را در رابطه با فروش استقراضی بررسی می‌کنیم.

**ربا:** ربا<sup>۱</sup> در قرض عبارت است از «قرض دادن یک دارایی اعم از پول یا کالا به قرض‌گیرنده به شرط دریافت مازادی بر اصل قرض داده شده از وی در زمان پس گرفتن». ربا عقد را باطل می‌کند.

**غرر:** غرر<sup>۲</sup> عبارت است از «جهل به یکی از جهات معامله که از ناحیه آن جهل، برای هر یک از معامله‌گران احتمال وقوع زیان یا ضرر باشد». موضوع غرر حول محور فریب دور می‌زند و عاملی منفی است که موجب غیرشرعی شدن معامله می‌شود. وجود غرر در معامله، آن را باطل می‌کند.

**قمار:** قمار<sup>۳</sup> عبارت است از «به خطر انداختن دارایی

دارایی با بازده مورد انتظار صفر که موفقیت در آن بر پایه بخت، شانس، اقبال و تصادف باشد». لذا اگر خطرپذیری مبتنی بر دانش، محاسبه و نه صرفاً بخت آزمایی باشد، قمار محسوب نمی‌شود، بلکه از آن با عنوان «ریسک» یاد می‌شود. مشارکت در معاملات بر پایه قمار ممنوع است.

فروش مال غیر: عبارت است از فروش یک دارایی که فروشنده مالک آن نیست، بلکه آن را امانت یا قرض گرفته است. فروش مال غیر از نظر فقه اسلامی، جایز نیست. در روایت مشهور نبوی آمده است: "لا تبیع مالیس عندک" یعنی چیزی را که مالک آن نیستی، نفروش. در فروش استقراضی سهام، قرض‌گیرنده انتظار کاهش قیمت سهم را دارد. حال ممکن است تغییر قیمت سهم با انتظار هر یک از طرفین مغایر باشد و با توجه به این که هیچ‌یک از طرفین قصد فریب دیگری را ندارد و هر دو با علم به این ریسک وارد معامله شده‌اند، لذا فروش استقراضی شامل اصل غرر نمی‌شود. همچنین تغییرات مزبور صرفاً مبتنی بر شانس و بخت و اقبال نیست، بلکه قابل پیش‌بینی است و تغییرات قیمت سهم، جز ریسک‌های ذاتی بازار سرمایه محسوب می‌شود. بنابراین فروش استقراضی، قمار محسوب نمی‌شود. اما از آن‌جا که قرض‌گیرنده علاوه بر سهم استقراضی، مبلغی را به‌عنوان سود به قرض‌دهنده پرداخت می‌کند که این مبلغ اضافی ربا است. بنابراین فروش استقراضی شامل ربا می‌شود و چنانچه در قالب عقد قرض تعریف شود، ربوی محسوب می‌شود. همچنین فروش استقراضی مصداق فروش مال غیر است و لذا از نظر شرعی ممنوع است [۵] و [۱۰].

با توجه به توضیح‌های فوق، باید راهکاری یافت شود که بازار سرمایه را به دور از مشکلات مربوط به ربا و فروش مال غیر، از کارکردهای فروش استقراضی

1. Riba  
2. Gharar  
3. Gamble



معامله صرف نظر کند، سهام را به فروشنده بازگردانده و پیش‌پرداخت او نیز به تصرف فروشنده درمی‌آید؛ اما اگر تا تاریخ پرداخت مابقی ثمن معامله صبر کند، موظف است مابقی بدهی خود را به صورت سهام به فروشنده بازپس دهد [۱۶].

### روش سلف یا سلم<sup>۳</sup>

سلف عبارت است از معامله یک دارایی که مبلغ آن در زمان معامله پرداخت می‌شود، اما دارایی در زمان معینی در آینده تحویل می‌شود. در این روش فروشنده تعهد می‌کند کالای معینی را در آینده با دریافت مبلغ آن براساس قیمت مورد توافق دو طرفه برای خریدار فراهم کند [۱۷]. البته هنگامی که سهام موضوع قرارداد سلف قرار گیرد، دیدگاه‌های مختلفی از باب شرعی بودن مطرح می‌شود. سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی<sup>۴</sup> به کارگیری سلف برای معامله سهم را نپذیرفته است. شایان توجه است که کالا یا سهم مورد معامله در سلف باید شرایط معینی را دارا باشد که سه مورد از این شروط عبارتند از:

۱- سهام کاملاً مشخص و معین نباشد؛ به عبارت دیگر عین معین نباشد؛

۲- رده، نوع و تعداد سهام قابل تعیین باشد؛

۳- تاریخ تحویل سهام قابل تعیین باشد [۱۴].

شورای مشورتی شریعت اوراق بهادار مالزی<sup>۵</sup> با توجه به شروط فوق، انعقاد قرارداد سلف روی سهام را جایز دانسته و دلایل خود را به صورت زیر ارائه کرده است.

۱- چنان چه سهم «عین معین» باشد، قابل معامله با قرارداد سلف نیست. فقها معتقدند که «عین معین» بودن،

بهره‌مند کند. بنابراین در راه کارهای در نظر گرفته شده، خرید و فروش و به عبارت بهتر، انتقال مالکیت جایگزین قرض دادن و قرض گرفتن اوراق شود. علمای اسلامی، راهکارهای مختلفی برای شبیه‌سازی فروش استقراضی در قالب بیع العربون، سلف و وعد ارائه کرده‌اند [۱۳]. در این بخش توضیح مختصری درباره راهکارهای ارائه شده، بیان می‌گردد. البته هدف اصلی، شناخت این راهکارها برای دستیابی به یک روش یا مدل جدید برای استفاده از کارکردهای فروش استقراضی در بازار اوراق بهادار ایران است.

### راهکارهای شرعی برای شبیه‌سازی فروش استقراضی

#### روش بیع العربون<sup>۱</sup>

در بیع العربون، فروشنده بخشی از کل ثمن معامله را به عنوان بیعانه یا پیش‌دریافت از خریدار دریافت و تاریخ معینی در آینده را برای قطعی شدن معامله مشخص می‌کند. با این فرض که اگر معامله از طرف خریدار به طور کامل انجام شد و او مابقی مبلغ خرید را پرداخت کرد، بیعانه به عنوان بخشی از ثمن معامله در نظر گرفته شود؛ اما اگر خریدار از انجام معامله منصرف شد، فروشنده بیعانه وی را به عنوان جریمه تصرف می‌کند. استفاده از بیع العربون برای جایگزینی فروش استقراضی در بازار سرمایه کشورهای اسلامی توسط صندوق‌های پوشش ریسک اسلامی<sup>۲</sup> به شرح زیر مورد استفاده قرار گرفته است: ابتدا صندوق پوشش ریسک اسلامی با پرداخت درصدی از کل مبلغ معامله به عنوان بیعانه، سهام طرف مقابل را خریداری می‌کند. در قرارداد تاریخ معینی برای پرداخت مابقی ثمن معامله تعیین می‌شود. اگر صندوق تا تاریخ مورد نظر از انجام

3. Salam

4. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution

5. Shariah Advisory Council

1. Arboon Sale

2. Islamic Hedge Fund

مادامی که در طول مدت قرارداد سهم در بازار موجود بوده و معامله شود، می‌تواند به‌عنوان کالای موضوع قرارداد سلف منظور شود [۱۳].

با توجه به دلایل شورای مشورتی شریعت اوراق بهادار مالزی، برای بهره‌گیری از کارکردهای فروش استقراضی در بازار سهام می‌توان از قرارداد سلف استفاده کرد که در این چارچوب، روش زیر پیشنهاد شده است.

یک صندوق پوشش ریسک اسلامی را در نظر بگیرید که مجموعه‌ای از کالاهای شرعی را شناسایی کرده و انتظار دارد قیمت آن‌ها در آینده کاهش یابد. در زمان  $T_0$ ، صندوق تعهد می‌کند که این دارایی‌ها را به فرد ب بفروشد، بدین شکل که کل مبلغ معامله را دریافت کند و کالاها را در آینده در زمان  $T_1$  تحویل دهد. معمولاً قیمت کالای مورد معامله در این روش از قیمت بازار آن کالا کمتر در نظر گرفته می‌شود. در این حالت فرد ب ثمن معامله را به صندوق پرداخت می‌کند و از مابه‌التفاوت قیمت معامله با قیمت روز (به دلیل تحویل در آینده) سود می‌برد. در زمان  $T_1$ ، صندوق کالاها را تعهد شده را از بازار به قیمتی که انتظار می‌رفت پایین‌تر از قیمت آن کالا در زمان  $T_0$  باشد، خریداری کرده و به فرد ب تحویل می‌دهد. مابه‌التفاوت قیمت معامله در دو زمان  $T_0$  و  $T_1$ ، سود صندوق خواهد بود. در این حالت فرد ب نیز موجودی سهام خود را حفظ کرده است [۱۷].

در فروش استقراضی رایج، صندوق پوشش ریسک کالاهایی را که بالاتر از قیمت ذاتی ارزش‌گذاری شده‌اند، قرض می‌گیرد و در بازار به قیمت روز به فروش می‌رساند، با این انتظار که قیمت آن کالاها در آینده کاهش می‌یابد. اگر چنین شود؛ یعنی قیمت کالا در آینده کاهش یابد، صندوق آن کالاها را از بازار

به وجود غرر در معاملات منجر می‌شود، زیرا با وجود جزییات متعدد در قرارداد، فروشنده در زمان تحویل کالا به خریدار متحمل ریسک می‌شود؛ به عبارت دیگر ممکن است نتواند دارایی نامبرده 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 نام‌گذاری به دلیل جداسازی سهام شرکت‌ها از یکدیگر صورت می‌گیرد و به معنی تعریف دقیق و معین سهم نیست. لذا نام‌گذاری سهم مثلاً به عنوان آلفا آن را «عین معین» نمی‌کند، بلکه صرفاً رده و نوع آن را تعیین می‌نماید، اما اگر خریدار، سهام شرکت آلفا را که در تملک شخص  $X$  قرار دارد خواستار شود، آنگاه این سهم عین معین محسوب می‌شود. بنابراین با توجه به این که سهام شرکت آلفا به راحتی از طریق بازار قابل تهیه است، «عین معین» محسوب نمی‌شود. بدین سان سهام پذیرفته شده 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 است که هنوز وجود ندارد، لازم است ویژگی‌های کالای مزبور به روشنی مشخص شود. از جمله مهمترین این ویژگی‌ها، رده، نوع، مقدار و تاریخ تحویل است که باید تعیین شده باشد.

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

از: (۱) وعد مشتمل بر قول یک طرفه‌ای باشد که در آن فقط یک طرف عقد مرابحه ملزم به انجام آن باشد و (۲) وعد به آن منجر شود که قول‌دهنده به طرف دیگر بدهکار شود. لذا مشخص است که در عقد مرابحه، وفای به وعد، الزام و پیگرد قانونی خواهد داشت. بنابراین بکارگیری دو وعد دوگانه در ترکیب با عقد مرابحه، می‌تواند استفاده از کارکردهای فروش استقراضی را امکان‌پذیر کند [۱۳].

تاکنون دو مؤسسه، ساختار مبتنی بر وعد را برای استفاده از کارکردهای اقتصادی فروش استقراضی پیشنهاد کرده‌اند: یکی شرکت امیری کپیتال مستقر در لندن<sup>۲</sup> که صندوق راهبردهای بدیل سهام<sup>۳</sup> را تأسیس کرده و دیگری بورس اوراق بهادار مالزی.

در روش اول معامله دو طرف دارد: یک طرف صندوق امیری کپیتال و طرف دیگر که هر شخصیتی ممکن است باشد. در این روش هر یک از طرفین وارد یک عقد وعد با طرف دیگر می‌شوند، بدین شکل که اگر قیمت سهم کاهش یا افزایش یافت، آن‌ها سهم را بخرند یا بفروشند. البته فقط یکی از معاملات وعده شده انجام خواهد شد، زیرا قیمت سهم یا حرکت صعودی و یا حرکت نزولی دارد. این روش مانند خرید اختیار فروش و فروش اختیار خرید است.

اما مکانیزم بورس مالزی متفاوت است. این روش دو نکته دارد: اول این که هیچ‌گونه قرض‌دهی و قرض‌گیری در این روش انجام نمی‌شود و فروشنده به جای قرض‌دهنده و خریدار به جای قرض‌گیرنده ایفای نقش می‌کنند. در واقع فروشنده سهم خود را به نهاد واسط<sup>۴</sup> فروخته و نهاد واسط نیز آن را به خریدار می‌فروشد. پس از مدتی، خریدار سهم را تهیه کرده و

خریداری کرده و به قرض‌دهنده بازپس می‌دهد. مابه‌التفاوت قیمت (پس از کسر هزینه‌های استقراض) بازده صندوق را فراهم خواهد کرد. البته صندوق پوشش ریسک اسلامی در این قرارداد سلف در معرض ریسک نیز قرار دارد، زیرا چنانچه برخلاف انتظار قیمت دارایی در بازار افزایش یابد، صندوق در زمان  $T_1$  زیان خواهد داشت. به همین دلیل، صندوق در دوره  $T_0$  تا  $T_1$  وارد قراردادهای سلف موازی با افراد دیگر می‌شود. در این موقعیت‌ها، صندوق خریدار است و فرد ج قول داده است که آن دارایی‌ها را در زمان  $T_1$  به او تحویل دهد.

## روش وعد<sup>۱</sup> یا قول

وعد عقدی است که به موجب آن یک طرف تعهد می‌کند یا قول می‌دهد که در تاریخ معینی در آینده قولی را عملی سازد؛ مثلاً پولی را پرداخت کند؛ سهمی را تحویل دهد؛ یا کالایی را خریداری کند. وعد عقدی یک طرفه است که انجام آن از نظر اخلاقی و ایمانی الزام‌آور است، اما در مورد الزام و پیگرد آن از لحاظ قانونی اختلاف نظر وجود دارد. در مکاتب مختلف، نگرش‌های مختلفی نسبت به الزام‌آور بودن عقد وعد وجود دارد. در مذاهب حنفی، شافعی، حنبلی و مالکی اعتقاد بر این است که هر چند عمل به وعد از نظر اخلاقی لازم است، اما از لحاظ قانونی الزام‌آور و قابل پیگرد نیست؛ اما برخی دیگر معتقدند که در وعد، قول‌دهنده برای انجام قول خود با الزام اخلاقی و قانونی است و لذا وعد از نظر قانونی قابل پیگرد است؛ البته چنانچه وعد در قالب عقد مرابحه باشد، از نظر اخلاقی الزام‌آور است و چنانچه دو شرط زیر را داشته باشد، از لحاظ قانونی نیز قابل پیگرد است. این دو شرط عبارتند

2. London - based Amiri Capital

3. Amiri Equity Alternative Strategies Fund (AEAS)

4. Central Facilitation Agency (CFA)

1. Wa'ad or Promise

به نهاد واسط و نهاد واسط نیز آن را به فروشنده می فروشد. توافق نامه وعد بدین دلیل استفاده می شود که از فروش سهم توسط خریدار اولیه به نهاد واسط و خرید سهم توسط فروشنده اولیه از نهاد واسط اطمینان حاصل شود. نکته دوم در مورد روش پیشنهادی بورس مالزی آن است که بورس مالزی خود نقش نهاد واسط را ایفا می کند و در واقع طرف مقابل همه معاملات است [۱۳].

### روش فروش نقدی و خرید سلف

در این روش، ابتدا مالک، سهام خود را به قیمت بازار به صورت نقدی به یک خریدار می فروشد. سپس با همان خریدار قرارداد سلف می بندد که خریدار آن سهم را به قیمتی معین در آینده به او باز پس دهد [۳]. مثلاً مالک ۱۰۰۰ سهم خود را به قیمت هر سهم ۱۶۶۰ ریال به خریدار می دهد و در عوض طی یک قرارداد سلف، خریدار متعهد می شود که این ۱۰۰۰ سهم را به قیمت هر سهم ۱۵۲۰ ریال و تحویل ۹۰ روزه به او برگرداند. بدین ترتیب مالک ۱۶۶۰۰۰۰ ریال طلبکار و نیز ۱۵۲۰۰۰۰ ریال بدهکار می شود که این دو رقم تهاتر شده، مبلغ ۱۴۰۰۰ ریال به مالک پرداخت می شود و در عوض سهم او به خریدار داده می شود. بدین ترتیب، پس از ۹۰ روز، مالک مجدداً دارایی خود را تصاحب می کند و سودی معادل ۱۴۰۰۰ ریال به او تعلق می گیرد. از طرفی خریدار چنانچه قیمت سهم از ۱۵۲۰ ریال کم تر شود، در سود قرار می گیرد و اگر قیمت سهم از ۱۵۲۰ ریال بیشتر شود، در زیان قرار می گیرد. در مورد سود نقدی نیز نظر بر آن است که پیش بینی شود و در قیمت معامله سلف گنجانده شود. مثلاً ارزش فعلی سود نقدی برآوردی را می توان از مبلغ معامله

سلف کسر کرد. مثلاً اگر این سهم ۱۰۰ ریال سود نقدی طی یک ماه آینده تصویب و ۶ ماه دیگر پرداخت می کند و ارزش فعلی آن برابر با ۷۵ ریال می شود، مالک می تواند مبلغ معامله سلف خود را برابر با ۱۴۵۵ ریال قرار دهد تا ارزش فعلی سود نقدی ناشی از فروش سهام را نیز حاصل کند. چنان که در روش سلف توضیح داده شد، در صورت تأیید قرارداد سلف برای معامله سهام، انجام معامله نقد ضروری نیست. البته این روش با فروش استقراضی تفاوت دارد و بسیاری از ویژگی های آن را در بر نمی گیرد، اما می تواند پیامدی مشابه، یعنی کسب سود در شرایط روند نزولی بازار را به همراه داشته باشد.

### روش ترکیب مباحه و وعد

مباحه و وعد دو عقد جداگانه هستند که با ترکیب آنها می توان از مزایای فروش استقراضی بهره گرفت [۱۳]. در عقد مباحه یک دارایی با ویژگی های معلوم و مبلغ معلوم از فروشنده به خریدار منتقل می شود، با این شرط که خریدار مبلغ معامله را در تاریخ مشخصی در آینده پرداخت کند. در عقد مباحه، فروشنده دارایی خود را با قدری سود یا ربح نسبت به بهای تمام شده به خریدار می فروشد [۱۵]. دارایی موضوع عقد وعد می تواند سهم نیز باشد [۱۳]. برای توضیح بیشتر مثال زیر را در نظر بگیرید. قیمت هر سهم شرکت آلفا در بازار سهام برابر با ۶,۲۰۰ ریال است، اما دارنده سهم شرکت آلفا بر اساس عقد مباحه، ۱۰۰۰ سهم خود را به قیمت هر سهم ۶۵۰۰ ریال به خریدار می فروشد و خریدار تعهد می کند که ۶۰ روز بعد مبلغ ۶۵۰,۰۰۰ ریال به فروشنده بدهد. ۳۰۰ ریال اختلاف قیمت بازار و قیمت معامله نیز سود مالک است که از عقد مباحه

بنابراین به‌طور خلاصه می‌توان گفت: «خریدار متعهد است که دقیقاً عین دارایی خریداری شده را در آینده معین به فروشنده اولیه بفروشد» [۱۳]. با انجام الگوی ترکیب مربحه و وعده 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 استقراضی برای فروشنده استقراضی می‌افتد. فرآیند بیان شده در بالا به صورت مستقیم قابل انجام نیست و لازم است که این فرآیند از طریق یک کارگزار انجام شود.

الگوی ترکیب مربحه و وعده را می‌توان از طریق یک شخص ثالث انجام داد. در این حالت خریدار پس از فروش سهام با شخص ثالثی وارد قرارداد و وعده برای معامله همان تعداد سهم با همان مشخصات می‌شود و از سوی دیگر فروشنده نیز با همان شخص ثالث وارد قرارداد و وعده می‌شود.

ترکیب مربحه و وعده به دلیل تعهد خریدار برای تأمین سهام در آینده، برای اتاق پایاپای با ریسک همراه است. البته ریسک ترکیب مربحه و وعده یک طرفه است و او باید وجه تضمینی تحت عنوان وجه تضمین ریسک نزد کارگزار قرار دهد تا ریسک سهم تحت تعهد وی به دلیل تغییرات قیمت سهم به اتاق پایاپای منتقل نشود. خریدار نزد کارگزار دو حساب مجزا خواهد داشت: حساب نقدی و حساب وجه تضمین. هنگامی که خریدار وارد معامله می‌شود، ابتدا وجه تضمین ریسک را نزد کارگزار قرار می‌دهد تا کارگزار این عقد مربحه را برای او انجام دهد. با انجام عقد مربحه، خریدار صاحب سهم می‌شود و به کارگزار دستور می‌دهد که سهم مزبور را برای او به فروش

کسب می‌کند. همانطور که قبلاً آورده شد، وعده عقدی است که به موجب آن یک طرف تعهد می‌کند یا قول می‌دهد که در تاریخ معینی در آینده قولی را عملی سازد؛ مثلاً پولی را پرداخت کند؛ سهمی را تحویل دهد؛ یا کالایی را خریداری کند [۱۳]. طی عقد و وعده، فرد الف قول می‌دهد که ۶۰ روز بعد ۱۰۰۰ سهم شرکت آلفا را به قیمت هر سهم ۶۲۰۰ ریال به فرد ب تحویل دهد؛ 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 و وعده و مربحه شرایط استفاده از کارکردهای فروش استقراضی را فراهم می‌کند [۱۳]. در عقد مربحه، فروشنده ۱۰۰۰ سهم شرکت آلفا را به قیمت هر سهم ۶۵۰۰ ریال (قیمت بازار سهم ۶۲۰۰ ریال است و ۳۰۰ ریال سود مربحه دریافت شده است) به خریدار می‌دهد و قرار می‌شود کل مبلغ معامله ۶۰ روز بعد توسط خریدار به فروشنده پرداخت شود. در عقد و وعده، خریدار قول می‌دهد که سهام شرکت آلفا را با همان ویژگی‌های هنگام خرید، ۶۰ روز بعد به قیمت ۶۲۰۰ ریال (قیمت بازار سهم در روز عقد مربحه) به فروشنده تحویل داده و مبلغ آن را دریافت کند. شایان توجه است که همان سهم با همان ویژگی‌ها بدین معناست که اگر به دلیل اقدام‌های شرکتی تغییری در وضعیت سهم ایجاد شود، باید همراه آن به فروشنده پس داده شود. به عبارت دیگر، در ترکیب مربحه و وعده خریدار موظف است سهامی را به فروشنده تحویل دهد که در روز اول وعده کرده است. لذا هرگونه سود تقسیم شده در این مدت که از درون سهم کاسته می‌شود یا هرگونه اقدام شرکتی که شکل سهم را تغییر می‌دهد، باید در زمان تعهد تحویل در نظر گرفته شود.

برسانند. مبلغ حاصل از فروش سهام در حساب نقدی مشتری نزد کارگزار می‌ماند که می‌توان آن را وجه تضمین صرف به حساب آورد. این وجه تضمین به منظور پوشش موقعیت خریدار است. این حساب وجه تضمین همواره به‌روز می‌شود و کسورات آن نیازمند تأمین و مازاد آن مجاز به استفاده خواهد بود. چنانچه فروش استقراضی در قالب یک سبد در نظر گرفته شود، نیازمند سیستم محاسبه وجه تضمین است که مطالعه‌ای جداگانه را می‌طلبد. اما به هر حال، خریدار، کنترلی بر پول نقد حاصل از معامله ندارد، بلکه مبلغ آن نزد کارگزار به عنوان وجه تضمین صرف باقی می‌ماند. در زمان تحویل، ابتدا کارگزار مبلغ مرابحه را به فروشنده اولیه رد می‌کند. بدین ترتیب قرارداد مرابحه تکمیل می‌شود و تعهد خریدار در قبال قرارداد مرابحه منتفی می‌شود. از طرفی کارگزار با دستور فروشنده، از حساب نقدی مشتری و حساب وجه تضمین او، معادل با قیمت بازار و با در نظر گرفتن سایر اقدامات شرکتی، برداشت کرده و سهم تحت تعهد وی را خریده و به فروشنده می‌دهد و پول آن را دریافت می‌کند. خالص این جابجایی‌ها در حساب خریدار نزد کارگزار می‌ماند که اگر قیمت سهم در زمان تحویل نسبت به قرارداد تعهدی کاهش پیدا کرده باشد، وی سود کسب کرده و این سود قابل برداشت است. از طرفی اگر قیمت سهم افزایش یافته باشد، زیان خریدار با توجه به سیستم به‌روزرسانی وجه تضمین از حساب وی نزد کارگزار کسر و به فروشنده منتقل می‌شود [۱۳].

### روش پژوهش

در این پژوهش به منظور جمع‌آوری اطلاعات لازم برای تدوین مبانی نظری و فقهی پژوهش، شناسایی

معیارهای مناسب برای اولویت‌بندی روش‌های جایگزین فروش استقراضی در بازارهای اسلامی و همچنین آگاهی از پیشینه پژوهش برای مطالعه کارآ و اثربخش از کتاب‌ها، مقالات، پایان‌نامه‌ها و پایگاه‌های اطلاعاتی و برای تعیین درجه اهمیت معیارهای رتبه‌بندی و همچنین رتبه‌بندی روش‌های جایگزین فروش استقراضی در بازارهای اسلامی بر اساس این معیارها، از روش میدانی استفاده گردیده است. در این پژوهش، روش‌های جایگزین فروش استقراضی در بازار اوراق بهادار ایران شناسایی و بررسی فقهی و شرعی آن‌ها انجام گرفته، سپس این روش‌ها بر اساس معیارهای اتخاذ شده (معیارهای قانونی، مالی و فقهی) به صورت دلفی از ادبیات موضوع و پژوهش‌ها و آرای خبرگان با استفاده از روش TOPSIS رتبه‌بندی و پس از این مرحله، روش دارای بالاترین رتبه به عنوان روش جایگزین فروش استقراضی معرفی گردیده است. مدل آماری مورد استفاده در پژوهش روش TOPSIS است. این روش اولین بار توسط هوانگ و یون در سال ۱۹۸۱ معرفی شد. اساس روش مزبور، انتخاب گزینه‌ای است که کمترین فاصله را از جواب ایده‌آل مثبت و بیشترین فاصله را از جواب ایده‌آل منفی دارد. تصمیم‌گیری در برخی از روش‌های چند معیاره بر مبنای میزان نزدیکی به راه حل ایده‌آل است. در این روش‌ها گزینه‌ای ارجح خواهد بود که نزدیکترین فاصله را در فضای  $n$  بعدی به راه حل ایده‌آل داشته باشد [۱] و [۲]. مراحل روش TOPSIS به ترتیب زیر است:

گام اول: تبدیل ماتریس تصمیم به یک ماتریس بی‌مقیاس شده با استفاده از نرم اقلیدسی؛ گام دوم: ایجاد ماتریس بی‌مقیاس وزین؛ گام سوم: مشخص نمودن راه حل ایده‌آل مثبت و راه حل ایده‌آل منفی؛ گام چهارم:

ضریب عدم اطمینان (Ez)؛ گام سوم: محاسبه شاخص اطمینان (Dz)؛ گام چهارم: محاسبه وزن معیارها. در گام نهایی تکنیک آنتروپی شانون، اوزان شاخص‌ها بر اساس شاخص اطمینان بدست می‌آید. در این مرحله با بی‌مقیاس‌سازی شاخص اطمینان با استفاده از نرم‌ساعتی به اوزان شاخص‌ها خواهیم رسید [۲].

### تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش از نظرهای ۲۰ نفر از خبرگان بازار اوراق بهادار ایران برای پاسخگویی به پرسشنامه طراحی شده بر اساس روش TOPSIS استفاده شده است. پرسشنامه تهیه شده با توجه به پژوهش‌های قبلی و نظرهای خبرگان دارای روایی است؛ زیرا با مطالعه و بررسی ادبیات موضوع و مقالات، معیارهای مناسب برای اولویت‌بندی راهکارهای پیاده‌سازی فروش استقراضی در بازار اوراق بهادار ایران شناسایی گردیده است.

### تحلیل تعیین درجه اهمیت معیارهای رتبه‌بندی

اهمیت معیارهای شناسایی شده به روش دلفی با استفاده از روش ریاضی شانون درجه‌بندی و در جدول (۲) ارایه شده است.

محاسبه فاصله نسبی از  $A^+$  و  $A^-$  و محاسبه فاصله اقلیدسی؛ گام پنجم: محاسبه شاخص نزدیکی نسبی؛ گام ششم: رتبه‌بندی گزینه‌ها بر اساس بزرگی شاخص نزدیکی نسبی.

در یک مسأله تصمیم‌گیری چند شاخصه لزوماً ضریب اهمیت معیارها یکسان نیست. بنابراین بخش عمده‌ای از داده‌های مدل در مدل‌سازی نرم، بردار ضرایب اهمیت معیارهاست. روش‌های محاسبه بردار ضرایب اهمیت (بردار  $w$ ) به ۲ دسته کلی تقسیم می‌شود:

الف- روش‌های کیفی: این روش‌ها به تشکیل بردار  $\lambda$  منجر خواهد شد ( $\lambda = (\lambda_1, \lambda_2, \dots, \lambda_n)$ ). مبنای ضرایب اهمیت معیارها در این دسته از روش‌ها نظرسنجی از خبرگان حوزه پژوهش است. روش‌هایی مثل اجماع<sup>۱</sup>، دلفی<sup>۲</sup>، طوفان مغزی<sup>۳</sup> و ... از انواع روش‌های کیفی در وزن‌گذاری شاخص‌ها هستند.

ب- روش‌های کمی (ریاضی): در دسته دوم بر اساس ماتریس تصمیم (D) و استفاده از منطق ریاضی به ضرایب اهمیت شاخص‌ها ( $w = (w_1, w_2, \dots, w_n)$ ) دست می‌یابیم. در روش‌های ریاضی مهمترین و کاربردی‌ترین روش، روش آنتروپی شانون<sup>۴</sup> است. بر اساس متد شانون، هر شاخصی که اطلاعات بیشتری تولید کند، باید از وزن بیشتری برخوردار باشد. مراحل این روش به شرح زیر است:

گام اول: تبدیل ماتریس D بر اساس نرم‌ساعتی به ND (ماتریس بی‌مقیاس شده)؛ گام دوم: محاسبه

1. Consensus
2. Delphi
3. Brain Storming
4. Shanon Entropy

جدول (۲) درجه اهمیت معیارها با استفاده از روش شانون

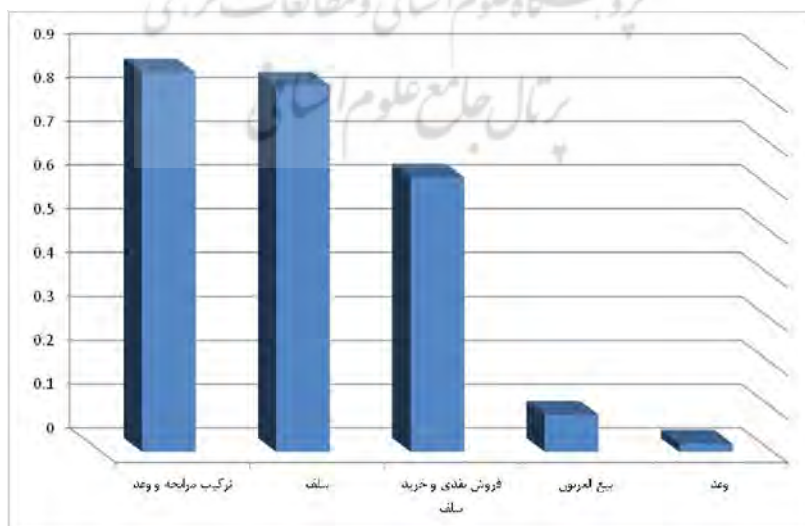
معیار	کمک به نقدشوندگی بازار	پوشش ریسک	کسب بازده معقول	انطباق با قانون پول شویی	جذب سرمایه گذاران بیشتر	بهادار	انطباق با قانون بازار اوراق	در بازار اوراق بهادار	شفافیت و سهولت بکارگیری	بانکی بدون ربا	انطباق با قانون عملیات
درجه اهمیت	۰/۱۲۵۷۷	۰/۱۲۴۶۱	۰/۱۲۳۳۶	۰/۱۲۵۲۵	۰/۱۲۳۴۶	۰/۱۲۶۰	۰/۱۲۶۰	۰/۱۲۴۲۰	۰/۱۲۶۹۴	۰/۱۲۶۹۴	۰/۱۲۶۹۴

نرم افزار EXCEL استفاده می گردد. نتایج در جدول (۳) و نمودار (۱) ارایه شده است.

نتایج اولویت بندی راهکارهای پیاده سازی فروش استقراضی در بازار اوراق بهادار ایران برای اولویت بندی راهکارهای پیاده سازی فروش استقراضی در بازار اوراق بهادار ایران و تحلیل داده ها از

جدول (۳) رتبه بندی راهکارهای پیاده سازی فروش استقراضی بر اساس روش TOPSIS

شاخص نزدیکی نسبی	روش
۰/۶۲۷۵۱	فروش نقدی و خرید سلف
۰/۸۳۶۳۶	سلف
۰/۰۸۴۸۱	بیع العربون
۰/۰۱۸۶۴	وعد
۰/۸۶۶۸۵	ترکیب مرابحه و وعد



نمودار (۱) اولویت بندی راهکارهای پیاده سازی فروش استقراضی بر اساس روش TOPSIS



## نتیجه‌گیری

یکی از راه کارهای معاملاتی که کمک چشمگیری به افزایش نقدشوندگی بازار می‌کند، فروش استقراضی است. البته فروش استقراضی به روش مرسوم به دلیل مغایرت با برخی اصول اسلامی، در بازارهای سرمایه اسلامی قابل اجرا نیست؛ به همین دلیل پژوهش‌گران مالی اسلامی برای بهره‌مند ساختن بازار سرمایه کشورهای اسلامی از کارکردهای این راهکار معاملاتی، تلاش کرده‌اند سازوکار شرعی مناسبی با استفاده از قراردادهای اسلامی طراحی کنند. در این مقاله، علاوه بر تبیین فروش استقراضی و مزایا و آسیب‌های آن در بازار سرمایه، راهکارهای جایگزین آن بررسی و با استفاده از آرای خبرگان و در نظر گرفتن ملاحظه‌های قانونی، مالی و فقهی مربوطه، مناسب‌ترین راهکار تحت عنوان روش ترکیب مراتب و وعد شناسایی و پیشنهاد شد.

## منابع

- [1] آذر، عادل و منصور مؤمنی. (۱۳۸۷). آمار و کاربرد آن در مدیریت (تحلیل آماری)، تهران: سمت.
- [2] اصغرپور، محمدجواد. (۱۳۷۷). تصمیم‌گیری‌های چندمعیاره، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
- [3] طالبی، محمد و حامد سلطانی نژاد. (۱۳۸۶). بررسی تطبیقی فروش استقراضی سهام با عقود اسلامی، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هفتم، شماره ۲۷.
- [4] -. (2007), "An Overview of Short Stock Selling", *AIMA Canada Strategy Paper Series*, No 5.
- [5] Asyraf W. D. & Abdelazeem A., (2008) "Fiqh Issues in Short Selling as Implemented in the Islamic Capital Market in Malaysia", *Islamic Economics*, Vol.21, No.2, pp:63-78.
- [6] Bris A., (2003). "Short Sales and Markets around the World", *Yale school of management pub*.
- [7] Bris, A., William G., and N. Zhu, (2007), "Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World", *Journal of Finance*, Volume 62, Number 3, pp. 1029-1079 (51).
- [8] Endo, T. and Rhee, S.G. (2006), "Margin Purchases and Short Sales in Emerging Markets: Their Rationales and Design Variables", *World Bank Financial Sector Paper Series*.
- [9] Fabozzi, F., & Cliff, A., (2004) "Short Selling: Strategies, Risks, and Rewards", Published by John Wiley & Sons., *Islamic Finance Journal*, Autumn (2005).
- [10] Kathryn F.S., (1997), "The Art of Short Selling", *John Wiley Press*.
- [11] Lilico A., (2009). "The Role and Regulation of Short Selling", *Staff Working Paper*. "Islamic Alternatives to Short Selling", *Malaysian ICM*, Vol 4, No 1.
- [12] - Maulana taqi usmani, "Salam and Istisna", *an online publication by accountancy.com.pk*.
- [13] Murabahah (2013). (Operational Requirements), Bank Negara Malaysia, Concept Paper, 25 April (2013).
- [14] - (2008) "The Arboon Sale, " Shariah capital inc.
- [15] - (1997), "The Salam Sale Contract the Publications Series of Tadamon Islamic Bank.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی